

Das Bail-out Griechenlands wird dem Euro einen Bären dienst erweisen

Zu den Krediten von EU und IMF gäbe es valable Alternativen

Die Kredite an Griechenland wurden gesprochen, weil den europäischen Politikern der Mut für alternative Wege gefehlt hat. Dadurch wird die Stabilität des Euro aufs Spiel gesetzt.

cae. Frankfurt · Politiker verkaufen die Kredite der EU und des Internationalen Währungsfonds (IMF) an Griechenland gerne als einzigen Ausweg aus der verfahrenen Situation. Dabei gäbe es Alternativen zu den Finanzhilfen, die dem Euro längerfristig viel weniger schaden würden als der jetzt eingeschlagene Bail-out-Kurs.

Gift für den Euro

Kurzfristig könnten die Kredite an Griechenland zwar sogar zu einer leichten Entspannung führen, weil der Refinanzierungsdruck für den griechischen Staat vorübergehend etwas abnimmt. Aber eben nur vorübergehend. Denn die Probleme Griechenlands sind durch die Kredite von EU (30 Mrd. €) und IMF (15 Mrd. €) längst nicht gelöst. Das Land hat 236 Mrd. \$ Schulden bei ausländischen Banken, und allein im laufenden Jahr muss es Kredite im Wert von 50 Mrd. € refinanzieren. Das Bild des «Tropfens auf den heissen Stein» ist da besonders zutreffend.

Die Gefahr, dass es mit diesen Krediten nicht getan ist, dass weitere folgen werden oder aber dass andere Länder mit hohen Defiziten ebenfalls Hilfe beantragen, wenn das Eis einmal gebrochen ist, darf nicht unterschätzt werden. Wenn Bail-out in der Euro-Zone erst einmal zu einem gängigen Instrument wird, heisst das für den Euro aber nichts Gutes. Gesunde Finanzen sind eine Grundvoraussetzung für eine stabile Währung. Staatshaushalte, die aus dem Ruder laufen, führen dazu, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit bei den entsprechenden Staatsobligationen steigt. Die Investoren sind dann nur noch bereit, diese Titel zu kaufen, wenn sie höhere Risikoprämien für ihre finanziellen Engagements erhalten. Dies wiederum führt dazu, dass die längerfristigen Zinsen steigen, was die Investitionstätigkeit in der Realwirtschaft hemmt, das Wachstum drosselt und so die Währung unter Druck setzt.

Ebenfalls Gift für die Stabilität einer Währung ist es, wenn Zweifel an der Unabhängigkeit der Zentralbank aufkommen. Wenn die Wirtschaftsakteure plötzlich den Verdacht hegen, die Währungshüter gestalteten ihre

Geldpolitik nicht mehr losgelöst von der fiskalpolitischen Realität und könnten sich unter dem Druck der Politik irgendwann sogar dazu bereit erklären, Staatsschulden und -defizite «wegzuinflationieren», dann ist es um die Stabilität einer Währung geschehen. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat sich während der ersten zehn Jahre ihres Bestehens einen hervorragenden Ruf als Garant für Unabhängigkeit, Preisstabilität und Wechselkursstabilität aufgebaut. Ihr jüngstes Einlenken bei den Hilfeleistungen an Griechenland ist von manch einem Beobachter als erste Kapitulation vor dem politischen Druck gewertet worden. Die anfängliche Haltung in der Griechenlandkrise, «Kein Bail-out für Mitglieder der Währungsunion», wäre der EZB viel besser angestanden. Die Gefahr, dass die Rettungsaktion für Griechenland, selbst wenn sie kurzfristig zur Stabilisierung der Lage beitragen sollte, in der längeren Frist dem Euro schadet, ist beachtlich. Die Währungsunion mit ihren Konvergenzkriterien hätte eine stark disziplinierende Wirkung auf die Mitglieder, wenn sie strikt eingehalten würden. Wenn es in der Euro-Zone aber möglich ist, dass Defizitsünder Finanzhilfe erhalten, wird genau diese Wirkung ausgehebelt.

Finanzhilfen sind nicht der einzige Ausweg aus der Griechenlandkrise. Andere Wege würden eventuell mehr politischen Mut erfordern, bekämen der Währungsunion langfristig aber weit besser. Eine Umschuldung der griechischen Staatstitel beispielsweise wäre ein durchaus praktikabler Weg. Für Politiker ist sie zwar stets ein rotes Tuch, aber wieso eigentlich? Die Vorstellung, die Gläubiger Griechenlands – darunter viele europäische Banken – würden dadurch derart hohe Verluste erleiden, dass eine zweite Bankenkrise drohte, ist realitätsfremd. Erstens kann eine Umschuldung durchaus so erfolgen, dass es nicht zu einem Totalausfall der Titel kommt. Die Gläubiger könnten zu sogenannten «haircuts» gezwungen werden, die den Wert ihrer Anlagen zwar schmälern, aber nicht ganz ausradieren.

Selbst nichts tun wäre besser

Das Gewicht griechischer Titel in den Büchern europäischer Banken darf zudem nicht überschätzt werden. Eine Umschuldung würde höchstens in Einzelfällen, wo Banken grössere Klumpenrisiken mit hellenischen Titeln eingegangen sind, Finanzinstitute in ernste Schwierigkeiten bringen. Sie würde aber kaum einen neuen Flächenbrand

auslösen. Zudem mussten die Finanzinstitute, die in griechische Staatspapiere investiert haben, immer schon einen potenziellen Ausfall einkalkulieren, denn sie wussten, dass die saftigen Renditen, die sie mit griechischen Anleihen während Jahren erwirtschaftet haben, genau eins waren: Risikoprämien.

Auch drastischere Schritte, wie das vorübergehende Ausscheiden Griechenlands aus der Währungsunion, waren während der Griechenlandkrise stets ein politisches Tabu. Dabei wäre es aus ökonomischer Sicht durchaus rational. Griechenland könnte seine heimische Währung so weit abwerten, dass sie seiner neuen wirtschaftlichen Realität entspräche. Das enorme Leistungsbilanzdefizit würde dadurch geschmälert und die Wettbewerbsfähigkeit griechischer Produkte gestärkt. Vor allem aber würde das Ausscheiden stark defizitärer Mitgliedsländer die Währungsunion zu einem «Klub der Besten», sprich: von Ländern mit einer nachhaltigen Fiskalpolitik, machen, was dem Euro nur zugutekäme. Diese Sicht hat nichts mit mangelnder Solidarität zu tun, denn was nützt diese den Euro-Ländern, wenn durch sie die Preis- und Währungsstabilität gefährdet und dadurch Wachstum und Wohlstand in der gesamten Euro-Zone nachhaltig beeinträchtigt werden?

Selbst die dritte Alternative, nämlich die des Nichtstuns, wäre womöglich langfristig besser als ein Bail-out. Griechenland kann sich nämlich noch am Markt refinanzieren, die griechischen Staatstitel, die in den vergangenen Wochen an den Markt gekommen sind, waren stets überzeichnet. Die Refinanzierung war teuer, ja. Und Griechenland muss ein schmerzhaftes Sparprogramm durchziehen, um die Märkte zu überzeugen, das auch. Aber hat irgendjemand je behauptet, dass Sparen Spass macht? Dass es nicht die heutige Regierung ist, die den Schlamassel verursacht hat, und schon gar nicht das Gros der Bevölkerung, ist traurig. Trotzdem müssen die schmerzhaften Aufräumarbeiten nun getan werden, je schneller, desto besser. Die Stabilität des Euro darf nicht gefährdet werden, nur um die Last dieser Korrekturen in Griechenland zu lindern. Die Preis- und Währungsstabilität ist ein zu kostbares Gut, als dass sie für das fiskalpolitische Versagen eines Landes aufs Spiel gesetzt werden darf.