

## Liquidität und Souveränität

Ein Gläubiger der letzten Instanz für die Eurozone

*Heribert Dieter*

**Die Krise Griechenlands hat einen Konstruktionsfehler der Eurozone offengelegt. Die Annahme, die Stabilitätskriterien des Vertrags von Maastricht würden ausreichen, um die Euroländer von Liquiditätskrisen zu verschonen, hat sich als unzutreffend erwiesen. Die Eurozone benötigt einen Gläubiger der letzten Instanz, der Mitgliedsländer bei der Überwindung von Liquiditätsproblemen unterstützt. Notfallkredite sollten aber nur dann gewährt werden, wenn ausreichende Sicherheiten bestehen. Ein grundsätzlicher Ausschluss eines Staatsbankrotts ist damit allerdings nicht verbunden.**

Anfang 2010 wurde erkennbar, dass es für das griechische Schuldenproblem keine einfache Lösung gibt. Das Land hat etwa 300 Milliarden Euro Staatsschulden angehäuft, seine Volkswirtschaft lebte jahrzehntelang über ihre Verhältnisse. Im Laufe des Jahres 2010 wird Griechenland Anleihen im Volumen von 53 Milliarden Euro auf den Finanzmärkten platzieren müssen. Indes bestehen berechtigte Zweifel, ob private Gläubiger zum Kauf griechischer Papiere in diesem Umfang bereit sein werden. Trotz hoher Zinssätze scheuen private Akteure zusehends Engagements in Griechenland. Athen droht eine Liquiditätsklemme.

Der Fall Griechenland weist auf einen grundsätzlichen Mangel in der Konstruktion der Eurozone hin. Hat ein Staat vorübergehend Probleme, sich mit frischem Kapital an den internationalen Finanzmärkten zu versorgen, bietet ihm die Eurozone keinerlei Mechanismus, mit dem

solche Liquiditätsprobleme überwunden werden könnten.

### **Was macht einen erfolgreichen Gläubiger der letzten Instanz aus?**

Die Geschichte der internationalen Finanzmärkte weist eine große Zahl von Fällen auf, in denen Staaten Liquiditätsprobleme hatten. Mexiko drohte 1994/95 zahlungsunfähig zu werden. Die USA, der Internationale Währungsfonds (IWF) und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich haben dem Land damals kurzfristig Kredite im Gesamtvolumen von 50 Milliarden Dollar zur Verfügung gestellt. Die USA verlangten dafür Sicherheiten. Mexiko verpflichtete sich, bei Nicht-Bedienung der Kredite die Einnahmen aus künftigen Erdölexporten an die USA abzutreten. So konnte die Regierung Clinton eine Einmischung in interne Angelegenheiten des Nachbarstaats ver-

meiden und zugleich in einer kritischen Phase Solidarität mit den Mexikanern zeigen. Dieses Konzept gilt seitdem als beispielhaft für die Überwindung von Liquiditätskrisen souveräner Schuldner.

Die Regierung der USA und der IWF konnten zwar nicht verhindern, dass Gläubiger panikartig reagierten, doch setzte die Bereitstellung groß dimensionierter und sofort verfügbarer Kredite der Spekulation gegen Mexiko sehr rasch ein Ende. Für die US-Regierung und den IWF war das Verfahren dennoch ohne große Risiken, weil die Rückzahlung der Kredite durch die Einnahmen aus dem Ölgeschäft gesichert war. Die Bereitschaft Mexikos, Sicherheiten zu liefern, war letztlich Voraussetzung für die rasche Überwindung der Finanzkrise.

Auch in Ostasien hat man, nach den traumatischen Erfahrungen der Asienkrise in den Jahren 1997/98, versucht, Vorkehrungen zur Sicherung der eigenen Liquidität zu treffen. Zunächst haben ostasiatische Länder ihre Währungsreserven drastisch aufgestockt, um die Versorgung der eigenen Wirtschaft in Finanzkrisen sicherzustellen. Zusätzlich wurde im Rahmen der sogenannten Chiang-Mai-Initiative vertraglich vereinbart, dass sich Volkswirtschaften in Krisen gegenseitig mit Liquidität versorgen. Bei solchen bilateralen Swaps wird Landeswährung gegen Dollar oder Euro getauscht. Die Landeswährung dient als Sicherheit für die Gläubiger. In Asien wurde somit ein Netzwerk von staatlichen Gläubigern der letzten Instanz geschaffen.

Die Idee eines Gläubigers der letzten Instanz geht auf Walter Bagehot zurück, einen britischen Ökonomen aus dem 19. Jahrhundert. Er stellte drei Kriterien auf, die für erfolgreiche Kreditvergabe in einer Finanzkrise zu beachten seien: Erstens müsse ein Gläubiger der letzten Instanz großzügig Mittel bereitstellen (lend freely). Zweitens seien diese zu einem relativ hohen Zinssatz zu vergeben (at penalty rates). Drittens müsse der Schuldner ausreichend Sicherheiten bieten (good collateral). Zusammengefasst: »lend freely, at penalty rates, against good collateral«.

Kredite und Sicherheiten sind untrennbar verbunden. Ein supranationaler globaler Gläubiger der letzten Instanz kann erfolgreich nur etabliert werden, wenn ihm die Möglichkeit eröffnet wird, auf Sicherheiten des Schuldners zuzugreifen. Genau so läuft das Verfahren im nationalen Raum: Die Notenbank stellt, beispielsweise bei einer Bankenkrise, Liquidität bereit, aber nur gegen Sicherheiten. Ein vergleichbares Verfahren existiert aber nicht in der Eurozone. Zwar können sich Banken bei der Europäischen Zentralbank (EZB) gegen die Hinterlegung von Sicherheiten, etwa Staatsanleihen, mit Liquidität versorgen. Für Staaten gilt dieses Verfahren jedoch nicht. Im Falle einer Panik auf den Finanzmärkten besteht in der Eurozone nur die Wahl zwischen einem Staatsbankrott und dem Gang zum IWF. Liquiditätshilfen der EU-Kommission, der EZB und selbst bilaterale Kredite sind in der gegenwärtigen Ordnung der Eurozone nicht vorgesehen.

Üblicherweise ist ein Gläubiger der letzten Instanz ein staatlicher Akteur, etwa die Notenbank. Grundsätzlich möglich wäre natürlich auch, dass eine Gruppe privater Akteure einem Staat Liquidität bereitstellt. Selbst wenn die Finanzmärkte nicht mehr gewillt sein sollten, konventionelle Anleihen zu zeichnen, könnte doch die Bereitschaft bestehen, gegen die Stellung von Sicherheiten Kredite zu gewähren.

### **Passt das Konzept für Griechenland?**

Natürlich stellt sich an dieser Stelle die Frage, welche Sicherheiten die griechische Regierung anzubieten hätte. Da die Vorgängerregierungen nur geringes Interesse an Privatisierungsmaßnahmen hatten, verfügt der griechische Staat über erstaunlich hohe Vermögenswerte. Der Staat ist unter anderem Eigentümer von Hotels, Yacht- und Seehäfen, Flughäfen, Banken, Versicherungen und Energieversorgungsunternehmen. Der Ökonom Michael Massourakis beziffert allein den Wert der sich in Staatseigentum befindenden Immobilien auf 300 Milliarden Euro. Die Hellenic

Public Real Estate Corporation (KED) hat 72 000 Liegenschaften in ihrem Bestand. Der IWF veranschlagte im Jahr 2007 den Wert des Athener Aktienportfolios auf 42 Milliarden Euro. Es kann also kein Zweifel daran bestehen, dass der griechische Staat Sicherheiten für Überbrückungskredite bereitstellen könnte.

Diese Art der Liquiditätshilfe hätte im Vergleich zu den anderen Optionen eine Reihe von Vorteilen. Die Länder der Eurozone würden sich solidarisch zeigen und Liquiditätshilfen leisten, aber sie würden der griechischen Gesellschaft nicht das Recht auf eigenverantwortliche Restrukturierung nehmen. Das Risiko einer zeitweiligen Zahlungsunfähigkeit wäre gebannt, und vermutlich würden auch die Risikoaufschläge griechischer Staatsanleihen rasch sinken. Marktteilnehmern würde signalisiert, dass ein liquiditätsbedingter Staatsbankrott nicht zu erwarten ist. Vor allem aber handelt es sich um ein Konzept, das die Regierungen der Geberländer gegenüber ihren Bürgern vertreten können. Das ist ein nicht zu überschätzender Vorzug in Anbetracht des berechtigten Unwillens in möglichen Geberländern, einschließlich Deutschlands, für das Ausmisten des griechischen Augiasstalls große finanzielle Verantwortung zu übernehmen.

### **Nachteile: Welche Risiken bleiben?**

Auch diese Option hat jedoch erhebliche Nachteile. Der wichtigste ist: Wie sollen die Sicherheiten im Falle des Zahlungsausfalls verkauft werden? Die Gläubiger Griechenlands könnten gezwungen sein, nennenswerte Bestände an Immobilien und andere Vermögenswerte in einem schwierigen Markt zu veräußern. Eine Treuhandanstalt müsste geschaffen werden, und die Gläubiger müssten grundsätzlich bereit sein, von ihren Rechten Gebrauch zu machen.

Zudem wird mit der Bereitstellung von Sicherheiten das eigentliche Problem nicht gelöst: die zu hohen Staatsausgaben in Griechenland. Die vermutlich unabwendbare Kürzung von Gehältern und Sozialleistun-

gen ist mit der Bewilligung von Krediten natürlich noch nicht erreicht. Doch würde die griechische Gesellschaft wertvolle Zeit gewinnen, um eine umfassende Restrukturierung vorzubereiten. Bislang scheint in der Bevölkerung die Hoffnung auf eine Fortsetzung der bisherigen Wirtschafts- und Finanzpolitik weit verbreitet zu sein.

### **Alternative Konzepte**

Natürlich gibt es Alternativen zur Schaffung eines Gläubigers der letzten Instanz in der Eurozone. Gegenwärtig sind drei Ansätze in der Diskussion: Die Gewährung von mit Auflagen verknüpften Krediten durch andere europäische Staaten, die Einschaltung des Internationalen Währungsfonds und der Ausschluss jeglicher Hilfen.

Momentan wird nach der ersten Alternative verfahren. Griechenland wurde von der Europäischen Kommission quasi entmündigt und hat seine fiskalpolitische Souveränität im Tausch gegen noch nicht näher spezifizierte Finanzhilfen der anderen Euroländer weitgehend eingebüßt. Dieser Pfad ist allerdings sowohl für Griechenland selbst als auch für die Kreditgeber extrem risikoreich. Griechenland wird auf diese Weise mehr oder weniger zu einer Art Protektorat Brüssels. Und dies beraubt die Griechen der Möglichkeit, über die Reform ihrer Wirtschafts- und Finanzpolitik selbst zu entscheiden. Früher oder später wird dies mit hoher Wahrscheinlichkeit dazu führen, dass die griechische Gesellschaft die Europäische Union als Schuldigen für die schwere Wirtschaftskrise ausmacht. Die Europäische Union, nicht der Schlendrian der Vergangenheit, würde für den Abbau von Sozialleistungen und die Kürzung von Renten und Gehältern verantwortlich gemacht.

Außerhalb Griechenlands, vor allem in den potentiellen Geberländern, stößt die Gewährung von Krediten zu Recht auf politischen Widerstand. Gefragt wird zum einen, wie die Geldgeber Griechenlands sicherstellen können, dass die gewährten Hilfen auch zurückgezahlt werden statt im

griechischen Staatsapparat zu versickern. Zum anderen würde eine Rettungsaktion die jahrelang unseriöse Fiskalpolitik Griechenlands belohnen und damit einen Anreiz für Nachahmer schaffen.

Innerhalb vergleichsweise kurzer Zeit einen nachhaltigen Wandel in der griechischen öffentlichen Verwaltung zu erwarten, ist angesichts verschiedener Missstände vermutlich übertrieben optimistisch. Genannt seien nur offenbar weit verbreitete Korruption, häufige Steuerhinterziehung und mangelnde Leistungsfähigkeit der Finanzämter.

Zudem sind die Fehlentwicklungen nicht auf den Staat begrenzt. Eine Ökonomie, die im Jahr 2008 Waren im Wert von 94 Milliarden Euro importierte, aber nur Güter im Wert von 29 Milliarden Euro exportierte, muss ihre gesamte Wirtschaftspolitik umfassend neu ordnen. Mit an Auflagen gebundenen neuen Krediten aus Brüssel wird sich diese Neuordnung nicht herbeiführen lassen.

Alternativ könnte der Internationale Währungsfonds eingeschaltet werden. Der IWF ist zwar ein erfahrener Krisenmanager, aber außerstande, Athen im Alleingang Mittel in ausreichendem Umfang zur Verfügung zu stellen. Selbst bei großzügiger Auslegung seiner Vergaberichtlinien könnte er 2010 wahrscheinlich nicht mehr als etwa 10 Milliarden Euro an Griechenland ausleihen – zu wenig für den Fall, dass sich die Lage weiter zuspitzt. Der IWF wäre vermutlich der beste Ratgeber, wenn es gilt, ein Konzept für die Verschlinkung des griechischen Staates zu entwickeln. Wie schon bei anderen Krisen, etwa in Asien 1997/98 oder in Mexiko 1994/95, würde der Fonds auch zur Bewältigung der Krise Griechenlands zusätzliche Kreditgeber benötigen, und wie die USA im Falle Mexikos können diese Geber Sicherheiten für die Vergabe ihrer Kredite fordern.

Schließlich könnten jegliche Hilfen ausgeschlossen werden. Im Kern erfordert dieses Konzept, dass die griechische Gesellschaft die Verantwortung für die Fehlentwicklungen der vergangenen Jahrzehnte

übernimmt und dass die griechischen Verbindlichkeiten umgeschuldet werden. Die teils leichtfertige Kreditvergabe an Griechenland würde zu einem Forderungsabschlag führen. In der Theorie ist dies der nachhaltigere Weg. Es würde kein externer Sündenbock – die EU oder der IWF – ins Land geholt, die Verantwortung für die Reformen verbliebe vielmehr bei der Athener Regierung. Allerdings braucht dieses Konzept Zeit, und im gegenwärtigen, von Panik und von Wetten gegen Griechenland geprägten Klima besteht die Gefahr, dass Athen im Laufe des Jahres 2010 zahlungsunfähig würde.

### **Vorsorge treffen für weitere Krisen**

Unabhängig von der laufenden Diskussion über den Fall Griechenland sollte sich die EU Gedanken machen über den Umgang mit Liquiditätskrisen in Ländern der Eurozone. Die Stabilitätskriterien des Vertrags von Maastricht haben jedenfalls nicht verhindert, dass sich eine Reihe von Ländern in mehr oder weniger ausgeprägten Kalamitäten befindet. Auch nach Überwindung der aktuellen Krisen sollte die Eurozone über einen Mechanismus zur Bewältigung von Liquiditätskrisen verfügen.

Für den akuten Fall Griechenlands ist das in der Krise Mexikos angewandte Modell wohl die beste Alternative. Am gefährlichsten – für Griechenland ebenso wie für den europäischen Integrationsprozess – wäre eine Art Protektorat Brüssels. Ein Staatsbankrott hätte gravierende Folgen für Griechenland, würde aber den europäischen Integrationsprozess vermutlich weniger stark beschädigen als die Entmündigung Athens und damit verbundene Schuldzuweisungen (vgl. SWP-Aktuell 19/2010). Das in Mexiko angewendete Modell bietet eine plausible Alternative zu diesen beiden Optionen. Die Gewährung von Notfallkrediten durch staatliche Gläubiger aus der Eurozone gegen Sicherheiten würde sowohl die Interessen Griechenlands als auch die legitimen Interessen der Geberländer berücksichtigen.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2010  
Alle Rechte vorbehalten

Das Aktuell gibt ausschließlich die persönliche Auffassung des Autors wieder

**SWP**  
Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3–4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
www.swp-berlin.org  
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364