

In der Zeitung Kathimerini erschien am letzten Sonntag ein Artikel, der herausarbeitet, wie sich aus Athener Sicht die „griechische Frage“ zu Beginn einer Woche darstellt, die von den meisten Kommentatoren als entscheidend für das weitere Schicksal des Landes angesehen wird. Im Mittelpunkt steht dabei das drohende Scheitern der sogenannten PSI+ - Verhandlungen zwischen der griechischen Regierung und ihren Gläubigern, repräsentiert durch Charles Dallara vom Institute of International Finance (IIF) und Jean Lemierre als Bevollmächtigten für die anderen privaten Gläubigergruppen. Dabei steht das Kürzel PSI für „private sector involvement“, während PSI+ bedeutet, dass auch nicht private Bondholder wie die EZB in die Umschuldung einbezogen werden könnten. Übertragung und Anmerkungen von Niels Kadritzke

Drei Szenarien für die Zukunft des Landes

von Sotiris Nikas

„Mit dem Rücken zur Wand befindet sich Griechenland in den Gesprächen über den „haircut“ der griechischen Staatsobligationen, die sogenannten PSI+-Verhandlungen, nachdem diese am letzten Freitag unterbrochen wurden. Die Troika hat bereits klargestellt, dass über das zweite Hilfsprogramm für Griechenland nur diskutiert werden kann, wenn die Konditionen für die Umschichtung der griechischen Bonds geklärt sind. Damit wird die Verhandlungsposition der Regierung nur noch schwieriger, zumal sie nicht mehr die Zeit zum Bundesgenossen hat. Denn bekanntlich kommt schon diese Woche die Troika erneut nach Athen.

Die strittigen Punkte zwischen den beiden Seiten sind erstens der Zinssatz für die neuen Anleihen und zweitens die Bedingungen, die für die Rückzahlung dieser Anleihen garantiert werden. Die privaten Gläubiger haben einen Zinssatz von über 5 Prozent gefordert, während Griechenland nicht bereit ist, mehr als 4 Prozent zu konzedieren. Inzwischen gibt es Informationen, wonach Deutschland in der letzten Woche darauf gedrängt hat, dass die Zinsen zwischen 2 und 3 Prozent liegen sollen; zugleich geht der Internationale Währungsfonds (IWF) davon aus, dass die griechische Staatsschuld handhabbar ist, wenn der mittlere Zinssatz 3,8 Prozent nicht übersteigt. In diesem Rahmen rechnet der IWF, wie er offiziell verlautbaren ließ, mit der „Wiederaufnahme“ der Gespräche zwischen Griechenland und seinen Gläubigern. Es ist daran zu erinnern, dass der IWF den Griechen Kredite zu einem Zinssatz von durchschnittlich 2,6 Prozent gewährt, weshalb der Fonds wohl davon ausgeht, dass dieser Wert auch für die privaten Gläubiger gelten müsste.

Beim jetzigen Stand der Dinge gibt es für die Zukunft des Landes drei Szenarien:

1. **Das Katastrophen-Szenario:** Griechenland schafft es nicht, eine Einigung mit den privaten Gläubigern zu erzielen, oder aber zur Beteiligung am PSI sind weit weniger Gläubiger bereit als es nötig ist (nämlich nahezu 100 Prozent). Für den Druck, mit dem Deutschland und der IWF weit niedrigere Zinsen erreichen wollen, gibt es zwei Lesarten. Die „gute“ besagt, dass Berlin und der IWF die griechische Staatsverschuldung „handhabbar“ gestalten wollen. Die „böse“ Lesart geht davon aus, dass sie Griechenland auf indirekte Weise in den Staatsbankrott lenken wollen, weil sie davon ausgehen können, dass die privaten Gläubiger auf keinen Fall mit derart niedrigen Zinsen einverstanden sein werden. Das Ganze wird in den nächsten Tagen zum entscheidenden Konfliktthema zwischen der griechischen Seite und den Repräsentanten der privaten Gläubiger werden.
2. **Das mittelprächtige Szenario:** Es geht davon aus, dass sich erstens beide Seiten auf einen Zinssatz zwischen 4 und 5 Prozent einigen und dass zweitens der „haircut“ auch die griechischen Bonds einbezieht, die bei der Europäischen Zentralbank (EZB) liegen. Unsere Informationen besagen, dass im Falle, dass die Athener Regierung die Anwendung von Collective Action Clauses (CACs) beschließt, zwangsläufig auch die griechischen Papiere, die bei der EZB liegen, vom haircut erfasst werden. Damit würde sich die griechische Schuldenlast schätzungsweise um weitere 15 Milliarden Euro vermindern. Allerdings lautet die offizielle Position der EZB, dass sie sich auf keinen Fall an einer Umschuldung nach der Formel PSI+ beteiligen würde. Bemerkenswert ist allerdings, dass auf die Frage von „Kathimerini“, ob die EZB an einer „anderen Form der Umschuldung“ griechischer Staatspapiere teilhaben werde, lediglich die Antwort kam: „Kein Kommentar“.
3. **Das „gute“ Szenario:** Die Athener Regierung und die privaten Schuldner erzielen eine Einigung und gleichzeitig beschließt die Eurozone, Griechenland ein größeres wirtschaftliches Hilfsprogramm aufzulegen als das, auf das sich die Euroländer Ende Oktober geeinigt haben. Dieses günstigste Szenario würde bedeuten, dass die Troika die neuesten Fehlentwicklungen hinsichtlich der zu erwartenden Rezession (die für 2011 etwa 6 Prozent betragen wird, N.K.) und der öffentlichen Schuldenentwicklung (für 2011 wird ein Budgetdefizit von nach wie vor 9,5 bis 10 Prozent erwartet, N.K.) akzeptiert und die Notwendigkeit einsieht, dass Griechenland erst einmal „mildere“ makroökonomische Rahmenbedingungen braucht. In diesem Fall würde allerdings die Aufsicht über unser Land noch strenger ausfallen.“

Anmerkungen:

1. Das Katastrophen-Szenario wird dann eintreten, wenn sich in den PSI-Verhandlungen weiterhin diejenigen Hedgefonds quer stellen, die sich mit CDS (credit default swaps)

eingedeckt haben, also auf das Scheitern des gesamten Umschuldungsprogramms setzen. In diesem Fall würden sie den vollen Nennwert ihrer griechischen Bonds ersetzt bekommen, der nur im Fall eines „credit event“, also eines nicht konsensualen Zahlungsausfalls fällig wird. Die wichtigsten Hedgefonds sind an den PSI-Verhandlungen beteiligt; welchen Anteil sie an der griechischen Schuldensumme repräsentieren ist unklar, die Schätzungen schwanken zwischen 10 und 20 Prozent. Sollten sich alle von ihnen dem Umschuldungs-Abkommen verweigern, wäre die angestrebte Zustimmung von mindestens 90 Prozent der Schuldner nicht zu erreichen. Zur Taktik der Hedgefonds heißt es in einem [Bloomberg-Artikel von Patrick Donahue und Aaron Kirchfeld](#) (nachzulesen in der engl. Ausgabe von Kathimerini vom 16. Januar):

“Hedge funds holding Greek bonds may resist the deal, seeking to reap greater profit by getting paid in full, either by the Greek government or by triggering payouts from bond insurance contracts known as credit-default swaps. Winning support from banks seeking to limit their losses will be easier than including hedge funds and other speculators who bought securities at distressed levels. For example, investors who purchased Greek bonds at 35 cents or 40 cents on the euro will want an agreement that allows them to profit from the swap. For that reason, the final deal may have to incorporate a net-present-value loss of less than 60 percent to gain the participation needed to avert default and a series of lengthy legal battles, people familiar with the talks have said.”

(Weitere aufschlussreiche Informationen (v.a aus der Sicht der Hedgefonds) finden sich in einem [Bericht des Wall Street Journal vom 16. Januar](#))

2. Die für diesen Fall denkbare, und auch vom Autor benannte Möglichkeit, mittels CAC (collective action clause) alle Schuldner den festgelegten Umschuldungskonditionen zu unterwerfen, wäre für Griechenland wie für die Eurozone ein zweischneidiges Schwert, weil es sich nicht mehr um eine „freiwillige“ Vereinbarung handeln würde. Das Zwangselement würde diese Art der Regelung – zumindest in der Bewertung durch „die Märkte“ – zu einem „credit event“ machen, mitsamt den schwerwiegendsten Implikationen des Katastrophenszenarios.
3. Die „Fehlentwicklungen“, von denen der Autor unter Punkt 3 spricht, sind erstens die ökonomische Rezession, die für 2011 auf mindestens minus 6 Prozent geschätzt wird (und 2012 vollends aus dem Ruder zu laufen droht), und zweitens das Haushaltsdefizit

für 2011, das zwischen 9,5 und 10 Prozent des BIP liegen wird, also mindestens zwei Prozent über dem ursprünglich angestrebten Sparziel. Die Argumentation des Autors im Sinne des dritten, optimistischen Szenarios gewinnt zwar in der öffentlichen - und vor allem der veröffentlichten - Meinung im gesamten Euroraum langsam an Boden, nicht aber auf der Ebene, auf der die politischen Entscheidungen fallen.

Ergänzende Anmerkung JB: *Der deutsche Vorschlag, der einen Schuldenschnitt in Höhe von 60 bis mehr als 80 Prozent des Kapitalwertes der Forderungen und einen Umtausch in Papiere mit einem Kupon von zwei bis drei Prozent [vorsieht](#), hat einen weiteren Haken: Griechenland ist mit 40 Mrd. Euro bei griechischen Banken verschuldet. Ein derart hoher Schuldenschnitt würde nach Ansicht von griechischen Finanzexperten daher das gesamte griechische Bankensystem zum Kippen bringen. Da es politischer Konsens ist, das griechische Bankensystem im Notfall durch den EFSF mit Kapital auszustatten, würde der Vorstoss, der vermeintlich die privaten Gläubiger zur Kasse bittet, über den Umweg Bankenrettung auch den Steuerzahler sehr viel Geld kosten.*