

# VDI Nachrichten

## Interview mit Michael Heise

01.07.2011

### „Nur Schulden zu streichen, hilft nicht weiter“

Wirtschaft: Die deutsche Wirtschaft boomt, doch der Gegenwind nimmt zu. Mit einem dreistelligen Milliardenbetrag konnte bislang die Pleite von Griechenland, Irland und Portugal verhindert werden. Doch warum soll allein der Steuerzahler die Zeche zahlen? Warum werden private Gläubiger geschont? Fragen an Michael Heise, Chefvolkswirt der Allianz-Gruppe.

VDI nachrichten, München, 1. 7. 11, ps

*VDI NACHRICHTEN: Herr Heise, Griechenland wird ein zweites Hilfspaket über 120 Mrd. € erhalten. Warum sollte es mehr bewirken als das erste über 110 Mrd. €? Handelt es sich nicht in Wahrheit um Konkursverschleppung?*

Heise: Bei dem ersten Hilfspaket haben wir die Zeit unterschätzt, die Griechenland braucht, um seinen Haushalt wieder besser in den Griff zu bekommen und an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen.

Die Reformen, die umgesetzt worden sind, haben nicht so schnell gewirkt, dass der ambitionierte Plan, Griechenland bereits 2012 wieder an den Kapitalmarkt zu bringen, umgesetzt werden konnte. Das heißt aber nicht, dass die Strategie insgesamt gescheitert ist.

*Sondern?*

Ich bin nach wie vor der Meinung, dass die Unterstützung Griechenlands die richtige Strategie ist. Wir erhalten ja eine Gegenleistung dafür. Nicht nur weitreichende Konsolidierungsschritte, sondern vor allem auch Strukturreformen. Diese Reformpolitik ist für das Land völlig unverzichtbar, um mittelfristig wieder auf die Beine zu kommen. Nur Schulden zu streichen, hilft nicht weiter. Es müssen gleichzeitig diese Reformen erfolgen.

*Die Politik will einen Schuldenschnitt vermeiden, weil sie dramatische Auswirkungen auf die Finanzmärkte fürchtet. Stattdessen will man die Laufzeiten der Griechenlandanleihen verlängern. Werden sich die privaten Gläubiger, also etwa Banken und Versicherungen daran beteiligen?*

Ich glaube nicht, dass sie sich drücken. Die politische Entscheidung – die privaten Gläubiger einzubeziehen – ist ja erst kürzlich gefallen. Ich bin davon überzeugt, dass alle Gläubiger die Dringlichkeit sehen, dass die nächste Tranche des IWF-Pakets ausgezahlt werden muss. Passiert das nicht, ist Griechenland zahlungsunfähig. Dann schlittern wir in eine ungeordnete Insolvenz. Die gilt es zu vermeiden.

*Die Zeit drängt...*

... und das ist unser Problem. In der Kürze der Zeit ist es kaum möglich, die beste langfristige Lösung für Griechenland hinzubekommen. Mit den jetzt angedachten roll-over-Krediten wird Griechenland nur etwas Zeit verschafft. Damit hat sich das Verhältnis der Schulden zum Bruttoinlandsprodukt keineswegs entspannt. Dieses Verhältnis muss langfristig aber deutlich sinken. Wir hätten da gern noch etwas weiterreichende Vorschläge gesehen.

*Woran denken Sie?*

Wir schlagen ein breit angelegtes Rücklaufprogramm vor, bei dem Anleihen zu niedrigen Marktpreisen zurückgekauft werden und dann durch neue Anleihen mit geringerem Nominalwert ersetzt werden, die aber eine Teilgarantie des Finanzaufsichtssystems ESFS erhalten.

Griechenland hätte dann geringere Schulden und Zinslasten, die Investoren zwar deutlich geringere, aber dafür sichere Forderungen. Solch ein Tausch könnte und würde freiwillig, ohne Zwang erfolgen.

*Zurück zur Laufzeitverlängerung: Für die privaten deutschen Banken dürfte es doch kein größeres Problem mehr sein, die noch in ihren Portefeuilles befindlichen restlichen Griechenland-Anleihen gegen neue Anleihen mit längerer Laufzeit zu tauschen. Sie haben ja schon einen Großteil der Anleihen verkauft?*

Sicherlich, für viele Finanzinstitute wäre es durchaus tragbar, entsprechende Abschreibungen zu verkraften. Schwächere Institute – z. B. Landesbanken oder die HypoRealEstate – könnten dagegen ernste Probleme bekommen. Aber man darf nie übersehen, dass die privaten Institute gegenüber ihren Kunden und Anteilseignern in der Verantwortung stehen. Es ist eben nicht leicht, seinem Anteilseigner oder dem Versicherten zu vermitteln, dass eine – von seinem Geld gekaufte – Anlage schon in dem Moment, da sie in die Bilanz genommen wird, 40 % oder 50 % ihres Wertes verliert. So erklärt sich die Zurückhaltung der Institute, freiwillig – aber ohne Garantien – einen Beitrag zu leisten.

*Rechnen Sie damit. Dass es hierzulande Banken geben wird, die ohne Staatsgarantien – freiwillig in die Bitte der Politik einwilligen und Griechenlandpapiere verlängern werden?*

Ich verstehe die politische Zurückhaltung – jetzt Staatsgarantien auszusprechen und damit das Kapital des Steuerzahlers einzusetzen – durchaus. Aber wirtschaftlich sinnvoll wäre es allemal, den Vorschlag meines Hauses aufzugreifen und eine Art Garantie- oder Versicherungslösung zu praktizieren. Wir könnten dann mit einem kleinen Einsatz an öffentlichem Kapital große Wirkung erzielen.

*Würden Sie das genauer erklären ?*

Wenn es z. B. möglich wäre, Griechenlandsanleihen – aber auch diejenigen Portugals- oder Irlands – mit einer Teilgarantie seitens des Europäischen Fonds EFSF zu versehen, dann wären diese Länder sofort kapitalmarktfähig und könnten sich die benötigten Gelder wieder am Kapitalmarkt selbst besorgen. Die riesigen – jetzt zu organisierenden – Kredite wären dann nicht mehr erforderlich.

*Aber ein Risiko für den Steuerzahler bliebe?*

Sicherlich, der EFSF würde nur Teilgarantien zu 80 %– 90 % vergeben – dadurch entstünde eine Art Eurobond, der durch alle Euroländer garantiert ist. Allerdings muss er von dem Land in Form einer Garantieprämie bezahlt werden, das ihn in Anspruch nimmt. Gesichert wäre –

wie gesagt – der sofortige Zugang zum Kapitalmarkt. Man müsste staatliches Risikokapital einsetzen, aber mit Garantien könnte man sehr viel privates Kapital am Markt hebeln. Übrigens wurde dieses Modell ja schon bei der Bankensanierung in ähnlicher Form praktiziert. Ich erinnere an die Schuldverschreibungen der Commerzbank, oder vieler amerikanischer Banken, die staatlich garantiert waren. Die Banken mussten dafür eine erhebliche Prämie entrichten.

*Derweil laufen Verhandlungen auf allen Kanälen. So fanden in Rom Gespräche zwischen dem internationalen Bankenverband IIF und der EU statt. Ohne Ergebnis, wie es hieß. Aber zeichnete sich überhaupt eine Richtung für eine Lösung der griechischen Probleme ab?*

Wie bereits eingangs erwähnt: Die Dringlichkeit von Umschuldungen wird allgemein gesehen. Ich bin daher fest überzeugt, dass es zu einer Regelung darüber kommt, wie eine Liquiditätsspritze für Griechenland auch von privater Seite gegeben werden kann. Aber es wäre sinnvoll, den Prozess etwas offen zu halten: Neben den roll-over- Vereinbarungen – die kommen dürften – benötigen wir umfassendere und langfristige Regelungen.

Ich denke da an das buy-back-Programm, nämlich einen Rückkauf griechischer Staatsschulden mit entsprechendem Kapitalschnitt. Dadurch würde der Schuldenstand Griechenlands sinken. Die roll-over-Varianten dagegen nehmen Griechenland zwar aktuell den Druck, aber sie verringern – wie bereits gesagt – nicht die Schuldenlast.

*In Paris haben sich die dortigen Großbanken und die Regierung darauf geeinigt, dass die französischen Banken ihr Engagement in Griechenland deutlich verlängern. Sie wollen dem Land 70 % des Geldes wieder zur Verfügung stellen – wenn eine Staatsanleihe ausläuft. 50 % davon sollen in neue Anleihen fließen, die eine Laufzeit von 30 Jahren statt bisher 5 Jahren haben. Kommt der Entscheidung eine Signalwirkung zu?*

Das ist eine von vielen Möglichkeiten. Sie ist sicherlich ein guter Ausgangspunkt aber noch nicht optimal: Die Schuldenlast für Griechenland wird durch das französische Modell nicht gemindert und der Gläubiger muss Verluste hinnehmen. Im Prinzip handelt es sich um eine Variante des roll-overs. Sie vermeidet zwar allzu große Abschreibungen, hat aber den Nachteil, dass Griechenland nicht die erwähnten 70 % sondern lediglich 50 % vereinnahmen kann, weil 20 % in die Sicherung der neuen Anleihen fließen. Der französische Vorschlag bedarf also noch der Verbesserung.

*Sie sprechen von einer Schuldenreduktion. Aber würde dies denn zur endgültigen Lösung der griechischen Probleme führen? Wäre nicht ein rigoroser Schuldenschnitt erforderlich?*

Natürlich brächte auch eine Schuldenreduktion bei weitem nicht die Lösung der griechischen Probleme. Aber es hilft eben sehr, wenn die Schulden und Zinslasten nicht mehr gar so drückend sind. Die Möglichkeiten, über einen Anleiherückkauf auf freiwilliger Basis, die Schuldenlast zu vermindern und die sollte man jedenfalls nutzen. Mehr ist in dieser Situation ohne unvermeidbare Risiken nicht möglich.

*Die EU-Kommission fordert ein Konjunkturpaket für Griechenland. Wird das kommen?*

Ich bin überzeugt, es kommt. Griechenlands Wirtschaft leidet. Die Abschwächung der Nachfrage wird sich mit den neuen Sparmaßnahmen zunächst noch verschärfen. Da ist es richtig, von außen Impulse zu geben. Investitionen sind gefragt – vor allem muss der Drang in die Selbstständigkeit, den wir in Zukunft verstärkt erleben werden, unterstützt werden.

Es geht auch darum, die langfristige Entwicklung Griechenlands zu erkunden und entsprechende Wachstumsmodelle zu diskutieren. Wichtig ist: Die Menschen müssen sehen,

dass nicht nur eine Sparwelle nach der anderen auf sie zukommt, sondern dass für sie auch wirtschaftliche Perspektiven geschaffen werden.

*Wie konnten Banken und andere private Gläubiger Griechenland Gelder in einer Höhe zur Verfügung stellen, die es nie zurückzahlen kann?*

Die Frage ob ein Land seine Schulden zurückzahlen kann, bestimmt in erster Linie sein wirtschaftliches Wachstum. Griechenland hatte vor der Krise viele Jahre ein nominales Wachstum von 7 % bis 8 %.

Es war die große Illusion vieler Investoren, zu glauben, dass sich dieses kraftvolle Wachstum fortsetzen würde. Man hat verdrängt, dass die Entwicklung auf unsolidem Fundament – nämlich auf einem Berg von Schulden, vor allem gegenüber dem Ausland – stand. Und die ungewohnt niedrigen Eurozinsen verleiteten die Griechen natürlich zu kräftigen Kapitalaufnahmen.

*Die EZB steht einer Umschuldung skeptisch gegenüber. Warum?*

Das betrifft wohl vor allem die unfreiwillige Umschuldung, einen Konkurs denn er hätte erhebliche negative Rückwirkungen auf das Gesamtsystem im Euroraum – nicht nur auf die Banken, die vielerorts neues Kapital bräuchten und bei der Refinanzierung auf Probleme stoßen würden. Auch die EZB selbst wäre betroffen. Sie akzeptiert schließlich griechische Staatsanleihen als Besicherung. Das könnte sie im Falle einer Insolvenz nicht mehr tun. Bei einer Umschuldung auf freiwilliger Basis mit einem Rückkaufprogramm sehe ich viele dieser Probleme nicht.

*Auch das hoch verschuldete Italien gerät zunehmend in den Fokus der Ratingagenturen. Ist die Krise dabei, sich auszuweiten?*

An den Risikoprämien für Italien und auch Spanien wird deutlich, dass angesichts der Erschütterungen durch die Krise in Griechenland selbst angedeutete politische Aussagen schon ausreichen, um für Verunsicherungen im Hinblick auf andere Länder zu sorgen. Deshalb müssen wir sehr vorsichtig sein. Das ist auch genau die Strategie der EZB.

*Macht die Schuldenkrise nicht deutlich, dass es innerhalb des Euroraums zu einer gemeinsamen Finanz- und Wirtschaftspolitik kommen muss?*

Ich glaube, dass durch die Finanzkrise die Länder der Eurozone allgemeinpolitisch aber auch wirtschafts- und finanzpolitisch näher zusammenrücken. Es hat sich gezeigt, dass es bei einer gemeinsamen einheitlichen Geldpolitik, aber sehr unterschiedlichen nationalen Finanzpolitiken zu größeren Verwerfungen kommen kann. Deshalb ist eine stärkere Integration der Finanz- und Wirtschaftspolitik erforderlich.

Das heißt nicht, dass alles geregelt werden muss. Aber die Wirtschafts- und Finanzpolitiken müssen sich auch den Interessen der Gemeinschaft stellen. Bei Fehlentwicklungen und nicht eingehaltenen Versprechungen muss der Einfluss der EU auf die nationale Politik erheblich verstärkt werden. Aber dahin steuern wir auch bereits.

*Trotz allem zeigt sich der Euro selbst bemerkenswert stabil. Warum?*

Zur Zeit ist es vor allem die Schwäche des US-Dollars, die sich hier widerspiegelt. Andererseits gibt es viele internationale Investoren, die darauf setzen, dass die Eurozone die Krise meistern wird und die daher den Euro nicht fallen lassen werden – dazu gehört unter anderem China.

Es wäre schon eine Ironie der Geschichte, sollte der Euro an Griechenland zerbrechen. Schließlich trägt es nur gut 2 % zum Bruttoinlandsprodukt von Euroland bei. Das wird nicht passieren, da bin ich sicher, aber scheinbar auch viele Investoren.

DIETER W. HEUMANN

---

**Finanzmarktexperte: Michael Heise**

-Michael Heise ist Chefvolkswirt der Allianz Gruppe. Er berät die Vorstände der Allianz Gruppe in volkswirtschaftlichen und strategischen Fragen.

-Seine Karrierestationen: Generalsekretär des Sachverständigenrates, Chefvolkswirt der DG Bank sowie Chefvolkswirt und Leiter Research der DZ BANK.

-Michael Heise ist Honorarprofessor an der Universität Frankfurt/M. heu