



universität
wien

MAGISTERARBEIT

Titel der Magisterarbeit

„Die Staatsschuldenkrise in Griechenland – Eine
entwicklungsländertypische Krise?“

Verfasser

Meti Sfarca, Bakk.

angestrebter akademischer Grad

Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
(Mag.rer.soc.oec.)

Wien, 2014

Studienkennzahl lt. Studienblatt:
Studienrichtung lt. Studienblatt:
Betreuer:

A 066 913
Magisterstudium Volkswirtschaftslehre
Ao. Univ.-Prof. DDr. Kunibert Raffer

Inhaltsverzeichnis

Danksagungen	3
1. Struktur und Umfang griechischer Schulden	6
1.1 Anteil der Anleihen und Kredite	8
1.2 Anteil der Hilfskredite	9
1.3 Nach Verzinsungsart	10
1.4 Nach Restlaufzeit	12
2. Vier Jahre Troika Schuldenmanagement – eine traurige Bilanz	13
2.1 Illiquiditätstheorie und Verneinung der Realität	21
2.2 Troika Überoptimismus	23
2.2.1 Das Phantomschulden Problem	26
2.3 Der März 2012 Schuldenschnitt und unfaire Kreditorendiskriminierung	29
2.3.1 Ungerechte IWF Bevorzugung	35
2.3.2 Gläubigerverluste bei gleicher Behandlung	36
3. Welches Interesse könnte die Troika an einem schwachen Griechenland haben?	38
4. Mögliche Auswege für Griechenland und weitere Vorschläge	42
4.1 Der Raffer Vorschlag	43
4.1.1 Das Souveränitätsproblem	45
4.1.2 Formelle Prozedur	47
4.2 Der European Monetary Fund – EMF	50
4.3 Der European Crisis Resolution Mechanism – ECRM	54
4.4 Eurobonds – Das Blue Bond Konzept	57
Abkürzungsverzeichnis	60
Abbildungsverzeichnis	62
Tabellenverzeichnis	63
Literaturverzeichnis	64
Anhang	69
Abstract	70
Zusammenfassung	71
Lebenslauf	72

Danksagungen

Mein Dank gilt meiner Familie und Professor Kunibert Raffer.

Einleitung

Wir befinden uns wieder mitten in einer Schuldenkrise. Neu ist, dass es diesmal uns selber, Europa den Hort der Seeligen, trifft. Seit 2010 führt die EU dominierte Troika das Schuldenmanagement, ihre Bilanz sieht düster aus. Auch wenn es offiziell niemand zugeben will – Europa ist in die Depression geschlittert. Laufend wird in den Medien von Stellenabbau bei den Unternehmen berichtet. Dabei geht es einigen Ländern besser als anderen. Die Zukunft der südlichen EU-Staaten sieht düster aus. Die Maßnahmen seitens der Politik bisweilen sind nicht neu. Konjunkturpakete und Umschuldungen halfen die Galgenfrist etwas zu verlängern. Doch die Zeiten haben sich geändert, wir befinden uns im sogenannten Finanzkapitalismus und keynesianische Konjunkturpakete funktionieren da nicht. Der stärkste Effekt des Konjunkturpakets in Österreich war die Erhöhung der Verschuldungsquote (NZZ, 2. Juni 2012). Offensichtlich wurde in Europa die Krise als willkommener Vorwand für weitere Verschuldung missbraucht. Nachdem es ein Notfall ist, fühlt sich niemand an den Bestimmungen des Maastricht Vertrag gebunden.

Mit Griechenland hat die Staatsschuldenkrise ein Land besonders hart getroffen das eine langjährige Beziehung zu Europa aufweist. 1981 wurde es als erstes Balkanland in die EG aufgenommen und erhielt großzügige Finanztransfers aus den verschiedenen europäischen Strukturfonds. Die Chancen welche diese großzügigen Transfers für eine Umgestaltung der griechischen Wirtschaft boten blieben unangetastet, stattdessen wurden die Finanzhilfen dafür verwendet das politische Klientel- und Patronagesystem zu finanzieren, daher auch die hohe Beschäftigung im Staatssektor, die noch Heute präsent ist. So betrug das Wachstum in den 1980er Jahren im Durchschnitt nur 1,5 Prozent, während die Transfers der europäischen Strukturfonds von 1994-99 3,7 Prozent des griechischen BIP ausmachten (vgl. Axt, 2009, S. 205f). Statistisch gesehen erhielt 1990 jeder Grieche 247 ECU (ebd., S. 223). Dies alles ermöglichte Griechenland eine relative Wohlfahrtspolitik zu betreiben, ohne das nötige ökonomische Fundament dafür gebaut zu haben. Die aktuelle Krise in Griechenland ist bei weiten nicht die einzige in der Geschichte des Landes. Allein im 19. Jhd. ging es vier mal pleite (Reinhart et al, 2003, S. 11). Der Zahlungsausfall 1826 hatte zur Folge, dass das Land 53 Jahre lang vom internationalen Kapitalmarkt ausgeschlossen wurde (Reinhart & Rogoff, 2009, S. 12f).

Die Zeiten scheinen dringend ein Verfahren zur Lösung der Schuldenfrage zu benötigen. Es gibt aktuell einige gute Vorschläge dazu. In dieser Arbeit werden drei von ihnen behandelt. Der Raffer Vorschlag behandelt die Überlegung eines weltweiten Insolvenzverfahrens für souveräne Gläubiger wie Staaten. Dieser Vorschlag wurde bereits 1987 unter dem Eindruck

der Schuldenkrise in Lateinamerika gemacht und hat dank der europäischen Schuldenkrise an Aktualität gewonnen. Der EMF, der ECRM und das Blue Bond Konzept zielen darauf ab die europäische Integration zu vertiefen indem Souveränität an bereits bestehende oder erst zu begründete europäische Institutionen abgegeben wird.

Bevor ich diese Vorschläge vorstelle werde ich das Schuldenmanagement der Troika evaluieren. Dabei gehe ich unter anderem auf mangelnde Rechtsstaatlichkeit, unfaire Gläubigerdiskriminierung sowie Überoptimismus ein, welche die Eckpfeiler des Troika Managements in Griechenland darstellen.

1. Struktur und Umfang griechischer Schulden

Zu Beginn müssen wir klar stellen von welchen Schulden hier überhaupt die Rede ist, d.h. was unter den Staatsschulden verstanden wird. Maßgebend für politische Entscheidungen in der EU (z.B. ob ein Verfahren wegen exzessiven Defizits eingeleitet werden soll) sind die Maastricht-Schulden, das sind jene Schulden die von der europäischen Statistikbehörde Eurostat auf ihrer Homepage veröffentlicht werden. Die Methode die Eurostat dafür verwendet ist die ESA95 (European System of Accounts). Nach ESA95 zählen zum Sektor Staat der Zentralstaat oder Bund, die Länder und Gemeinden (local governments) sowie Sozialversicherungsfonds. Für Details zur Erfassung des Sektor Staats sei auf das ESA95 Manual verwiesen. Von nun an wird hier nur mehr von Staatsschulden gesprochen, gemeint sind die Schulden des Sektor Staat nach der ESA95 Methode.

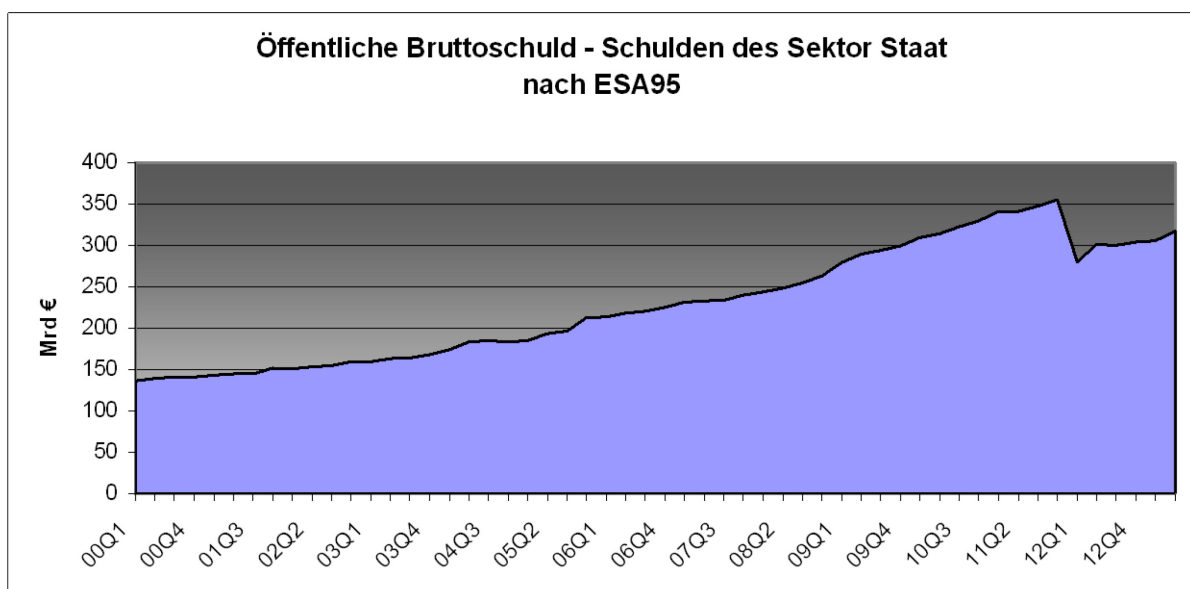


Abbildung 1: Die Öffentliche Bruttoschuld Griechenlands (Schulden des Sektor Staat nach ESA95 Methodologie, Quelle: Eurostat Datenbank), lies so: 12Q1 = 2012 Q1

Abbildung 1 bildet die Entwicklung der griechischen Staatsschulden seit Eintritt in den gemeinsamen europäischen Währungsraum 2001 ab. Durch den Beitritt verschwand praktisch der Aufschlag den Griechenland am Kapitalmarkt für frisches Geld bezahlen musste, man konnte sich sozusagen fast zu 'deutschem Risiko' verschulden. Der Aufschlag für 10-jährige Anleihen im Vergleich zu den als sicher eingestuft Ländern Deutschland, Frankreich und Österreich betrug zwischen 1. Februar und 31. März 1999 im Schnitt 193 bp (HRPDB 13, 1999, S. 2). Für ein Land das gewohnt war sich zu ungefähr 10 Prozent zu verschulden (ebd., S. 3) eröffnete dies ungeahnte Möglichkeiten. Die

Eigenkapitalvorschriften von Basel II sowohl als die EU Kapitalmarktrichtlinie gestatteten es Banken für Kredite an Griechenland keine Kapitaldecke aufbauen zu müssen. Leider nutzte Griechenland auch diesmal das günstige Geld nicht dazu seine Wirtschaft zu modernisieren sondern größtenteils als Steuersubstitut, zum Konsum und für Klientel- und Patronagewesen. Nach der Aufnahme in die EG und den damit verbundenen Aufstiegschancen versäumte es Griechenland zum zweiten mal binnen zwei Dekaden das Land zu modernisieren, stattdessen wurde wiederum eine bequeme Wohlfahrtspolitik betrieben.

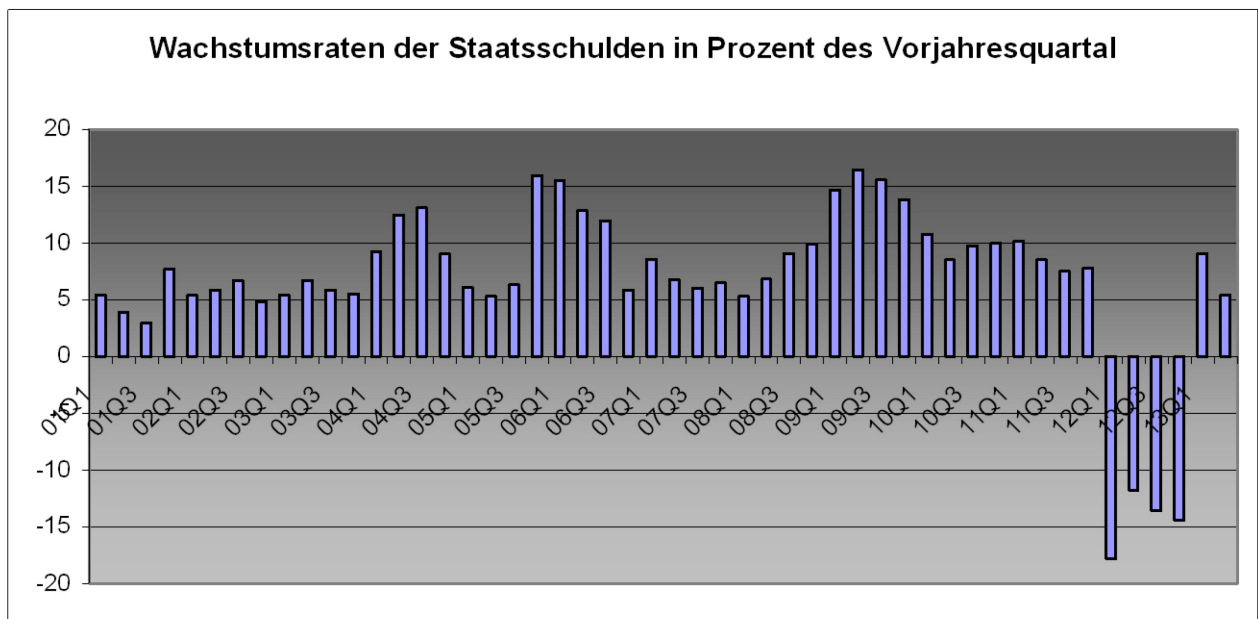


Abbildung 2: Wachstumsraten der Staatsschulden in Prozent des Vorjahresquartal (Quelle: Ministry of Finance, Public Debt Bulletins, eigene Berechnungen).

Wie bei jeder sich aufbauenden Schuldenkrise sind die Verantwortlichen sowohl auf Gläubiger- wie auch auf Schuldnerseite zu suchen: „Die Entstehung einer übermäßig hohen Schuldenlast ist im allgemeinen die Folge von Irrtümern nicht nur auf seiten der kreditnehmenden Staaten, sondern auch auf seiten ihrer Auslandsgläubiger. Fehler, die von den Schuldnerländern begangen werden, sind leicht zu erkennen. Von der Verantwortlichkeit der Gläubiger wird viel seltener gesprochen.“ (Pearson et al, 1969, S. 190). Obwohl diese Aussage damals auf die Überschuldung der Entwicklungsländer bezogen war, so passt sie doch auch auf die entwicklungsländertypische Krise in Griechenland: Verschuldung ohne Entwicklung. Ein Merkmal das beide gemein haben, sowohl Griechenland in der ersten Dekade des neuen Milleniums als auch Entwicklungsländer der 1960er.

Abbildung 2 bildet die Wachstumsraten der Staatsschulden ab, wobei es sich um die prozentuelle Veränderung im Vergleich zum selben Quartal des Vorjahres handelt. Diese Entwicklung ließ die Staatsschuld zwischen 2001 und 2011 um das zweieinhalb-fache

steigen, von 143 auf 355 Milliarden Euro. Die Negativen Balken lassen sich durch den Schuldenschnitt vom März 2012 erklären, jedoch war der Effekt nur von kurzer Dauer denn die Wachstumsrate ist ab dem 1. Quartal 2013 (13Q1) wieder positiv.

1.1 Anteil der Anleihen und Kredite

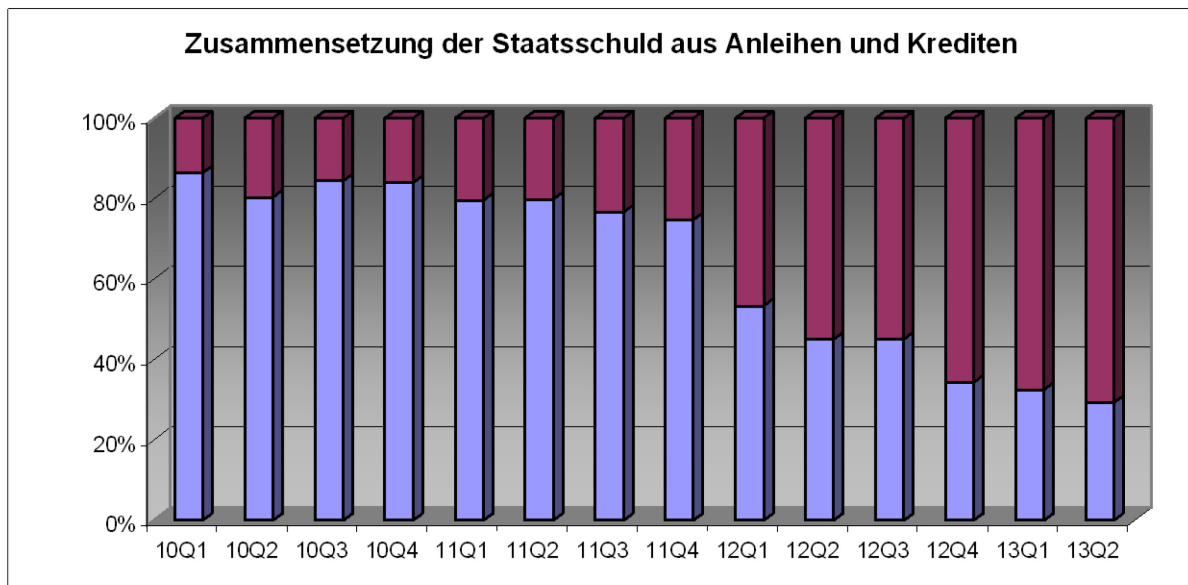


Abbildung 3: Anteil von Anleihen (blau) und Krediten (rot) an den Staatsschulden (Quelle: Ministry of Finance, Public Debt Bulletins, eigene Berechnungen).

Als Folge des Troika Schuldenmanagement fand eine Verschiebung der Struktur der Staatsschulden statt, welche in Abbildung 3 bis 7 am eindrucksvollsten zum Ausdruck kommt. All diese Grafiken spannen den Zeitraum vom 1. Quartal 2010 (10Q1), dem Beginn des Troika Schuldenmanagements, bis zum 2. Quartal 2013 (13Q2), den leztverfügbaren Daten. Diese Grafiken wurden auf Basis der Hellenic Republic Public Debt Bulletins (kurz HRPBD), die vom griechischen Finanzministerium veröffentlicht werden, erstellt. Anzumerken ist, dass diese Debt Bulletins die Schulden des Zentralstaates (*central government debt*) ausgeben, die von den Staatsschulden der ESA95 Definition geringfügig abweichen¹, zwecks Darstellung der Struktur der Schulden ändert das nichts Wesentliches. Abbildung 3 bildet die Zusammensetzung der Staatsschulden aus Anleihen und Krediten ab. Waren zunächst noch 80 % der Staatsschulden Anleihen drehte sich das Verhältnis in Folge des Schuldenmanagements komplett um. Bis zum letzten Quartal 2011 bleibt der Anteil ungefähr konstant und fällt in den darauf folgenden Quartalen auf ca. 40 % infolge des Schuldenschnitts vom März 2012. Ein weiterer markanter Abfall findet im 4. Quartal 2012 statt, infolge des Rückkaufs von den neu ausgegebenen Anleihen am Sekundärmarkt zum

¹ z.B. durch sogenannte *intra-governmental debts*, die jedoch in den Bulletins nicht ausgewiesen werden.

stark reduzierten Preis. Zum 2. Quartal 2013 bestanden die Staatsschulden zu gut zwei Drittel aus Krediten, dieser Umstand wird in Abbildung 4 nochmals abgebildet.

1.2 Anteil der Hilfskredite

Die Kredite aus dem ersten und zweiten Hilfspaket der Troika nehmen einen immer größeren Teil an den Staatsschulden ein. Von den ca. 320 Mrd. Euro an Staatsschulden sind allein 210 Mrd. Euro Kredite der Troika.

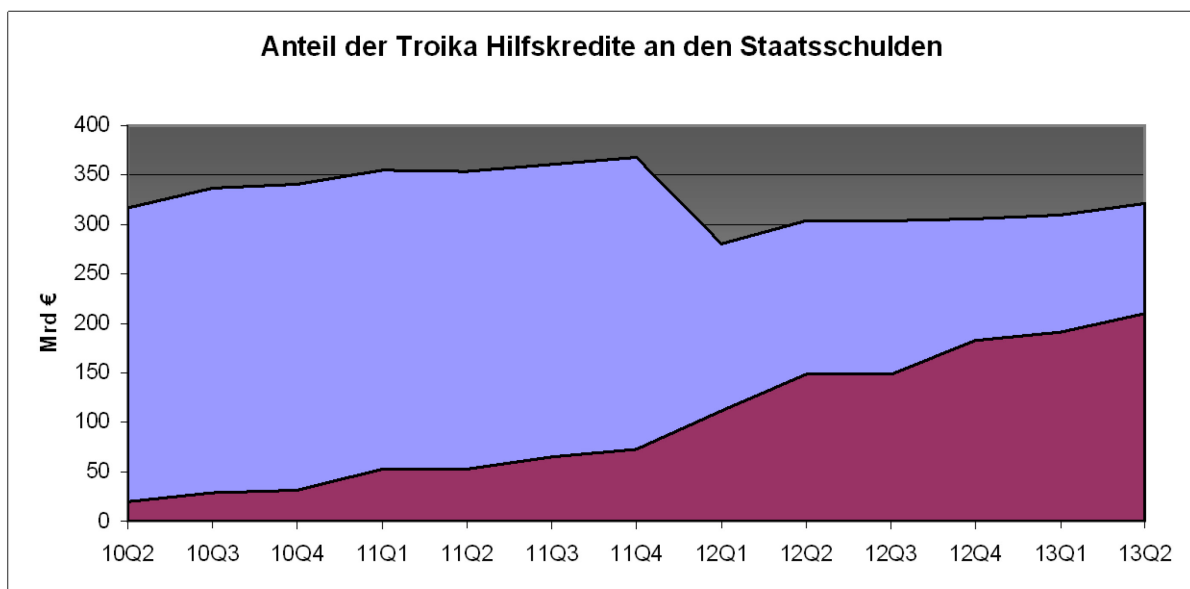


Abbildung 4: Anteil der Troika - Hilfskredite an den Gesamtschulden (Quelle: Ministry of Finance, Public Debt Bulletins, eigene Berechnungen).

Allein im Q4 2011 auf Q1 2012 steigen die Troika Kredite um knapp 40 Mrd. Euro, im darauf folgenden Quartal um gut 35 Mrd. Euro, dann folgt ein Quartal Pause, und in Q4 2012 steigen sie nochmals um den gleichen Betrag. Hier lässt sich die tranchenweise Auszahlung der Kredite gut mitverfolgen. Die Beträge in Q1 und Q4 2012 sind deshalb so hoch, da sie jeweils für die Durchführung des Haarschnitts (Auflegen neuer Bonds, *sweetener*, Sicherheiten für die EZB, Bankenrekapitalisierung) und den Rückkauf von Bonds gebraucht wurden. Kummulativ gesehen sind die Kredite von Q1 2012 bis Q2 2013 absolut um 137 Mrd. Euro gestiegen, was ungefähr eine Verdoppelung zur Vergleichsperiode Q1 2012 darstellt. Im Vergleichszeitraum ist das Anleihevolumen um 180 Mrd. € geschrumpft, was sich jedoch nicht in einen genau so starken Rückgang in den Staatsschulden widerspiegelt. Tatsächlich sind die Schulden nach einem kurzen Einknicken in Q1 2012 wieder munter gestiegen. Dieses Phänomen nennt man Phantomschulden, Schulden die ökonomisch nicht existieren,

buchhalterisch und juristisch aber schon. Darauf werden wir im nächsten Kapitel über das Troika Schuldenmanagement nochmal zurückkommen.

1.3 Nach Verzinsungsart

Die Überhand nehmenden Troika Kredite lassen sich auch aus Abbildung 5 erkennen, da sowohl die Kredite aus dem 1. als auch 2. Hilfspaket variabel verzinst sind und an der Entwicklung des Euribor gebunden sind. Das hat das Verhältnis fixer zu variabler Verzinsung auf den Kopf gestellt, waren 2010 noch 70 % der Staatsschulden fix verzinst, sind es jetzt noch knapp 30 %.

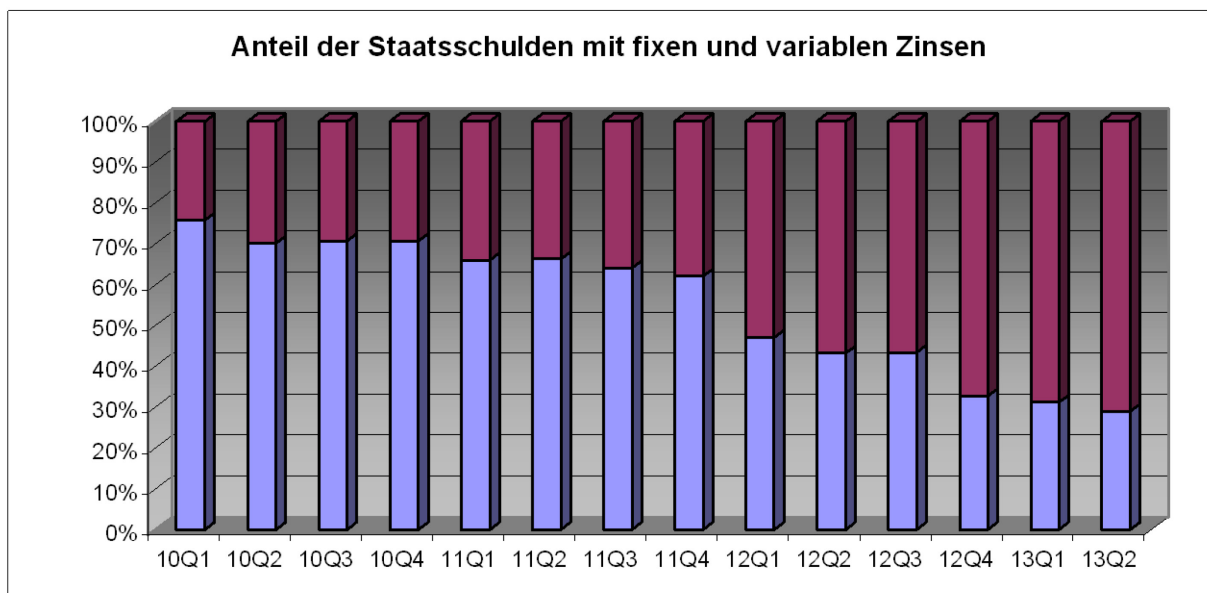


Abbildung 5: Anteil der Staatsschulden mit fixer (blau) und variabler Verzinsung (rot) (Quelle: Ministry of Finance, Public Debt Bulletins, eigene Berechnungen).

Abbildung 6 ist ein Spiegelbild dieser Entwicklungen. Der größte Teil der Staatsschulden war 2010 noch in Händen privater Investoren und somit am Markt handelbar. Diese Gruppe wurde von dem Haarschnitt Anfang 2012 am härtesten getroffen, während sich öffentliche Gläubiger schadlos hielten. Diese unfaire Diskriminierung von Kreditoren wird uns im nächsten Kapitel beschäftigen. Gleichzeitig wurde massiv öffentliches Geld in Form der Hilfskredite eingebracht. Das Resultat: 70 % der Staatsschulden können (noch) auf keinem Markt gehandelt werden. Nach dem wie man mit Bona Fide Gläubigern im Verlauf des Schuldenmanagements umgegangen ist darf eine baldige Trendumkehr nicht erwartet werden.

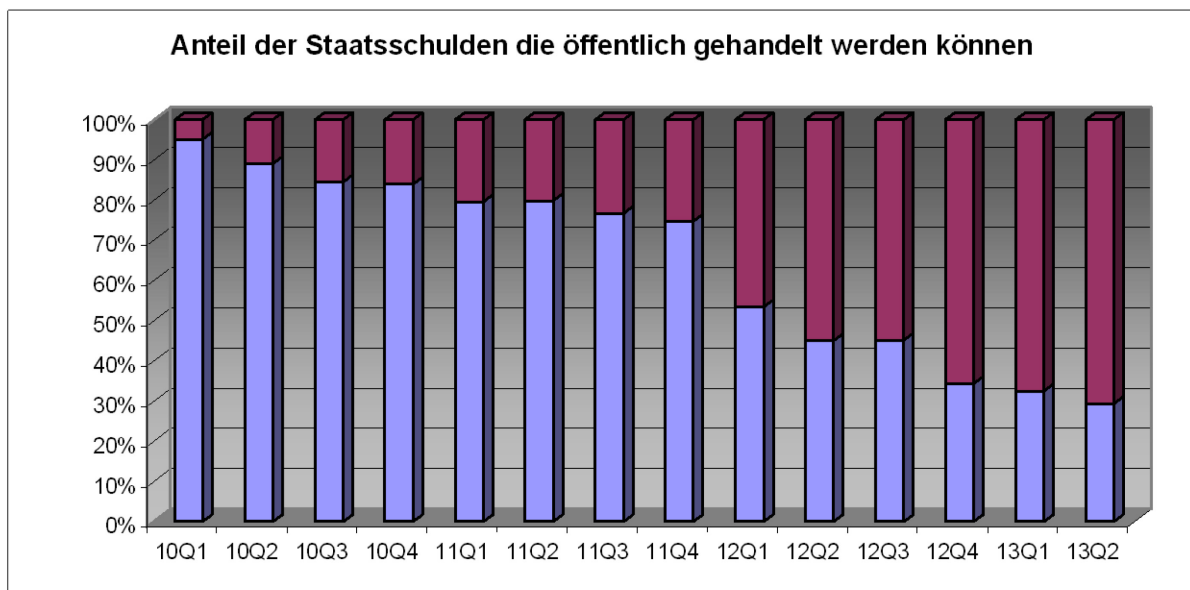


Abbildung 6: Anteil der Staatsschulden die am Sekundärmarkt gehandelt werden können, rot = nicht handelbar, blau = handelbar (Quelle: Ministry of Finance, Public Debt Bulletins, eigene Berechnungen).

1.4 Nach Restlaufzeit

Abbildung 7 hängt mit den vorher gehenden Grafiken zusammen. Hier wird die Staatsschuld nach der Restlaufzeit (Zeit bis zur Fälligkeit) unterteilt. Betrug das Verhältnis lanfristige-mittelfristige-kurzfristige Schulden in Q1 2010 ungefähr 50-40-10 Prozent, wandelte es vollständig und betrug in Q2 2013 ca. 75-15-10 Prozent. Drei Viertel der Staatsschuld hat Heute also eine Laufzeit von über 5 Jahren. Genauer gesagt sind es weit über 5 Jahre, denn die Hilfskredite der Troika haben eine Laufzeit von 30 Jahren. Die starke Reduzierung der mittelfristigen Schulden die innerhalb von 5 Jahren fällig werden wurde vor allem durch den Haarschnitt in Q1 2012 erreicht. Das war auch der Sinn dessen, da der Anteil mittelfristiger Schulden auch vor Q1 2010 durchgehend zwischen 30 und 40 % lag (vgl. Public Debt Bulletins, verschiedene Ausgaben). 40% von 300 Mrd. entsprechen 120 Mrd., da ein *roll-over* (Konvertierung) der Schulden sich seit dem Ausbruch der Wirtschaftskrise 2007 schwer gestaltet haben dürfte, kann man sich ausrechnen, dass viele mittelfristige Schulden 2012 fällig gewesen wären. In der Tat war im März 2012 eine sehr große Anleihe im Umfang von 14,4 Mrd. Euro fällig (vgl. Zettelmayer et al, 2013, S. 22). Durch die Eliminierung mittelfristiger Schulden wurde die Zahlungbelastung Griechenlands in die Zukunft geschoben.

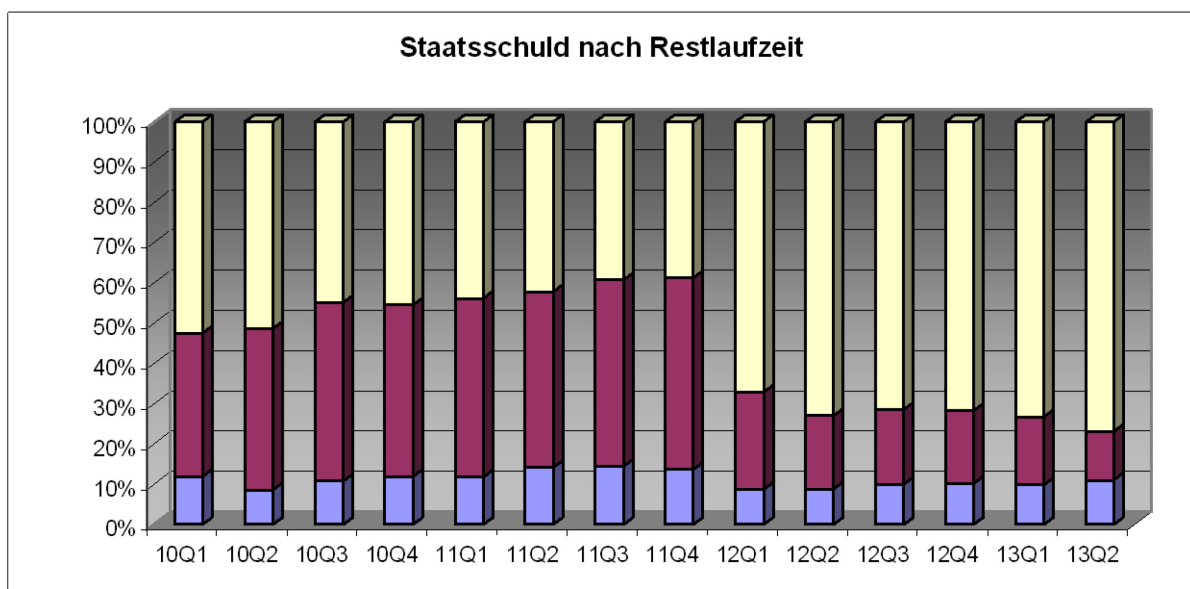


Abbildung 7: Die Staatsschulden unterteilt nach ihrer Restlaufzeit, gelb = langfristig (> 5 Jahre), rot = mittelfristig (1 – 5 Jahre), blau = kurzfristig (< 1 Jahr) (Quelle: Ministry of Finance, Public Debt Bulletins, eigene Berechnungen).

2. Vier Jahre Troika Schuldenmanagement – eine traurige Bilanz

Mit dem Ersten Wirtschafts Anpassungsprogramm (*First Economic Adjustment Programme* – 1. EAP²) vom 2. Mai 2010 wurden Griechenland 80 Mrd. Euro an bilateralen Krediten von den Mitgliedern der Eurozone zur Verfügung gestellt. Zusätzlich wurde mit dem IWF ein Bereitschaftsabkommen³ in Höhe von 30 Mrd. Euro abgeschlossen, sodass sich das gesamte erste Hilfspaket auf 110 Mrd. Euro summiert. Von diesen wurden aber nur 73 Mrd. Euro bis Ende 2011 ausbezahlt. Das zweite Wirtschafts Anpassungsprogramm (2. EAP) vom 14. März 2012 hat einen Umfang von 130 Mrd. Euro aus EFSF Krediten und 19,1 Mrd. Euro unter einer weiteren IWF-Kreditlinie⁴. In Summe ergibt das einen Umfang von 163,8⁵ Mrd. Euro für das 2. EAP. Addiert man beide Programme zusammen so kommt man auf 236,8 Mrd. Euro als bisherige Kosten des Troika Schuldenmanagements.

Total 236,8			
1.EAP*		2.EAP	
73		163,8	
Eurozone/EFSF*	IWF*	Eurozone	IWF
52,9	20,1	144,7	19,1

Tabelle 1: Hilfe der Troika in Mrd. Euro

*1.EAP hatte formell ein Volumen von 110 Mrd. Euro, jedoch wurden diese nicht vollständig ausbezahlt, die Zahlen in der Tabelle beruhen auf den tatsächlich erfolgten Auszahlungen. Die Differenz auf die 110 Mrd. wurde in das 2.EAP transferiert. Daher weichen die Zahlen in der Grafik jenen im Text ab.

Die letzten Auszahlungen des laufenden Programms fließen in Q2 2014 seitens der EU und Q4 2014 seitens IWF. Tilgung an die EU erfolgt ab 2020, während die Tilgung der IWF Kredite bereits in Q3 2013 startet. Die erfolgten bzw. geplanten Auszahlungen sind in Tabelle 2 bzw. 3 abgebildet. Bis Juni 2013 wurden 137,2 Mrd. Euro ausgeschüttet, davon 130,6 Mrd. von EU und 6,6 Mrd. seitens IWF. Wobei die größten Posten jeweils die 1. und 5. Tranche der ersten Auszahlung sowie die 1. Tranche der zweiten Auszahlung darstellen. Dabei handelt es sich der Reihe nach um *sweetener* (sozusagen als Zuckerbrot für die Privatsektorbeteiligung) und Gelder für die Rekapitalisierung griechischer Banken.

² Synonym Greek Loan Facility (GLF) oder das erste Hilfspaket

³ Stand-By Arrangement (SBA)

⁴ Extended Fund Facility (EFF) abgeschlossen im März 2012

⁵ inklusive der noch nicht ausgezahlten Beträge aus dem 1. EAP

1. EAP		Mitglieder der Eurozone		IMF		Total
		Datum	Betrag	Datum	Betrag	
1. Auszahlung		18/05/2010	14,5	12/05/2010	5,5	20
2. Auszahlung		13/09/2010	6,5	14/09/2010	2,5	9
3. Auszahlung		19/01/2011	6,5	21/12/2010	2,5	9
4. Auszahlung		16/03/2011	10,9	16/03/2011	4,1	15
5. Auszahlung		15/07/2011	8,7	13/07/2011	3,3	12
6. Auszahlung		14/12/2011	5,8	07/12/2011	2,2	8
1. EAP - Total			52,9		20,1	73
2. EAP		EFSF		IMF		Total
1. Auszahlung	1. Tranche	12/03, 10/4 und 25/04/2012	29,7	19/03/2012	1,6	
	2. Tranche	12/03, 10/4 und 25/04/2012	4,9			
	3. Tranche	19/03/2012	5,9			
	4. Tranche	10/04/2012	3,3			
	5. Tranche	19/04/2012	25			
	6. Tranche	10/05/2012	4,2			
	7. Tranche	28/06/2012	1			
	Total		74			
2. Auszahlung	1. Tranche	17/12 und 19/12/2012	34,3	16/01/2013	3,24	
	2. Tranche	28/01 und 31/01/2013	9,2			
	3. Tranche	28/02/2013	2,8			
	4. Tranche	03/05/2013	2,8			
	Total		49,1			
3. Auszahlung	1. Tranche	17/05/2013	4,2	06/06/2013	1,73	
	2. Tranche	25/06/2013	3,3			
	Total		7,5			
2. EAP - Total bis Juni 2013			130,6		6,62	137,2
1. und 2. EAP - Total bis Juni 2013			183,5		26,7	210,2

Tabelle 2: Auszahlungen aus den ersten beiden Programmen bis Juni 2013 in Mrd. Euro,
Quelle: Troika, 2013b, S. 47

Somit bleiben noch 26,6 Mrd. Euro an auszuschüttender Hilfe übrig, davon 12,5 vom IWF und 14,1 Mrd. von der EU. Summiert man aus Tabelle 3 die Spalten Q3 2013 bis Q2 2014 der EU Auszahlungen zusammen so erhält man eben diese 14,2 Mrd. Euro (geringe Abweichung aufgrund Rundung). Dasselbe gilt für den IWF, summiert man die Spalten Q3 2013 bis Q4 2014 zusammen ergeben sich die 12,5 Mrd. Euro. Soviel zu einer kurzen Überprüfung der Konsistenz des Zahlenmaterials. Wir können also schließen, dass die Hilfgelder der EU in Q2 2014 und jene des IWF in Q4 2014 auslaufen. Wie es dann weitergehen wird bleibt abzuwarten, es gibt aber Hinweise das ein neues Programm kommen wird (vgl. Aussagen des deutschen Bundesfinanzministers Schäuble in diversen Zeitungen, z.B. ‚Schäubles halbe Wahrheit‘, Zeit Online vom 03.09.2013).

Mrd Euro	2012				2013				2014				Total
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Finanzierungsbedarf pro Quartal	43,6	30,3	2,8	32,4	8,2	19,3	4,3	2,6	5,2	11,7	4,8	2,6	166,7
Auszahlungen aus den Programmen	75,1	31,3	5	8,3	8,8	4,8	2,3	6,7	12,3	3,6	3,6	2,1	163,8
IWF Auszahlungen	1,6	0	0	0	3,3	1,8	1,8	1,8	3,5	1,8	1,8	1,8	19,1
EU Auszahlungen	40,4	33,6	0	34,3	4,8	17,5	2,5	3,1	5,7	2,9	0	0	144,7

Tabelle 3: Auszahlungen aus dem laufenden Programm bis Ende 2014, Quelle: Troika, 2013b, S. 47, ab Q3 2013 handelt es sich um geplante Auszahlungen

Nun ist klar dass jede Politikmaßnahme mit Kosten verbunden ist, direkten und indirekten. In diesem Fall wären die 236,8 Mrd. Euro die ersichtlichen, also direkten Kosten. Auf der anderen Seite stehen die Kosten die die Politikmaßnahme für jene die von ihr Betroffen sind verursacht. Diese sind weniger ersichtlich, daher indirekt. Ob eine Politikmaßnahme erfolgreich war oder nicht kann nach einer gewissen Zeit evaluiert werden. Grundsätzlich wird geschaut ob das gewünschte Ergebnis der Politikmaßnahme erzielt wurde und ob der damit verbundene Nutzen die Kosten übersteigt, somit zu einer Wohlfahrtssteigerung beisteuert. Nach vier Jahren Schuldenmanagement seitens der selbsternannten Schuldenmanager EU, IWF und EZB (Troika) ist genug Zeit vergangen um diese Bewertungen vorzunehmen. Dabei müssen die vorherigen Fragestellungen differenziert werden, z.B. Wohlfahrtssteigerungen für wen? Genauso, Kosten der Politikmaßnahme für wen?, und Nutzen für wen? Mag man die Evaluierung von Seiten des EU-Norden (Nördliche Länder der EU) angehen so kann man sagen die Politikmaßnahme Schuldenmanagement hat dem Norden Wohlfahrt und Nutzen beschert, auf Kosten des Süden. Nimmt man die Perspektive des Süden ein, so muss man sagen die Politikmaßnahme Schuldenmanagement hat Wohlfahrt und Nutzen reduziert bei gleichzeitig sehr hohen Kosten. Im letzteren Fall muss die Politikmaßnahme als erfolglos angesehen werden und daher beendet oder gar rückgängig gemacht werden.

Jeder ökonomischen und rechtsstaatlichen Ratio zum trotz tut die Troika aber das genaue Gegenteil. Sie fährt fort mit ihrem desaströsen Schuldenmanagement a la Bretton Woods und verkauft es sogar noch als Erfolg. Das es aber alles andere als eine Erfolgsgeschichte ist zeigt ein Blick auf einige wenige aber wichtige ökonomische Daten. Abbildung 8 bildet die Entwicklung des nominalen sowie realen BIP Griechenlands ab. Die nominale Entwicklung des BIP startet mit Beitritt in die Eurozone einen Höhenflug. Zwischen Q4 2001 und Q4 2008 beträgt die durchschnittliche Wachstumsrate ca. 7 % pro Quartal (im Vergleich zum Vorjahresquartal, vgl. Abbildung 9). Nachher nimmt der Verlauf eine sattelförmige

Bewegung, erreicht einen Sattelpunkt in Q3 2009, ein lokales Maximum zwei Quartale darauf und ab Q2 2010 (Startpunkt des Schuldenmanagements der Troika) fällt es steil abwärts und erreicht in Q2 2013 ein Niveau von ungefähr Q1 2005. Würde man sich eine Trendlinie dazu denken, so würde die Trendumkehr augenscheinlich ungefähr um Q1 2010 einsetzen, was mit dem Beginn des Schuldenmanagements koinzidiert. Zwischen Q1 2010 und Q3 2013 ist das nominale BIP um 20 % zurückgegangen. Die griechische Wirtschaft befindet sich also im freien Fall, nach einem steilen Aufstieg (wie dieser Zustand gekommen ist, ist hier nicht Thema). Es bleibt abzuwarten wo sich der Abwärtstrend einpendelt. Der Schuldenberg wirkt wie eine Last der Griechenland lähmt, eine Last die von der Troika aufgebürdet wird. So wie Atlas der die Last der Welt auf seinem Rücken zu tragen hatte muss derzeit Griechenland die Last gewaltiger Schulden auf seinen Rücken ertragen. Dabei gestaltet sich jede Reformanstrengung Griechenlands als konterproduktiv, da sich alle Bemühungen durch die kontraktierende Wirtschaft in Luft auflösen, ein Charakteristikum pro-zyklischer Konsolidierung. Somit gestaltet sich die griechische Anstrengung als Sisyphusarbeit, um bei der griechischen Mythologie zu bleiben.

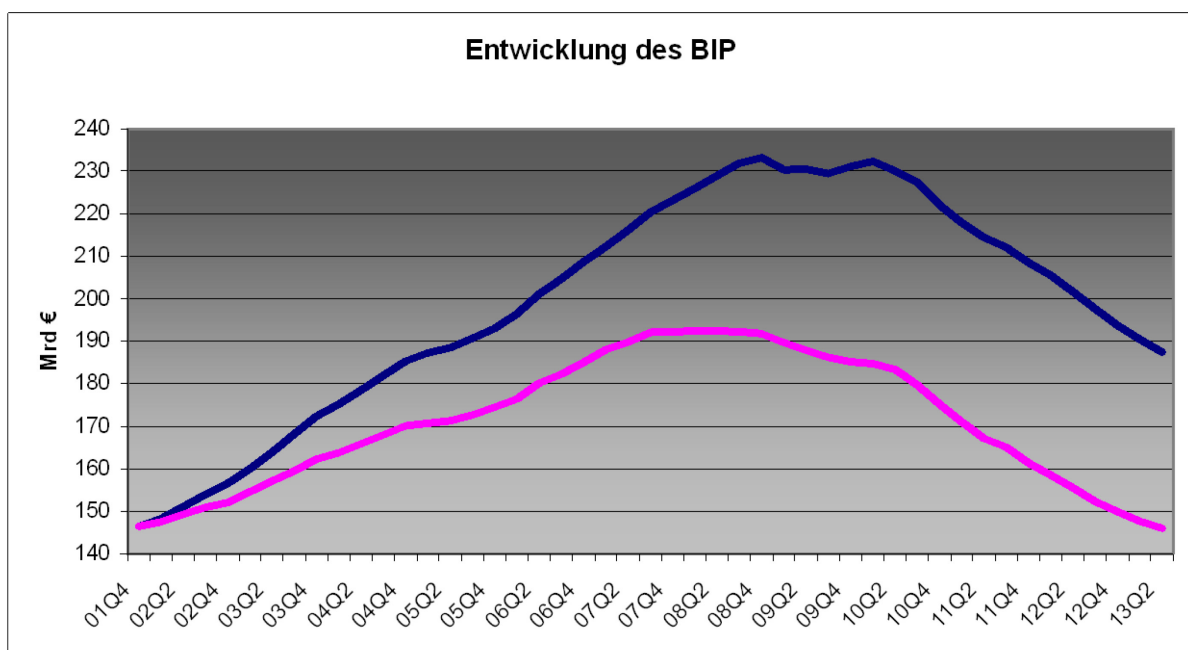


Abbildung 8: Entwicklung des BIP, nominal (blau), real (rot), Quelle: Eurostat, Elstat, eigene Berechnungen

Die Entwicklung des realen BIP (Basisjahr 2005) zeigt eine Abwärtsbewegung ab Q3 2008 und steht in Q2 2013 ungefähr auf dem Niveau von Q4 2001 insofern kann man von einer verlorenen Dekade wie im Fall Lateinamerikas in den 1980er Jahren sprechen – vorerst. Zwischen Q4 2002 und Q3 2008 betrug die durchschnittliche Wachstumsrate des realen BIP 4,4 % pro Quartal (im Vergleich zum Vorjahresquartal, vgl. Abb. 9). Zum Vergleichsquartal

Q4 2008 ist das reale BIP um ca. 24 % gesunken, zum Vergleichsquartal Q1 2010 um 21 % in Q2 2013.

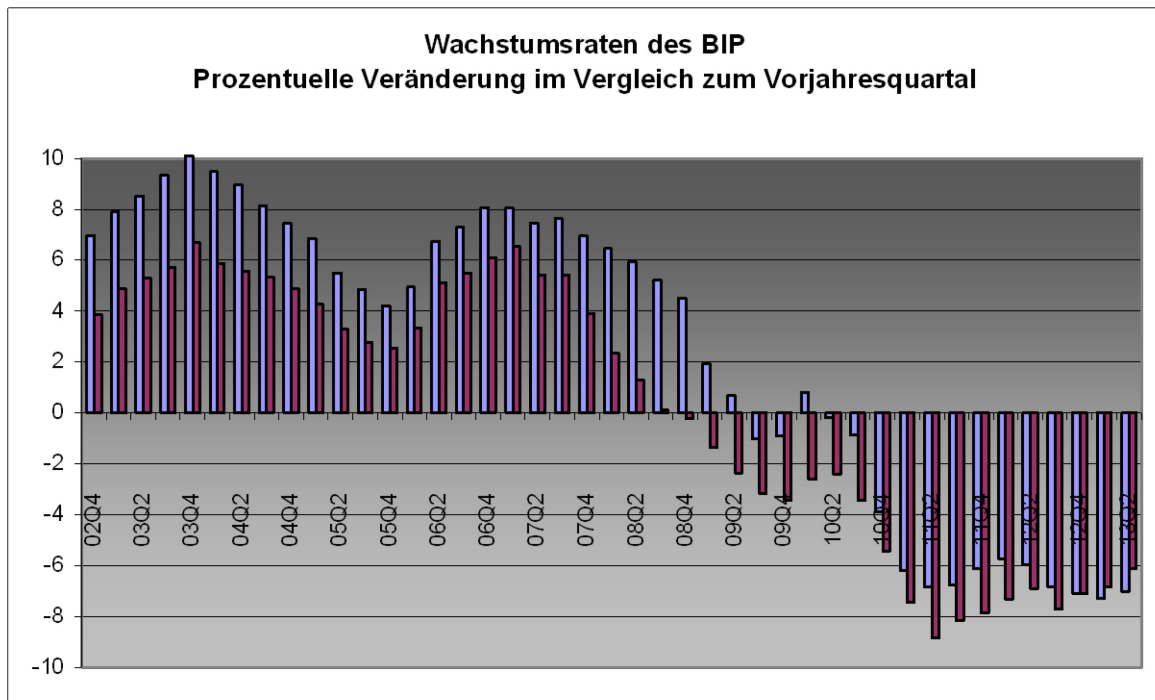


Abbildung 9: Wachstumsraten des BIP, nominal (blau), real (rot), Quelle: Eurostat, Elstat, eigene Berechnungen

Dementsprechend sieht die Entwicklung der Schuldenquote aus. Die Entwicklung jener wird von zwei Faktoren getrieben, erstens steigt die absolute Verschuldung, zweitens sinkt das BIP. Da Ersteres den Zähler und Letzteres den Nenner der Verschuldungsquote verkörpern, steigt deren Quotient (vgl. Abbildung 10). Dieser hebt mit Beginn der Wirtschaftskrise Ende 2007/Anfang 2008 ab, hauptsächlich wegen des Einbruchs des BIP und erreicht in Q4 2011 einen vorläufigen Höhepunkt bei ca. 170 % (nominal) bzw. 234 % (real). Durch den PSI⁶ vom März 2012 sank die Quote temporär auf ca. 136 % bzw. 182 % und hat in Q2 2013 fast wieder das Niveau vor dem PSI erreicht und damit dessen Reduktionseffekt auf die Schulden so gut wie aufgehoben.

⁶ *Private Sector Involvement* oder Privatsktorbeteiligung vom März 2012, mehr dazu später.

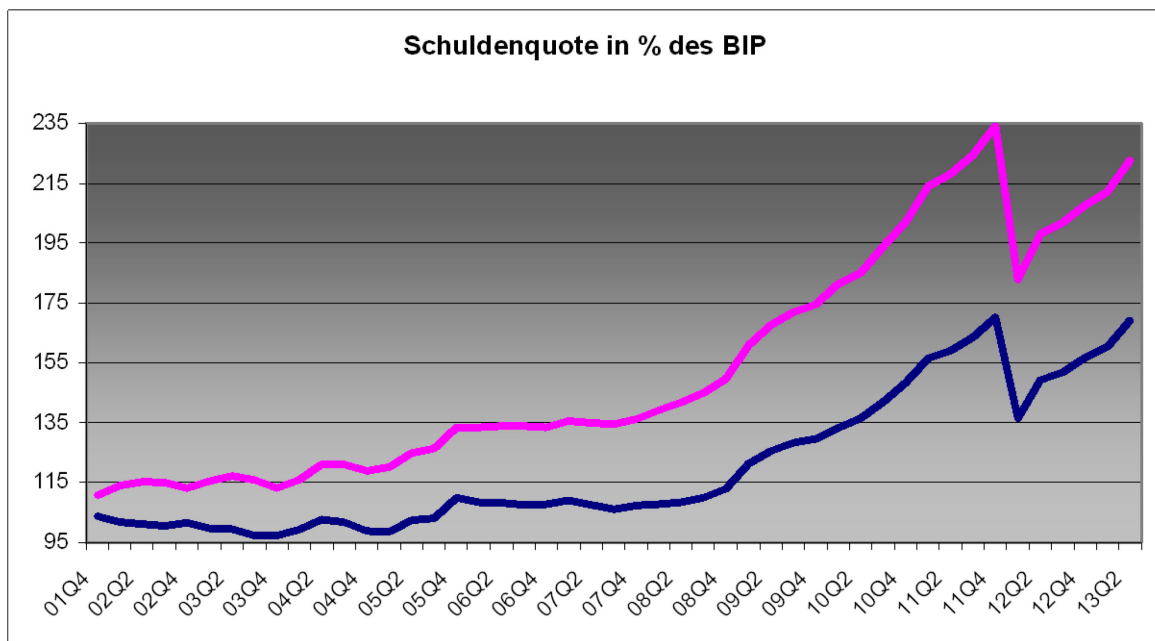


Abbildung 10: Schuldenquote relativ zum BIP, nominal (blau), real (rot), Quelle: Eurostat, Elstat, eigene Berechnungen

Auch ein exportgetriebenes 'Herauswachsen' aus den Schulden wie auch für Lateinamerika vom IWF in den 1980er vorgeschlagen (mit katastrophalen Folgen) ist für Griechenland nicht in greifbarer Nähe. Obwohl die Wirtschafts Anpassungsmaßnahmen darauf hinauslaufen Griechenland durch interne Devaluation, d.h. Lohn und Preissenkungen, wettbewerbsfähig zu machen. Mangels fehlender Abwertungsmöglichkeit der Währung muss die Abwertung über die Löhne und Preise gehen. Aber nach vier Jahren interner Devaluation ist der reale Wechselkurs nicht gesunken sondern gestiegen (vgl. Weisbrot und Montecino, 2012, S. 9). In den 14 Quartalen zwischen Q1 2010 und Q2 2013 ist es nur einmal gelungen einen positiven Außenbeitrag von mageren 2 Mrd Euro zu erwirtschaften (vgl. schwarzer Balken bei Q3 2012 in Abbildung 11). Somit kann keine Rede von Exportboom sein, es muss sogar befürchtet werden dass aufgrund der massiven Schrumpfung der Wirtschaft die Exportwirtschaft nachhaltig geschädigt wird.

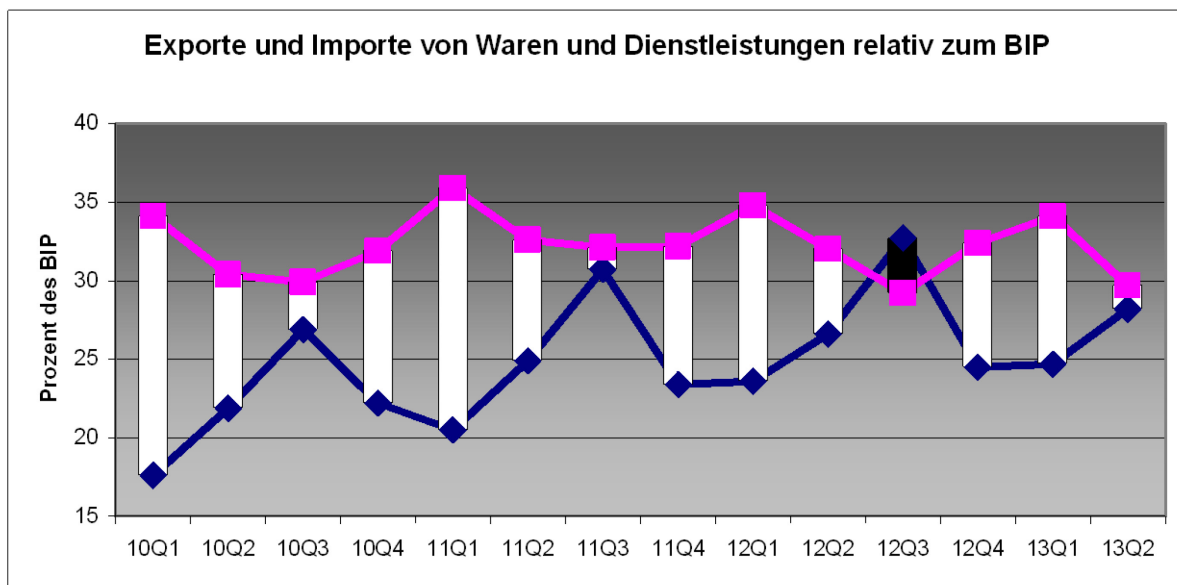


Abbildung 11: Exporte (blau) und Importe (rot) von Waren und Dienstleistungen, weiße Balken = negativer Außenbeitrag, schwarze Balken = positiver Außenbeitrag, Quelle: Eurostat, nicht saisonbereinigt

Das waren nur einige wenige Kennzahlen der griechischen Wirtschaft, jedoch sprechen sie Bände. Natürlich könnte man sich auch Arbeitslosenquote, verfügbares Einkommen der Haushalte, Defizite, Zinsbelastung (welche ab 2010 jährlich über 6 % des BIP lag, vgl. State Budget Execution Bulletins, Greek Ministry of Finance) und vieles mehr ansehen. Dabei ist die Belastung durch fällig werdende Kredite seitens des öffentlichen Sektors noch gar nicht schlagend geworden, denn die amortisieren erst ab 2020 (EU) bzw. 2013 (IWF) und 2014 (EZB⁷). Von all dem unbeeindruckt macht die Troika weiter wie bisher. Diese Ignoranz kann man wohl durch Realitätsverlust oder aber mutwilligen Vorsatz erklären. Bona Fides kann auf jeden Fall ausgeschlossen werden. Natürlich ist die Troika für den Schaden den sie mit ihrem Schuldenmanagement in Griechenland anrichtet und noch anrichten wird niemandem verantwortlich, woraus sich ein perverses Anreizsystem ergibt, denn umso mehr man kaputt macht umso eher kann sich die Troika als Retter anbieten. Ein schnelles Ende der Krise, würde ein ebensolches der Troika bedeuten. Ein Dilemma auf das unter anderen Raffer bereits an anderer Stelle hingewiesen hat (vgl. Raffer & Singer 2001, Raffer 2002b, 2010a, 2011a) und dessen Lösung er prompt vorschlägt: Verantwortung und damit auch Haftung für ihr Handeln. Das was für jedes Individuum sowie jedes Unternehmen am Markt gilt muss

⁷ Vgl. Reuters (14.10.2013) 'Asmussen rejects Athen's call for ECB to roll over Greek bonds', <http://www.reuters.com/article/2013/10/14/us-ecb-asmussen-idUSBRE99D0B720131014> (Zugriff am 24.11.2013), die EZB und nationale Zentralbanken halten ca. 19 Mrd Euro an griechischen Bonds von denen 10 Mrd 2014 fällig werden, zudem hält die EZB zum Stichtag 31.12.2012 ca. 33,9 Mrd Euro griechischer Bonds mit durchschnittlicher Laufzeit von 3,6 Jahren die es unter dem SMP Programm erworben hat, vgl. ECB Press Release (21.02.2013) 'Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme' https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html (Zugriff am 24.11.2013)

auch für öffentlich-rechtliche Institutionen wie EU und EZB als auch internationale Finanzinstitutionen (IFIs) wie IWF gelten. So wäre ein von Verantwortungslosigkeit gekennzeichnet Vorgehen wie in Griechenland wohl abgewendet worden. Denn in diesem Fall wäre wohl nicht so leichtfertig mit öffentlichem Geld umgegangen wie gegenwärtig der Fall ist. Mangels jeglicher Verantwortung und Haftung vergibt die Troika Kredite an einen bankrotten Schuldner und verschleppt damit die Insolvenz – ein strafbarer Vorgang in nationalen Jurisdiktionen – auf Kosten der Bona Fide Gläubiger. Bohoslavsky hat für diese Art Kredite den Begriff *abusive loans* geprägt und schlägt vor im Falle von Staatsinsolvenzen diese mit Nachrang zu versehen (vgl. Bohoslavsky, 2010, S. 398ff). Solange weiterhin verantwortungslosen öffentlich-rechtlichen Institutionen das Schuldenmanagement erlaubt wird muss befürchtet werden das wir von einer Krise in die andere schlittern. In der Tat gab es seit Anfang der 1980er eine gewaltige Anzahl von Finanz- und Schuldenkrisen, wie jene in Lateinamerika, Asien, Russland, Türkei und Argentinien. Griechenland bildet nur den vorläufigen Abschluss solange die selbsternannten Schuldenmanager nicht in die Verantwortung genommen werden und ihr Schuldenmanagement drastischen Veränderungen unterliegt. Das Schuldenmanagement der Troika in Griechenland ist grundsätzlich jenes des IWF seit den 1980er nachgebildet und kann in einigen wenigen Eckpunkten beschrieben werden:

1. Verneinung der Realität zu Beginn und möglichst langes Aufrecht halten der Illiquiditätstheorie solange bis dies nicht mehr möglich ist, dann wird sie fallen gelassen.
2. Äußerster Überoptimismus der Schuldenmanager sowohl betreffend der gegenwärtigen als auch der zukünftigen Situation des verschuldeten Landes. Dies spiegelt sich in zu optimistischen Prognosen für Wachstum, Außenbeitrag, Verschuldung und weiteren wieder. Auf Grundlage dieser Projektionen werden untragbare Schulden als tragbar dargestellt und nötige Schuldenschnitte verwehrt, auch um eigene Forderungen zu schützen. Das bereitet den Weg für Phantomschulden, Schulden die sich dank laufender Zinsen in den Büchern der Gläubiger summieren, die jedoch wegen Insolvenz des Schuldners nicht einforderbar sind, somit ökonomisch nicht existent.
3. Unfaire Diskriminierung von Kreditoren wenn Schuldenschnitte schließlich auch von den Schuldenmanagern als unabdingbarer Beitrag zur Schuldentragfähigkeit angesehen werden.

Diese Punkte werden nun für die Troika in Griechenland näher besprochen.

2.1 Illiquiditätstheorie und Verneinung der Realität

Das *Handling* der griechischen Schuldenkrise seitens der selbsternannten Schuldenmanager EZB/EU/IWF (Troika) erinnert stark an jenes des IWF zu Zeiten der großen Schuldenkrise im Lateinamerika der 1980er. Es wurde eifrigst versucht das wahre Ausmaß der Schuldenkrise herunter zu spielen, und der Anschein wurde gewahrt Griechenland sei nur in temporären Zahlungsnöten, die sich durch ein Hilfspaket binnen kurzer Zeit würden lösen lassen. Kurzum die Mär wurde aufgebaut Griechenland sei solvent, jedoch nur kurzzeitig illiquid. Das Griechenland aber zahlungsunfähig, also insolvent, war wurde ignoriert. Die bewusste Vortäuschung es handele sich um eine Illiquiditäts- und nicht Solvenzkrise hat seit den 80er Jahren einen Namen, Illiquiditätstheorie. Sie kann dazu dienen unzureichende Maßnahmen als treffend und ausreichend darzustellen. Die Troika stellte die Situation so dar das mit einem Hilfspaket das Problem erledigt sein dürfte. Diejenigen denen die Krise in Lateinamerika noch in Erinnerung war mochten dem sehr kritisch entgegen stehen. Die Neigung von IFIs Krisen zu verlängern und verschlimmern ist seitdem gut bekannt. Anstelle Realitäten entgegen zu treten und ein rasches Ende (wenn auch mit Schrecken) herbeizuführen werden viel zu gern Schimären wie die Illiquiditätstheorie konstruiert. Aber rasches Handeln war noch nie die Stärke von IFIs, da mögen einem die Worte Sachs (Sachs, 1995, S. 14) in Erinnerung fallen „too little, too late“ – wie treffend auch für das Schuldenmanagement der Troika. Dabei ist der Unterschied zwischen Illiquidität und Insolvenz sehr einfach, dazu ein illustrierendes Beispiel. Man stelle sich vor Bill Gates verbringt das Wochenende in Wien. Bevor er in die Stadt geht um einen Spaziergang zu machen schlüpft er noch rasch in eine angenehme Hose und lässt seine Geldbörse in der alten stecken. Draußen überkommt ihn der Hunger und er holt sich einen Käsekrainer beim Würstelstand. Als er bezahlen will fällt ihm auf das er seine Geldbörse nicht mit hat – er ist also illiquid. Er ist aber bei weitem nicht insolvent, denn mit seinem Vermögen könnte er alle Würstelstände Wiens aufkaufen.⁸

Eine Definition von Solvenz für Staaten lautet wie folgt

„Debt solvency is achieved when future primary surpluses will be large enough to pay back the debt, principal and interest.“ (Wyplosz, 2011, S. 4).

Das Wort *future* deutet darauf hin dass dieses Konzept absolut zukunftslastig ist, d.h. die kommende erwartete Entwicklung eines Landes ist ausschlaggebend für seine gegenwärtige Solvenz. Sind die Aussichten rosig, somit die erwarteten diskontierten Einnahmen groß, so werden sich Investoren keine großen Sorgen um die Zahlungsfähigkeit des Landes machen. Sieht die Zukunft hingegen düster aus, aufgrund einer allgemeinen Wirtschaftskrise und die

⁸ Dieses anschauliche Beispiel ist den Vorlesungen von Professor K. Raffer zum Thema Überschuldung entnommen

erwarteten diskontierten Einkünfte niedrig, so kann das zu einem Vertrauensverlust seitens der Investoren führen, die nicht mehr bereit sein werden bestehende Schulden zu konvertieren (*roll over*) und somit ein Land auf dem Trockenen lassen. Fakt ist, niemand kennt die Zukunft, somit können sich Investoren über die Zukunftsaussichten des Landes irren, in beiderlei Richtung. Vor der Wirtschaftskrise 2007 wurden die Aussichten als rosig empfunden, nachher als düster. Somit kommt der Zukunft eine wichtige Rolle bei der Beurteilung der Solvenz zu. Investoren verlassen sich dabei unter anderem auf offizielle Publikationen, wie jene von IWF und Europäischer Kommission (Troika Bericht), die regelmäßig Projektionen zu den wichtigsten Makro-zahlen liefern. Annahmen über die Zukunft sind dabei kritisch. So können zu optimistische Annahmen das zukünftige Bild eines Landes verschönern, während pessimistische es verschlechtern können. Überoptimismus ist eine bekannte Krankheit internationaler Finanzinstitutionen, so wie beim IWF, wenn es darum geht Schuldenreduktionen für Entwicklungsländer zu bestimmen. Neuerdings ist die Troika ebenfalls von dieser Krankheit befallen, so werden in ihren Berichten zum ersten und zweiten EAP bis dato viel zu optimistische Annahmen getroffen die frecherweise auch noch als '*cautious*' bezeichnet werden. Es scheint hier ein institutionelles Eigeninteresse daran zu geben überoptimistisch zu sein um eigene Forderungen zu schützen. Die EU mutiert im Falle Griechenlands immer mehr zu einem zweiten IWF. Da Verluste unausweichlich sind, und der IWF aufgrund seiner auf Unrecht beruhenden *preferred creditor* Stellung es aber verstehen wird seine Gelder zurück zu bekommen, bleibt es an der EU (Bilaterale und EZB) die Verluste zu tragen. Die nächsten zwei Abschnitte behandeln den Überoptimismus der Troika, und deren ungerechtfertigte Bevorzugung bei der Umschuldung vom März 2012.

2.2 Troika Überoptimismus

Die Troika Berichte zum 1. EAP und 2. EAP lesen sich wie ein Krimi. Vom ersten Bericht aus Mai 2010 bis zum vorläufig letzten aus Juli 2013 werden die Aussichten immer düsterer und die Maßnahmen dagegen immer intensiver, bewirken aber kein Sinken der Schuldenquote, was ja das erklärte Ziel ist.

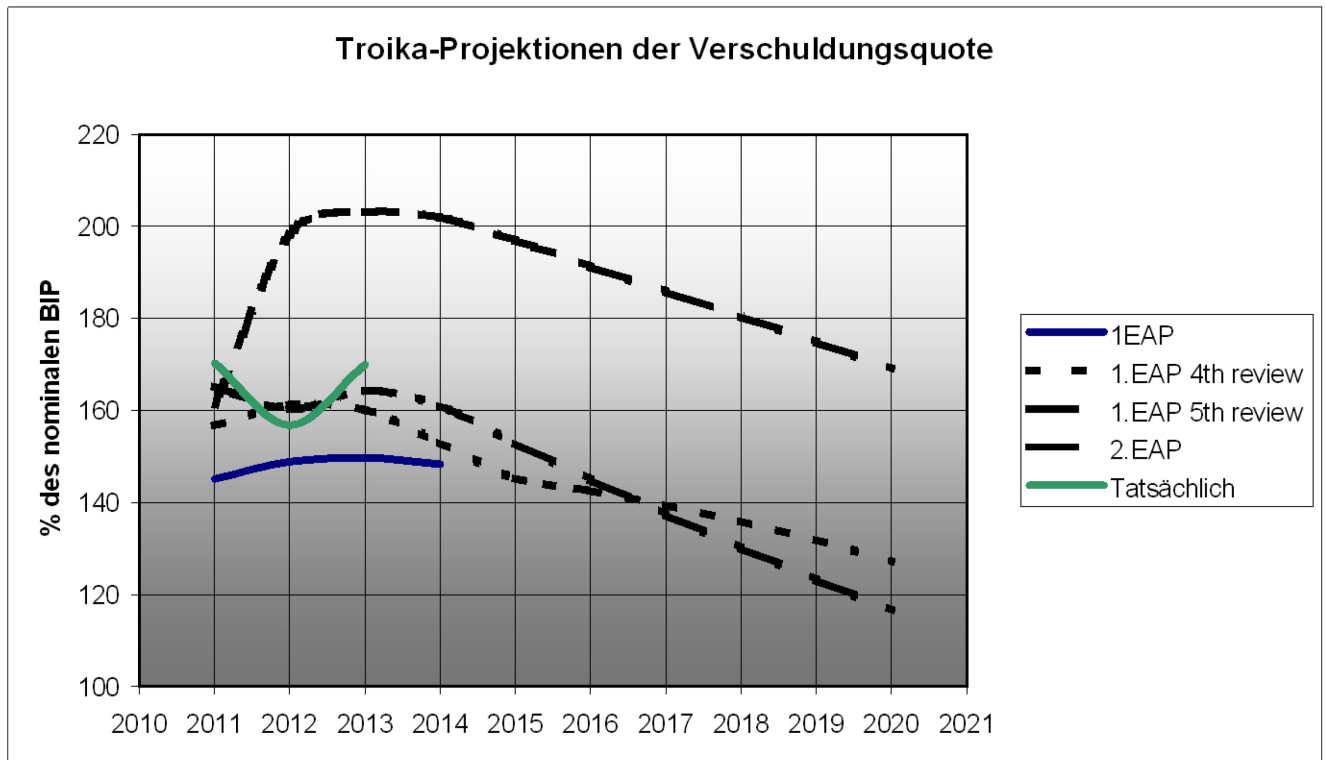


Abbildung 12: Projektionen der Troika zur Schuldenquote aus ihren Berichten. (Quelle: Troika, 2010a, 2011b, 2011c, 2012a sowie Eurostat und Debt Bulletins)

Offensichtlich ist, dass zwischen dem Bericht zum 1. EAP und den 4. *review* wenig Unterschied in der Schuldenquote besteht (vgl. Abb. 12), im darauf folgenden 5. *review* die Quote aber auf einmal hoch schießt obwohl dazwischen nur sechs Monate liegen und kein außerordentliches Ereignis stattgefunden hat. Da jedoch das Ende des 1. EAP nahte und man erkannte dass es so gut wie nichts gebracht hatte wurde man realistisch. Zudem war die realistische Darstellung nötig um ein zweites Programm ins Spiel zu bringen und den Privatsektor zu einem Haarschnitt zu drängen. Erstaunlich ist, dass all das in den Monaten zwischen Juli und Dezember 2011 erkannt wurde, während in den eineinhalb Jahren davor die Prognosen viel optimistischer waren. *Political Forecasting* könnte eine Erklärung für so unterschiedlich aussehende Projektionen sein, in einem ökonomischen Umfeld das die gesamte Zeitspanne über rezessiv war (vgl. Weisbrot & Rosnick, 2007). Der PSI vom März 2012 bei dem der Privatsektor auf ca. 52 % seiner Forderungen verzichten musste ist dann in der Projektion vom ersten Bericht zum 2. EAP fast nicht zu sehen. Das kommt davon,

dass der Haarschnitt eine Reduktion der nominalen Schulden um ca. 107. Mrd Euro brachte, gleichzeitig aber 93,5 Mrd. Euro neuer Schulden dazu gekommen sind um den PSI zu finanzieren. Der tatsächliche Verlauf der Schuldenquote weist eine Aussparung bei 2012 auf die jedoch durch das Hineinfließen der 93,5 Mrd. an neuen Schulden kompensiert wird. Was allen Projektionen gleich ist, ist ihre konkave Polynomform, mit einem Maximum möglichst nahe in der Zukunft – um Hoffnung zu schüren – und nachher eine steile Abwärtsbewegung ohne ein absehbares Ende, womöglich sogar noch auf Null. Ob das ein Merkmal der Projektionssoftware ist welche die Troika verwendet oder die Form einfach psychologisch wichtig ist kann man nur erraten. Fakt ist, dass der tatsächliche Verlauf das genau Gegenteil ist, eine konvexe Funktion mit Minimum in 2012 durch den PSI und dann eine steile Aufwärtsbewegung. Der Wert für 2013 ist noch unbekannt, daher wurde der letzbekannte Wert (Q2 2013) eingesetzt. Das bereits dieser den vor-PSI Wert von ca. 170 % erreicht lässt schließen dass der Wert Ende 2013 wohl erheblich höher ausfallen dürfte. In einem längeren Betrachtungszeitraum lässt sich die Entwicklung der Schuldenquote ab 2008 eher durch eine Gerade beschreiben wenn der PSI unberücksichtigt bleibt (vgl. Abb. 10). Unter Umständen lässt es sich durch eine exponentiell steigende Funktion darstellen, was angesichts stetiger Akkumulierung der immer größer werdender Schulden nicht abwegig erscheint (vgl. Abschnitt über Phantomschulden). Wie kommen solche Unterschiede zwischen Realität und Projektion zustande? Durch optimistische Annahmen über die Zukunft. So nimmt die Troika nominale Wachstumsraten des BIP von 2 – 5 % sowie ein Primärüberschuss von 5,5 % des BIP über einen projezierten Zeitraum von 15 Jahren an (vgl. Troika, 2010a, S. 25). Daneben werden auch großzügige Annahmen über Privatisierungserlöse gemacht, zuletzt 50 Mrd bis 2020 (Troika, 2012a, S. 28), die in keinem Bezug zur Realität stehen. Das solche Maßnahmen einen einmaligen Effekt haben und schlecht als nachhaltig bezeichnet werden können scheint klar zu sein.

Zudem ist eine Privatisierung von Staatsbetrieben in Krisenzeiten aus zwei Gründen nicht ratsam: Erstens, in einer Rezession werden sich weniger Interessenten finden als in einem Aufschwung, somit bei der Auktion den Preis drücken. Zweitens wird quasi das Tafelsilber verscherbelt, da potentielle Investoren um die Schwierigkeiten in denen das Land steckt Bescheid wissen. Somit haben sie die größere Verhandlungsmacht bei der Verkaufsanbahnung und können sogar Forderungen stellen. Ein Beispiel für negative Folgen solch einer Politik ist wiederum Lateinamerika in den 1980er. Mitten in der Krise wurden sie vom Schuldenmanager IWF dazu beraten ihre Exporte zu steigern um mehr Einnahmen zu generieren. Da jedoch die Preise für ihr Hauptexportgut, Rohstoff, sowieso am Boden waren (mangels geringer Nachfrage aus den Industriestaaten) und gleichzeitig alle Rohstoffexporteure ihr Angebot ausweiteten sanken die Preise weiter. Der Effekt auf die

Handelsbilanz war negativ, falls der Mehrabsatz den Preiserückgang nicht wettmachen konnte. Dieses Phänomen ist in der Ökonomie weithin als *Fallacy of the Commons* bekannt.

Zwischen Mai 2010 und Dezember 2012 wurde die Laufzeit der Kredite aus dem 1. EAP dreimal verlängert von 5 bis 10 auf nunmehr 30 Jahren, sodass die Rückzahlung dieser erst ab 2020 erfolgt (vgl. Troika, 2011b, S. 6 & Troika, 2011c, S. 6 & Troika, 2012a, S. 53). Weiterhin wurden in dieser Zeit die Zinsen für die Kredite stufenweise von 3mEuribor + 300 bp auf 3mEuribor + 50 bp gesenkt (vgl. ebd.). Diese Maßnahmen wurden als OSI (*Official Sector Involvement*) bezeichnet.

Weitere Maßnahmen waren zuletzt die Rückführung der Zinserträge der EZB aus griechischen Bonds die im Rahmen des SMP erworben wurden und das *roll-over* von griechischen Bonds die von den nationalen Zentralbanken der Eurozone gehalten werden (sogenanntes *roll-over of ANFA Holdings*) (vgl. Troika, 2012b, S. 53f). Weitere Maßnahmen umfassten den Rückkauf der im März 2012 im Rahmen des PSI neu aufgelegten griechischen Bonds zu einem Drittel des Ausgabepreises im Dezember 2012, der mit EFSF Mitteln finanziert wurde (vgl. ebd.). Nach Laufzeitverlängerungen, Zinsreduktionen, und weiteren Maßnahmen ist keine Verbesserung der Lage in Sicht. Die Schulden steigen weiter. Maßgeblich dafür ist das die Schuldenkrise nicht als solche akzeptiert wird als sie ist: eine Solvenzkrise. Der Gläubiger ist solvent und nicht illiquid. Einem Toten kann man soviel Luft einflößen wie man will davon wird er auch nicht mehr lebendig. Griechenland braucht einen Neustart, einen Neuanfang, und die einzige Maßnahme die das erreichen kann ist eine Insolvenz. Die Maßnahmen die jetzt verfolgt werden zögern die Insolvenz nur hinaus, während die Schulden weiter steigen. Ein Phänomen dem das anzurechnen ist ist jenes der Phantomschulden. Ein Mechanismus der mehr oder weniger bei jeder Schuldenkrise beobachtet werden kann: die nötige Entlastung wird verzögert sodass sich ein Berg von Schulden anhäuft die der insolvente Schuldner nicht zahlen kann. Mehr dazu im nächsten Abschnitt.

2.2.1 Das Phantomschulden⁹ Problem

Phantomschulden (vgl. Raffer, 2010a, S. 191ff) sind Schulden die nur in den Büchern der Gläubiger existieren, aufgrund der Insolvenz des Schuldners aber nicht einbringbar sind und daher ökonomisch nicht existieren. Phantomschulden sind ein Merkmal von Schuldenkrisen, in denen dem insolventen Schuldner eine schnelle Erleichterung verwehrt wird, und damit Schulden akkumuliert werden (z.B. indem weiterhin Zinsen, Verzugszinsen, Gebühren usw auf die bestehenden Schulden verrechnet werden wohlwissend dass der Schuldner insolvent ist). Neben der Tatsache, dass Phantomschulden aufgrund der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners nicht einzubringen sind, lassen sie Schuldenreduktionen im Laufe der Zeit immer teurer aussehen. Da sie den Schuldenberg künstlich aufblasen lassen sie eine Schuldenreduktion kostspieliger aussehen als sie tatsächlich ist. Dazu folgendes einfaches Beispiel aus Raffer (Raffer, 2010a, S. 191ff) das diesen Umstand illustrieren soll (vgl. Tabelle 4). Angenommen wir haben einen insolventen Schuldner mit einem Schuldenstock von 1000 im ersten Jahr. Vertraglich sind 5 % Zinsen p.a. vereinbart die der Schuldner aufgrund von Insolvenz nicht in vollem Umfang bezahlen kann. Das was er bezahlen kann wird in der vierten Spalte ausgewiesen (*cash basis*). Im ersten Jahr kann er z.B. nur die Hälfte der anfallenden Rückzahlungen von 50 begleichen, der Rest ist in der Spalte ‚neue Schulden‘ (Zahlungsrückstände) zu finden und wird auf den Schuldenstock des nächsten Jahres aufgeschlagen (das nennt man kapitalisierte Zinsen). Von Jahr zu Jahr steigt somit der Schuldenstock angefeuert durch Kapitalisierung von Zinsen auf Schulden die nicht zurückgezahlt werden können da der Schuldner insolvent ist. Im zehnten Jahr wurde durch diesen Mechanismus ein Schuldenberg von 1247 akkumuliert, wodurch auch die Zinslast stetig steigt (62,35 im letzten Jahr) sowie der tatsächlich geleistete Schuldendienst (30,35 in letzten Jahr). Anstatt das ein höherer Schuldendienst den Abbau des Schuldenbergs zur Folge hat, ist das genaue Gegenteil der Fall. Der Schuldner ist in der Phantomschulden Falle, jeglichen Bemühungen und Anstrengungen den Schuldendienst zu erhöhen zum Trotz steigt der Schuldenstock unaufhaltsam. Das Problem liegt hier sowohl am Realitätsverlust der Gläubiger die vielleicht denken der Schuldner sei nur illiquid (vgl. Illiquiditätstheorie) als auch am Überoptimismus der vielleicht von Institutionen wie IWF geschürt wird um die Gläubiger nicht zu beunruhigen sodass sie ihr Geld nicht schnell aus dem bankrotten Schuldnerland herausziehen. Beides verhindert eine schnelle Lösung in Form eines schnellen Schuldenschnitts (auch Haarschnitt) um den Schuldner wieder auf einen tragfähigen Schuldenstock zu bringen, der seine Kapazität zum Schuldendienst spiegelt. Zudem erscheint solch ein Haarschnitt umso kostspieliger für die Gläubiger umso länger

⁹ Der Begriff wurde von Professor Kunibert Raffer geprägt.

man damit abwartet. Im dritten Jahr müsste der Schuldenstock um 520 reduziert werden um den fälligen Schuldendienst (dritte Spalte) an der Zahlungskapazität des Schuldners (vierte Spalte) anzupassen ($26,5 = 5\%$ von 530 wobei $530 = 1050 - 520$). Damit wäre in diesem illustrativen Beispiel der Schuldner wieder solvent. Verzögert man hingegen den Haarschnitt bis nach dem zehnten Jahr in dem der Schuldenstock auf 1279 ($1247 + 32$) angewachsen ist, benötigt es eine Reduktion um 672 um den fälligen Schuldendienst an der Zahlungskapazität des Schuldners anzupassen ($30,35 = 5\%$ von 607 wobei $607 = 1279 - 672$). Die Differenz von 152 ($672 - 520$) sind Phantomschulden die durch die Verzögerung der nötigen Schuldenreduktion entstehen. Sollten die Gläubiger nach dem zehnten Jahr zu einem Schuldenschnitt in Höhe von 152 bereit sein, so verlieren sie eigentlich nichts ausser den Phantomschulden – die sowieso ökonomisch nicht existieren. Das ist ein feiner Weg sich spendabel zu zeigen ohne dafür etwas zahlen zu müssen, oder wie es Raffer ausdrückt: „generosity for free“ (Raffer, 2010, S. 192). Streichung von Phantomschulden stellt aber keine Entlastung für den Schuldner dar wie leicht aus Tabelle 4 erkennbar ist.

Jahr	Schuldenstand	Schuldenservice der vertraglich fällig wird	Schuldendienst der tatsächlich geleistet wurde (cash basis)	Neue Schulden (Zahlungs- rückstand)
1. Jahr	1000,00	50,00	25,00	25,00
2. Jahr	1025,00	51,25	26,25	25,00
3. Jahr	1050,00	52,50	26,50	26,00
4. Jahr	1076,00	53,80	27,80	26,00
5. Jahr	1102,00	55,10	28,10	27,00
6. Jahr	1129,00	56,45	28,45	28,00
7. Jahr	1157,00	57,85	28,85	29,00
8. Jahr	1186,00	59,30	29,30	30,00
9. Jahr	1216,00	60,80	29,80	31,00
10. Jahr	1247,00	62,35	30,35	32,00

Tabelle 4: Entwicklung von Phantomschulden (Quelle: Raffer, 2010a, S. 191), fett markiert kennzeichnet den Zeitpunkt der Haarschnitte (vgl. Text)

Dieses einfache aber aussagekräftige Beispiel ist durchaus ein Thema im Fall Griechenlands. Wie viel der griechischen Schulden unter der Kategorie Phantomschulden fallen ist schwer zu sagen. Fakt ist, dass das Land seit 2010 insolvent ist und nur durch Troika Gelder finanziert wird. Wir wissen über den Schuldenstock des Landes Bescheid (ca. 320 Mrd. in Q2 2013) und kennen auch die Zahlungskonditionen der Kredite, entspricht der zweiten und dritten Spalte aus Tabelle 4. Nun wissen wir aber nicht wie hoch die Zahlungskapazität des Landes ist. Man könnte schließen sie sei Null, da das Land keinerlei Überschüsse erwirtschaftet und der Schuldendienst durch EFSF und Troika Mittel aufgebracht wird. Oder man fragt sich wie hoch die Kapazität wäre wenn das Land einen

Schuldenschnitt erhielte der hoch genug wäre um die drückende Last des Schuldenbergs auf Wirtschaft und Gesellschaft zu lindern, sozusagen eine Entfesselung der Wirtschaft bewirkten würde (Vorkondition dafür wäre zuerst eine Entfesselung Griechenlands von der Bevormundung durch die Troika). So oder so ist der genaue Umfang der Zahlungskapazität und somit der vierten Spalte aus Tabelle 4 unbekannt. Interessant wäre auch ob der Schuldenschnitt vom März 2012 und dadurch die Reduktion von ca. 107 Mrd. Euro eine *‘generosity for free’* waren.

Tabelle 5 zeigt den Schuldenstock Griechenlands zwischen dem letzten Quartal 2009 und dem zweiten Quartal 2013. Die dritte Spalte zeigt den Betrag der nötig wäre um den Schuldenstock im jeweiligen Quartal um 50 % zu reduzieren. Ein schneller Haarschnitt von 50 % Anfang 2010 wie von Gros & Mayer vorgeschlagen hätte die Gläubiger 149,5 Mrd. Euro gekostet, derselbe Haarschnitt acht Quartale später bereits 184 Mrd. Euro. Die Differenz, 34,5 Mrd. Euro, unter anderem das Resultat des verzögerten Haarschnitts. Nach dem durchgeführten Haarschnitt im ersten Quartal 2012 steigt der Schuldenberg wieder an und somit auch die Phantomschulden. Dieser Haarschnitt hatte eine Höhe von 52 %, bewirkte aber keine Entlastung um den selben Prozentsatz, da die Forderungen der Troika ungerechtfertigt ausgenommen wurden – der nächste Abschnitt geht näher auf diesen Schuldenschnitt ein.

t	Schuldenstock	50 % Haarschnitt
2009 Q4	299	149,5
2010 Q1	310	155
2010 Q2	317	158,5
2010 Q3	337	168,5
2010 Q4	340	170
2011 Q1	355	177,5
2011 Q2	354	177
2011 Q3	360	180
2011 Q4	368	184
2012 Q1	280	140
2012 Q2	304	152
2012 Q3	304	152
2012 Q4	306	153
2013 Q1	309	154,5
2013 Q2	321	160,5

Tabelle 5: Schuldenstock Griechenlands im Mrd. Euro,
Gelb unterlegt der März 2012 Haarschnitt,
Quelle: Debt Bulletins, Ministry of Finance

2.3 Der März 2012 Schuldenschnitt und unfaire Kreditorendiskriminierung

Der Schuldenschnitt (auch Haarschnitt) vom März 2012 ist ein spätes Eingeständnis von ökonomischen Realitäten die sich nicht länger verleugnen ließen. Gleichzeitig ist es eine Abkehr von der Illiquiditätstheorie, erstmals wird eingesehen das eine Reduktion der nominalen Schuldenlast unablässlich ist. Natürlich hätte man das auch billiger haben können, so schlugen bereits Gros & Mayer im Mai 2010 vor einen Haarschnitt von 50 % vorzunehmen um Griechenland wieder auf Maastricht konforme 60 % Schuldenquote zu bringen. Rückblickend muss dieser Vorschlag als sehr verdienstvoll angesehen werden, da die Krise binnen kurzer Zeit vorbei gewesen wäre. Da Mayer zu der Zeit Chefvolkswirt der Deutschen Bank war, darf man annehmen das solche Vorschläge durchaus bei den Kreditoren diskutiert und als in Frage kommend Betrachtet wurden. Das dürfte auch die Troika vernommen haben und verlass in ihrem ersten Review zum EAP im August 2010 **„All in all, debt restructuring is not an option.“** (Troika, 2010b, S. 17, fettgedruckt in Original) und erstickte alle Versuche einer schnellen Lösung im Keim. Nachdem sich die Situation verschlechterte, Wachstum ausblieb, Privatisierungen stockten und Schulden wuchsen wurde jetzt die Möglichkeit eines Haarschnitts in den Troika Berichten erstmals angesprochen:

„Reducing the debt stock to, say 80 to 100 percent of GDP, would require a very large ‘haircut,’ irrespective of whether the debt held by the euro-area Member States and the ECB would be exempt of the restructuring, while the IMF loans have privileged creditor status.“ (Troika, 2011b, S. 7).

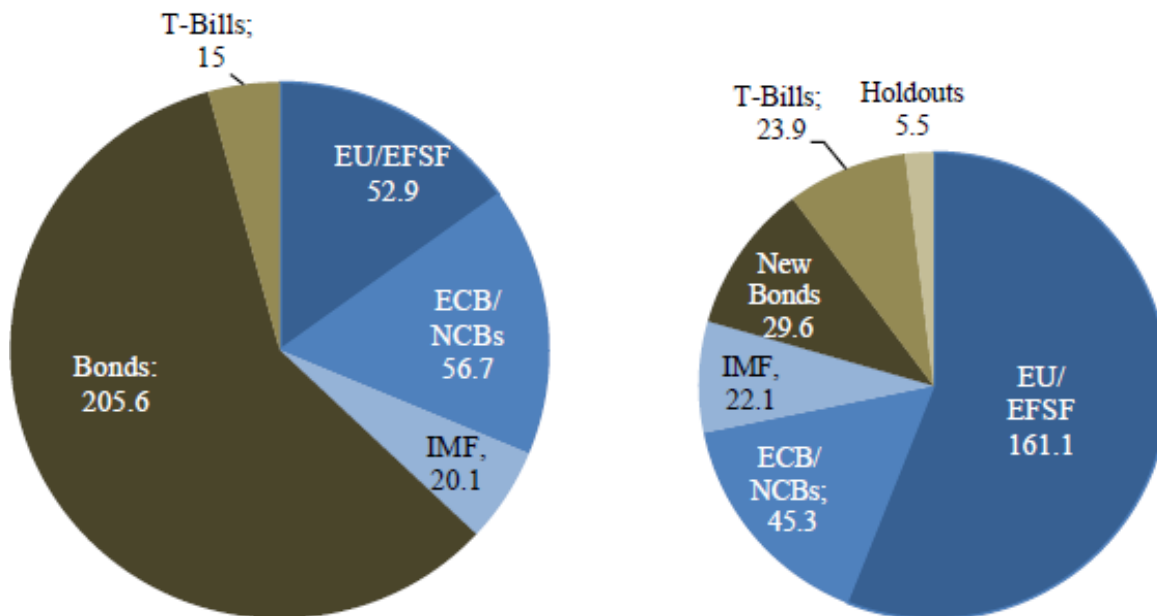


Abbildung 13: Gläubiger griechischer Schulden nach dem Umtausch vom März 2012 und dem Rückkauf vom Dezember 2012 (in Mrd. Euro). Quelle: Zettelmayer et al, 2013, S. 34

Drei Monate später, auf dem Euro-Gipfeltreffen vom 26. Oktober 2011 hatte man sich darauf geeinigt, dass der Privatsektor seinen Anteil zur Tragfähigkeit der Schuldenlast beitragen müsse (PSI – *Private Sector Involvement*). Nur unter dieser Bedingung war die Troika gewillt ein weiteres Programm aufzulegen. Nach einer sehr kurzen Vorbereitungsphase wurde am 24. Februar 2012 der Umtausch von alten GGB (*Greek Government Bonds*) durch neue angeboten. Der Betrag, der für den Umtausch in Frage kam, war jener in den Händen Privater (Banken, Pensionsfonds, Versicherungen, Einzelpersonen etc.). Dies waren ca. 205,6 Mrd. Euro (vgl. Abb. 13). Obwohl das Angebot als freiwillig vermarktet wurde war eine Teilnahme in Wirklichkeit so freiwillig wie ein „Bekenntnis während der Spanischen Inquisition“ (Martin Blessing, WSJ.com, 24.02.2012). Mittels politischen Druck wurden also Institutionen wie Banken und Versicherungen, die für solchen Druck zugänglich sind fällig gemacht. Der Rest wurde per Gesetz gezwungen. Der „*Greek Bondholder Act*“ führte nachträglich CACs in die Anleiheverträge ein und band damit jenen Anteil der 205,6 Mrd. Euro, der griechischem Recht unterlag und das war die Mehrheit, ca. 177,3 Mrd. Euro oder 86 % (Troika, 2012a, S. 47). Bei dieser Umstrukturierung der Schulden wurde eine Zuckerbrot und Peitsche (*stick and carrot*) Strategie verfolgt wobei die Peitsche die vorher erwähnten Maßnahmen waren, während das Zuckerbrot umfangreiche *cash sweetener* in Form von sehr liquiden EFSF Noten waren. Zudem wurden die neuen Bonds britischem Recht unterworfen und Standardklauseln in die Verträge hinein genommen um die Gläubiger im Falle eines ‘zukünftigen Zahlungsausfalls’ rechtlich besser zu stellen. Ein weiterer Anreiz bestand darin den Schuldendienst der neuen Bonds mit jenen des EFSF zu synchronisieren, d.h. im Falle einer Nichtzahlung oder zu geringen Zahlung würde der EFSF nicht präferiert.

Wegen einiger dieser Maßnahmen wurde Griechenland von einigen Ratingagenturen herabgestuft, langfristige Staatsanleihen auf ramschniveau gesetzt (*selective default*). Der Umtausch beinhaltete den Tausch alter GGB gegen ein Bündel von neuen Sicherheiten (vgl. Troika, 2012a, S. 47 und MoU vom 01.03.2012):

1. Neuen GGB mit einem Nominalwert von 31,5 % des Nominalen der alten Bonds, Laufzeit von 30 Jahren, 10 Jahre tilgungsfrei, 20 Jahre Amortisation, einem Coupon von 2 % p.a. bis 2015, 3 % p.a. bis 2020 und 4,3 % p.a. danach.
2. EFSF Noten mit einem Nominalwert von 15 % des Nominalen der alten Bonds, Die Hälfte wird 2013 fällig und die andere 2014, Coupon von 0,4 bzw. 1 % (*cash sweetener*).
3. EFSF Noten für alle ungezahlten Zinsen der alten Bonds, Laufzeit von 25 Jahren, 10 Jahre tilgungsfrei, 15 Jahre Amortisation.
4. BIP-indexierte Sicherheiten, die extra Zahlungen von bis zu einem Prozent des Nominalen der alten Bonds versprechen sollte das Wachstum einen vorgegebenen Zielkorridor überschreiten.

Von den 144,7 Mrd. Euro die das 2. EAP an Hilfen vorsah, waren allein 93,5 Mrd Euro dafür veranschlagt die Kosten des Umtausches zu decken, davon (vgl. MoU vom 01.03.2012, S. 5)

- 30 Mrd. in Form der kurzfristigen EFSF Noten, der sogenannte *cash sweetener*.
- 5,5 Mrd. für angefallene Zinsen aus alten Bonds.
- 35 Mrd. die in Form von EFSF Noten der EZB übergeben wurden damit diese die mit SD (*selective default*) bewerteten neuen GGB weiterhin als Sicherheit akzeptiert.
- 23 Mrd. für die Rekapitalisierung griechischer Banken, die infolge des Umtausches Verluste erlitten.

Wie es die Troika ausdrückt, ist „The overreaching objective of this voluntary participation of private sector creditors is to ensure that a government debt level of around 120% of GDP will be reached by 2020.“ (MoU vom 01.03.2012, S. 4). Von diesem Ziel ist man heute astronomisch weit entfernt (vgl. Abb. 14 und 15).

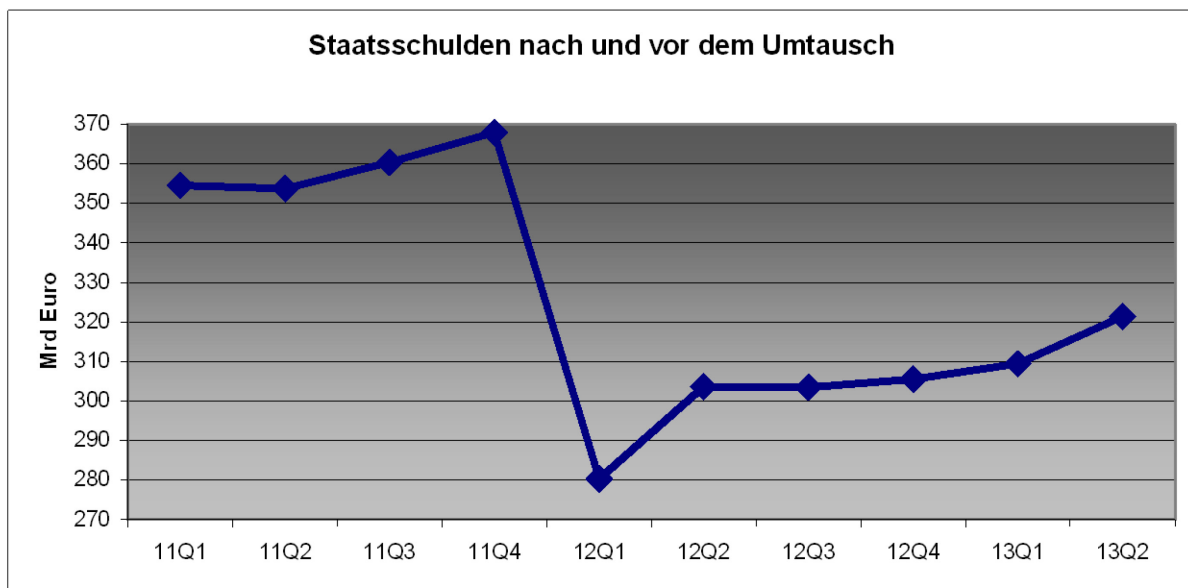


Abbildung 14: Reduktion der nominalen Schuldenlast durch die Umschuldung, Quelle: Greek Ministry of Finance, Debt Bulletins, central government debt und eigene Berechnungen

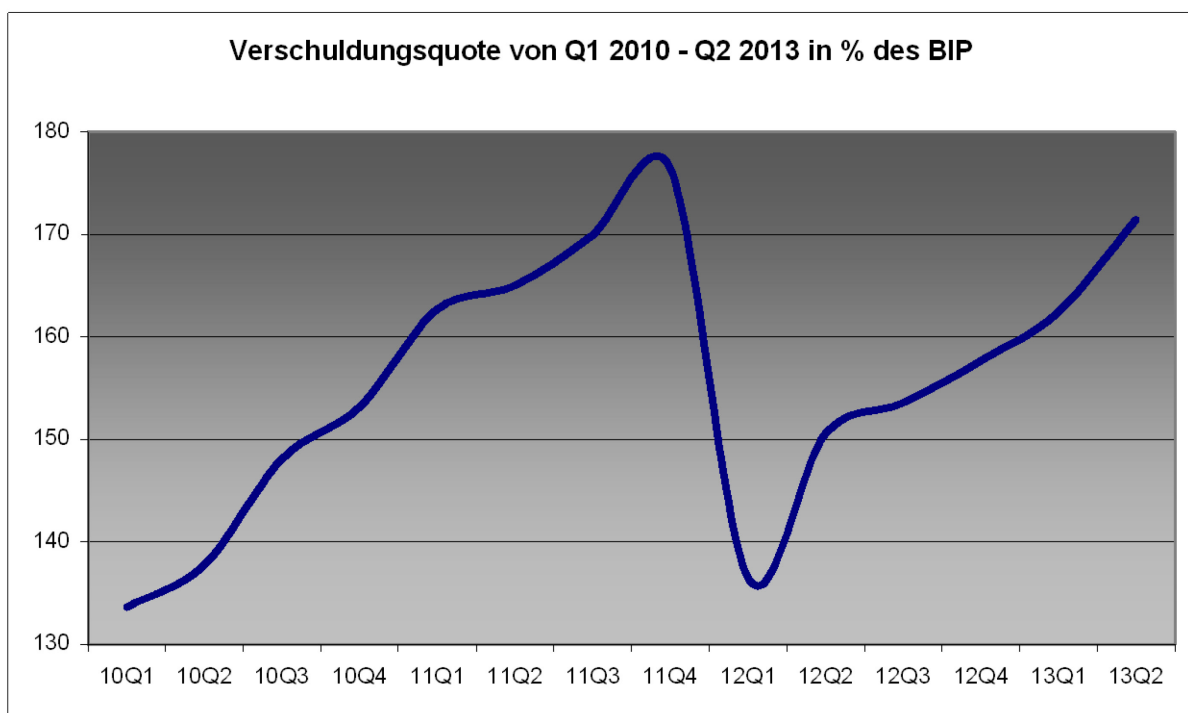


Abbildung 15: Schuldenquote vor und nach dem Haarschnitt, Quelle: Greek Ministry of Finance, Debt Bulletins, central government debt und eigene Berechnungen

Gläubiger mit einem Anteil von 199,2 Mrd. Euro bzw. 96,9 % nahmen am Umtausch teil (6,4 Mrd. Euro bzw. 3,1 % hold-outs). Gleichzeitig wurden knapp 30 Mrd. an EFSF Noten als sweetener und 62,4 Mrd. in Form neuer GGB ausgegeben. Somit wurden durch den Umtausch die nominalen Schulden um 107 Mrd. reduziert, was ca. 52 % der 205 Mrd. Euro entspricht (vgl. Zettelmayer et al, 2013, S. 13). Der Umtausch bewirkte jedoch keine nachhaltige Reduktion der Schulden, denn wie in Abbildung 14 und 15 ersichtlich steigt

bereits im darauf folgenden Quartal die Schuldenlast wieder merklich. Der Grund dafür liegt implizit in Abbildung 13. Der Umtausch stellte die Gläubigerverhältnisse auf den Kopf, private Gläubiger wurden zur Minderheit während öffentliche (EFSF, EU, EZB, IWF) zur absoluten Mehrheit wurden. Wenn es der Zweck des Umtausches war die Belastung Griechenlands durch den Schuldendienst weit in die Zukunft zu strecken (lange Laufzeiten der neuen Bonds) und die gegenwärtige bzw. mittelfristige Belastung zu reduzieren wurde dieser Umstand durch die Verschiebung der Gläubigerstruktur wieder aufgehoben. Denn die EFSF Wertpapiere (*cash sweetener*) fallen 2013 und 2014 an, der Schuldendienst an EZB ist weiterhin zu leisten und jener des IWF ist sowieso (zu unrecht) präferiert. Es sieht also ganz so aus als ob die Belastung nicht reduziert sondern nur umverteilt wurde, öffentliche Gläubiger erhalten ihre Forderungen jetzt früher, Private später (vgl. Abb. 16).

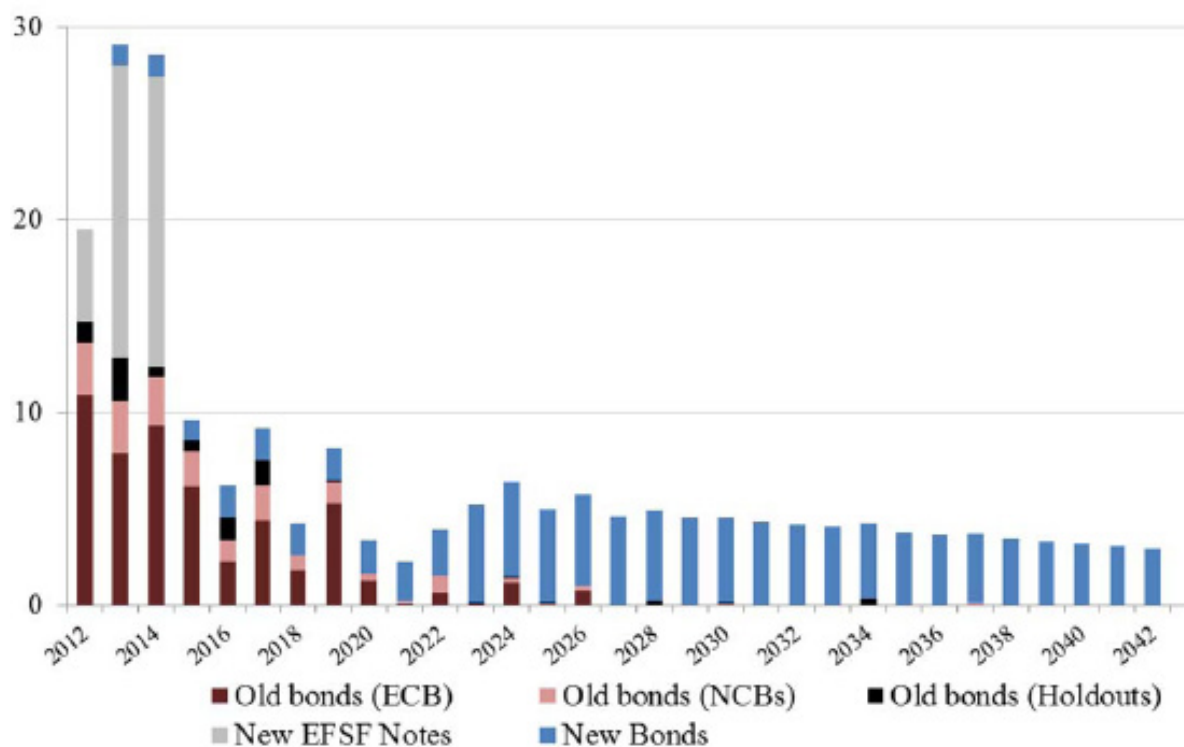


Abbildung 16: Griechischer Schuldendienst nach dem Umtausch, beachte ungewöhnlich hohen Schuldendienst in der kurzen Frist, dank der Ausnahme bestimmter Gläubigerkreise von der Umschuldung (Quelle: Zettelmayer et al, 2013, S. 15)

Dieser Umstand offenbart einen kritischen Punkt von Umschuldungen bzw. Schuldenrestrukturierungen: Die unfaire und ungerechte Bevorzugung bestimmter Gläubiger, und spiegelbildlich die unfaire und ungerechte Diskriminierung bestimmter Gläubiger. Diese führt dazu, dass die diskriminierten Gläubiger bei der Umschuldung mehr verlieren (einen höheren Haarschnitt auf ihren Forderungen erleiden) während sich die bevorzugten Gläubiger schadlos halten (keinen Haarschnitt). Diese Ungerechtigkeit, die der IWF bei Umschuldungen von überschuldeten Ländern quasi-institutionalisiert hat (es fehlt jegliche

rechtliche Basis), hat sich als eine Gewohnheit etabliert. Dabei folgt die EU dominierte Troika den IWF Attitüden bei der Umschuldung Griechenlands indem sie all ihre Forderungen (129,7 Mrd. Euro vor der Umschuldung, vgl. Abbildung 13) von der Umschuldung ausnimmt. Dabei fehlt jede rechtliche Grundlage dazu – zumindest zum Zeitpunkt der Umschuldung. Denn die Troika hat die Bevorzugung ihrer Forderungen nicht nur quasi sondern tatsächlich institutionalisiert und im ESM Vertrag gesetzlich verankert. Wörtlich heißt es in Absatz 13 der Präambel des ESM Vertrages:

„(13) Like the IMF, the ESM will provide stability support to an ESM Member when its regular access to market financing is impaired or is at risk of being impaired. Reflecting this, Heads of State or Government have *stated that the ESM loans will enjoy preferred creditor status in a similar fashion to those of the IMF*, while accepting preferred creditor status of the IMF over the ESM. This status will be effective as of the date of entry into force of this Treaty.” (ESM Vertrag Präambel, Absatz 13, S. 7, Hervorhebung des Autors, http://www.esm.europa.eu/pdf/esm_treaty_en.pdf)¹⁰

Die Forderungen der Troika sind also allen anderen gegenüber bevorzugt, und innerhalb der Troika sind jene des IWF denen der EU bevorzugt – eine Rangordnung die sollte sie in Griechenland zur Anwendung kommen endgültig den Ausschluss des Landes vom internationalen Kapitalmarkt besiegelt. Dabei ist die Rückkehr zum Kapitalmarkt das erklärte Ziel jener Hilfsmaßnahmen die seit vier Jahren durchgeführt werden. Das Land soll unabhängig von öffentlichen Gläubigern werden und sich selber finanzieren können. Tatsächlich laufen die Maßnahmen aber auf das genaue Gegenteil hinaus – eine möglichst lange Abhängigkeit von öffentlichen Gebern. Welche Ziele so eine Strategie sich ein Land auf ewig gefügig zu machen haben kann wird in einem späteren Kapitel besprochen.

¹⁰ Beachte: juristisch gesehen ist die Präambel eines Vertragstextes nicht Vertragsinhalt

2.3.1 Ungerechte IWF Bevorzugung

Dass der IWF es geschafft hat sich selbst sogar gegenüber der EU zu präferieren verwundert nicht. Die Organisation ist ein Meister der Entfremdung seiner ureigenen Aufgaben. Ursprünglich sollte der IWF Kredite unkonditioniert, d.h. ohne Auflagen an seine Kunden (die jeweiligen Staaten) vergeben. Zumindest war das die Vorstellung von Keynes. Er rechtfertigt das damit, dass der IWF keine Privatbank sondern eine öffentliche Institution, die für die globale wirtschaftliche Stabilität verantwortlich ist um Krisen wie jene der 1930er zu verhindern. Das lässt darauf deuten, dass IWF Kredite gegenüber jenen von Privatbanken benachteiligt sind. Martha (1990, S. 813f) findet Evidenz dafür dass der IWF ursprünglich keine Präferenz seiner Kredite gegenüber Krediten von der Privatwirtschaft beanspruchte, zumindest bis zur zweiten Revision der IWF Statuten (in der auch die Konditionalität aufgenommen wurde). Artikel V Absatz 2 der IWF Statuten weist seine Mitglieder an zuerst nach Möglichkeiten der Kreditaufnahme am Kapitalmarkt ausschau zu halten und nicht gleich zuerst zum IWF zu kommen. Somit wären Private die ersten Gläubiger eines Landes, noch vor dem IWF. Die Rückzahlungen die ein Land für diese Kredite zur Seite gestellt hatte sollten vom IWF nicht in die Berechnung der monetären Reserven seiner Mitglieder, die ausschlaggebend für die Rückzahlung der IWF Kredite waren, mit berücksichtigt werden:

“In order to avoid the accrual of repurchase obligations as the result of loans by commercial banks and others, Schedule B, paragraph 3 provided that in the calculation of monetary reserves on which repurchase obligations were based, holdings that would otherwise have been included if they were the result of a long-term or medium-term loan contracted during the year or were holdings that had been transferred or set aside for repayment of a loan during the subsequent year were excluded.” (Martha, 1990, S. 814)

Das könnte als eine Präferenz kommerzieller Kredite gegenüber IWF Krediten gedeutet werden.

2.3.2 Gläubigerverluste bei gleicher Behandlung

Der Privatsektor musste bei der März 2012 Umschuldung einen Haarschnitt von ca. 52 % auf seine Forderungen hinnehmen. Ausschlaggebend für diesen hohen Haarschnitt war die oben besprochene ungerechtfertigte Bevorzugung der Forderungen des öffentlichen Sektors. Tabelle 7 spielt verschiedene Varianten durch, in denen Teile der Forderungen des öffentlichen Sektors nicht bevorzugt werden. Dann werden die daraus resultierenden benötigten Haarschnitte berechnet um die nominale Entlastung von 107 Mrd. Euro (wie sie der PSI erreichte) zu erreichen. Für die Berechnung wird eine Verteilung der Gläubiger wie in Tabelle 6 abgebildet angenommen. Die Gesamtschulden ergeben sich aus der Summe der Forderungen aller Gläubiger. T-Bills werden von dieser Summe abgezogen, da sie keinem Gläubiger zugeordnet werden können. Das ergibt einen Schuldenstand von 335,3 Mrd. Euro der den Berechnungen zugrunde liegt.

Bonds	EZB/NZBs	EU/EFSF	IWF	T-Bills
205,6	56,7	52,9	20,1	15

Tabelle 6: Verteilung der Gläubiger griechischer Staatsschulden in Mrd. Euro vor dem PSI
(Quelle: Zettelmayer et al, 2013, S. 35)

In der ersten Variante wird angenommen dass es keine Rangordnung der Forderungen gibt, alle Gläubiger werden gleich behandelt, keiner ungerecht präferiert. In so einer Situation trägt jeder Gläubiger seinen fairen Anteil daran den Schuldenberg des Schuldners tragbar zu machen. In diesem Fall hätte jeder Gläubiger einen nominalen Haarschnitt von 31,9 % hinnehmen müssen um die griechischen Schulden um nominal 107 Mrd. Euro zu senken. Ein Unterschied von ca. 20 % zu dem was der Privatsektor wegen ungerechter Diskriminierung im PSI hinnehmen musste, in der alle Troika Forderungen von der Umschuldung ausgenommen waren (vgl. Variante vier). Wären nur Forderungen der EZB und NZBs (Nationale Zentralbanken) ausgenommen hätten die restlichen Gläubiger einen Haarschnitt von 38,4 % tragen müssen. Dieser ist ungefähr gleich wenn nur Forderungen der EU bzw. des EFSF ausgenommen wären, und sinkt auf 33,9 % wenn nur IWF Forderungen ausgenommen wären. Die letzte Variante nimmt an, dass Forderungen des Privatsektor von der Umschuldung ausgenommen wären. In diesem Fall hätte der öffentliche Sektor einen Haarschnitt von 82,5 % getragen um die Schulden um 107 Mrd. Euro zu reduzieren. Obwohl das Konzept der Fairness und Rechtsstaatlichkeit es gebietet alle Gläubiger, unabhängig davon ob sie dem öffentlichen oder privaten Sektor angehören, gleich zu behandeln, gibt es

dennoch gute Gründe dafür Forderungen des Privatsektors Vorrang gegenüber jenen des öffentlichen Sektors zu geben (vgl. IFLR vom 10.07.2013¹¹).

Variante	Nötiger Haarschnitt
Keine Bevorzugung von Forderungen	31,9 %
Forderungen der EZB und NZBs ausgenommen	38,4 %
Forderungen der EU/EFSF ausgenommen	37,8 %
Forderungen des IWF ausgenommen	33,9 %
Forderungen der Troika ausgenommen	52 %
Forderungen des Privatsektor ausgenommen	82,5 %

Tabelle 7: Durchgespielte Varianten des März 2012 Umtausches, dargestellte Haarschnitte sind Nominalwerte keine Gegenwartswerte, eigene Berechnung

Nach dieser Evaluierung des Schuldenmanagements der Troika in Griechenland drängt sich der Eindruck auf die Troika tue alles um die Krise zu verlängern anstelle sie zu beenden. Die Anreize dafür sind durchaus gegeben (vgl. die Diskussion dazu zu Beginn des Kapitels). Betrachtet man die Wiederbelebung der griechischen Wirtschaft als Maxime des Troika Schuldenmanagements, so muss man nach vier Jahren des selben sagen dass es gründlich fehlgeschlagen ist. Jeder Manager in der Privatwirtschaft wäre nach solch einer Misere sofort gekündigt worden, jede Regierung wäre nach 4 Jahren dieser Misswirtschaft abgewählt worden. Nur ist die Troika keine Regierung und kein Manager in der Privatwirtschaft und kann daher von niemanden in die Pflicht genommen werden. Wird andererseits die Verlängerung und Vertiefung der Rezession in Griechenland als Maxime unterstellt so muss das Schuldenmanagement der Troika als äußerst erfolgreich bewertet werden. In diesem Fall machen alle Reformschritte und Maßnahmen der Troika vollkommen Sinn. Es stellt sich nur die Frage nach dem Warum.

¹¹ „Head to head: In the case of sovereigns, should official sector debt be subordinated to private sector debt?“ verfügbar unter <http://www.iflr.com/Article/3228952/Head-to-head-In-the-case-of-sovereigns-should-official-sector-debt-be-subordinated-to-private-sector-debt-?> (Zugriff am 01.10.2013)

3. Welches Interesse könnte die Troika an einem schwachen Griechenland haben?

“Neoliberalism is to neoclassical economics as astrology is to astronomy. In both cases, it takes a lot of blind faith to go from one to the other.” (Rodrik, 2002, S. 2)

Die Zeit nach dem 2. WK bis etwa Mitte der 1970er Jahre war gekennzeichnet von wirtschaftlicher Prosperität, hoher Beschäftigung und einem vorher nicht gekannten Wohlstand. Die ökonomische Theorie der wir dies zu verdanken hatten, war jene des Keynesianismus. John Maynard Keynes verfasste unter dem Eindruck und Einfluss der Wirtschaftskrise der 1930er seine Allgemeine Theorie, die Grundlage des keynesianischen Paradigma, das es geschafft hatte breiten Wohlstand für die Gesellschaft zu bringen. Eckpunkte keynesianischer Wirtschaftspolitik sind öffentliche Investitionen, *deficit spending* und eine breite Rolle des Staates in der Wirtschaft. Das war jene Politik die die USA (*New Deal*) damals aus der Krise zog. Die Wirtschaftspolitik die sie in die Krise geritten hatte, damals unter dem Namen Liberalismus bekannt heute als Neoliberalismus, wurde verbannt. Jedoch nicht lange. Zu Beginn der 1970er endete das System der fixen Wechselkurse, der IWF bis dato dafür zuständig wurde arbeitslos, und Deregulierungen am Finanzmarkt waren die Folge. Die Ölkrisen der 1970 wurden dazu genutzt die in Verwendung befindliche Wirtschaftspolitik des Keynesianismus frontal zu attackieren (vgl. Rodrik, 1996, S. 17). Die Krise wurde als Ergebnis eben dieser Wirtschaftspolitik dargestellt, die nun durch eine neue Wirtschaftspolitik ersetzt werden müsse – ein Paradigmenwechsel sozusagen bzw. eine neue Orthodoxie wenn man so will. Hier sieht man dass Krisen eine große Chance darstellen die Politik in die Richtung zu lenken in die es von gewissen Interessensgruppen gewünscht wird – Argumente für die neue Orthodoxie gibt es immer. Tatsächlich wird dieser Zeitpunkt auch als Beginn des neoliberalen Zeitalters markiert, dessen Maxime das genaue Gegenteil zum Keynesianismus darstellen: private anstatt öffentlicher Investitionen, Primärüberschüsse statt Defizite, möglichst inaktiver Staat, kurzum ‘weg mit allem was das Geschäft behindert’. Diese neue Form des Liberalismus unterscheidet sich kaum von der die in den 1930er herrschte. Selbst am Höhepunkt der Krise wurde von Kanzler Brüning in Deutschland eine Sparpolitik verfolgt und in Amerika war Präsident Teddy Roosevelt bei Liberalen aufgrund seines *New Deals* verhasst.

Die Maxime neoliberaler Wirtschaftspolitik wurden 1990 im sogenannten Washington Konsens in zehn Punkten zusammengefasst, sozusagen die 10 Gebote des Neoliberalismus (vgl. Raffer, 2001, S. 52)

1. Fiskaldisziplin (Primärüberschüsse statt Defizite)
2. Priorität öffentlicher Ausgaben
3. Steuerreform (Reduzierung von Grenzsteuersätzen)
4. Finanzliberalisierung/Kapitalverkehrsliberalisierung (kapitaleignerfreundliche Politik, moderat positiver Zinssatz)
5. Wechselkurse (ein einheitlicher am Markt bestimmt)
6. Handelsliberalisierung (Freihandelstheorie)
7. Gleichbehandlung von Auslandsinvestitionen
8. Privatisierung
9. Deregulierung
10. Garantierte Eigentumsrechte

Grundsätzlich geht aus den Punkten hervor, dass Neoliberalismus Politik für die Reichen ist, wenn man es denn so ausdrücken möchte. Punkt zwei könnte falsch interpretiert werden: mit öffentlichen Ausgabe sind nur jene gemeint die der Befriedigung von Gläubigern dienen, z.B. der Schuldendienst. Diesen Ausgaben der öffentlichen Hand soll Priorität gegeben werden und das wurde in Griechenland sogar gesetzlich verankert:

“...the [Greek] government has adopted legislation giving priority to the debt service vis-à-vis other cash outflows.” (Troika, 2012b, S. 58).

Dazu wurde ein eigenes Konto eingerichtet in dem alle Primärüberschüsse, Erlöse aus Privatisierungen und der Anteil der Troika Kredite der für den Schuldendienst vorgesehen ist eingezahlt werden. Was in diesem Konto liegt muss exklusiv für den Schuldendienst verwendet werden (vgl. Troika, 2012a, S. 44f & S. 203ff). Nebeneffekt dieser Priorisierung des Schuldendienstes gegenüber anderen öffentlichen Ausgaben ist das Anstauen von Zahlungsrückständen¹² gegenüber Spitälern, Sozialversicherungen, Pensionsfonds, Schulen und anderen Einrichtungen die der Staat eigentlich finanzieren sollte. Diese belaufen sich mit September 2013 auf ca. 6 Mrd. Euro (vgl. General Government Monthly Bulletin of September 2013, Greek Ministry of Finance, General Accounting Office).

Der wirtschaftliche Niedergang Griechenlands lässt Zweifel an der zukünftigen Zahlungsfähigkeit des Landes aufkommen. Warum sollten seine Gläubiger die neoliberale Wirtschaftspolitik der Troika in Griechenland zulassen oder gar unterstützen? Um die Frage

¹² Definiert als Zahlungen die mehr als 90 Tage überfällig sind.

abstrakter zu stellen: „The *entrepreneurs* in the slump are longing for a boom; why do not they accept gladly the “synthetic” boom which the Government is able to offer to them?” (Kalecki, 1942, S. 324). Diese Frage beantwortet Kalecki unter anderem mit dem „dislike of the social and political changes resulting from the *maintenance* of full employment“ (ebd., S. 324).

Er meint Staatseingriffe welche Vollbeschäftigung zur Folge haben würden müssten das Ansehen des Bosses bzw. der Kapitalisten in der Gesellschaft schmälern, da sie einen explosiven Effekt auf die Massen haben würden wie die Aufklärung im 18. Jhd. Diese würden ein neues Selbstbewusstsein entwickeln und somit dem Boss nicht mehr gefügig sein (vgl. Kalecki, 1942, S. 326). Selbst wenn die Profite der Unternehmerklasse unter so einem Regime höher sein sollten, würden diese das Regime aus der oberen Überlegung heraus ablehnen und bekämpfen, denn dem Kapitalisten ist seine Stellung innerhalb der Gesellschaft wichtiger als Profite (vgl. ebd., S. 326). Unter Berücksichtigung des eben gesagten, kann man die Politik der Troika als Kampfmaßnahme gegen ein Regime der Vollbeschäftigung verstehen. Ein Blick auf die Maßnahmen der Troika lässt diesen Schluss durchaus zu (vgl. Troika, 2011b, S. 25ff):

- Reduktion des Defizits
- Reduktion der Staatsausgaben (Personalstand im öffentlichen Dienst bis 2015 um 150.000 reduzieren, 1:10 Regel d.h. auf eine Neueinstellung kommen 10 Freistellungen, Stichwort schlanker Staat)
- Reduktion der Subventionen
- Einschnitte im Gesundheitsbereich
- Reduzierung der Sozialausgaben bei gleichzeitiger Erhöhung der Beitragszahlungen
- Permanente und temporäre Einschnitte bei öffentlichen Investitionen
- Steuererhöhungen, Ausweiten der Steuerbasis
- Erhöhung der Sozialabgaben

Diese Maßnahmen lassen darauf deuten dass die Krise dazu genutzt wird den in Griechenland vor der Krise sehr ‘großen’ Staat wieder zu verkleinern ungeachtet der Folgen. Das könnte die Ideologie hinter dem Troika Schuldenmanagement sein (vgl. Weisbrot, 2012, S. 14). Die neoliberale Politik der Troika kann daher mit einer Schwächung des Nationalstaates assoziiert werden. Da diese Maßnahmen in Griechenland nicht zum ersten mal angewendet werden ist es offenkundig dass sie Griechenland nicht wieder aus der Krise bringen werden. Nachdem sich Argentinien Ende 2001 von derselben Politik verabschiedete erlebte die Wirtschaft eine rezessive Entwicklung und schrumpfte für ein (!) Quartal um 5 %

und entfesselte dann ein Feuerwerk und wuchs in den darauf folgenden neun Jahren um über 90 % (vgl. Weisbrot, 2012, S. 15). Dazu musste sich Argentinien aber vom Geldgeber IWF und dessen Wirtschaftspolitik trennen. Das könnte Griechenland auch haben, wenn es sich dazu durchringen könnte sich ebenfalls von der Troika zu trennen. Die Möglichkeiten solch eines Vorgehens waren vor den PSI im März 2012 sehr gut, denn die Masse der Schulden unterlagen griechischem Recht. Im Falle einer Insolvenz wäre der heimische Finanzsektor weniger hart getroffen worden und die rechtlichen Möglichkeiten der Gläubiger auf Zahlung ihrer Forderungen zu klagen limitiert gewesen (ebd., S. 17). Die Möglichkeiten von damals wurden nicht genutzt so muss nun nach anderen Möglichkeiten Ausschau gehalten werden.

4. Mögliche Auswege für Griechenland und weitere Vorschläge

Seit Ausbruch der Krise sind eine Menge weiser Vorschläge aus dem akademischen Bereich gemacht worden wie die Krise schnell beendet werden bzw. wie generell Schuldenkrisen in der Eurozone in Zukunft begegnet werden könnte. Darunter fallen die Vorschläge von Gros & Mayer (2010), Weizsäcker & Delpla (2010, 2011) und Gianviti et al (2010). Daneben gibt es einen Vorschlag der das Problem auf einer höheren Ebene und unbefristet lösen will. Das ist der Vorschlag von Raffer (erstmalig 1987) der bereits während der Schuldenkrise Lateinamerikas in den 1980er vorschlug US Insolvenzrecht für *municipalities* (das sind öffentlich rechtliche Körperschaften unterhalb der Staatenebene, z.B. ist Detroit eine *municipality* des Bundesstaates Michigan) international salonfähig zu machen und für überschuldete Staaten zu verwenden (Raffer Vorschlag). Dieser Vorschlag ist der all umfassendste und nachhaltigste sowie fair für Gläubiger und Schuldner, gerecht, effizient und schnell weil Arbitration verwendet wird, und im besten Interesse der Gläubiger. Eine ungerechte Diskriminierung verschiedener Gläubigergruppen wie im März 2012 geschehen wäre mit dem Vorschlag nicht möglich. Aus diesen Gründen wird dieser Vorschlag zuerst vorgestellt, gefolgt von den weiteren Vorschlägen die vorhin genannt wurden.

4.1 Der Raffer Vorschlag

Ein wohl bahnbrechender Vorschlag zur Abwicklung von Schuldenkrisen souveräner Staaten kommt von Raffer (vgl. Raffer, 1990, 1993, 2000, 2002a, 2005, 2010a, 2011b, 2011c, 2012). Der Vorschlag wurde erstmals 1987 auf einer Konferenz in Zagreb vorgestellt und war als Antwort auf die Schuldenkrise in Lateinamerika gedacht. Der Vorschlag fordert ein internationales Insolvenzrecht für Staaten. In den Vereinigten Staaten gibt es so etwas schon seit der Großen Depression: *Chapter 9, Title 11 US Code* regelt das Insolvenzrecht für sogenannte *municipalities*. *Municipalities* sind eine amerikanische Besonderheit, praktisch kann man darunter Stadtgemeinden, Bezirke aber auch Versorgungsbezirke wie z.B. Feuerwehr oder Krankenkassen verstehen. *Municipalities* stehen unter dem Rang von Staaten, welche Kraft Elften Verfassungszusatz unabhängig in Bezug auf ihre Finanzen sind. In anbetracht der massiven Verschuldung einzelner US Staaten (am bekanntesten ist Kalifornien) wird derzeit auch über ein Insolvenzrecht für Staaten diskutiert. „What’s Good for the United States Must be Good for the World“ (Raffer, 1993) dachte sich Raffer und empfahl kurzerhand die Internationalisierung des US amerikanischen Kapitel 9 (*Chapter 9*). Dieser Vorschlag war nicht der erste in dieser Richtung, er war aber der erste der ein wichtiges Faktum berücksichtigte, nämlich die Souveränität von Staaten. Einige Autoren vor ihm (erstmalig der britische Bankier David Suratgar und Alfred Herrhausen, seinerzeit CEO der Deutschen Bank) empfahlen ein Insolvenzrecht für Staaten, das jenes von Firmen nachgebildet sein sollte. Insolvenzrecht für Firmen ist in den USA in *Chapter 11, Title 11 US Code* geregelt. In der Literatur nach 1982 wurde somit oft auf Kapitel 11 verwiesen. Jedoch berücksichtigt dieses Kapitel nicht die Souveränität von Staaten, denn man kann Staaten nicht einfach so liquidieren wie das bei Firmen der Fall ist. Dieses formal juristische Killerargument führten vor allen internationale Finanzinstitutionen wie IWF und WB an. Beim IWF war es bis 2001 streng verboten das Wort Insolvenz in Verbindung mit Staaten zu bringen. Verständlich, da sie schwer in Lateinamerika und der Dritten Welt exponiert waren und durch so ein Verfahren Verluste erlitten hätten. So verwendeten sie dieses formal juristisch korrekte Argument als Vorwand um sich vor Verlusten zu schützen.

Der große Verdienst Raffers war es, diesem Argument den Wind aus den Segeln genommen zu haben. Obwohl bereits 1987 vorgestellt und publiziert, zitierte ihn niemand bei IWF und Weltbank. Stattdessen nennt die ehemals stellvertretende Vorsitzende des IWF ihren Vorschlag einer Staatsinsolvenz ganz ungeniert „a new approach“ (vgl. Krueger, 2001). Dabei war es nicht nur Raffer der vor ihr vorgeschlagen hat was sie als neu bezeichnet. Denn bereits 1776 hat ein gewisser Herr Smith denselben Vorschlag gemacht:

„Wenn ein Staat nicht mehr umhin kann, sich für bankrott zu erklären, so ist ebenso, als wenn es für einen Privatmann unvermeidlich wird, ein ehrlicher, offener und unverhohlener Bankrott einerseits für den Schuldner das ehrenvollste, andernteils für den Gläubiger das am wenigsten schädliche.“ (Smith 2009 [1776], S. 1032)

Da spricht sowohl der Professor für Moralthologie Smith als auch der Ökonom Smith. Ohne Zweifel lehrt uns die jüngere Geschichte der Staatsverschuldung, dass man nur die Unterschrift unter dieses Zitat setzen kann. Umso länger man mit dem Unausweichlichen wartet umso höher werden die gesamtwirtschaftlichen Kosten, für Gläubiger wie für Schuldner. So werden Schuldenerleichterungen allzu oft so weit hinausgezögert, bis sich unzahlbare Schulden aufgestaut haben, sodass die gewährte Erleichterung effektiv gar keine ist – „Menschlichkeit zum Nulltarif“ (Raffer, 2000, S. 218). Siehe dazu der Abschnitt über Phantomschulden. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt uns, dass Insolvenz nach Kapitel 9 schon mehrfach in den USA erfolgreich angewendet wurde. Eine Studie der Rating Agentur Moody's zeigt, dass zwischen 1971 und 2011 insgesamt 71 mal *municipalities* insolvent wurden (bezieht sich nur auf jene die von Moody's ein rating erhalten haben).

Moody's errechnet für diese Insolvenzen eine durchschnittliche „*recovery rate*“ (entspricht Konkursquote) von 65 Prozent. Das sind im amerikanischen Fachjargon 65 Cent auf den Dollar (Moody's, 2012, S. 16). Das zeigt, dass das Verfahren funktioniert und Gläubiger im Schnitt „nur“ 35 % ihrer Forderungen verlieren, deutlich unter den 52 % im Falle Griechenlands.

4.1.1 Das Souveränitätsproblem

Bezüglich der Souveränität der *municipality* besagt §904, Kapitel 9, Titel 11 USC:

„Notwithstanding any power of the court, unless the debtor consents or the plan so provides, the court may not, by any stay, order, or decree, in the case or otherwise, interfere with

- (1) any of the political and governmental powers of the debtor
- (2) any of the property or revenues of the debtor; or
- (3) the debtor's use or enjoyment of any income-producing property.” (§904, 9/11 USC)

Damit schützt §904 das was einen Staat von einer Firma unterscheidet, nämlich seine Souveränität. Dieser Paragraph stellt sicher, dass ein Staat nicht liquidiert oder von den Gläubigern übernommen werden kann wie dies in Griechenland der Fall ist. Dazu gibt es ein Urteil des US Supreme Court aus dem Jahr 1942 (FAITOUTE IRON & STEEL CO. et al. v. CITY OF ASBURY PARK, N.J., Case 316 U.S. 502 (1942)¹³).

Die 'City of Asbury Park' sah sich außer Stande Anleihen die es Ende der 1920er Jahre platziert hatte weiterhin zu bedienen. Da dies die Zeit der Wirtschaftskrise war gerieten immer mehr Städte in Finanznöten, daher wurde auch zu der Zeit die Kapitel 9 Titel 11 Insolvenz geformt. Gläubiger der Stadt wollten sie praktisch übernehmen und beriefen sich vor dem Supreme Court auf den *New Jersey Municipal Finance Act*. So erhofften sie sich mittels einer Zitronenpresse-Methode alle Valutas aus der Stadt heraus zu quetschen um ihre Forderungen zu befriedigen. Während das die Troika in Griechenland zulässt und mit ihrer Politik sogar aktiv fördert (man denke an die gesetzlich durchgesetzte Präferenzierung des Schuldendienstes) sprach der Supreme Court ein wegweisendes Urteil:

„The principal asset of a municipality is its taxing power and that, unlike an asset of a private corporation, can not be available for distribution. An unsecured municipal security is therefore merely a draft on the good faith of a municipality in exercising its taxing power. The notion that a city has unlimited taxing power is, of course, an illusion. **A city cannot be taken over and operated for the benefit of its creditors, nor can its creditors take over the taxing power.** Indeed, so far as the federal Constitution is concerned, the taxing power of a municipality is not even within its own control-it i [sic] wholly subordinate to the unrestrained power of the state over political subdivisions of its own creation.” (US Supreme Court Decision, 1942, Hervorhebung des Autors).

¹³ Quelle: <http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=US&vol=316&invol=502> (Zugriff 23.11.2013)

Eine Stadt kann nicht von seinen Gläubigen übernommen und so geführt werden um ihren Profit zu maximieren. Das ist der Kerngedanke der Kapitel 9 Titel 11 Insolvenz, der hier schön zum Ausdruck kommt und gleichzeitig der Hauptunterschied zur Kapitel 11 Titel 11 Insolvenz für Unternehmen ist.

4.1.2 Formelle Prozedur

Ist also eine *municipality* insolvent oder unfähig den Schuldendienst vertragsgemäß zu erfüllen so kann sie Gläubigerschutz nach Kapitel 9 beantragen. Von dem Tag an verfügt das Gericht einen „stay“ über alle Schulden, um zu verhindern dass Gläubiger sich außergerichtlich mit dem Schuldner einigen. Die Forderungen der Gläubiger werden verifiziert und der Schuldner muss dem Gericht einen Plan vorlegen, welche Maßnahmen zur Schuldenbegleichung enthält. Diese Maßnahmen können z.B. erhöhte Mauteinnahmen sein. Alle Personen die durch den Plan berührt werden (*affected by the plan*) haben ein Anhörungsrecht vor Gericht. Zum Beispiel werden bei erhöhten Mauteinnahmen die Autofahrer durch den Plan berührt und haben somit ein Recht vor Gericht ihre Meinung zu äußern. Natürlich können die Autofahrer auch ihre Interessensvertreter vorschicken. Ein internationales Kapitel 9 könnte genauso funktionieren, nur wären ein paar Änderungen nötig. Zuerst wäre zu klären wo dieses „Gericht“ von dem wir reden überhaupt ist. Raffer spricht sich gegen eine neue Institution oder bereits bestehende (wie IGH, nationale Gerichte) aus, da Befangenheit zu befürchten ist. Stattdessen ist er für die Anwendung eines im Völkerrecht gängigen Verfahrens, eines Schiedsgericht. Die Gläubiger- und Schuldnerseite sollen jeweils zwei Schiedsrichter auswählen und die wählen einen weiteren als Vorsitzenden um auf eine ungerade Zahl zu kommen. Weitere Punkte die ein internationales Kapitel 9 beinhalten würde sind:

(1) Anmeldung und Verifizierung der Ansprüche

Alle Ansprüche der Gläubiger müssen vor Gericht angemeldet und überprüft werden. Das dient zur Sicherstellung dass die Schulden auch von legitimierte Personen aufgenommen wurden.

(2) Sozialisierte Schulden

Schulden die der öffentliche Sektor nicht aufgenommen oder garantiert hat müssen auch nicht von diesem beglichen werden. Bis heute ist es üblich private Verluste in retrospektive zu sozialisieren. Das würde die Glaubwürdigkeit eines solchen Insolvenzverfahren beeinträchtigen und die Quote für alle Gläubiger senken.

(3) Kapitalflucht

Es sollte verhindert werden, dass schnell noch Kapital ins Ausland gebracht wird, z.B. durch kriminelle Regierungen wie Militärjuntas. Das schadet dem Verfahren, denn der

Schuldner soll das anbieten was er hat und nicht versuchen sich ärmer zu machen als er ist.

(4) Gleichbehandlung aller Gläubiger

Alle Gläubiger in Verfahren müssen die selbe Quote erhalten. Geld das nach oder während des Verfahrens (nach dem *stay*) einfließt um den Schuldner die Finanzierung seiner Aufgaben als Staat zu ermöglichen kann (und muss wohl) bevorzugt behandelt werden. Gläubiger die im Verfahren drinnen sind dürfen jedoch nicht diskriminiert werden. Dieser Punkt spricht vor allem internationale Finanzinstitutionen wie WB und IWF an.

(5) Wirtschaftliche Anpassung

„So wie ein Schuldnerland, das eine Auslandsschuld abtragen möchte, mehr Güter und Dienstleistungen ins Ausland verkaufen muß, als es selbst von Drittländern bezieht, so muss auch eine Gläubigernation, die ihr Geld zurückhaben will, bereit sein, mehr Güter und Dienstleistungen aus dem Ausland zu beziehen, als sie dorthin verkauft... Der Umfang, in dem ein solches Gläubigerland einen Importüberschuß akzeptiert, ist ein Gradmesser für seine Bereitschaft, Zahlungen zur Tilgung der Schulden von anderen Ländern entgegenzunehmen... Eines steht jedenfalls fest – ein Land, das das verliehene Geld gar nicht zurückhaben will, kann auch nicht ausgezahlt werden.“ (Harold G. Moulton und Leo Paslovsky, *War Debts and World Prosperity*, Washington D.C. 1932 (zitiert aus George, 1987, S. 83))

Dieses Zitat trifft heute wie damals zu. Die wirtschaftliche Erholung des Schuldners liegt in den Händen der Gläubiger. Diese müssen bereit sein Importüberschüsse zu akzeptieren und sollten nicht protektionistische Maßnahmen setzen, wie schon allzu oft passiert. Vorausgesetzt der Schuldner hat was zum exportieren, dass der Gläubiger auch haben will. „Je protektionistischer die Gläubigernationen sein wollen – d.h. je weniger Möglichkeiten sie dem Schuldner bieten, Devisen zu verdienen – desto größere Schuldenreduktionen müssen sie zugestehen.“ (Raffer, 2000, S. 232).

Insgesamt wäre es ein Insolvenzverfahren das nachhaltig, schnell, fair, gerecht, menschenfreundlich und auf dem Gesetz fußend (und nicht willkürlich) ist. Es würde das Finanzsystem stabilisieren, da die Finanzmarktakteure nun das Risiko einer Insolvenz korrekt antizipieren könnten, und ökonomisch sowie rechtsstaatlich absurde *bail-out*

Aktionen in Zukunft überflüssig machen. Denn früher oder später kommt das unausweichliche eben doch:

„Haben Staatsschulden eine übermäßige Höhe erreicht, so ist, glaube ich, kaum ein einziges Beispiel vorhanden, daß sie ehrlich und voll bezahlt worden wären. Die Befreiung der Staatseinnahmen ist, wenn sie überhaupt zuwege gebracht wurde, stets durch einen Bankrott erfolgt, manchmal einen eingestandenen, stets aber einen tatsächlichen, wenn auch verdeckten.“ (Smith 2009 [1776], S. 1031).

4.2 Der European Monetary Fund – EMF

Ein Vorschlag zur Lösung und Prevention von staatlichen Schuldenkrisen, der explizit auch die Möglichkeit einer geordneten Insolvenz erlaubt, kommt von Gros und Mayer (2010).

Gegenwärtig hat die EZB die Rolle der europäischen '*Bad Bank*' übernommen. Durch ihre Interventionen auf dem Sekundärmarkt für Staatsanleihen hat sie sehr schlechte Risiken in ihrer Bilanz aufgenommen. Da diese Praktik die Stabilität des Euros gefährden könnte fordern Gros und Mayer die Schaffung einer Institution, die die EZB aus dieser undankbaren Aufgabe entlassen und selbst als '*bad bank*' einspringen soll, den EMF.

Da die *no-bailout* Klausel (Art. 125 AEUV) des Lissabon Vertrags in der aktuellen Krise keine Zähne gezeigt hat, schlagen die Autoren als ein Hauptelement des EMF die Möglichkeit einer geordneten Insolvenz vor. Die bisherige Politik der EU beschränkte sich darauf keinem Mitglied zu erlauben insolvent zu werden. Insolvenz ist aber eine ökonomische Realität und kann nicht ignoriert werden, denn früher oder später tritt sie auf. Im Falle der EU wird alles daran gesetzt es besser später passieren zu lassen. Dementsprechend sieht auch das Schuldenmanagement aus. Die europäische Zwangsneurose die Realität zu ignorieren erinnert stark an Praktiken der Weltbank und IWF. Denn die weigern sich genauso in vielen Fällen die *de facto* Insolvenz ihrer Kunden (oft Länder Afrikas) zur Kenntnis zu nehmen, einfach damit sie keine Wertberichtigungen und Abschreibungen in ihren Bilanzen durchführen müssen. Solange „Schuldnerländer mit ihr [Weltbank] in „gegenseitig respektvollem Kontakt“ stünden (Raffer, 2011a, S. 144) habe sie keinen Grund davon auszugehen dass die Schuldner Bankrott sind. Dasselbe Verhalten erkennt man auch heute wieder in der Beziehung zwischen der EU und ihrer souveränen Mitgliedsstaaten. Griechenland wurde trotz mehrfacher Gelegenheiten und realisierbaren Vorschlägen seitens der akademischen Welt nicht die Möglichkeit einer geordneten Insolvenz gewährt. Schon Adam Smith meinte der offen eingestandene Bankrott wäre am „wenigsten entwürdigend für den Schuldner und am wenigsten schmerzvoll für die Gläubiger“ (Smith, 2009, S. 1032). Da die Neoliberalen behaupten Smith sei ihr geistiger Vater sollten sie auch auf ihn hören. Stattdessen wird alles getan um einen offen eingestandenen Bankrott zu verhindern oder durch Buchhaltertricks zu verheimlichen. Völlig korrekt argumentieren Gros und Mayer daher: „...in the recent financial crisis, policy has been geared solely towards preventing failure of large institutions. *Going forward, however the key policy aim must be to restore market discipline by making failure possible.*“ (Gros & Mayer, 2010, S. 2).

Die Autoren meinen, dass durch die Möglichkeit einer geordneten Insolvenz den Schuldnerstaaten ihr wichtigstes Druckmittel bei Verhandlungen mit der EU genommen wird,

nämlich jene der ungeordneten Insolvenz. Die einseitige Bankrotterklärung oder Zahlungseinstellung (wie in Argentinien) einzelner Mitgliedsstaaten in der EU unter der aktuellen Politik ist aber nicht sehr realistisch. Mit dem EFSF wurden ja schnell und unbürokratisch Gelder vergeben die nur einen Zweck haben, nämlich den Schuldendienst der in Zahlungsschwierigkeiten geratenen Staaten aufrecht zu erhalten. Nicht aus Solidarität zu Griechenland wurden die zwei Rettungspakete beschlossen, sondern aus Angst die in Griechenland exponierten deutschen und französischen Banken könnten bei einer ungeordneten Insolvenz Griechenlands in ernste Bedrängnis geraten und so die Finanzmarkstabilität in Europa gefährden. Für jeden der mit der großen Schuldenkrise in Lateinamerika vertraut ist, ist diese Vorgehensweise nur allzu gut bekannt. Damals wie heute hatten die Banken keine oder unzureichende Risikovorsorge getroffen. Damals wurde der Schuldendienst an die Banken durch frisches Geld von Weltbank und IWF aufrecht erhalten, sodass die Banken fein raus waren. Heute kommt das Geld von der Troika bzw. EFSF und auch IWF.

Um solche ad hoc Maßnahmen nicht anwenden zu müssen soll der vorgeschlagene EMF als Institution stabilisierend eingreifen. Wenn klar wird dass ein Mitglied seinen Zahlungen nicht mehr nachkommen kann so springt der EMF ein. Der Zugriff zum EMF Kapital ist aber konditioniert. Jedes Mitglied soll soviel Kapital abrufen können wie es eingezahlt hat – inklusive Zinsen. Bedingung dafür ist aber, dass das Mitglied der Eurogruppe ein Anpassungsprogramm vorlegt welches akzeptiert wird. In dem Anpassungsprogramm soll das Mitglied erläutern was für Maßnahmen es zu ergreifen gedenkt um seine Staatsfinanzen wieder in Balance zu bringen, sodass man baldmöglichst wieder zu konventioneller Finanzierung durch eigene Staatsanleihen übergehen kann. Diese Maßnahmen könnten sein: ein schlanker Regierungsapparat (eine Stelle als Beamter galt in den Südländern schon immer als hoch angesehen, daher von allen anvisiert – mit ein Grund warum der Staatsapparat in Griechenland so aufgeblasen ist), Kürzung der Staatsausgaben, Erhöhung der Steuern, Förderung der Wirtschaft etc. Ziehungen die über das eingezahlte Kapital hinausgehen sollen nur unter strengen Auflagen möglich sein. Diese Auflagen sind ein Anpassungsprogramm mit der Beteiligung von Kommission und Eurogruppe, also das was wir heute in Griechenland haben.

Gerät ein Mitglied in Schwierigkeiten so springt der EMF ein. Er bietet den Gläubigern einen *Swap* von schlechten Forderungen gegen gute EMF Forderungen, zum Preis eines Haarschnitts. Die Größe des Haarschnitts wird wie folgt kalkuliert: Der EMF soll bereit sein die gesamte Schuld eines insolventen Staates zu einem Preis zu kaufen der 60 Prozent des BIP des betreffenden Staates entspricht. Unterstellen wir Griechenland der Einfachheit

halber eine Verschuldungsquote von 180 Prozent so würde nach dieser Regel der EMF diese Schuld für ein Drittel ihres Nominalwertes aufkaufen ($60/180$). Das würde einem Haarschnitt von ca. 70 Prozent entsprechen. Wir reden hier von nominalen Werten und nicht von Barwerten. Groß & Mayer bezeichnen diesen *Swap* als einen a la *Brady*. Das ist doch irreführend, denn im Vergleich zu den *Brady Bonds* wechselt hier der Schuldner, denn der ist nun mehr der EMF. Zudem adressierte die Brady Initiative nur private Gläubiger, der Verweis auf *Brady* lässt schließen, dass ihr Vorschlag dies ebenfalls macht (vgl. Raffer, 2010b, S. 1). Die Finanzierung des EMF soll über Versicherungsbeiträge erfolgen. Jedes Mitglied zahlt ein Prozent seines exzessiven Defizit und seiner exzessiven Schulden, wobei exzessiv alles ist was über den Maastricht Kriterien liegt. Mittels Eurostat Daten habe ich diese Versicherungsbeiträge für die Periode 1999 – 2011 für alle Mitglieder der Eurozone konstruiert.

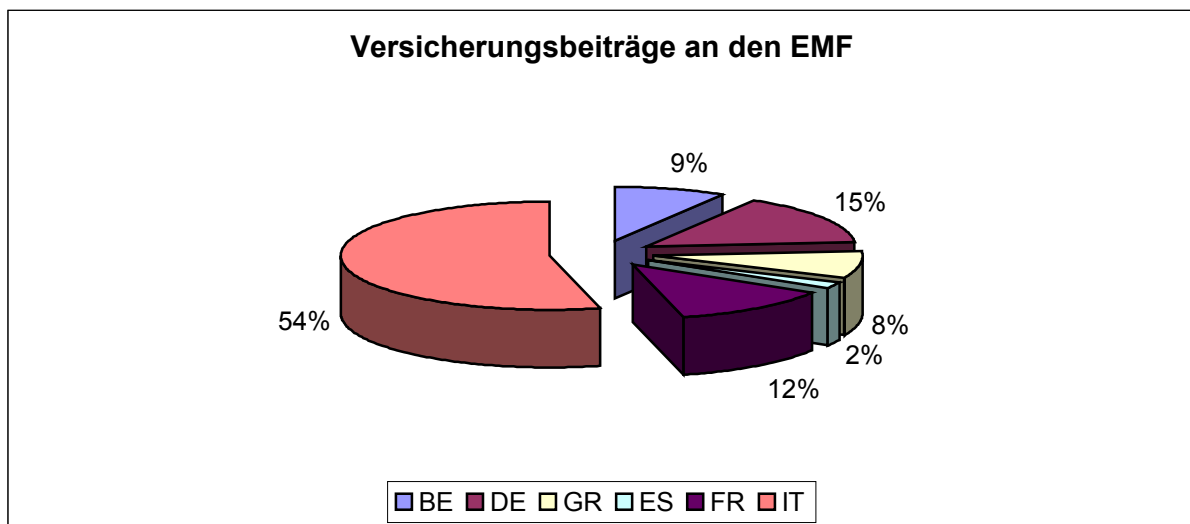


Abbildung 17: Versicherungsbeiträge an den EMF, Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

Da der EMF auf dem Versicherungsprinzip beruht ist das Ergebnis wenig überraschend (vgl. Abb. 17). Mehr als die Hälfte der Beiträge hätte Italien gezahlt. Frankreich und Deutschland wären für weitere 27 Prozent aufgekommen. Der Rest entfällt auf Spanien, Griechenland und Belgien. Die totalen Beiträge summieren sich auf 177 Mrd. Euro (eigene Berechnungen). Angesichts der Tatsache, dass die zwei Pakete für Griechenland zusammen ein bisheriges Volumen von 236,8 Mrd. Euro haben erscheint der EMF zu klein. Daher soll er fähig sein am Kapitalmarkt Geld aufzunehmen, entweder durch Eurobonds oder durch Veranlagung der Versicherungsbeiträge. Diese sollen in Staatsanleihen der Mitglieder der Eurozone investiert werden. Das würde bedeuten das ein Teil der EMF Emissionen durch griechische Bonds gedeckt sind, also Griechenland durch den EMF für sich selber haftet. Dieses System kann nur funktionieren wenn die Mehrzahl der Mitglieder wirtschaftlich gesund ist. Die Forderung, dass der EMF befugt sein soll Geld am Kapitalmarkt auszuleihen ist kritisch. Denn im Falle

einer Insolvenz wären wieder die Banken die Profiteure einer solchen Politik (vgl. Raffer, 2010b, S. 2). Um das Problem wild spekulierender Banken zu umgehen dürften die vom EMF emittierten Schuldverschreibungen nicht handelbar sein (vgl. Schulmeister, 2011, S. 17). Zudem sollte die EZB als *lender of last resort* für den EMF auftreten, d.h. sie deckt Eurobonds unlimitiert und kann sogar direkt welche kaufen. Diese Maßnahmen würde es den Banken nicht mehr möglich machen zu einem Prozent Geld bei der EZB aufzunehmen und es bei einer Rendite weit über einem Prozent in Staatsanleihen zu investieren (ebd. , S. 17).

Schlussendlich muss überlegt werden ob die Mitglieder der Eurozone einen individuellen Anreiz hätten beim EMF mitzumachen. Bedingt durch die konditionierte Kreditvergabe des EMF wäre es wohl einfacher für ein Land es würde seine Beitragszahlungen statt an den EMF, auf ein Sperrkonto einzahlen über das es selbst verfügen kann ohne die Euro Gruppe zu fragen (Raffer 2010b, S. 2).

4.3 Der European Crisis Resolution Mechanism – ECRM

Beim Vorschlag eines *European Crisis Resolution Mechanism* (ECRM) von Gianviti, von Hagen, Pisani-Ferry, Sapir und Krueger (Gianviti et al, 2010) handelt es sich um einen statutarischen Ansatz der mittels Vertrag Wirkung entfaltet. Der ECRM ist nur für Euroländer gedacht deren Schulden ein nicht tragfähiges Volumen erreicht haben. Aufgrund der bereits fortgeschrittenen Integration der EU Mitgliedsstaaten hat die Verwirklichung eines solchen supranationalen Mechanismus gute Chancen, da die Mitgliedsstaaten daran gewohnt sind nationale Kompetenzen an übergeordnete EU Institutionen abzugeben. Der Hauptzweck des ECRM ist es die Schulden des betreffenden Landes wieder auf ein tragfähiges Niveau zu bringen, wobei die Tragfähigkeit zu bestimmen bleibt. Der ECRM beruht auf einigen wenigen Säulen (vgl. Gianviti et al, 2010, S. 26f):

- Der ECRM soll nicht die Souveränität des betreffenden Landes berühren (vgl. Raffer Vorschlag)
- Nur Forderungen privater Gläubiger sind vom ECRM betroffen. Forderungen multilateraler Gläubiger sind ausgenommen und bilaterale Forderungen sind dem Paris Club überlassen. Leider erklären die Autoren nicht wie sie zu dieser Unterscheidung der Gläubiger kommen. Anscheinend folgen sie nur der derzeit gängigen Praxis privaten Gläubiger die Last von Schuldenreduktionen auf zubürden. Objektive Argumente die auf ökonomischer oder rechtsstaatlicher Ratio fußen gibt es hierfür nicht. Die Folgen einer solchen Diskriminierung sind im Kapitel über den Schuldenschnitt Griechenlands nachzulesen. Eine tragfähige Schuldenreduktion muss alle Gläubigergruppen mit einbeziehen.
- Eine Einigung muss mittels qualifizierter Mehrheit der Gläubiger beschlossen werden, die wiederum den Rest der Gläubiger bindet.
- Der ECRM soll effizient und unparteiisch arbeiten (vgl. Raffer Vorschlag)

ECRM		
Juristischer Körper EuGH	Ökonomischer Körper Europäische Kommission /EZB	Finanzieller Körper EFSF

Tabelle 8: Aufbau des ECRM

Um seine Aufgaben zu erfüllen soll der ECRM in drei Unterdivisionen (Körper) unterteilt werden (vgl. Tabelle 8). Die Hauptaufgabe des juristischen Körpers ist es das Verfahren auf Antrag des Schuldners einzuleiten, die Forderungen zu verifizieren und die Überschuldung des Landes zu attestieren. Die Hauptaufgabe des ökonomischen Körpers ist es den Umfang des Haarschnitts zu bestimmen und alle damit behafteten Aufgaben. Der finanzielle Körper hat die Aufgabe den Schuldner während des Verfahrens mit neuen Krediten zu versorgen, wobei diese Kredite Vorrang genießen (vgl. Gianviti et al, 2010, S. 27f). Einerseits ist es ökonomisch sinnvoll frischem Geld Vorrang zu geben, andererseits ist diese Bevorrangung von neuem Geld zusammen mit der Bevorrangung öffentlicher Forderungen im laufenden Verfahren ein giftiger Mix wie die Erfahrungen in Griechenland zeigen. Ein Grund dafür liegt darin, dass neues Geld von öffentlichen Gläubigern kommt (die Autoren schlagen vor der EFSF solle die Rolle des finanziellen Körper einnehmen). Die Möglichkeit dass neues Geld auch vom privaten Sektor kommen kann wird anscheinend nicht in Betracht gezogen. Viel öffentliches Geld sowie Bürokratiekosten könnten eingespart werden würde diese Möglichkeit in Betracht gezogen. Natürlich kann niemand erwarten dass private Gläubiger neues Geld geben solange sie im ECRM Verfahren gegenüber öffentlichen Gläubiger benachteiligt werden. Würde diese unfaire und ungerechte Diskriminierung verbannt wäre die Tür für frisches Geld vom Privatsektor offen und der bürokratische Aufwand des ECRM um ein Drittel reduziert, da der EFSF als finanzieller Körper überflüssig wäre.

Des weiteren schlagen die Autoren vor dem Europäischen Gerichtshof (EuGH) die Rolle des juristischen Körper und der Europäischen Kommission bzw. der EZB jene des ökonomischen Körper zu geben. Hier sind einige Vorbehalte anzubringen. Erstens ist die politische Unabhängigkeit des EuGH im Lichte jüngster EuGH Erkenntnisse (z.B. zum ESM) von zweifelhafter Qualität und Zweitens darf die Eignung von Europäischer Kommission bzw. EZB als unabhängiger ökonomischer Körper des ECRM in Frage gestellt werden, da sie selber in den meisten Fällen Gläubiger des betreffenden Landes sein werden und eine alte rechtsstaatliche Regel besagt, dass niemand Richter im eigenen Fall sein darf. Zudem haben sich Europäische Kommission und EZB beim Schuldenmanagement Griechenlands nicht gerade mit Ruhm bekleckert, ein Blick in das Kapitel Troika Schuldenmanagement offenbart dies drastisch.

Der Vorschlag stützt sich wie von den Autoren gewollt größtenteils auf bereits bestehende Institutionen, wahrscheinlich um ihn der Politik schmackhaft zu machen und Politikern entgegenzukommen. Letztere gestehen sich nur zu ungern ein Fehler in der laufenden Schuldenkrise gemacht zu haben. EFSF, Troika und Co. waren sicher nicht die erstbeste Variante einer Lösung, da sie aber nun mal da sind sollte mit ihnen gearbeitet werden –

vielleicht war das die Überlegung der Autoren welche sie zu dieser Ausarbeitung ihres Vorschlages verleitete. Das mag wohl stimmen, dennoch können Fehler nicht durch weitere Fehler ausgeglichen werden. Es ist nicht sinnvoll auf einem maroden Fundament einen Palast zu errichten, wie prunkvoll jener auch sein mag. Der Vorschlag der Autoren mag gut sein jedoch bedienen sie sich jener Institutionen die sich in der Schuldenkrise durch ihr Verhalten und Auftreten für jede weitere Aufgabe disqualifiziert haben. Zudem nehmen sie ohne kritische Reflexion die gängige Praxis der unfairen Gläubigerdiskriminierung in ihrem Vorschlag auf. Dies mag auch dazu dienen den Vorschlag attraktiv für die Politik zu machen, verstößt jedoch gegen einen Grundsatz eines jeden Insolvenzverfahrens (unabhängig davon ob für Unternehmen oder Staaten) bzw. Restrukturierungsverfahrens dessen Ziel es ist den Schuldner wieder auf die Beine zu stellen, nämlich jenen der gleichen Behandlung aller Gläubiger. Solange diese ungerechte Praktik nicht aufgegeben wird kann es keine dauerhafte Lösung der Überschuldung souveräner Staaten geben.

4.4 Eurobonds – Das Blue Bond Konzept

Ein weiterer Vorschlag zur Lösung der europäischen Schuldenkrise kommt von Delpla und Weizsäcker (Weizsäcker & Delpla, 2010, 2011). Die Idee ist die Einführung gemeinsamer, allerdings bedingter Eurobonds. Bedingt deshalb weil die Eurobonds in zwei Kategorien getrennt werden sollen. Ein Mitgliedsland soll berechtigt sein bis zu einer Verschuldungsquote von 60 Prozent seines BIP Bonds zu emittieren für die die Mitglieder gemeinschaftlich, nach Kapitalanteilen bei der EZB, haften. Diese Bonds, genannt *Blue Bonds*, sollen von einer europäischen Schuldenagentur emittiert werden. Die jährliche Allokation der Bonds soll von einem unabhängigen Stabilitätsrat (ISC) durchgeführt werden. Wer der Allokation nicht zustimmt kriegt für das entsprechende Jahr keine *Blue Bonds* zugeteilt, sie haften dann auch nicht für die anderen *Blue Bonds*. Das gibt einen Anreiz die Allokation kompatibel mit den Interessen der wirtschaftlich potenten Mitglieder zu gestalten, denn sollte eines von denen ein Jahr aussetzen, wird der *Zinsspread* für die *Blue Bonds* wohl entsprechend steigen.

Der Vorteil der *Blue Bonds* ist dass sie höchstliquide sind, denn der Markt für sie beträgt fünf bis sechs Billionen Euro, was ungefähr dem Umfang für US Treasury Bills entspricht. Durch die Größe des *Blue Bonds* Markt werden sie interessanter für große Investitionsfonds wie staatliche Wohlfahrtsfonds aus Asien, dem Nahen Osten oder Norwegen. Marktvolumen bedeutet laut den Autoren Liquidität und das wiederum bedeutet Sicherheit und Zuverlässigkeit. Damit würde der Euro zu einer Reservewährung aufsteigen welche dem Dollar Konkurrenz machen würde.

Ein weiterer Vorteil ist dass die Fiskaldisziplin bei den Mitgliedern gewährt wird, es gibt zumindest einen starken Anreiz dazu. Denn wenn ihre Verschuldung über 60% steigt müssen sie ihre Schulden durch eigene nationale Bonds finanzieren. Die Spreads dafür sind jedoch höher und die marginalen Finanzierungskosten daher auch, denn die nationalen Bonds sind Erstens weniger liquide weil der Markt für sie kleiner ist, und sie sind unsicherer weil keine gemeinschaftliche Haftung vorhanden ist. Zudem fordern die Autoren die Möglichkeit einer geordneten Insolvenz für die roten Schulden, das sind alle Schulden über der 60 Prozent Verschuldungsquote. Dazu schlagen sie die Einführung von *Collective Action Clauses* (CACs) vor. Wichtig ist das die CACs nur in den roten, also nationalen Bonds stehen sollen. Sollte ein Land insolvent werden wären die blauen Schulden vorrangig zu bedienen. In einer Bemerkung die geklammert ist (Weizsäcker & Delpla, 2011, S. 2) notieren die Autoren, dass die blauen Schulden zwar vor den roten zu bedienen seien, nehmen den IWF aber sogleich explizit aus. Um zu verstehen was das bedeutet reicht ein Blick auf Griechenland wo IWF Forderungen zu unrecht „unbeschnitten“ blieben, während private

Gläubiger zum Handkuss kamen. Diese Bevorzugung würde das ganze Konzept der blauen und roten Schulden zunichte machen, denn man stelle sich nur vor ein Bona Fide Gläubiger kauft *Blue Bonds* im guten Glauben dass er im Insolvenzfall Vorrang genießt. Gleichzeitig stelle man sich vor, dass der IWF bei einer seiner Rettungsaktionen einige Milliarden Euro an Kredit vergibt an ein Land dass de facto Pleite ist und dessen Verschuldungsquote deutlich über 60 Prozent liegt. Geht das Land jetzt Konkurs muss es zuerst den IWF Kredit begleichen, was eigentlich rote Schulden darstellt da sie bei einer Verschuldungsquote von über 60 Prozent aufgenommen wurden. Die Bona Fide Gläubiger (der blauen Schulden) würden durch die Finger schauen oder hohe Verluste einstecken müssen. Griechenland zeigt dass dieses Szenario nicht unrealistisch ist.

Das *Blue Bonds* Konzept hat seitens der wirtschaftlich potenten Mitglieder der Eurozone Ablehnung hervorgerufen. Hans Werner Sinn beziffert die Mehrkosten für Deutschland mit 33 bis 47 Mrd. Euro (Sinn et al, 2011, S. 27). Allerdings geht er davon aus dass es eine gemeinschaftliche Haftung nach EZB Kapitalanteilen für die gesamte Euro Staatsschulden gibt und nicht nur für die blauen Schulden.

Außerdem bestreitet er dass Eurobonds von einem Liquiditätseffekt profitieren würden, denn hier werde Marktvolumen mit Liquidität gleichgesetzt. Liquidität ist eine Kennzahl dafür wie schnell ein Wertpapier in Geld umgewandelt werden kann, d.h. die Laufzeit bestimmt die Liquidität. Wäre Marktvolumen und Liquidität gleich so „müsste ein kleines Land wie die Schweiz grundsätzlich höhere Zinsen als ein großes Land mit gleicher Bonität zahlen.“ (ebd, S. 29). Des weiteren gehen die Autoren davon aus, dass die *Blue Bonds* ein AAA Rating genießen werden. Bei näherer Betrachtung muss das zwangsweise nicht so sein. Denn für die *Blue Bonds* haften alle Mitglieder zwar gemeinschaftlich, aber nur bis zu ihrem Kapitalanteilen an der EZB. Sprich würde Griechenland seine Eurobonds nicht bedienen können, so würden die anderen Mitglieder nur für ihre Anteile haften. Das bedeutet aber einen partiellen Verlust, denn den griechischen Haftungsanteil würde niemand übernehmen, er wäre verloren. Ein partieller Verlust ist somit immer möglich. Daher hat Standard & Poor's auch angekündigt Eurobonds mit dem Rating des schwächsten Landes zu bewerten (ebd, S. 30). Ein letzter Kritikpunkt der angebracht erscheint ist die Festlegung der Verschuldungsgrenze von 60 Prozent. Dies erscheint willkürlich weil ökonomisch sinnlos. Es ist aber wohl vonnöten 60 Prozent vorzuschlagen um der Politik den Vorschlag schmackhaft zu machen. Die Erfahrung zeigt, dass in historischer Perspektive gesehen, es auch Länder gab die trotz einer Verschuldungsquote von unter oder um 60 Prozent insolvent wurden (vgl. Rogoff et al, 2003). Das bekannteste Beispiel ist Argentinien, dass bei seinem Bankrott 2001/02 eine Verschuldungsquote von 63 Prozent hatte.

Conclusio

Egal welche Lösung für die Schuldenkrise gefunden wird, es ist wichtig dass sie nachhaltig und stabil ist. Ad hoc Lösungen wie der EFSF oder ESM sind dies nicht. Der EFSF ist nur ein eilig zusammengestellter *bail out* Fonds und der ESM seine institutionalisierte Version. So wird bereits in der Einleitung des ESM Vertrag klar gemacht, dass der ESM und IWF den Status eines bevorrangten Gläubigers haben. Das bedeutet einen weiteren Schritt in der Eliminierung des freien Marktes. Kein Bona Fide Gläubiger wird freiwillig sein Kapital beim ESM investieren. Die Vorschläge die hier behandelt wurden sind allesamt besser als das Schuldenmanagement der Troika bis dato. Zudem sind sie weniger kostspielig, sowohl für Gläubiger als auch Schuldner. Mit ihren Maßnahmen droht die europäische Politik alles was nach dem Zweiten Weltkrieg in Europa für Demokratie, Menschenrechte und freien Markt errungen wurde binnen weniger Jahre zu zerstören. Dabei sollten wir aus der Zwischenkriegszeit zu der Erkenntnis gekommen sein, dass Austeritätspolitik keine Lösung und ein Schuldenerlass unausweichlich ist. Ein Paradebeispiel dafür ist das Londoner Schuldenabkommen mit Deutschland bezüglich seiner Vorkriegsschulden. Im Ergebnis wurden Deutschland gut 50 Prozent der Schulden erlassen (vgl. Raffer, 2010a, S. 4). Die Schuldenlast wurde von Deutschlands Wirtschaft genommen und so konnte der deutsche Wirtschaftsmotor in Schwung kommen – Das war der Beginn des Erfolgsmodells ‘soziale Marktwirtschaft’ in Deutschland. Das wäre auch der richtige Weg für Griechenland, der dem Land aber verwehrt wird. Die von Deutschland dominierte EU sollte sich ein Beispiel am deutschen Schuldenabkommen nehmen, denn heute sind es andere EU Länder die in der Situation stecken in der Deutschland damals war.

Abkürzungsverzeichnis

ANFA	Euro Area Annual Non-Financial Accounts
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
BIP	Bruttoinlandsprodukt
bp	Basispunkte
CACs	Collective Action Clauses
CEO	Chief Executive Officer
DBB	Debt Buy Back
ECU	European Currency Unit
EG	Europäische Gemeinschaft
ESA95	European System of Accounts 1995
EZB	Europäische Zentralbank
ECB	European Central Bank
EAP	Economic Adjustment Programme
EFSF	European Financial Stability Fund
EL	Entwicklungsländer
EFF	Extended Fund Facility
Euribor	European Interbank Offering Rate
EMF	European Monetary Fund
ECRM	European Crisis Resolution Mechanism
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
ESM	European Stability Mechanism
Eurostat	Europäisches Statistisches Amt
Elstat	Hellenistisches Statistisches Amt
GLF	Greek Loan Facility
GDP	Gross Domestic Product
GGB	Greek Government Bonds
HRPDB	Hellenic Republic Public Debt Bulletin
IFLR	International Financial Lawyer Review
IGH	Internationaler Gerichtshof
ISC	Independent Stability Committee
IWF	Internationaler Währungsfonds
IMF	International Monetary Fund

IFIs	International Financial Institutions
MoU	Memorandum of Understanding
NZBs	Nationale Zentralbanken
NCBs	National Central Banks
PSI	Private Sector Involvement
p.a.	per annum
SBA	Stand By Arrangement
SMP	Securities Market Programme
Troika	=EU + EZB + IWF
T-Bills	Schatzscheine
USA	United States of America
WB	Weltbank
WK	Weltkrieg

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1	.....	Die Öffentliche Bruttoschuld Griechenlands
Abbildung 2	.....	Wachstumsraten der Staatsschulden in Prozent des Vorjahresquartal
Abbildung 3	.....	Anteil von Anleihen (blau) und Krediten (rot) an den Staatsschulden
Abbildung 4	.....	Anteil der Troika - Hilfskredite an den Gesamtschulden
Abbildung 5	.....	Anteil der Staatsschulden mit fixer (blau) und variabler Verzinsung (rot)
Abbildung 6		Anteil der Staatsschulden die am Sekundärmarkt gehandelt werden können
Abbildung 7	.....	Die Staatsschulden unterteilt nach ihrer Restlaufzeit
Abbildung 8	.....	Entwicklung des BIP, nominal (blau), real (rot)
Abbildung 9	.....	Wachstumsraten des BIP, nominal (blau), real (rot)
Abbildung 10	.....	Schuldenquote relativ zum BIP, nominal (blau), real (rot)
Abbildung 11	.....	Exporte (blau) und Importe (rot) von Waren und Dienstleistungen
Abbildung 12	.....	Projektionen der Troika zur Schuldenquote (brutto) aus ihren Berichten
Abbildung 13		Gläubiger griechischer Schulden nach dem Umtausch von März 2012 und dem Rückkauf vom Dezember 2012
Abbildung 14	.....	Reduktion der nominalen Schuldenlast durch die Umschuldung
Abbildung 15	.....	Schuldenquote vor und nach dem Haarschnitt
Abbildung 16	.....	Griechischer Schuldendienst nach dem Umtausch
Abbildung 17	.....	Versicherungsbeiträge an den EMF

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1	.....	Hilfe der Troika
Tabelle 2	.....	Auszahlungen aus den ersten beiden Programmen bis Juni 2013
Tabelle 3		Geplante Auszahlungen aus den ersten beiden Programmen bis Ende 2014
Tabelle 4	.....	Entwicklung von Phantomschulden
Tabelle 5	.....	Schuldenstock Griechenlands
Tabelle 6	.....	Verteilung der Gläubiger griechischer Staatsschulden vor dem PSI
Tabelle 7	.....	Durchgespielte Varianten des März 2012 Umtausches
Tabelle 8	.....	Aufbau des ECRM

Literaturverzeichnis

Axt, H.-J. (2009) „Außenpolitik: Vom Populismus zur kalkulierten Europäisierung“ In Egner, Björn & Terizakis, Georgios (Hrsg), „Das politische System Griechenlands – Strukturen, Akteure, Politikfelder“, Nomos Verlagsgesellschaft: Baden-Baden, Deutschland

Bohoslavsky, J. P. (2010) Lending and Sovereign Insolvency: A Fair and Efficient Criterion to Distribute Losses among Creditors. *Göttingen Journal of International Law* 2 (2010) 1, 387-412, doi: 10.3249/1868-1581-2-1-bohoslavsky

Delpla, J. & **von Weizsäcker**, J. (2011) Eurobonds. Das Blue Bond-Konzept und seine Implikationen, Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin

Delpla, J. & **von Weizsäcker**, J. (2010) The blue bond proposal, Bruegel policy paper 2010/03.

Gros, D. & **Mayer**, T. (2010) “How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!” *CEPS Policy Brief No. 202/February 2010, Updated 17 May 2010*, <http://www.ceps.eu/book/towards-europeanmonetary-fund>

George, S. (1987), Sie sterben an unserem Geld. Die Verschuldung der Dritten Welt (im Original: A Fate Worse Than Debt), Rowohlt Taschenbuch Verlag, Hamburg

Gianviti, S., **von Hagen**, J., **Pisani-Ferry**, J., **Sapir**, A., **Krueger**, A.O. (2010) A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, Bruegel policy paper

HRPDB (Hellenic Republic Public Debt Bulletins), various Issues, Greek Ministry of Finance

Kalecki, M. (1943) Political Aspects of Full Employment, *The Political Quarterly* Vol 14 (4), S.322-330, UK

Krueger, A. (2001) International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>

Pearson, L. B. et al (1969), Der Pearson-Bericht - Bestandsaufnahme und Vorschläge zur Entwicklungspolitik. Bericht der Kommission für Internationale Entwicklung, Wien-München-Zürich: Verlag Fritz Molden.

Raffer, K. (1990). Applying Chapter 9 insolvency to international debts: An economically efficient solution with a human face. *World Development*, 18(2), 301–311.

Raffer, K. (1993) "What's Good for the United States Must Be Good for the World: Advocating an International Chapter 9 Insolvency", in: Bruno Kreisky Forum for International Dialogue (ed) *From Cancún to Vienna, International Development in a New World*, Vienna: Kreisky Forum, pp.64ff.; or: <http://mailbox.univie.ac.at/~rafferk5>

Raffer, K. (2000) Vor- und Nachteile eines Internationalen Insolvenzrechts in: Dabrowski, Martin, Rolf Eschenburg & Karl Gabriel (Hg) Lösungsstrategien zur Überwindung der Internationalen Schuldenkrise (Volkswirtschaftliche Schriften, Heft 509), Berlin: Duncker & Humblot 2000

Raffer, Kunibert & H.W. Singer (2001) *The Economic North-South Divide: Six Decades of Unequal Development*, Edward Elgar, Cheltenham (UK)/Northampton (US).

Raffer, K. (2002a) Sovereign Debt Workout Arrangements, in: Jim Weaver, Didier Jacobs & Jamie Baker (eds), *After Neoliberalism – Economic Policies That Work for the Poor*, A Collection of Papers Presented at a Conference on Alternatives to Neoliberalism, May 23-24, 2002 in Washington, DC, The New Rules for Global Finance Coalition, Washington DC, 2002, pp. 88-102

Raffer, Kunibert (2002b) "Reforming the Bretton Woods Institutions" presented at the Conference *An Enterprise Odyssey: Economics and Business in the New Millenium* at the University of Zagreb, Croatia and published in: *Zagreb International Review of Economics & Business* (Special Conference Issue) December 2002

Raffer, K. (2005) "Internationalizing US Municipal Insolvency: A Fair, Equitable, and Efficient Way to Overcome a Debt Overhang", *Chicago Journal of International Law* 6(1), pp.361ff

Raffer, K. (2009) „Preferred or Not Preferred: Thoughts on Priority Structures of Creditors“, Paper prepared for the 2nd Meeting of the ILA (International Law Association) Sovereign Insolvency Study Group, 16 October, Hosted by the Legal Department, International

Monetary Fund 700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431

<http://homepage.univie.ac.at/Kunibert.Raffer/ilawash.Pdf>

Raffer, Kunibert (2010a) *Debt Management for Development - Protection of the Poor and the Millennium Development Goals*, Edward Elgar, Cheltenham (UK)/ Northampton (US).

Raffer, K. (2010b) "An EMF with a Sovereign Insolvency Mechanism", Kommentar zu Gros & Mayer verfaßt für die Networking Conference among like-minded Governments, Parliamentarians, Academics and NGOs on Orderly and Fair Debt Workout Mechanisms Berlin/Germany, 12 April 2010; Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin & erlassjahr.de (Jubilee Germany) <http://homepage.univie.ac.at/kunibert.raffer/Berlin10-EMF.pdf>

Raffer, K. (2011a) Die Verschuldung der Entwicklungsländer und die Rolle der öffentlich-rechtlichen Gläubiger, in: König, J., Thema J. (Hrsg.) *Nachhaltigkeit in der Entwicklungszusammenarbeit*, VS Verlag für Sozialwissenschaften, Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH

Raffer, K. (2011b) Finanzkrise und Staatsinsolvenzen: Marktlösung statt Spekulantensubvention, *Zeitschrift für Außen- und Sicherheitspolitik*, 4 (3) 2011, S. 387–399

Raffer, K. (2011c) "Insolvency Protection and Fairness for Greece: Implementing the Raffer Proposal"; Referat gehalten im März 2011 in Athen; erschienen im Tagungsband, <http://homepage.univie.ac.at/kunibert.raffer/Athens2011.pdf>

Raffer, K. (2012) Eurokrise und griechische Tragödie verlangen eine Staatsinsolvenz, *Ecolex: Fachzeitschrift für Wirtschaftsrecht*, (01) 2012, S. 101-104
<http://homepage.univie.ac.at/kunibert.raffer/ecolex2012.pdf>

Reinhart, C.M., **Rogoff**, K.S., **Savastano**, M.A. (2003), „Debt Intolerance“, NBER Working Paper No. 9908, <http://ideas.repec.org/a/bin/bpeajo/v34y2003i2003-1p174.html>

Reinhart, C.M. & **Rogoff**, K.S. (2009) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton

Rodrik, D. (1996), "Understanding Economic Policy Reform", *Journal of Economic Literature*, Vol. 34, No. 1, S. 9-41.

Rodrik, D. (2002), "After Neoliberalism, What?", Paper presented at the Alternatives to Neoliberalism Conference in Washington D.C., May 23, 2002

Sachs, J. (1995), Do We Need an International Lender of Last Resort, Speech held in Frank D. Graham Lecture, Princeton University, April 20, 1995

Schulmeister, S. (2011) The European Monetary Fund. A Systemic Problem Needs a Systemic Solution, WIFO Working Papers, 414/2011, 29 Seiten
<http://stephan.schulmeister.wifo.ac.at/index.php?id=7>

Smith, A. (2009). *Der Wohlstand der Nationen* (1.Ausg.). Frankfurt am Main: Zweitausendeins. Im Original: *An Inquiry into the Causes and Nature of the Wealth of Nations*.

Sinn, H-W. et al (2011) Was kosten Eurobonds? Ifo Schnelldienst 17/2011

Troika (2010a) "The Economic Adjustment Programme for Greece" European Economy Occasional Papers 61, May 2010, Brussels

Troika (2010b) "The Economic Adjustment Programme for Greece: First Review – Summer 2010" European Economy Occasional Papers 68, August 2010, Brussels

Troika (2010c) "The Economic Adjustment Programme for Greece: Second Review – Autumn 2010" European Economy Occasional Papers 72, December 2010, Brussels

Troika (2011a) "The Economic Adjustment Programme for Greece: Third Review – February 2011" European Economy Occasional Papers 77, February 2011, Brussels

Troika (2011b) "The Economic Adjustment Programme for Greece: Fourth Review – Spring 2011" European Economy Occasional Papers 82, July 2011, Brussels

Troika (2011c) "The Economic Adjustment Programme for Greece: Fifth Review – December 2011" European Economy Occasional Papers 87, December 2011, Brussels

Troika (2012a) "The Second Economic Adjustment Programme for Greece" European Economy Occasional Papers 94, March 2012, Brussels

Troika (2012b) "The Second Economic Adjustment Programme for Greece: First Review – December 2012" European Economy Occasional Papers 123, December 2012, Brussels

Troika (2013a) "The Second Economic Adjustment Programme for Greece: Second Review – May 2013" European Economy Occasional Papers 148, May 2013, Brussels

Troika (2013b) "The Second Economic Adjustment Programme for Greece: Third Review – July 2013" European Economy Occasional Papers 159, July 2013, Brussels

U.S. Municipal Bond Defaults and Recoveries 1970-2011, Moody's Investors Service
http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_140114

Weisbrot, M. & Rosnick, D. (2007) Political Forecasting? The IMF's Flawed Growth Projections For Argentina and Venezuela, CEPR, Washington

Weisbrot, M. & Montecino, J. A. (2012) More Pain, No Gain for Greece: Is the Euro Worth the Costs of Pro-Cyclical Fiscal Policy and Internal Devaluation?. CEPR, Washington

Wyplosz, C. (2011) Debt Sustainability Assessment: Mission Impossible. Review of Economics and Institutions, 2(3), Article 1. doi:10.5202/rei.v2i3.42.
<http://www.rei.unipg.it/rei/article/view/42>

Anhang

Abstract

The handling of the Greek debt problem reveals massive shortcomings of the Troika, which has taken the lead in this cause. First of all, the Troika is obeyed to a policy which can be describes as 'delaying at any cost'. A sustainable solution to the problem, one of wich could be a sovereign insolvency mechanism as discribed in this paper, is unneccessarily prolonged at the expense of the Greek people. Institutional selfinterest could be one possible reason for this. Basically the 'debt managment' of the Troika builds on that of the IMF and is marked by selfinterest, unjustly discrimination of bona fide creditors and overoptimism concerning the present and future situation of the debtor. The ideological paradigm behind this approach is called neoliberalism, which roughly coincides with redistribution towards the rich at the expense of the public (Predator State as K. Galbraith called it). Stock markets are sky rocking again why public fiscal stances are worse than ever. This can be seen as a success of the policy actions taken by several governments to counteract the recession. However the results might have benefit some rich people but were not able to turn the recession nor end the embarrassing debt crisis in Greece. Meanwhile there are a couple of good approaches to tackle the debt crisis. The most ambitious is an insolvency procedure for sovereigns based on insolvency protection for municipalities according to Chapter 9, Titel 11 USC. This and other approaches are discussed in this text.

Zusammenfassung

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der Staatsschuldenkrise in Griechenland, konkret mit dem 'Schuldenmanagement' der Troika in Griechenland. Nach knapp vier Jahren Schuldenmanagement kann vorübergehend ein Resümee gezogen werden. Dieses sieht düster aus: Rückgang des griechischen realen BIP um 21 Prozent und Anstieg der Arbeitslosenquote sowie Verschuldungsquote. Insgesamt beruht das Troika Schuldenmanagement in Griechenland auf jenem des IWF das jener seit den 1970er Jahren unter anderem in Entwicklungsländern einsetzt. Die Merkmale dieser Politik sind im wesentlichen die Verkenning von Insolvenz als Ursache des Schuldenproblems und die dadurch verursachte Verzögerung einer schnellen Lösung, die unfaire Bevorzugung der eigenen Forderungen sowie ein ausufernder Überoptimismus betreffend der zukünftigen Entwicklung des Schuldnerlandes mit dem Zweck den Schuldner liquide und Schuldenreduktionen überflüssig aussehen zu lassen. Das Troika Schuldenmanagement lässt sich durch genau diese Merkmale charakterisieren. So wurde eine schnelle Lösung in Griechenland durch die Aufrechterhaltung der Illiquiditätstheorie verhindert und zu optimistische Annahmen über die zukünftige Entwicklung des Landes dienten dazu dem Land einen Schuldenschnitt zu verweigern. Als es dann (viel zu spät) doch zu einem Schuldenschnitt kam wurden die eigenen Forderungen zu unrecht davon ausgenommen. Weiters ist die fehlende Haftung der Troika für in Griechenland durch das Schuldenmanagement verursachte Schäden zu bemängeln. Jedes Consultingunternehmen in der Privatwirtschaft würde für solch eine katastrophale Beratung haften müssen, während die Troika für ihre Politik der verbrannten Erde in Griechenland keinerlei Verantwortung übernimmt. Neben den Schuldenmanagement der Troika gibt es einige gute Vorschläge aus der akademischen Welt wie die Schuldenkrise in Griechenland schnell gelöst werden kann. Der umfassendste davon ist jener einer Staatsinsolvenz basierend auf Kapitel 9 des US Insolvenzrechts. Dieser und weitere werden in der vorliegenden Arbeit vorgestellt.

Lebenslauf

Besuch von Volks- sowie Hauptschule in Baden bei Wien

2002 – 2007 besuch der Höheren Technischen Lehranstalt in Mödling

2009 – 2014 Studium der Volkswirtschaftslehre an der Universität Wien

Vertiefung in Entwicklungsökonomie und Verschuldung von Staaten