

Ein Sanierungskonzept für Griechenland

Von Ulrich van Suntum, Anton Wieggers und Thorsten Polleit*)

Die Finanzierung der griechischen Schuldenkrise droht zum Fass ohne Boden zu werden. Aus eigener Kraft wird Griechenland aus dem Teufelskreis von verzweifelten Sanierungsbemühungen, sinkendem Wirtschaftswachstum und immer weiter steigenden Zinslasten nicht herausfinden. Mittlerweile muss man vielmehr auch um die politische Stabilität fürchten. Das Land befindet sich in ähnlicher Lage wie ein völlig überschuldeter Privathaushalt. Wenn erst einmal seine Zinslasten schneller wachsen, als er selbst bei größter Anstrengung sparen könnte, bleibt nur noch der Weg in die Privatinsolvenz. Auch für eine Volkswirtschaft in entsprechender Lage führt an einem Schuldenerlass letztlich kein Weg vorbei. Je länger man damit wartet, desto schlimmer werden die ökonomischen und politischen Folgen sein.

Das Problem der Überschuldung von Volkswirtschaften hat John Maynard Keynes bereits 1919 erkannt. In seinem berühmten Traktat „The Economic Consequences of the Peace“ plädierte er nachdrücklich dafür, Deutschland einen großen Teil der im Versailler Vertrag vorgesehenen Reparationsforderungen zu erlassen. Deutschland könne diese Lasten schlichtweg nicht tragen, so Keynes, sondern werde dadurch praktisch deindustrialisiert. Dies aber sei letztlich nicht im Interesse der Gläubiger, wie Keynes überzeugend begründete.

Ähnlich verhält es sich heute im Falle Griechenlands. Zu den offen ausgewiesenen Staatsschulden in Höhe von etwa 350 Mrd. € bzw. 150 % des BIP kommt nach Berechnungen der EU-Kommission noch etwa der doppelte Betrag an impliziten Schulden in Form von künftigen demografischen Lasten hinzu. Die wahre griechische Staatschuld beläuft sich damit auf weit mehr als 400 % des BIP, verglichen mit etwa 170 % in Deutschland in vergleichbarer Berechnung. Im Gegensatz zu Deutschland weist Griechenland zudem ein laufendes Haushaltsdefizit von zuletzt 10,5 % auf und hat eine kaum wettbewerbsfähige Wirtschaft mit hohen Leistungsbilanzdefiziten. Gleichzeitig scheint die Leidensfähigkeit der Bevölkerung unter den Sparmaßnahmen schon jetzt erschöpft zu sein. Es ist ausgeschlossen, dass ein Land aus einer solchen Misere aus eigener Kraft herausfinden könnte.

Es macht daher keinen ökonomischen Sinn, immer mehr gutes Geld dem schlechten hinterherzuwerfen. Diese Politik der übrigen Euroländer wird schon bald an die Grenzen der Finanzierbarkeit, aber auch der Akzeptanz ihrer eigenen Bevölkerung stoßen. Zudem ist das Problem bereits viel zu weit fortgeschritten, als dass eine bloße Umschuldung noch helfen könnte. Eher besteht die Gefahr, dass gerade die aktuelle Politik der Konkursverschleppung zur Ansteckung weiterer Euroländer mit dem Misstrauensvirus führt. Darum muss der Brandherd schleunigst ausgetreten werden, bevor das Problem nicht mehr beherrschbare Dimensionen annimmt.

Es gibt dazu einen durchaus gangbaren Weg, der zur Hälfte sogar bereits eingeschlagen wurde. Die einfache Idee ist ein Rückkauf der griechischen Schuldtitel am Markt zum aktuellen Kurswert. Da Letzterer unter dem Nominalwert liegt, reduziert sich damit automatisch die Schuldenlast des Landes, wenn der Käufer der Papiere auf einen Teil der Rückzahlung verzichtet. Gleichzeitig sinkt die laufende Zinsbelastung des Haushalts und seine Bonität verbessert sich. Anstelle des derzeitigen Teufelskreises wird damit ein positiver Rückkoppelungseffekt an den Kapitalmärkten ausgelöst. Bei kluger Nutzung der so gewonnenen Spielräume kann am Ende eine Gesundung der griechischen Staatsfinanzen stehen, ohne dass dies die Steuerzahler der übrigen Euroländer viel Geld kosten müsste.

Denn finanziert würde die Entschuldung dabei im Wesentlichen von den privaten Gläubigern. Wer etwa eine Griechenlandsanleihe ursprünglich zum Nennwert von 100 € erworben hat und sie jetzt zum Kurs von beispielsweise 80 € veräußert, hat ein Fünftel seines Kapitals verloren. Die aktuelle Diskussion darüber, ob private Gläubiger an einem Schuldenerlass beteiligt werden sollen, ist insoweit irreführend. Die Kursverluste der griechischen Anleihen beinhalten bereits eine solche Beteiligung, und zwar in erheblichem Ausmaß. Soweit die Kursverluste nicht ohnehin bereits in den Bankbilanzen berücksichtigt wurden, entsteht denn auch bei einer Veräußerung entsprechender Abschreibungsbedarf.

Wie könnte ein Rückkauf der Staatsanleihen konkret erfolgen? Da Griechenland für einen direkten Rückkauf das Geld fehlt, müssten die anderen europäischen Staaten es zur Verfügung stellen. In Frage kämen für eine solche Rückkaufaktion aber auch der Europäische Stabilisierungsfonds, vor allem aber die Europäische Zentralbank (EZB). Sie hat ohnehin bereits griechische Staatsanleihen im Gesamtwert von 47 Mrd. € zum jeweiligen Tageskurs erworben. Sie könnte Griechenland also schon mal 20 % des Nennwertes dieser Schulden erlassen, ohne deswegen selbst auch nur einen Cent Verlust zu machen. Das sind bei einem unterstellten durchschnittlichen Ankaufswert von 80 % knapp 12 Mrd. €. Technisch gibt es dazu verschiedene Wege, etwa eine entsprechende Umtauschaktion oder ein formeller Forderungsverzicht auf ein Fünftel der Papiere. Auch geldpolitisch entsteht daraus kein Problem, weil das durch die Käufe neu entstandene Geld ohnehin bereits im Umlauf ist.

Alternativ könnte auch der Europäische Stabilisierungsfonds der EZB die von ihr erworbenen Anleihen abkaufen und anschließend Griechenland die Differenz zwischen einem eigenen Einstandskurs und dem Nominalwert der Anleihen in Höhe von 100 erlassen. Auch bei diesem Vorgehen entsteht letztlich kein Verlust für die europäischen Steuerzahler.

Etwa 109 Mrd. griechische Staatsschulden werden nach Schätzungen von ausländischen Nicht-Banken gehalten, insbesondere von Pensionsfonds, Banken und Versicherungen. Die EZB könnte damit fortfahren, sie nach und nach zum jeweiligen Kurswert aufzukaufen und die Differenz zum Nennwert wiederum ergebnisneutral den Griechen gutzuschreiben. Vor allem mittel- und langfristige Anleihen bieten sich dafür an, da hier die Unsicherheit der Gläubiger am größten und die Kurse am niedrigsten sind. Bei einem durchschnittlichen Rückkaufkurs von 80 % des Nominalwertes und einem Rückkaufvolumen von zum Beispiel 80 Mrd. Euro können Anleihen im Nominalwert von 100 Mrd. Euro zurückgekauft werden.

Die Verschuldung Griechenlands sinkt dadurch rechnerisch um weitere 20 Mrd. €, insgesamt also bereits um 32 Mrd. Euro. Bei einer durchschnittlichen Zinsbelastung von 4,5 Prozent sinken zudem die laufenden Zinsbelastungen im griechischen Haushalt um knapp 1,5 Mrd. Euro p.a.

Weitere 91 Mrd. Euro der griechischen Schulden werden als Sicherheit für Kredite an griechische Banken faktisch bereits von der EZB gehalten. Die EZB könnte sie – vielleicht ebenfalls mit einem gewissen Kursabschlag – ankaufen statt wie bisher nur zu beleihen. Damit würde sie zum einen den griechischen Banken die Möglichkeit geben, wertbeständigere Aktiva zu erwerben und sich auf diese Weise zu stabilisieren. Zum anderen könnten auch diese Bestände zu einer Teilentschuldung verwendet werden. Angenommen etwa, der Kursabschlag betrage 10 %, aber der anschließende Forderungsverzicht zugunsten des griechischen Staates möge wieder 20 % betragen. Dadurch sinkt das griechische Staatsdefizit um weitere 18,2 Mrd. Euro. Dann entsteht ein Bilanzverlust der EZB in Höhe der Differenz von 10 % des Nennwertes, d. h. von 9,1 Mrd. Euro.

In diesem Umfang würden letztlich die Steuerzahler der anderen EU-Länder belastet, weil die EZB-Gewinnüberweisungen an die Eurostaaten entsprechend geringer ausfallen würden. Das wäre aber fiskalisch leicht verkraftbar, und ein Insolvenz- oder gar Liquiditätsproblem kann eine Zentralbank ohnehin niemals haben. Ihre Gewinn- und Verlustrechnung ist insoweit reine Fiktion, wie auch schon die Verluste der Bundesbank in den 60er und 70er Jahren gezeigt haben. Sie wurden einfach vorgetragen und mit späteren Gewinnen verrechnet, und so könnte man es auch diesmal wieder machen. Das Eigenkapital des Eurosystems beträgt einschließlich Rücklagen immerhin fast 400 Mrd. €. Auch rein buchhalterisch besteht also keinerlei Überschuldungsgefahr für die EZB, selbst wenn sie Griechenland sämtliche von ihr gehaltenen Schulden erlassen würde.

Auf den ersten Blick klingt das ganze zugegebenermaßen fast zu schön, um wahr zu sein: Die griechischen Schulden werden scheinbar ohne größere Kosten reduziert, und zwar durch die bereits eingetretenen Kursverluste der privaten Anleger, die damit den Hauptteil der Zeche zahlen. Durch den Anstieg der Kurse der weiter ausstehenden Anleihen sinkt andererseits der Abschreibungsdruck bei Banken und anderen institutionellen Anlegern, so dass weitere Aufkäufe seitens der EZB schon bald nicht mehr nötig sein werden. Wo könnte hier ein Haken liegen?

Zum einen könnte man fragen, ob die EZB für ihre Ankäufe überhaupt genügend Anbieter finden würde. Denn mit jedem Verkauf unter Nennwert entsteht für diese ein Abschreibungsbedarf. Zudem können sie ja gerade wegen der Ankäufe mit künftigen Kurssteigerungen und einer Stabilisierung der Gesamtsituation rechnen. Aber dieses Gegenargument ist widersprüchlich. Denn wenn sich die Kurse der griechischen Anleihen tatsächlich zügig ihrem Nennwert nähern und somit die Zinsen entsprechend sinken, ist das wesentliche Ziel ja schon erreicht. Und solange dies nicht der Fall ist, kauft die EZB eben weiter an.

Des Weiteren kann man nach den geldpolitischen Folgen fragen. Wird hier nicht Staatsfinanzierung mit der Notenpresse betrieben, die letztlich inflationär enden muss? Die Antwort auf die erste Frage lautet ja, auf die zweite aber nein. Denn letztlich kommt es für die Preisniveaustabilität nur auf das Gesamtvolumen der Geldmenge an und nicht auf den Weg, auf dem sie in den Kreislauf gelangt. Die bisherigen Ankäufe von Staatspapieren durch die EZB in Höhe von etwa 75 Mrd. Euro entsprechen im Volumen zwar immerhin knapp 23 % der umlaufenden Zentralbankgeldmenge (ohne Bargeld), aber sie sind durch andere Maßnahmen erfolgreich kompensiert worden. Im Übrigen ist die Geldmenge, welche den heute bereits im EZB-Portfolio liegenden Staatspapieren gegenübersteht, längst im Umlauf und würde sich durch den Schuldenteilerlass nicht erhöhen.

Ein ernsteres Problem liegt darin, dass hier offenbar ein allzu bequemer Weg der Staatsentschuldung beschritten wird. Er ist denn auch als ein reiner Notfallplan zu verstehen, nachdem das Kind bereits im Brunnen liegt und anders nicht mehr gerettet werden kann. Auf keinen Fall darf er in Zukunft Schule machen. Denn zynisch ausgedrückt passiert hier ja Folgendes: Phase 1: Der Staat verschuldet sich bei privaten Sparern und verspricht die volle Rückzahlung samt Zinsen. Phase 2: Dann lässt er die Dinge treiben, bis niemand mehr an seine Solvenz glaubt und die Kurse der Staatspapiere entsprechend sinken. Phase 3: Just in diesem Moment kauft er mithilfe der Geldpresse seine eigenen Schulden zu einem Bruchteil des ursprünglichen Wertes zurück und ist sie damit los, während die privaten Gläubiger in die Röhre gucken und zu allem Überfluss auch noch als Spekulanten verunglimpft werden.

Wenn also der hier vorgeschlagene Rettungsweg auch langfristig tragfähig sein soll, dann muss er mit knallharten Vorkehrungen verbunden werden, welche vergleichbare Vorgänge für alle Zukunft ausschließen. Dazu gehört eine entsprechende Verschärfung des Maastrichter Vertrages mit automatischen Sanktionen ebenso wie die zwingende Einführung von verfassungsmäßigen Schuldenbremsen in allen Staaten, die längerfristig Mitglied im Euroraum bleiben wollen. Zudem muss Griechenland die Entschuldung dazu nutzen, um fiskalisch und ökonomisch auf Dauer wieder Fuß zu fassen. Auch ist natürlich eine eigene Beteiligung an den Kosten der Sanierung unerlässlich, die aber ökonomisch und politisch tragfähig sein muss.

Ein Königsweg dazu ist die Privatisierung von Staatsvermögen, denn sie bringt Geld in die Kasse, ohne wirklich weh zu tun. Dies könnte in Form einer Treuhandlösung umgesetzt werden. Dabei erhält Griechenland einen Kredit in Höhe von zum Beispiel 60 % des voraussichtlichen Privatisierungserlöses. Bei einem angestrebten Privatisierungserlös von 50 Mrd. € wären das 30 Mrd. €, wobei die zu privatisierenden Unternehmen als Sicherheit dienen. Tilgung und Verzinsung der 30 Mrd. Euro werden aus dem Privatisierungserlös bestritten. Bei einem unterstellten Zinssatz von 4,5 % ergibt sich daraus eine weitere Entlastung des laufenden Haushalts von 1,35 Mrd. € p.a.

Insgesamt sind die Risiken der Steuerzahler bei der hier vorgeschlagenen Lösung des Überschuldungsproblems deutlich niedriger als bei einem „Haircut“ oder einer Fortsetzung der bisherigen, rein reaktiven Politik. Das griechische Haushaltsdefizit würde um rd. 80 Mrd.

€ sinken (20 Mrd. aus Rückkauf, 12 aus von der EZB gehaltenen Anleihen, 18 Mrd. aus Umwandlung von Sicherheiten bei der EZB, 30 Mrd. aus Privatisierungserlösen). Die laufende Zinsbelastung im Haushalt sinkt bei einem Satz von 4,5 % dadurch um 3,6 Mrd. Euro. Auf die Bundesrepublik übertragen wären dieses Größenordnungen von 800 Mrd. Euro Schuldenreduktion und 36 Mrd. Euro jährliche Haushaltsentlastung. Die Rückkauf- bzw. Umtauschkurse von 80% sind dabei durchaus realistisch und tendenziell sogar vorsichtig angesetzt. Vor allem aber entsteht ein sich selbst verstärkender Gesundungsprozess anstelle der derzeit drohenden Gefahr einer neuen, möglicherweise nicht mehr beherrschbaren Finanzkrise. Denn wenn diese erst einmal auf Portugal oder gar weitere Euroländer übergreift, werden die hier vorgeschlagenen Maßnahmen nicht mehr finanzierbar sein. Insofern können wir froh sein, dass Griechenland ein so kleiner Brandherd ist. Umso wichtiger ist es, ihn so schnell wie möglich auszutreten.

*) Dr. Thorsten Polleit ist Honorarprofessor an der Frankfurt School of Finance & Management. Prof. Dr. Ulrich van Suntum ist Geschäftsführender Direktor des Centrums für angewandte Wirtschaftsforschung der Universität Münster. Dr. Anton Wieggers war Leiter des Bereichs Wertpapiere der Allianz Lebensversicherung und Finanzvorstand der SV Sparkassenversicherung in Stuttgart und berät heute institutionelle Kapitalanleger.