

20.07.2011

Wie Griechenland retten – und was kommt danach?

Von

Ulrich van Suntum ¹

I. Das Dilemma von Helfen und Setzen falscher Anreize

Inzwischen sind sich fast alle Ökonomen und Politiker einig, dass an einer Teilentschuldung von Griechenland kein Weg vorbei führt. Der beste Weg dazu ist allerdings stark umstritten, und die EZB ist immer noch ganz dagegen. Beides hat den gleichen Grund: Es ist nämlich weitgehend unklar, was die längerfristigen Folgen eines Schuldenerlasses sein werden..

Nur eines ist sicher: So wie bisher darf es künftig mit der staatlichen Schuldenmacherei nicht weitergehen. Darum muss jede Lösung des aktuellen Schuldenproblems zugleich mit wirksamen Vorkehrungen dagegen verbunden sein. Sonst droht der Schuldenerlass selbst zum Bumerang zu werden. Denn im Vertrauen auf diesen bequemen Weg könnten nämlich nicht nur die Griechen, sondern auch andere Euroländer künftig erst recht die Zügel schleifen lassen. Das ist auch die große Sorge der EZB. Über kurz oder lang würde dann eine neue, noch schlimmere Krise entstehen, die in ihren Dimensionen letztlich nicht mehr beherrschbar wäre.

Andererseits kann zumindest Griechenland seine Schuldenlast auch unter günstigen Annahmen nicht mehr tragen, dazu ist sie schon zu groß. Aber auch für Länder wie Portugal, Irland und Italien besteht akute Gefahr. Sie sind eigentlich nicht insolvent, aber ihre Haushaltssituation ist dennoch so prekär, dass Zweifel an ihrer Bonität bestehen. Das Tückische daran ist, dass solche Zweifel sich selbst erfüllen können: Steigen nämlich die Zinsen für das betreffende Land, so verschlechtert sich seine finanzielle Lage weiter, was wiederum zu noch größerem Misstrauen der Märkte führt

¹ Prof. Dr. Ulrich van Suntum ist geschäftsführender Direktor des CAWM.

usw. So können am Ende auch vergleichsweise solide Länder in einen verhängnisvollen Pleitestrudel geraten.

Es gilt also einen Weg zu finden, der zwar rasche Hilfe bringt, gleichzeitig aber die Hilfeempfänger zu einer langfristig solideren Finanzpolitik zwingt. Wie schneiden die derzeit diskutierten Vorschläge mit Blick auf dieses Dilemma ab?

II. Derzeit diskutierte Lösungsansätze

Die bisher betriebene Politik bestand hauptsächlich in kurzfristigem Krisenmanagement. Rettungsschirme und Kredite sollten die Märkte beruhigen und den betroffenen Schuldnerländern Zeit verschaffen, ihre Haushalte zu konsolidieren. Zumindest im Falle Griechenlands wird damit das Problem aber nur verschoben, nicht behoben. Denn auch bei normalen Zinsen und mit drastischen Sparmaßnahmen ist der griechische Haushalt nicht mehr zu retten. Das beständige Schwelen dieses Brandherdes droht vielmehr erst recht, das Misstrauen auch gegen andere Euroländer zu verstärken.

Untauglich ist auch die Idee, die griechischen Schuldscheine einfach in Eurobonds umzutauschen. Griechenland wäre dann praktisch nicht mehr gegenüber den Banken, sondern gegenüber den anderen Euroländern verschuldet, die sich dafür wiederum gemeinsam bei den Banken refinanzieren. Der Vorteil für Griechenland wären niedrigere Zinsen, die Kosten der Staatsverschuldung für die anderen Euroländer würden aber steigen. Ohne echten Schuldenschnitt würde das Griechenland aber zu wenig entlasten, und überdies wäre es der Einstieg in eine Fiskalunion der Euroländer. Das aber bedeutet langfristig noch weniger Haushaltsdisziplin als bisher, und darum ist dieser Plan letztlich kontraproduktiv.

Der derzeit meistdiskutierte Plan sieht vor, die griechischen Staatsschulden am Markt einfach aufzukaufen. Da sie dort weit unter Nennwert gehandelt werden, könnte die Kursdifferenz ohne Kosten für die Steuerzahler zu einer Teilentschuldung Griechenlands genutzt werden. Der besondere Charme liegt darin, dass die privaten Verkäufer dieser Papiere damit automatisch, aber ganz ohne Zwang die Kosten der Entschuldung tragen würden. Aber natürlich hat auch dieser Plan seine Haken.

So ist keineswegs klar, ob auf diese Weise wirklich eine nennenswerte Entschuldung zustande käme. Denn die Verkäufer müssten hohe Abschreibungen auf ihre Aktiva vornehmen. Zudem könnten sie darauf spekulieren, ihre Papiere gerade wegen des Aufkaufprogramms schließlich doch noch zum Nennwert einlösen zu können. Das wäre allerdings riskant, denn je weniger Papiere noch in privater Hand verbleiben, desto weniger gefährlich wäre ein Haircut für das Finanzsystem. Damit nimmt aber seine Wahrscheinlichkeit zu und damit auch die Gefahr, am Ende vielleicht nur noch die Hälfte des Nennwertes für die festgehaltenen Papiere zu bekommen.

Unterschiedliche Vorstellungen gibt es darüber, wer konkret die Schulden aufkaufen sollte bzw. könnte. Griechenland selbst fehlt dafür das Geld, aber die anderen Euroländer

könnten es ihnen ja leihen und sich dafür wiederum durch Eurobonds refinanzieren. Dann käme es zwar zu einer echten Entschuldung Griechenlands. Aber der Preis dafür wäre wiederum der Einstieg in eine gemeinsame Verschuldung der Euroländer mit ihren negativen Folgen für die künftige Haushaltsdisziplin. Die nächste Krise wäre praktisch vorprogrammiert, und darum ist von diesem Vorgehen abzuraten.

Eine Alternative ist der Aufkauf der griechischen Schulden durch die EZB. Teilweise ist dies ja schon erfolgt. Ohnehin würden auch die Eurobonds zum großen Teil über kurz oder lang letztlich bei der EZB landen, weil die Banken sie zur Refinanzierung dort einreichen können. Warum also kein Direktankauf durch die EZB, statt den für die Haushaltsdisziplin so gefährlichen Umweg der Eurobonds zu gehen? Solange dabei nicht zu viel Geld in Umlauf gelangt, sind damit auch keine Inflationsgefahren verbunden. Und die EZB könnte Griechenland notfalls sogar problemlos mehr als die Kursdifferenz erlassen, weil sie als einzige Institution niemals insolvent werden kann und auch kein Liquiditätsproblem kennt.

III. Vorschlag: Staatspapiere entsprechend ihrer Bonität behandeln

Allerdings sind auch hier die längerfristigen Folgen zu bedenken. Nicht umsonst weist die EZB immer wieder darauf hin, dass sie im Falle eines Schuldenerlasses die Anleihen des betreffenden Landes nicht mehr als Sicherheit für ihre Kreditvergabe akzeptieren könnte. Aber das ist kein Widerspruch zu einem EZB-Aufkaufprogramm, sondern im Gegenteil sogar seine logische Konsequenz. Nur so kann nämlich verhindert werden, dass es sich die Regierungen beim Schuldenmachen künftig noch leichter machen als bisher. Der Preis des Schuldenerlasses wäre dann nämlich, dass die Anleihen des betreffenden Landes erst dann wieder zur Refinanzierung akzeptiert würden, wenn seine Bonität wieder hergestellt ist. Bis dahin könnten weder der Staat noch seine Banken Geld bei der EZB ohne Hinterlegung wirklicher Sicherheiten leihen. Für Griechenland wäre das eine faktische Suspendierung der Mitgliedschaft im Eurosystem, aber ohne die Nachteile der echten Wiedereinführung einer eigenen Währung: Die Griechen könnten zwar noch mit Euro bezahlen und in Euro rechnen, wären aber dennoch praktisch vom Kreditsystem der EZB ausgeschlossen, bis ihr Haushalt wieder sicheren Boden unter den Füßen hat.

Dieses Prinzip könnte und sollte man sogar verallgemeinern. Bisher nimmt die EZB staatliche Anleihen ohne Rücksicht auf die tatsächliche Bonität des betreffenden Eurolandes als Sicherheit entgegen. Auch die privaten Banken müssen nach wie vor für die griechischen Ramschanleihen keinen Cent Eigenkapital vorhalten. Diese überholten Regelungen haben die Banken in der Vergangenheit ermuntert, die Staatsschulden der Euroländer praktisch grenzenlos zu finanzieren. Selbst noch so solide Anleihen oder Aktien der Privatwirtschaft waren demgegenüber immer stark benachteiligt. Das muss sich künftig ändern, und die EZB könnte dabei den Anfang machen.

Konkret würde das bedeuten, dass staatliche Anleihen nicht mehr per se als sicher einzustufen wären. Bei niedriger Bonität wären sie im privaten Banksektor ebenso mit

Eigenkapital zu unterlegen wie andere Wertpapiere auch, und die EZB würde sie nur mit Abschlag oder notfalls gar nicht mehr als Sicherheit akzeptieren. Das würde einen viel härteren Zwang zur Haushaltsdisziplin auslösen als jeder Stabilitätspakt, zumal die EZB politisch unabhängig ist und somit nicht zur Annahme von Ramschpapieren gezwungen werden könnte. Nicht nur Griechenland, auch andere Wackelkandidaten würden sehr frühzeitig für unsolide Finanzpolitik zu zahlen haben. Zudem hätte die Privatwirtschaft in einem solchen Regime weitaus bessere Chancen, an den Ersparnissen der Bürger zu partizipieren. Das ist schon deswegen von volkswirtschaftlichem Vorteil, weil sie diese Ersparnisse in aller Regel investiert, während die Regierungen eher dazu neigen, sie in den kurzfristigen Konsum zu stecken.

Allerdings würde der abrupte Ausschluss griechischer Staatspapiere vom Euro-Finanzierungssystem die griechischen Banken in eine Krise stürzen. Immerhin halten sie von den derzeit rd. 91 Mrd. € Griechenlandanleihen im Bankensystem rd. 55 Mrd.€, die sie schlimmstenfalls gar nicht mehr zur Geldbeschaffung einsetzen könnten. Aber so radikal muss man ja gar nicht vorgehen. Die EZB könnte diese Papiere einfach herabstufen und z.B. nur mit 50% ihres Wertes als Sicherheiten annehmen. Dann würde die Refinanzierungslücke der griechischen Banken maximal 27,5 Mrd. € betragen, und selbst für das europäische Bankensystem insgesamt wäre sie mit rd. 45 Mrd. € weitaus geringer als die astronomischen Beträge, welche andere Pläne erfordern würden.

Vor allem aber wäre mit einem solchen Vorgehen beides erreicht: Griechenland und möglicherweise anderen Wackelkandidaten würde geholfen, und gleichzeitig würden starke Anreize für die Zukunft gesetzt, die Haushalte zu konsolidieren. Zudem würden die Kosten weitgehend von den privaten Kapitalanlegern getragen, und der langfristig verhängnisvolle Weg in eine Fiskalunion könnte vermieden werden.