

Griechenland: Schuldenrückkauf für noch mehr Schulden

Kann man seine Schulden auch dadurch verringern, dass man sie mit geliehenem anstatt mit eigenem Geld zurückzahlt? Diesen Eindruck könnte man gewinnen, wenn man sieht, wie die griechische Regierung gerade rund 10 Mrd. Euro dafür aufgewendet hat, eigene Staatsschuldtitel im Nennwert von fast 30 Mrd. Euro zurückzukaufen. Dieser Rückkauf ist Teil des Ende November 2012 beschlossenen neuerlichen Rettungspakets, in dessen Rahmen vor allem der Internationale Währungsfonds (IWF) die Bedingung gestellt hatte, Griechenland müsse erkennbare Erfolge im Schuldenabbau vorweisen, bevor neue Hilfgelder ausgezahlt werden könnten.

Auf den ersten Blick mag die Maßnahme, die von EZB-Direktoriumsmitglied Jörg Asmussen in die öffentliche Debatte eingeführt wurde, als gelungener Schachzug erscheinen, um Griechenland den Weg aus der Schuldenkrise zu erleichtern. Denn als Ergebnis könnte die Staatsschuldenquote Griechenlands, die zuvor noch bei rund 190% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) lag, um etwa 10 Prozentpunkte absinken. Die Quote ist damit zwar immer noch sehr hoch, aber doch ein wenig niedriger als zuvor.

Bedenken kommen allerdings auf, wenn man auf die Entstehungsgeschichte schaut: Der IWF darf nach seinen Statuten nur dann weitere Hilfen gewähren, wenn das Empfängerland die mit den ursprünglichen Hilfen verknüpften Auflagen tatsächlich erfüllt. Im Fall Griechenlands lautete eine dieser Auflagen, die Staatsschuldenquote deutlich zu reduzieren. Rein formal wird diese Bedingung durch den Schuldenrückkauf erfüllt, denn die Schuldenquote, auf die der IWF schaut, wird auf Basis der Nennwerte der umlaufenden griechischen Staatspapiere berechnet und nicht auf Basis der tatsächlichen Marktwerte. Tatsächlich wurden die betreffenden Papiere vor der Rückkaufaktion – differenziert nach Laufzeit – mit 20% bis 30% ihres Nennwerts gehandelt. Die griechische Regierung hat den Verkäufern auf diesen Marktwert einen Zuschlag von rund 10 Prozentpunkten gewährt, um der Rückkaufaktion auf jeden Fall zum Erfolg zu verhelfen. Unter einem „echten“ Schuldenabbau würde man sich dagegen eine nachhaltige Verminderung der Lücke zwischen Staatsausgaben und Staatseinnahmen vorstellen.

Der Schuldenrückkauf ist offenkundig gar nicht dazu gedacht, die griechischen Staatsschulden zu verringern. Stattdessen geht es darum, den Geldgebern (allen voran dem IWF) zu ermöglichen, weitere Kredite in Höhe von 44 Mrd. Euro aus dem „zweiten“ Rettungspaket vom Februar 2012 an die griechische Regierung auszahlen zu können. Neu hinzu kam im November 2012 eine Zinsstundung der EFSF-Kredite für die nächsten zehn Jahre, mit denen weitere Schuldenlasten in die Zukunft verschoben werden und die nach Schätzung des ESM-Direktors Klaus Regling einen Gegenwert von ebenfalls 44 Mrd. Euro haben. Während sich durch den Schuldenrückkauf die griechische Staatsschuld auf der einen Seite nominal um knapp 30 Mrd. Euro verringert, kommen somit auf der anderen Seite rund 90 Mrd. Euro an neuen Schulden hinzu. Der Schuldenrückkauf dient de facto also keineswegs dem offiziell verlautbarten Ziel, die Schuldentragfähigkeit Griechenlands wiederherzustellen, sondern vielmehr dazu, auf alte Schulden neue Schulden türmen zu können.

Im Rahmen des neuen Rettungspakets vom November 2012 wurde der Beschluss gefasst, die griechische Staatsschuldenquote möge von derzeit 190% des BIP auf 124% im Jahr 2020 und auf substanziiell weniger als 110% im Jahr 2022 sinken. Formal sind damit die Bedingungen für die Gewährung weiterer Hilfen erfüllt. Doch dass



Henning Klodt leitet das Zentrum Wirtschaftspolitik am Institut für Weltwirtschaft (IfW) in Kiel.

sich die Realitäten an diese Beschlüsse halten werden, erscheint mehr als zweifelhaft:

Zweifel wecken zunächst einmal die Erfahrungen mit dem Schuldenschnitt vom Februar 2012, der dazu dienen sollte, die griechische Staatsschuldenquote von damals 165% auf 120% zu reduzieren. Dafür mussten die privaten Gläubiger auf rund die Hälfte ihrer Forderungen verzichten. Im Gefolge dieser Maßnahme ging die griechische Staatsschuldenquote aber nicht zurück, sondern stieg auf 170% an. Das lag zum einen daran, dass der Entlastungseffekt durch den Schuldenschnitt relativ gering war, weil die privaten Schuldner damals nur noch rund ein Drittel der griechischen Staatsschuldtitel hielten. Vor allem aber gelang es der griechischen Regierung nicht, die Lücke zwischen laufenden Einnahmen und Ausgaben im Staatshaushalt zu decken, d.h. die Entlastung durch den Schuldenschnitt wurde durch die Neuverschuldung mehr als kompensiert.

Noch gravierendere Zweifel an den Erfolgsaussichten des aktuellen Rettungspakets wecken die Fundamentaldaten des griechischen Staatshaushalts. Nach dem „Schuldenbarometer“ des Instituts für Weltwirtschaft (IfW) müsste der griechische Staat auch nach Abschluss der Rückkaufaktion einen Primärüberschuss (Differenz zwischen Staatseinnahmen und -ausgaben ohne Zinszahlungen) von mehr als 20% seines BIP erzielen, um die Schuldenquote zumindest stabil halten zu können. Das ist, wie alle historischen Erfahrungen zeigen, schlichtweg illusorisch. In den vergangenen drei Jahrzehnten ist es in der OECD nur zwei Ländern gelungen, über mindestens drei Jahre hinweg einen Primärüberschuss von mehr als 5% zu erzielen. Einen Primärüberschuss von über 10% konnte kein einziges Land erreichen.

In Einklang mit dem IfW-Schuldenbarometer kommen EU-Kommission, EZB und IWF in einer bislang vertraulichen Analyse denn auch zu dem Ergebnis, dass die griechische Staatsverschuldung trotz des neuen Rettungspakets nicht tragfähig sein wird. Sie sprechen sich deshalb für einen zweiten Schuldenschnitt 2013 aus, an dem sich diesmal nicht nur die privaten, sondern auch die öffentlichen Gläubiger beteiligen sollen. Doch selbst damit wird sich das griechische Schuldenproblem kaum lösen lassen. Die EZB, bei der sich immer mehr der im Umlauf befindlichen griechischen Staatspapiere sammeln, wird sich nicht beteiligen können, da ein Schuldenerlass von ihrer Seite eindeutig eine verbotene Staatsfinanzierung bedeuten würde. Private Anleger dagegen werden dann – auch durch die aktuelle Rückkaufaktion begünstigt – kaum noch betroffen sein. Sie haben ihren Anteil an den griechischen Staatsschulden im Zuge der Rückkaufaktion auf etwa 10% reduziert. Bleiben also im Wesentlichen EFSF und ESM, die ja schon heute weitgehend auf eine Verzinsung ihrer Griechenland-Kredite verzichten. Ein neuerlicher Schuldenschnitt würde die griechische Schuldenlast also nur marginal erleichtern.

Unter den gegebenen Bedingungen trägt der aktuelle Schuldenrückkauf also nichts dazu bei, die griechische Staatsschuldenkrise zu lösen. Er ebnet vielmehr den Boden dafür, weitere Schulden anzuhäufen. Ein Ende ist nicht in Sicht, solange die laufenden Ausgaben im Staatshaushalt die laufenden Einnahmen deutlich übersteigen. Profiteure des Schuldenrückkaufs sind in erster Linie Hedge Fonds, denen eigentlich niemand Hilfe angedeihen lassen wollte und die wohl auch nicht auf Hilfen angewiesen sind. Sie hatten viele der umlaufenden Staatsschuldtitel im Sommer 2012 am Sekundärmarkt für 20% ihres Nennwertes oder weniger erworben und haben sie jetzt für 35% bis 40% an die griechische Regierung verkauft – eine wahrlich stattliche Rendite. Wenn diese Verteilungseffekte des Schuldenrückkaufs transparenter wären, hätten die Regierungen vermutlich einige Mühe, ihren Steuerzahlern die Sinnhaftigkeit der jüngsten Hilfsmaßnahmen plausibel zu machen.

Henning Klodt
Institut für Weltwirtschaft
henning.klodt@ifw-kiel.de