

Zur Frage eines Schuldenschnitts für Griechenland

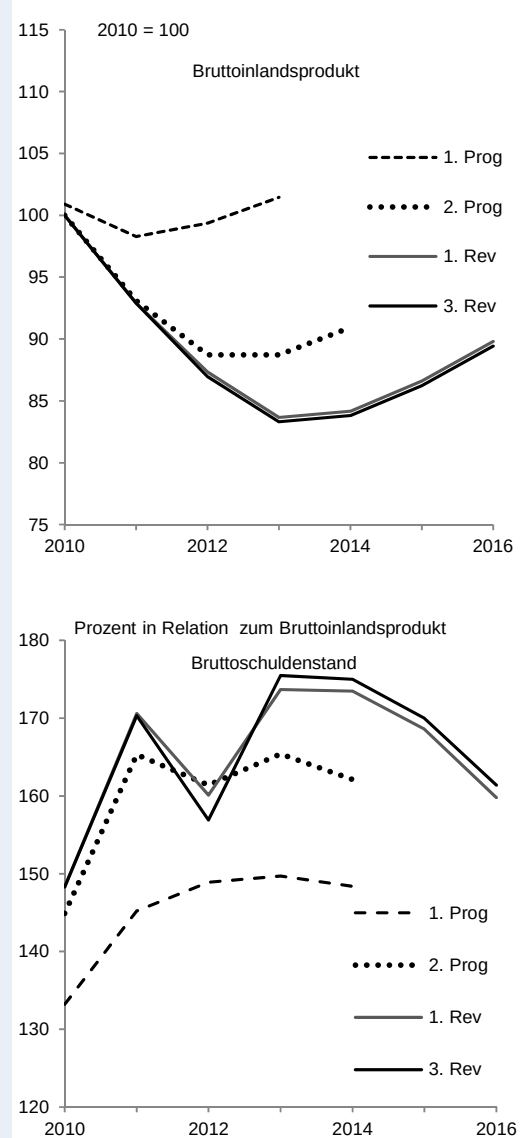
Jens Boysen-Hogrefe

Bereits im Verlauf des vergangenen Jahres haben sich die Annahmen und Prognosen für das zweite Anpassungsprogramm für Griechenland, das im Frühjahr 2012 aufgelegt worden war, als nicht haltbar erwiesen. Nachdem das zweite Anpassungsprogramm bereits eine erhebliche Beteiligung des privaten Sektors vorgesehen hatte (durch die Umschuldung wurden rund 200 Mrd. Euro griechischer Staatsanleihen in gut 60 Mrd. Euro neuer griechischer Titel und knapp 30 Mrd. Euro Anleihen der EFSF getauscht), sah die erste Revision eine erneute Reduktion der Verbindlichkeiten gegenüber privater Gläubiger durch ein Programm zum Anleiherückkauf vor. Rund die Hälfte der von privater Hand gehaltenen Anleihen wurde in das Programm einbezogen, so dass die Schuldenlast um rund 20 Mrd. Euro reduziert wurde. Diese und ein ganzes Bündel weiterer Maßnahmen, wie die Absenkung der von Griechenland auf die Rettungskredite zu zahlenden Zinsen,^a war am Jahresende 2012 nötig geworden, um die Planzahlen des zweiten Anpassungsprogramms einhalten zu können.

Das zweite Anpassungsprogramm war aus mehreren Gründen in Schieflage geraten. Zum einen erwiesen sich die makroökonomischen Annahmen abermals als zu optimistisch (Abbildung 1). Zum anderen ergaben sich – auch wegen der Wahlen – erhebliche Verzögerungen bei der Programmumsetzung. Schließlich konnten die anvisierten Privatisierungserlöse nicht annähernd realisiert werden. Der dritte Bericht der Troika zum zweiten Anpassungsprogramm vom Sommer dieses Jahres weist keine deutlichen Veränderungen der makroökonomischen Kennzahlen zum Stand Ende 2012 auf. Da allerdings mit den Ende 2012 ergriffenen Maßnahmen auch die Schwankungspuffer aufgezehrt wurden – so wurde auf den Aufbau einer Barreserve verzichtet und das Volumen der Geldmarkttitel nicht, wie ursprünglich im zweiten Anpassungsprogramm geplant, deutlich reduziert – ergibt sich nach derzeitiger Rechnung für die Jahre 2014 und folgende nach Einschätzung mehrerer Beobachter eine Finanzierungslücke im jeweils einstelligen Milliardenbereich.

Es ist möglich, dass der griechische Staat diese Lücke über den Kapitalmarkt schließen könnte. Wegen der langen Laufzeiten der Rettungskredite

Abbildung 1:
Planzahlen der Anpassungsprogramme 2010–2016



1. Prog: Zahlen aus dem ersten Anpassungsprogramm (Mai 2010). 2. Prog: Zweites Anpassungsprogramm (März 2012). 1. Rev: Erstes Revision des zweiten Programms (Dez 2012). 3. Rev: des zweiten Programms (Juli 2013).

Quelle: Europäische Kommission (2010, 2012a, 2012b, 2013).

muss Griechenland in den 10 Jahren nach 2014 exklusive Geldmarkttitel nur knapp 73 Mrd. Euro (etwa 1/5 der Schulden und knapp 2/5 in Relation zur Wirtschaftsleistung) umschulden, so dass zusätzliche Anleiheemissionen im oben skizzierten Volumen denkbar erscheinen, doch wirkt der extrem hohe Bruttoschuldenstand wie ein Damoklesschwert, das Investoren zumindest von einem langfristigen Engagement zu günstigen Konditionen abhalten dürfte. Alternativ könnte ein drittes Anpassungsprogramm mit weiteren Hilfskrediten einspringen oder ein Schuldenschnitt, der dann auch die öffentlichen Gläubiger trifft, die finanzielle Lage Griechenlands verbessern. Problem eines dritten Anpassungsprogramms ist, dass die Rückkehr an die Finanzmärkte nur verschoben wird bei zugleich weiterhin hohem oder gar steigendem Bruttoschuldenstand. Bei einem Schuldenschnitt hingegen stellt sich die Frage, wie umfangreich dieser ausfallen muss, damit eine Rückkehr an die Kapitalmärkte gelingt und zugleich die öffentlichen Kapitalgeber im geringstmöglichen Ausmaß geschädigt werden (Boysen-Hogrefe et al. 2013: Kasten 3). Denkbar ist auch eine Variante, die beide Elemente enthält. Ferner werden Überlegungen angestellt, das Bankenrettungsprogramm des ESM zu nutzen. Wenn die Bankenunion installiert ist, soll der ESM Banken direkt unterstützen können. Würden nun die Banken auf Forderungen gegenüber dem griechischen Staat verzichten und die dann notwendige Rekapitalisierung vom ESM bereitstellen, könnte Griechenland seinen Bruttoschuldenstand reduzieren. Da Forderungen der Banken an den Staat inzwischen nur noch ein vergleichsweise geringes Ausmaß haben, könnte diese etwas zweifelhafte Methode nur begrenzt zur „Lösung“ der akuten Probleme der griechischen Staatsfinanzen genutzt werden.

Bei der Beurteilung der Frage eines möglichen dritten Anpassungsprogramms oder eines Schuldenschnitts ist zu berücksichtigen, dass inzwischen über 70 Prozent der Schulden Griechenlands bei den Staaten des Euroraums, dem IWF oder der EZB liegen. Mit Fortgang des Programms wird sich dieser Anteil weiter erhöhen. Die Zinszahlungen Griechenlands, die inzwischen das Budgetdefizit übersteigen (positiver Primärsaldo), haben entsprechend ebenfalls die „Retter“ als Empfänger. Ein weiteres Anpassungsprogramm bestünde somit größtenteils in dem Ausreichen von Krediten zur Deckung eigener Zinsforderungen.

^aDie Maßnahmen sind in Europäische Kommission (2012b: 52–54) aufgelistet.

Literatur

- Boysen-Hogrefe, J., Dominik Groll, N. Jannsen, S. Kooths, B. van Roye und J. Scheide (2013). Deutschland: Konjunktur nimmt etwas Fahrt auf. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Deutsche Konjunktur im Herbst 2013. Kieler Diskussionsbeiträge 528/529. IfW, Kiel.
- Europäische Kommission (2010). The Economic Adjustment Programme for Greece. European Economy. Occasional Papers 61. May. Brüssel.
- Europäische Kommission (2012a). The Second Economic Adjustment Programme for Greece. European Economy. Occasional Papers 94. March. Brüssel.
- Europäische Kommission (2012b). The Second Economic Adjustment Programme for Greece – First Review December 2012. European Economy. Occasional Papers 123. December. Brüssel.
- Europäische Kommission (2013). The Second Economic Adjustment Programme for Greece – Third Review July 2013. European Economy. Occasional Papers 159. July. Brüssel.