

Aktuelle Debatte:

**EU Auswege zwischen Austeritätspolitik und
Transferunion?**

Schuldenerleichterung für Griechenland

Ein pragmatisches Konzept, das auch Schäuble, Schelling und Konsorten überzeugen sollte

Wolfgang Edelmüller

Die EU-Institutionen haben mit ihrer neoliberalen Strategie zur Bewältigung der griechischen Staatsschuldenkrise vor allem Griechenlands Wirtschaft und Gesellschaft beispiellos devastiert. Das Land wurde in Kooperation mit dem IWF förmlich in ein Laboratorium für harte Austeritätspolitik verwandelt. Ausgeführt wurde die Versuchsanordnung durch ein drakonisches Spardiktat und eine Reihe struktureller Zwangsmaßnahmen, die primär auf eine dauerhafte Einschränkung von demokratischen Gewerkschafts- und sozialen ArbeitnehmerInnenrechten zielen. Mit steigender Detailversessenheit wurden diese wirtschaftspolitischen Souveränitätseingriffe als Konditionalität für drei aufeinander folgende „Hilfspakete“ eingefordert, um die EU-institutionelle Bereitschaft zur Refinanzierung fälliger Verbindlichkeiten der Hellenischen Republik gegen den mehrfach drohenden Staatsbankrott zu sichern. Das Konzept ist auf lange Sicht gleichwohl zum Scheitern verurteilt, weil es an der Höhe des untragbaren Schuldenausmaßes wenig verändert hat, durch die austeritätspolitischen Depressionsfolgen (Deflation) die reale Schuldenlast vielmehr deutlich erhöht wurde und daher die Rückkehr Griechenlands auf den Staatsanleihenmarkt schwer behindert wird. Zu sehr standen die Bail-Out-Interessen der Gläubiger des privaten Kapitalmarkts im Vordergrund der griechischen Schuldenregulierung.

Der neoliberale Reformeifer wurde aber auch durch den Umstand angestachelt, dass sich die griechische Bevölkerung auf demokratischem Weg gegen das zerstörerische Oktroyat aus Brüssel zur Wehr setzte, indem sie einer Linkregierung (Syriza-Anel-Koalition) zu einer parlamentarischen Mehrheit verhalf. Den Verlust ihrer willfähigen Vertragspartner in Athen konnten die konservativen EU-Eliten nur schwer verkraften, weswegen ein politischer Erfolg der Regierung Tsipras, deren Rückhalt in den deklassierten Bevölkerungsschichten Griechenlands durch Referendum und Neuwahl zweimal bestätigt wurde, unter allen Umständen vereitelt werden musste. Die gezielte Delegitimierung der Syriza-Regierung war umso dringlicher, als ihre Verhandlungsleiter an den neoliberalen Dogmen des „Brüsseler Konsenses“ ernsthaft zu rütteln und für eine wirtschaftspolitische Alternative zu werben begannen. Die drohenden Beispielfolgen für ähnlich betroffene EWU-Mitgliedsländer waren geeignet, das nach Finanzmarktkrise und Großer Rezession wiederbelebte und unionspolitisch forcierte Projekt der neoliberalen Umgestaltung des europäischen Wirtschafts- und Sozialmodells akut zu gefährden.

Die hinhaltenden Widerstand leistende Regierung Griechenlands wurde schließlich in einem auch für die EU-Diplomatie außergewöhnlichen Erpressungsmanöver an die Kandare genommen und über das Land die bleierne Decke eines ausweglosen Austeritätsregimes gebreitet. Eine letzte Chance für Griechenland, mit dem Ablauf des dritten „Hilfspakets“ ein Stück wirtschaftspolitische Souveränität wieder zu gewinnen, ist die zugesicherte Schuldenerleichterung, die an den Ausgangspunkt des Syriza-Wirtschaftsprogramms zurückführt, das einen Schuldenschnitt propagiert hat. Das schmeckt den neoliberalen Bändigern des unbotmäßig regierten Griechenland so gar nicht, weshalb sie unter Anleitung des deutschen Ministers der Finanzen mit erklärter Zustimmung auch

des österreichischen Finanzministers, der sich in heiklen Fragen der Eurogruppe in ergebener Gefolgschaftstreue gerne an Berlin orientiert, alle möglichen Ausflüchte suchen. Daher wird im Folgenden der Versuch unternommen, auf der Zahlenbasis des Jahres 2016 ein Konzept für Schuldenerleichterung zu skizzieren, das die gegnerischen Einwände berücksichtigt und auch von Schäuble, Schelling und Konsorten akzeptiert werden müsste.

(1) Griechenlands staatliche Gesamtverschuldung und deren Gläubigerstruktur auf gerundeter Zahlenbasis 2016

Die staatliche Gesamtverschuldung Griechenlands beträgt im Jahr 2016 EUR 318 Mrd. bei einer Teilausnutzung des bis August 2018 offenen ESM-Rahmens aus dem dritten „Hilfspaket“ (EUR 86 Mrd.) von EUR 32 Mrd.¹ Das entspricht in etwa 181% des Bruttoinlandsprodukts (BIP), das im selben Jahr ein Niveau von EUR 176 Mrd. erreicht hat. Der laufende Refinanzierungsprozess, der durch die drei „Hilfspakete“ zur Abwehr des latenten Staatsbankrotts ermöglicht wurde, hat die Gläubigerstruktur für die staatliche Gesamtverschuldung Griechenlands massiv von den privaten Kapitalmarktgläubigern zu den institutionellen EU-Gläubigern verlagert, was einer weitgehenden Vergemeinschaftung des griechischen „sovereign risks“ gleichkommt.

Vom Schuldenstand in Höhe von EUR 318 Mrd. entfallen daher nur mehr EUR 52 Mrd. (16%) auf private Gläubiger, während der große Rest in Höhe von EUR 266 Mrd. (84%) bereits auf die Bücher von staatlichen Institutionen der Eurozone und des IWF genommen wurde. Weshalb sich die austeritätspolitische Verschlechterung des griechischen Staatsrisikos mittlerweile klar gegen das gemeinschaftliche Gläubigerinteresse richtet, auch wenn die neoliberalen Apologeten solcher Rettungskonzepte „die Steuerzahler“ vom Gegenteil überzeugen wollen und damit die Debatte über die Schuldenerleichterung in eine falsche Richtung lenken.

Im Einzelnen ergibt die Gläubigerstruktur 2016 folgendes Bild: private Kapitalmarktgläubiger: EUR 52 Mrd., Euromitgliedsländer: EUR 53 Mrd., EFSF: EUR 131 Mrd., ESM: EUR 32 Mrd. (Aushaftung aus dem bis August 2018 zugesagten dritten „Hilfspaket“ von EUR 86 Mrd.), EZB: EUR 18 Mrd. (geschätzte Restgröße aus vergangenen Ankaufsprogrammen für Staatsanleihen), IWF: 32 Mrd. Die Summe dieser Ausleihungen entspricht dem Gesamtschuldenstand Griechenlands in 2016. Der definitive Schuldenstand und seine Relationen ergeben sich erst aus der endgültigen Ausnutzung des dritten „Hilfspakets“ bis zu seinem Ablauf im August 2018.

(2) Nachhaltige Verschuldung und Überschuldung

Private Schuldner müssen bei Verlust ihrer Solvenz die eingegangenen Verbindlichkeiten stets pünktlich bedienen und daher im Falle von Kreditverbindlichkeiten die zu den vereinbarten Terminen fälligen Zinsen und Tilgungsraten vollständig bezahlen. Bei Zahlungsverzug droht die Insolvenz und damit die exekutive Betreuung der ausstehenden Forderung des Kreditgläubigers in die Kreditsicherheiten und das Vermögen des unbeschränkt haftenden Kreditschuldners. Anders verhält es sich mit der Verschuldung eines funktionierenden Staatswesens, das seine Schulden nie zurückzahlen muss, solange es das volle Vertrauen des privaten Kapitalmarkts genießt. Vielmehr werden die Schulden des Staates zu den jeweiligen Fälligkeitsterminen von alten oder neuen Anleihen- oder Kreditkonsortien refinanziert, also durch betragsgleiche Neuverschuldung zu allenfalls

veränderten Konditionen eingelöst („roll over“). Der Schuldenstand bleibt dadurch unverändert. Die Finanzierungsagentur des Staates muss eventuell dafür sorgen, dass die Budgetbehörde die fälligen Zinsen aus Steuermitteln bezahlt, sofern die Zinskupons nicht in den „roll over“ einbezogen werden.

Ein funktionierendes Staatswesen mit einer souveränen Währung ist dank ihres von der staatlichen Zentralbank ausgeübten Geldmonopols überhaupt in der Lage, Art und Ausmaß seiner Verschuldung frei zu wählen, solange seine Schuldtitel in Geldeinheiten der eigenen Währung denominated sind, sodass die Zentralbank aus ihrem unbegrenzten Geldschöpfungspotenzial fällige Verbindlichkeiten des Staates jederzeit monetisieren („ausbezahlen“) kann. In diesem Fall ersetzt der Staat seine privaten Gläubiger des Kapitalmarkts durch die dem staatlichen Sektor zugehörige Zentralbank, die mit dem Ankauf oder der Refinanzierung der in eigener Währung denominateden Schuldtitel des Staates die Geldbasis erweitert, die als unbefristete Verbindlichkeit ohne Erfüllungszwang in ihrer Bilanz ausgewiesen wird. Auf diese Weise können Staatsschulden in jederzeit verfügbares Zentralbankgeld (Münzen, Banknoten und Zentralbankreserven) gewapt werden. Der über sein staatliches Geldmonopol unbeschränkt verfügende Souverän ist daher bei Verschuldung in eigener Währung auf Dauer solvent und vor dem „sovereign default“ geschützt.

Im Euro-Währungssystem sind die monetären Souveränitätsrechte der Mitgliedsländer an die unabhängige EZB abgetreten, die für die im ESZB verbundenen Euroländer das Geldmonopol ausübt und nach Artikel 123 Absatz (1) des AEUV mit einem Staatsfinanzierungsverbot belegt ist. Die Euroländer können somit auch ihre Euro-denominierten Verbindlichkeiten nicht monetisieren und sind daher umso mehr auf das Vertrauen der Kapitalmärkte angewiesen, um ihre Verschuldungsfähigkeit durch laufenden „roll over“ aufrecht zu erhalten. In der Staatsschuldenkrise ist für die betroffenen Euroländer dieses Vertrauen aus mehreren Gründen in unterschiedlichem Ausmaß verloren gegangen, ohne dass die EZB durch Monetisierung der fälligen und aus Steuermitteln nicht mehr bedienbaren Verbindlichkeiten wie im oben beschriebenen Fall des souveränen Währungssystems als „lender of last resort“ einspringen konnte.

Griechenland ist der Paradefall für die negativen Konsequenzen aus den restriktiven Konstruktionsprinzipien des Euro-Währungssystems, die sich stark an den rigorosen Vorgaben der „deutschen Stabilitätskultur“ orientiert haben. Wobei das die monetären Systemdefizite verstärkende Management der Staatsschuldenkrise durch „Hilfspakete“ unter der Konditionalität neoliberaler Austeritätspolitik in die wirtschaftliche und soziale Dauerkrise führt, weil das Land in der erzwungenen Rezessionsfalle festsetzt ohne jede Chance, seine Schuldentragfähigkeit wiederzugewinnen. Daher ist die Schuldenerleichterung erst der Beginn eines Auswegs, der mittelfristig auf die Kapitalmärkte zurückführen soll. Es gibt allerdings kein feststehendes Limit für tragfähige und nachhaltige Staatsverschuldung, das Maastricht-Kriterium von 60% des BIP war rein willkürlich gewählt und wurde bestenfalls aus der durchschnittlichen Verschuldungsquote der EWWU-Beitrittskandidaten zum Zeitpunkt der Euroeinführung abgeleitet. In souveränen Währungssystemen kann Art und Ausmaß der Staatsverschuldung durch die wirtschaftspolitische Zielbestimmung von Vollbeschäftigung und Preisstabilität determiniert werden. In Währungsgemeinschaften mit den einschränkenden Merkmalen des Eurosystems ist wohl die dauerhafte Kapitalmarkttauglichkeit, insbesondere der offen gehaltene Zugang zu den Staatsanleihenmärkten, ein entscheidendes Kriterium. Nachdem Euroland bei einer durchschnittlichen Verschuldungsquote nahe 90% des kumulierten BIPs mit der Aus-

nahme Griechenlands zu variierenden Konditionen kapitalmarktfähig ist, wäre damit ein pragmatischer Orientierungsrahmen für ein gerade noch nachhaltiges Verschuldungsli mit Griechenlands knapp darüber, bei 100% des BIPs gegeben.

Unter diesem Prätext kann auf Zahlenbasis 2016 die staatliche Gesamtverschuldung Griechenlands in Höhe von EUR 318 Mrd. für Restrukturierungszwecke aufgeteilt werden in eine nachhaltige Verschuldung von EUR 176 Mrd. (100% des BIPs), die mittelfristig über den Kapitalmarkt refinanziert wird, und in eine Überschuldung von EUR 142 Mrd., die im Rahmen eines säkularen Tilgungsplans nach Art der Schuldenerleichterung in einem eigenen, für die Kapitalmarktfähigkeit Griechenlands nicht mehr maßgeblichen Refinanzierungskreis geführt wird. Voraussetzung ist allerdings, dass sich das Land nach Auslaufen des dritten „Hilfspakets“ durch eine beschäftigungs- und einkommenssteigernde Investitions- und Wachstumspolitik von der Austeritätsgeißel befreien kann.

(3) Restrukturierung der Überschuldung durch den ESM mit EZB-Unterstützung

Der ESM ist mit einer Kapitalisierungszusage von EUR 705 Mrd. bei einer Quotenverteilung gemäß Beteiligung am EZB-Grundkapital von den Euroländern ausgestattet, wovon in 2016 EUR 81 Mrd. tatsächlich eingezahlt sind, die restlichen EUR 624 Mrd. können bei Bedarf mit Gesellschafterbeschluss der Euroländer abgerufen werden. Der ESM ist überdies vollumfänglich geld- und kapitalmarktfähig und kann sich jederzeit auf den Finanzmärkten in allen Währungen refinanzieren. Er verfügt daher im Grunde genommen über alle finanzgeschäftlichen Handlungskompetenzen eines Europäischen Währungsfonds. Die Umwandlung des ESM in einen EWF wird daher auch aus verschiedenen Richtungen mit unterschiedlichen Zielsetzungen der jeweiligen Proponenten unterstützt.

Es macht unter den gegebenen Umständen Sinn, einen Teil des für 2016 ermittelten Aushaftungsstands aus den institutionellen Rettungsfinanzierungen der drei „Hilfspakete“ auf den ESM bis zu einem Limit von EUR 142 Mrd. umzuschulden. Die Umschuldung würde in der Reihenfolge IWF: EUR 32 Mrd., Euroländer: EUR 53 Mrd. und EFSF: EUR 25 Mrd. (Teil der EFSF-Fazilität von EUR 131 Mrd. aus dem zweiten „Hilfspaket“) erfolgen, sodass sich unter Berücksichtigung der ESM-eigenen Aushaftung in Höhe von EUR 32 Mrd. (aus dem dritten, noch bis August 2018 laufenden „Hilfspaket“ in Höhe von EUR 86 Mrd.) ein gebündeltes ESM-Gesamtdarlehen von eben EUR 142 Mrd. ergibt. Der ESM würde sodann als einziger Gläubiger Griechenlands für die zu restrukturierende Überschuldung gleicher Höhe fungieren. Mit dieser Umschuldung werden die Euroländer vom Direktisiko aus dem ersten „Hilfspaket“ zur Gänze und aus dem Haftungsrisiko der EFSF-Fazilität aus dem zweiten „Hilfspaket“ teilweise entlastet. Darüber hinaus wird der IWF vollständig abgelöst, dessen Monitoring-Funktion zur Einübung in seine künftige Rolle als Europäischer Währungsfonds vom ESM übernommen werden kann. Die verbleibende Gläubigerstruktur für die nachhaltige Verschuldung Griechenlands in Höhe von EUR 176 Mrd. umfasst sodann die Ausleihungen des privaten Kapitalmarkts (EUR 52 Mrd.), die EZB mit dem Anleihen-Restbestand aus vergangenen Ankaufprogrammen (EUR 18 Mrd.) und die restliche EFSF-Fazilität aus dem zweiten „Hilfspaket“ (EUR 106 Mrd., i.e. EUR 131 Mrd. minus EUR 25 Mrd. aus der Umschuldung auf den ESM). Diese Gläubiger werden mit der Rückkehr Griechenlands auf den Kapitalmarkt, der durch die Schuldenerleichterung beschleunigt wird, über den Sovereign Debt Market des Euroraums innerhalb der nächsten zehn Jahre in der zeitlichen Abfolge ihrer Fälligkeitsprofile abgelöst.

Der ESM refinanziert das durch Umschuldung gebündelte Restrukturierungsdarlehen

an Griechenland in Höhe des Überschuldungsbetrags von EUR 142 Mrd. nicht durch den Abruf weiterer Eigenmittel aus der offenen Kapitalisierungszusage der Euroländer in Höhe von EUR 624 Mrd., sondern durch die Begebung von Anleihen zu AAA-Bestkonditionen von in Summe EUR 142 Mrd. Die beauftragten Emissionskonsortien nehmen auf Basis einer verbindlichen Ankaufs- und Behaltenszusage der EZB die jeweiligen Anleihenpakete zur Gänze auf ihre Bücher, um im Wege einer zeitgleichen oder zumindest zeitnahen Sekundärmarkttransaktion der EZB durch Zentralbankreserven entlastet zu werden. Die EZB ordnet diese von ihr angekauften Anleihenpakete des ESM zur Refinanzierung des Restrukturierungsdarlehens an Griechenland ertragstechnisch ihrem Anteil am Banknotenumlauf des ESZB zu, woraus sich eine im Nettozinsergebnis enthaltene Seigniorage vom Typus „Opportunitätskostenseigniorage“ in der betraglichen Höhe der Anleihenzinserträge errechnet, die zur Gänze an den ESM refundiert wird.² Der ESM wird dadurch in die Lage versetzt, das Restrukturierungsdarlehen ohne Zinsen gegen Kostendeckungszusage für den effektiven Bearbeitungsaufwand zur Verfügung zu stellen. Dieses zinslose ESM-Darlehen zur Restrukturierung der Überschuldung Griechenlands wird mit einem säkularen Tilgungsplan von 60 Jahren unterlegt, der nach einer tilgungsfreien Anfangsperiode von 10 Jahren eine Tilgungslaufzeit von 50 Jahren bei jährlich in gleicher Höhe fälligen Tilgungsraten vorsieht. Bei einer ESM-Darlehenshöhe von EUR 142 Mrd. beträgt die jährliche Tilgungsrate EUR 2,84 Mrd.

(4) Tilgungsfonds: vom Eurobond zum Covered Bond

Die Refinanzierungsanleihen des ESM für das Restrukturierungsdarlehen an Griechenland haben den Charakter von Eurobonds, auch wenn sie durch keine direkte Haftung der Euroländer wie im Fall der EFSF-Fazilität besichert sind. Ihre Bestkonditionen und ihre EZB-Ankaufsfähigkeit erhalten sie dennoch erst durch einen Anleihenschuldner, der von den Euroländern mit einer abrufbaren Kapitalisierungszusage von EUR 705 Mrd. ausgestattet ist und damit über ein Bonitätsiegel aller erster Güte (AAA) verfügt. Im Falle eines „sovereign defaults“ Griechenlands bleibt daher die EZB schadensfrei, weil die ESM-Anleihen im Portfolio der EZB durch den von den Euroländern solvent gehaltenen Anleihenschuldner keinen Ausfall erleiden, vielmehr schlägt der allfällige ESM-Darlehensverlust wegen des dann notwendigen Kapitalabrufs auf die Euroländer durch.

Die Tilgungsrate in der jährlichen Höhe von EUR 2,84 Mrd. für das Restrukturierungsdarlehen wird nach Ablauf der tilgungsfreien Periode zu Beginn des ersten Fälligkeitsjahres von Griechenland nicht an den darlehensgebenden ESM abgeführt, sondern in einen dem ESM verpfändeten Tilgungsfonds eingezahlt, der die Tilgungsmittel risikoarm am Kapitalmarkt (vorwiegend im Fixed Income Segment des Euroraums) veranlagt. Der jährliche Veranlagungsertrag wird von der jeweils folgenden Tilgungsrate abgezogen, sodass sich das periodische Tilgungserfordernis, das aus dem Budget Griechenlands alljährlich aufgebracht werden muss, laufend um den Jahresertrag des aus den Tilgungszahlungen aufgebauten Vermögens des Tilgungsfonds verringert, ohne dass dessen Marktwert unter den kumulierten Tilgungsanspruch des ESM gemäß vereinbartem Tilgungsplan fällt. Ohne die dafür anwendbare mathematische Formel zu bemühen, ist unschwer erkennbar, dass bei einer Tilgungslaufzeit von 50 Jahren und der Annahme einer nicht ganz unrealistischen jahresdurchschnittlichen Vermögensertragsrate von 2% Griechenland nominell nur die Hälfte des gesamten Tilgungserfordernisses von EUR 142 Mrd. in konstant fallenden Beträgen aufbringen muss. Am Ende der Tilgungslaufzeit sollte der Marktwert

des Vermögens im Tilgungsfonds dem Restrukturierungsdarlehen in voller Höhe entsprechen, sodass aus der daran anschließenden Liquidation des Tilgungsfondsvermögens die volle Rückführung des ESM-Darlehens erfolgen kann. Alternativ kann das offenmarktfähige Fondsvermögen als asset-to-asset-swap zur Ablöse der ESM-Anleihen auch an die EZB übertragen werden. Dadurch wird ein Eurobond mit Risikorückhalt bei den Euroländern allmählich in einen Covered Bond mit Sicherheitendeckung im kapitalmarktgängigen Vermögen eines Wertpapierfonds gewandelt.

Voraussetzung für die Tauglichkeit dieses Tilgungsfondsmodell ist, dass das Vermögenportfolio über Veranlassung Griechenlands professionell mit hoher Markt- und Kreditrisikokompetenz gesteuert und das Fondsmanagement in allen Belangen von Veranlagung (Markt) und Risiko (Marktfolge) von ESM und EZB rigoros beaufsichtigt wird. Für ein Marktwertdefizit gegenüber dem jeweiligen Tilgungserfordernis bleibt Griechenland voll haftbar und nachschusspflichtig. Die Motivation Griechenlands für eine umsichtige Veranlagungsstrategie mit klaren Risikobegrenzungskriterien könnte auch darin bestehen, dass die staatliche Finanzierungsagentur im Rahmen der laufenden Refinanzierung des nachhaltigen Verschuldungsteils in Höhe von EUR 176 Mrd. griechische Staatsanleihen in den Tilgungsfonds platziert, soweit das im Rahmen der Konzentrationsrisikovorgaben zulässig ist. Dadurch zahlt die Budgetbehörde einen Teil ihrer Zinslast nicht an private Anleihegläubiger des Kapitalmarkts, sondern alimentiert den Veranlagungsertrag des Tilgungsfonds, der das periodische Tilgungserfordernis entsprechend mindert.

(5) Investitionen, Beschäftigung und Wachstum sowie Staats- und Sozialreformen

Die wirtschaftliche Funktionsbedingung für ein Tilgungsfondsmodell zur Schuldenerleichterung besteht allerdings darin, dass Griechenland zumindest nach dem Auslaufen des dritten „Hilfspaketes“ der Geiselnhaft des aufgezwungenen Austeritätsregimes entkommen kann, um gleichzeitig mit der Einigung über die Schuldenerleichterung die tatsächliche Rückkehr auf die Kapitalmärkte zu leistbaren Konditionen einzuleiten. Das setzt voraus, dass Griechenland gegen den Widerstand seiner oligarchischen und nepotistischen Gesellschaftshierarchien das „Jahrhundertprojekt“ einer umfassenden Staatsreform konsequent in Angriff nimmt und den Kampf gegen die grassierende Armut durch Entwicklung eines robusten sozialen Sicherungssystems nach „best practice“-Maßstäben der europäischen Sozialstaaten aufnimmt.

Das wirtschaftliche Fundament für diese Reformprozesse kann aber nur durch die Überwindung der unerträglich hohen Massenarbeitslosigkeit im Wege einer offensiven Beschäftigungs- und Wachstumspolitik geschaffen werden. Die griechische Regierung sollte daher in den nächsten zehn Jahren bei anhaltend niedriger Schuldendienstquote (BIP-Anteil des jährlichen Zinsaufwands für die Staatsschulden) auf Basis einer volkswirtschaftlichen Rahmenplanung den Großteil der verfügbaren Ressourcen in öffentliche und private Investitionen lenken, um Beschäftigung und Einkommen zu schaffen. Wenn damit ein Wachstumspfad mit jahresdurchschnittlichen BIP-Zuwachserwartungen von zumindest 2% eingeleitet werden kann, dann werden der Hellenischen Republik auch wiederum Neuverschuldungsspielräume erschlossen, ohne das Tragfähigkeitslimit der staatlichen Gesamtverschuldung von 100% des BIP zu überschreiten. Griechenland kann dann endlich seine Kofinanzierungsverpflichtungen bei Nutzung der diversen EU-Förderungs- und Finanzierungsfonds für dringend benötigte Investitionen erfüllen.

(6) Vor- und Nachteile der beschriebenen Schuldenerleichterung: warum Schäuble, Schelling und Konsorten zustimmen müssten

Die Vorteile für Griechenland liegen auf der Hand, weil das Land nach Auslaufen des dritten „Hilfspakets“ über einen Zeitraum von zehn Jahren seine Überschuldung ruhiggestellt hat, was zusammen mit den günstigen Konditionen der weiterhin verbleibenden EFSF-Fazilität sowie einer graduellen und eher kurz- bis mittelfristigen Kapitalmarktrefinanzierung der nachhaltigen Verschuldung zu einer anhaltend niedrigen Schuldendienstquote beiträgt. Die finanziellen Ressourcen des Staates werden dadurch geschont und können für beschäftigungsfördernde Investitionen zur Verringerung der Arbeitslosigkeit und für soziale Mindestsicherung zur Bekämpfung der Armut eingesetzt werden, sodass über den Einkommenskreislauf entsprechende Wachstumsimpulse entstehen. Bei einem aufholenden Wachstumsniveau von jahresdurchschnittlichen 2% nach einem Jahrzehnt der Austeritäts-verursachten Depression ist die griechische Volkswirtschaft nach zehn Jahren in einem Zustand, der eine nachhaltige Kapitalmarkttauglichkeit des Staates zu tragfähigen Konditionen als sehr wahrscheinlich erscheinen lässt. Wenn das Tilgungsfondsmodell der Schuldenerleichterung funktioniert, dann beseitigt Griechenland seine Überschuldung ab diesem Zeitpunkt mit sinkendem Tilgungsaufwand, der auf die Tilgungslaufzeit gerechnet einer durchschnittlichen Jahresverzinsung von 1% vom Überschuldungsvolumen in der Höhe von EUR 142 Mrd. entspricht. Die Kapitalmärkte werden diese Vorteile in ihre Konditionen für griechische Staatsanleihen einpreisen, sodass der „spread“ zwischen „Griechenlandbonds“ und „Eurolandbonds“ deutlich schrumpfen wird. Der eklatante EU-Krisenfall Griechenland wäre trotz der neoliberalen Abirrung in ein austeritätspolitisches „Rettungskonzept“ endlich gelöst.

Aber auch die Gralshüter des Neoliberalismus in der Eurogruppe werden folgende Vorteile für die EU kaum in Abrede stellen können: Die Euroländer werden unmittelbar von direkten Kredit- und Haftungsrisiken im Ausmaß von EUR 78 Mrd. (Kredite: EUR 53 Mrd. und EFSF-Haftungen: EUR 25 Mrd.) entlastet, der Übergang dieser Risiken auf den ESM wandelt die Risikoqualität in Richtung Eventualrisiko, das in Form der Kapitalisierungszusage bereits besteht, aber im gegenständlichen Refinanzierungsmodell nicht in Anspruch genommen wird. Die EZB hat überdies allen Grund nach ihrer umstrittenen Rolle im Rahmen der Begrenzung der Notfalls-Liquiditätshilfen für den angeschlagenen griechischen Bankenapparat, die für die rabiate Durchsetzung der Konditionalität vor allem des dritten „Hilfspakets“ von ausschlaggebender Bedeutung war, Griechenland bei der Schuldenerleichterung durch die Möglichkeiten des Euro-Geldmonopols zu unterstützen. Dabei werden alle Regeln eingehalten! Sollte die EZB Bedenken wegen der Liquiditätseffekte des Ankaufs der ESM-Anleihen für den Geldmarkt haben, kann sie jederzeit durch offenmarktpolitische Operationen (Verkauf von Positionen aus dem reichhaltigen Anleihenbestand, der im Zuge der „Quantitative Easing“-Politik erworben wurde) eingreifen und den über die Anleihenkonsortien kanalisierten Zentralbankgeldstrom neutralisieren. Die Finanzminister der Euroländer könnten eventuell den Verlust der Zins- und Haftungserträge durch die Umschuldung auf den ESM beklagen. Weiters könnten sie den Entgang einer potenziellen Gewinnausschüttung ihrer Zentralbank bedauern, der sich aus der Refundierung der Seigniorage an den ESM nach Ermittlung über die zero-bound-Refinanzierung der ESM-Anleihen durch den Banknotenumlauf errechnen lässt. Dabei sollten sie allerdings politisch in Betracht ziehen, dass staatliche Krisengewinne zu Lasten solidaritätsbedürftiger Unionsmitglieder die Reputation der EU schwer

schädigen und dass die Seigniorage ein „windfall profit“ ist, den es ohne diese Refinanzierungskonstruktion nicht gäbe. Und last but not least werden selbst die besorgtesten Steuerzahler-Beschwörer zugeben müssen, dass die Euroländer binnen zehn Jahren aus der Kapitalmarkrefinanzierung der nachhaltigen Verschuldung von Griechenland-Risiken im Ausmaß von EUR 124 Mrd. (restliche EFSF-Fazilität: EUR 106 Mrd. und EZB-Anleihen-Restbestand: EUR 18 Mrd.) entlastet werden und das Eventualrisiko der ESM-Anleihen in der Höhe des Restrukturierungsdarlehens von EUR 142 Mrd. durch die Wandlung von Eurobonds in Covered Bonds sukzessive schwindet. Die heile Welt des Dr. Schäuble, aus der die solidarische Schuldengemeinschaft der Euroländer verbannt ist, kann langfristig auch ohne den demokratiegefährdenden und menschenverachtenden Umweg durch das austeritätspolitische Fegefeuer möglich werden.

Anmerkungen

- 1 Der „Europäische Stabilitätsmechanismus“ (ESM) ist ein von den Mitgliedstaaten eingerichtetes und garantiertes Vehikel, das durch Wertpapieremission am Kapitalmarkt finanzierte Kredite an Länder wie Griechenland vergibt, mit denen ein Stabilisierungsprogramm zur Abwendung einer Staatsschuldenkrise vereinbart wurde. Der ESM wurde 2012 gegründet, um im Rahmen eines dritten Kreditprogramms für Griechenland das von 2010–2013 aktive Provisorium „Europäische Finanzstabilisierungsfazilität“ (EFSF) abzulösen.
- 2 Als Seigniorage werden die Einkünfte einer Notenbank aus den Erträgen ihrer Wertpapiere bezeichnet, die sie als Gegenposten zu der Ausgabe von Verbindlichkeiten in Form von Banknoten und Einlagen der Geschäftsbanken in ihrer Bilanz hält. Der Banknotenumlauf stellt für das Vermögen der Zentralbank per System eine zinsfreie Refinanzierungsquelle („zero bound“) dar, während die Zentralbankreserven (Mindest- und Überschussreserven) in Abhängigkeit von der Zinspolitik im Rahmen der anzuwendenden „policy rates“ auch verzinst sein können. Derzeit kommt im ESZB aus bekannten Gründen ein Negativzins (-0,4% p.a.) zur Anwendung, während über längere Zeiträume die Reservezinssätze zumeist positive Werte annehmen, was zu einer entsprechenden Minderung der Nettozinserträge des ESZB führt. Sollte daher zum gegebenen Zeitpunkt der Refinanzierungsbedarf für das ESM-Darlehen an Griechenland den Anteil der EZB von 8% am gesamten Banknotenumlauf des ESZB (Juli 2017: EUR 1.142,8 Mrd.) überschreiten, müsste eine ertragstechnische Ergänzungslösung für den Überschreibungsbetrag gesucht werden, um über die Refundierung der Seigniorage in der vollen Höhe der ESM-Anleihenzerträge die Zinslosigkeit des Restrukturierungsdarlehens sicherzustellen.