

Meyer, Dirk

**Article**

## Schuldenerleichterungen für Griechenland: Ein Überblick

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Meyer, Dirk (2018) : Schuldenerleichterungen für Griechenland: Ein Überblick, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 98, Iss. 6, pp. 405-410, <https://doi.org/10.1007/s10273-018-2308-5>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/213657>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Dirk Meyer

# Schuldenerleichterungen für Griechenland – ein Überblick

**Das dritte Hilfsprogramm für Griechenland läuft im August 2018 aus. Bislang wird angestrebt und davon ausgegangen, dass Griechenland seinen zukünftigen Kreditbedarf am freien Kapitalmarkt finanzieren kann. Um diesen Zugang zu erleichtern bzw. überhaupt erst möglich zu machen, wurden in der Vergangenheit zahlreiche Schuldenerleichterungen vorgenommen, teils im Nachhinein – beginnend mit einer Lockerung der Kreditkonditionen bis hin zum Schuldenerlass.**

Der Beitrag gibt einen Überblick über die Forderungsverzichte der Gläubiger. Dies ist besonders vor dem Hintergrund relevant, dass Griechenland zum Ende des laufenden Hilfsprogramms Verhandlungen für einen weiteren Schuldenerlass in Aussicht gestellt wurden. Darüber hinaus wollten Bündnis 90/Die Grünen vor kurzem im Bundestag wissen, in welcher Höhe dem Bundeshaushalt bzw. der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) seit 2010 Zinsgewinne aus dem ersten bilateralen Kreditprogramm für Griechenland und den Anleihegeschäften der Europäischen Zentralbank (EZB) (z.B. aus dem Securities Markets Programme, SMP oder dem Agreement on Net Financial Assets, ANFA) zugeflossen sind.<sup>1</sup>

## Griechenlands Rückkehr an den freien Kapitalmarkt

Die volkswirtschaftlichen Kennziffern scheinen auf eine Erholung Griechenlands hinzudeuten. So hat sich das Bruttoinlandsprodukt (BIP) nach einem Rückgang um 28,5 % von 2008 auf 2015 auf niedrigem Niveau bei aktuell 179 Mrd. Euro stabilisiert. 2017 konnte erstmals ein nennenswertes reales Wachstum von 1,6 % erzielt werden. Allerdings verharrt die Staatsverschuldung mit 320 Mrd. Euro auf Höchstniveau und auch die Staatsschuldenquote bewegt sich seit 2014 zwischen 176 % und 182 %. Mit einem Primärüberschuss von 3,9 % des BIP (2016) und einem Haushaltsüberschuss von 0,7 % des BIP wurden die Anforderungen des Auflagenprogramms übererfüllt.<sup>2</sup> Daraufhin beendete die EU-Kommission im September 2017 das seit 2009 laufende Defizitverfahren gegen Griechenland. Auch aus diesem Grund wurde die Bonität Griechenlands zu Jahresbeginn um zwei Stufen erhöht (Moody's: B3; S&P: B; Fitch: B; Ausblick positiv), wenngleich diese Einstufung immer noch sechs Stufen unter dem Investment Grade liegt.

Im Juli 2017 gelang die vorläufige Rückkehr an den Kapitalmarkt mit einer fünfjährigen Staatsanleihe über 3 Mrd. Euro und einer Emissionsrendite von 4,625 % p.a. Ende November 2017 tauschte die griechische Regierung 20 klein-volumige Anleihen mit geringer Liquidität im Umfang von etwa 30 Mrd. Euro, die aus den Emissionen im Zuge des Schuldenschnitts 2012 stammten, gegen fünf Anleihen mit Festzinssätzen zwischen 3,5 % und 4,2 % p.a. Schließlich erfolgte Anfang Februar 2018 die Emission einer siebenjährigen Anleihe im Volumen von 3 Mrd. Euro zu 3,5 % p.a. Auch vor dem Hintergrund eines weiteren möglichen Schuldenschnitts können die aktuellen Konditionen als Erfolg bezeichnet werden. Der Hintergrund der relativ geringen Risikoaufschläge könnten rechtliche Klauseln in den neuen Kreditverträgen sein, die ein Fälligstellen bei einem Zahlungsausfall anderer Anleihen – einen sogenannten Cross-Default – ausschließen. Dadurch wird das Risiko einer Nichtbedienung erheblich reduziert. Interessant ist, dass griechische Unternehmensanleihen mit 3 % noch niedriger als griechische Staatstitel rentieren. Grund sind die Kapitalverkehrskontrollen, die bei Griechen eine hohe Nachfrage nach Anleihen auslandsorientierter Unternehmen bewirken, um am Wachstum der Weltwirtschaft teilzunehmen.<sup>3</sup> Mit den Emissionen strebt die griechische Regierung den Aufbau einer Reserve von 19 Mrd. Euro an, um nach dem Auslaufen des Hilfspakets einen Liquiditätspuffer zu haben. Bestandteil der Reserve sind auch ca. 6 Mrd. Euro aus dem dritten Hilfspaket.

3 Vgl. T. Piller: Griechen leihen lieber Unternehmen Geld als dem Staat, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 29.8.2017, S. 25.

1 J. Spahn: Antwort des Parlamentarischen Staatssekretärs auf eine Kleine Anfrage des Abgeordneten Manuel Sarrazin (Bündnis 90/Die Grünen) vom 6.7.2017, Bundestags-Drucksache 18/13113, S. 40.  
2 Bezüglich der Daten vgl. Eurostat, <http://ec.europa.eu/eurostat/de/home> (25.5.2018). Damit erfüllte Griechenland 2016 seit seinem Eurozonen-Beitritt (2001) das erste Mal das Maastrichter Defizit-Kriterium.

**Prof. Dr. Dirk Meyer** ist Inhaber des Lehrstuhls für Ordnungsökonomik an der Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg.

**Tabelle 1**  
**Die Rettungshilfen**

Hilfsprogramme	Mrd. Euro
Erstes Hilfsprogramm (2010)	73,0
Zweites Hilfsprogramm (2012)	153,8
Drittes Hilfsprogramm (2015)	45,9
Gesamt	272,7
Finanzierung	
Euroraum	240,6
Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM)	52,9
Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF)	141,8
Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM)	45,9
Internationaler Währungsfonds (IWF)	32,1

Quelle: European Stability Mechanism, How much financial assistance has Greece received since 2010?, 2018, <https://www.esm.europa.eu/content/how-much-financial-assistance-has-greece-received-2010> (29.3.2018).

### Zur Schuldensituation

Im Rahmen der Rettungshilfen hat Griechenland in drei Hilfsprogrammen insgesamt 272,7 Mrd. Euro als de facto subventionierte Kredite erhalten. Davon kamen aus dem Euroraum 240,6 Mrd. Euro und vom Internationalen Währungsfonds (IWF) 32,1 Mrd. Euro (vgl. Tabelle 1).<sup>4</sup> Im April 2018 hatte Griechenland Staatsschulden im Umfang von 320 Mrd. Euro, entsprechend 175,9 % in Relation zum BIP. Für die bilateralen Kredite des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM), des ersten Hilfsprogramms, muss Griechenland jährlich Zinsen bezahlen – 2014 waren es etwa 400 Mio. Euro. Die Tilgung der bis 2040 laufenden Kredite beginnt 2020. Die Laufzeit der Kredite der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) aus dem zweiten Hilfsprogramm wurde gegenüber der ursprünglichen Vereinbarung um 15 Jahre verlängert. Die durchschnittliche Laufzeit beträgt jetzt 32,5 Jahre. Griechenland muss diese Kredite in den Jahren von 2023 bis 2056 vollständig tilgen, wobei die Liquiditätsbelastung aus diesen Krediten bis 2043 relativ gering bleibt. Zudem fallen erst ab 2022 Zinszahlungen an. Die durchschnittliche Laufzeit der Griechenland gewährten Kredite des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) beträgt 30,2 Jahre. Bis 2034 sind diese Kredite tilgungsfrei. Die Laufzeiten enden 2057 bis 2059. Die vom IWF im Rahmen des ersten Hilfsprogramm bereitgestellten Mittel (20,1 Mrd. Euro) zuzüglich der Zinsen hat

Griechenland zwischen 2013 und 2016 zurückgezahlt. Die Tilgung der IWF-Kredite (12,0 Mrd. Euro) aus dem zweiten Hilfsprogramm begann 2016 und soll bis 2026 abgeschlossen sein. Griechenland zahlt als durchschnittlichen Zins für die EFSF-Kredite 1,2 % p. a., für die ESM-Kredite 1,1 % p. a.<sup>5</sup>

Die Kredithilfen sind gemäß Art 136 Abs. 3 Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) an ein makroökonomisches Anpassungsprogramm gebunden (Memorandum of Understanding, MOU).<sup>6</sup> Ausgezahlt werden die Kredite dementsprechend in Tranchen als Zugum-Zug-Bereitstellung, die von der Erfüllung der geforderten finanz- und wirtschaftspolitischen Auflagen abhängig gemacht wurden. Da in Griechenland im September 2019 Wahlen zum Parlament stattfinden, ist nicht auszuschließen, dass der geplante Liquiditätspuffer von 19 Mrd. Euro für Wahlgeschenke genutzt wird und Reformen teilweise zurückgenommen werden. Die Geldgeber hätten keinerlei Handhabe, dies zu verhindern. Zudem erhebt der IWF spätestens seit dem dritten Hilfsprogramm erhebliche Zweifel an der Schuldentragfähigkeit Griechenlands, weshalb er sich an diesem Programm auch nicht beteiligt hat.<sup>7</sup> Zugleich stellt er die Möglichkeit eines Schuldenschnitts mit der Beendigung des Programms zur Diskussion.

### Schuldenerleichterungen in der Vergangenheit

Der Begriff der Schuldenerleichterung bzw. des freiwilligen Forderungsverzichts umfasst verschiedene Maßnahmen. Ein Schuldenschnitt (Haircut) kommt einer anteiligen Reduzierung der Forderungen gleich. Auch ein Schuldenerlass bezeichnet üblicherweise einen anteiligen oder gar kompletten Verzicht auf Ansprüche aus einem Kreditvertrag. Im Rahmen von Schuldenerleichterungen im engeren Sinne oder auch Umschuldungen werden die Kreditbedingungen wie Zinssatz, Tilgungsverlauf und Laufzeit zugunsten des Kreditnehmers angepasst. Allen gemeinsam ist eine Reduzierung des Barwerts der Forderungen und damit eine Minderung der Kreditlast des Schuldners. Gerade im Fall Griechenlands umfassen die schuldenerleichternden Maß-

4 Vgl. European Stability Mechanism: How much financial assistance has Greece received since 2010?, 2018, <https://www.esm.europa.eu/content/how-much-financial-assistance-has-greece-received-2010> (29.3.2018). Mit dem dauerhaften ESM fiel der EFSM ersatzlos weg. Der bis Mitte 2013 befristete EFSF ging im ESM auf. Insgesamt wurden im Rahmen der Hilfsprogramme an Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern etwa 470 Mrd. Euro an Kredithilfen ausgezahlt.

5 Vgl. European Stability Mechanism: Lending Rates, 2018, <https://www.esm.europa.eu/lending-rates> (12.3.2018), Stand 7.3.2018.

6 Vertrag über die Europäische Union (EU-Vertrag) und Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), konsolidierte Fassung aufgrund des am 1.12.2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon, zuletzt geändert durch die Akte über die Bedingungen des Beitritts der Republik Kroatien und die Anpassungen des Vertrags über die Europäische Union, des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Atomgemeinschaft (ABl. EU L 112/21 vom 24.4.2012) mit Wirkung vom 1.7.2013.

7 Vgl. International Monetary Fund: Greece – Preliminary Debt Sustainability Analysis – Updated Estimates, Country Report, Nr. 16/130, Washington DC 2016, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Greece-Preliminary-Debt-Sustainability-Analysis-Updated-Estimates-and-Further-Considerations-43915> (29.3.2018).

nahmen ganz unterschiedliche Stellschrauben, sodass eine klare begriffliche Abgrenzung schwierig bleibt.

Vorrangiges Ziel der Schuldenerleichterungen ist es, ab August 2018 dem Land den Kapitalmarktzugang zu sichern – auch um zukünftig Probleme eines drohenden Zahlungsausfalls oder eines vierten Hilfsprogramms gar nicht erst entstehen zu lassen. Kurzfristig soll eine übermäßige Belastung der staatlichen Ausgaben vermieden werden, die die Wirtschaft destabilisieren würde. Langfristig soll damit der Anpassungsprozess durch Reformen im Land erleichtert, das Wachstum unterstützt und einem zukünftigen Anstieg der Kreditzinsen entgegengewirkt werden.<sup>8</sup> Konkret und nach aktuellem Stand soll die Bruttoneuverschuldung jährlich 15 % bis 20 % in Relation zum BIP nicht überschreiten und mittelfristig eine Absenkung der Schuldenstandsquote und der Bruttoneuverschuldungsquote möglich werden.

#### Schuldenschnitt privater Gläubiger im März 2012

Augenscheinlicher Anlass des Schuldenschnitts privater Gläubiger Anfang März 2012 war das Ziel, eine drohende ungeordnete Insolvenz durch Zahlungsausfall einer Anleihe von 14,5 Mrd. Euro mit Fälligkeitstermin 20.3.2012 zu vermeiden. Die Ratingagentur Fitch bewertete den Schuldenschnitt deshalb als „teilweisen Zahlungsausfall“. Da von den betroffenen 206 Mrd. Euro des Anleihevolumens 177 Mrd. Euro griechischem Recht unterlagen, konnten nachträglich Collective Action Clauses (CAC) eingeführt werden. Diese machten eine Zwangsumschuldung möglich, da die von Griechenland geforderte Quote von 90 % Zustimmung zum Schuldenschnitt verfehlt wurde. Aufgrund dieser Zwangsmaßnahme sah die International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ein „Kreditereignis“, was Zahlungen aus Kreditausfallderivaten (Credit Default Swaps, CDS) auslöste.

Durch den Schuldenschnitt sank die Staatsschuldenquote von 161 % auf 124 % des BIP. Private Gläubiger (Banken, Versicherungen, Fonds, Kleinanleger) mussten auf Forderungen von nominal 107 Mrd. Euro verzichten. Dies entspricht einem Forderungsausfall von nominal 53,5 %. Durch gleichzeitige Zinssenkungen und Laufzeitverlängerungen mussten Anleger Wertberichtigungen auf niedrigere Barwerte vornehmen, die den Ausfall auf de facto etwa 75 % steigerten. Deutschland war mit insgesamt ca. 20 Mrd. Euro betroffen. Davon trugen private Banken, Versicherer und Fondsgesellschaften 6 Mrd. Euro. Für 14 Mrd. Euro kamen indirekt die Steuerzahler auf. So entfielen auf die Bad Bank der Hypo Real Estate (HRE) 8,9 Mrd. Euro,

auf die West LB 700 Mio. Euro, auf die KfW-Gruppe 210 Mio. Euro, der Rest auf andere staatliche bzw. teilstaatliche Institute (Sparkassen, Landesbanken, Commerzbank).<sup>9</sup> Im Rahmen der Umschuldung bekamen die Gläubiger für eine alte Anleihe im Nominalwert von 1000 Euro (a) ein Bündel von 20 neuen griechischen Staatsanleihen mit Fälligkeiten für 2023 bis 2042 (315 Euro) zum Durchschnittszins von 3,65 % p.a. – der damalige Marktzins betrug ca. 30 % p.a., (b) eine vom EFSF garantierte kurzfristige Anleihe (150 Euro) sowie (c) einen Schuldtitel, dessen Auszahlung an die Wirtschaftsleistung Griechenlands gebunden wurde.<sup>10</sup> Allerdings haben die neuen Anleihen ein geringeres Ausfallrisiko, indem ein Cross-Default ausgeschlossen wird.

Langfristig stand das Ziel, die Staatsschuldenquote bis 2020 von 161 % (2012) auf 120,5 % zu senken. Damit sollte sich das Land ab 2015 am freien Kapitalmarkt finanzieren können. Sowohl interne Analysen der Troika wie auch unabhängige Wissenschaftler sahen die Prognose bereits damals skeptisch.<sup>11</sup> Von dem Schuldenschnitt ausgenommen waren Schuldpapiere im Umfang von 53 Mrd. Euro anderer Eurostaaten, 20 Mrd. des IWF sowie 56 Mrd. der EZB. Da die EZB die gleichen Anleihen hielt wie die Privaten, konnte die Zentralbank sich nur durch einen Trick von Verlusten freihalten. Um dem Vorwurf zu entgehen, gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV) zu verstoßen, befreite sich die EZB durch die Einführung einer neuen Wertpapierkennnummer (WKN).

#### Schuldenschnitt öffentlicher Gläubiger im November 2012

Anlass der Schuldenerleichterungen für die EFSF-Kredite und die bilateralen Kredite der EU-Mitgliedstaaten waren Zweifel des IWF an der Schuldentragfähigkeit Griechenlands. Es stellte sich nämlich heraus, dass die durch den Schuldenschnitt privater Gläubiger erreichte Absenkung der Schuldenstandsquote nicht nachhaltig war und diese bereits Ende 2012 aufgrund nachlassender Wirtschaftsleistung wieder auf 156,9 % anstieg. Daraufhin nahm der IWF sein Ziel von 120,5 % (2020) zurück, forderte für 2022 jedoch eine Quote von „substanziell weniger“ als 110 %.

Vor diesem Hintergrund beschlossen die Euro-Finanzminister im November 2012 weitere Schuldenerleichterungen, die eine ganze Reihe von Maßnahmen umfassten. Eine Laufzeitverlängerung der EFSF- und der bilateralen Kredite um 15 auf 30 Jahre bis 2042 sowie eine Zinsabsenkung um 100 Basispunkte auf den Euribor-Satz plus

8 Vgl. European Stability Mechanism: Greece – ongoing programme, 2018, <https://www.esm.europa.eu/assistance/greece> (12.3.2018); European Stability Mechanism: Explainer on ESM short-term debt relief measures for Greece, 2018, <https://www.esm.europa.eu/press-releases/explainer-esm-short-term-debt-relief-measures-greece> (12.3.2018).

9 Vgl. H. Mußler: Griechenland kostet deutschen Steuerzahler 14 Mrd. Euro, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10.3.2012, S. 12.

10 Vgl. A. Armbruster: Griechenlands Angebot läuft aus, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 8.3.2012, S. 21.

11 Vgl. P. Plickert: Ökonomen: Umschuldung für Athen reicht nicht aus, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10.3.2012, S. 11.

50 Basispunkte für die bilateralen Kredite brachten insgesamt eine Entlastung von 12 Mrd. Euro.<sup>12</sup> Ein Zinsaufschub dieser Kredite für die ersten zehn Jahre (2022) entspricht Einsparungen zwischen 32 Mrd. Euro und 44 Mrd. Euro.<sup>13</sup> Zusätzlich entfielen 10 Basispunkte der Bereitstellungsgebühr für die EFSF-Kredite mit einem Einsparvolumen über die Laufzeit von etwa 3 Mrd. Euro. Insgesamt führen die geänderten Kreditkonditionen zu einer Einsparung Griechenlands von 47 Mrd. Euro bis 59 Mrd. Euro. Bezogen auf die bis dahin ausgezahlten Kredite in Höhe von 126,9 Mrd. Euro entspricht dies einem Schuldenverzicht von 37,0 % bis 46,5 %. Davon trägt Deutschland 13,8 Mrd. Euro.

Zu den weiteren Maßnahmen gehörte auch ein Schuldentrückkauf, der es Griechenland ermöglichte, mit Hilfe eines EFSF-Kredites zu günstigen Zinskonditionen Altschulden Privater zurückzukaufen.<sup>14</sup> Allein die Zinsersparnisse betrugen 2,4 Mrd. Euro. Einen wesentlich größeren Vorteil ergab jedoch der Rückkauf zum vergleichsweise niedrigen Marktkurs. Mit einem EFSF-Kredit von 11,3 Mrd. Euro konnten Anleihen zu Kursen zwischen 30 % und 40 % je nach Laufzeit von nominal ca. 30 Mrd. Euro aufgekauft werden, die aus den 20 Anleihen mit einem Volumen von insgesamt 60 Mrd. Euro aus dem Schuldenschnitt vom März stammten. Nachdem die Kaufankündigung die Anleihepreise bereits hatte steigen lassen, konnte die angestrebte Quote von 28 % des Nominalwerts zwar nicht geschafft werden. Mit einer durchschnittlichen Quote von 33,8 % konnten die Schulden aber immerhin um 20 Mrd. Euro gemindert, entsprechend die Schuldenstandsquote um ca. 10 Prozentpunkte gesenkt werden. Einher ging eine Kreditverlagerung auf öffentliche Gläubiger. Insbesondere Hedgefonds zählten zu den Gewinnern, die sich im März 2012 zu Kursen von 17 ct/100 ct mit Anleihen spekulativ eingedeckt hatten.<sup>15</sup> Schließlich beschlossen die Eurostaaten mit Ausnahme von Irland und Portugal die von ihren nationalen Zentralbanken aus dem SMP im Rahmen der Wertpapierankäufe erzielten Buchgewinne auf ein griechisches Sonderkonto zu überweisen. Da die zu niedrigeren Marktkursen erworbenen griechischen Anleihen von den Notenbanken bis zur Endfälligkeit gehalten werden, entstehen entsprechend

hohe Gewinne – soweit Griechenland zahlungsfähig bleibt bzw. gehalten wird. Nach Berechnungen des ifo Instituts beträgt der Vorteil 10 Mrd. Euro.<sup>16</sup>

### Strukturelle Vorteile einer EFSF-/ESM-Kreditierung

Im Rahmen der Hilfsprogramme bezog Griechenland seine Kredite von den Rettungsfonds EFSF/ESM, die sich ihrerseits am Kapitalmarkt refinanzierten. Insofern erhielt Griechenland indirekten Kapitalmarktzugang. Abgesehen von einer Verlagerung von privaten hin zu öffentlichen Gläubigern und einem gesicherten Liquiditätszugang ergibt diese „Umwegfinanzierung“ weitere Vorteile für Griechenland:<sup>17</sup>

- Die Fonds werden losgelöst von konkreten Kredittranchen bzw. einem programmbezogenen Liquiditätsabfluss refinanziert. Der voraussichtliche Finanzierungsbedarf der Fonds wird programmübergreifend und über einen längeren Zeitraum prospektiv über Anleiheemissionen gedeckt. Einher gehen Zinsvorteile durch ein größeres Anleihevolumen, den Einsatz differenzierter Finanzierungsinstrumente, unterschiedliche Laufzeiten und die Ausnutzung zeitgünstiger Marktkonditionen.
- Gemäß ESM-Vertrag soll die Bereitstellung der Kredite alle Kosten abdecken, mithin kein Subventionselement enthalten.<sup>18</sup> Deshalb sollten die Zinsen angemessene Aufschläge für die Verwaltungskosten und Kreditrisiken enthalten. Transparenz hierüber besteht jedoch nicht. Insbesondere die Risikoaufschläge bei Durchschnittszinssätzen von etwa 1,2 % p.a. erscheinen als unrealistisch niedrig. Aufgrund der Konditionierung der Kredithilfen an ein Reformprogramm und der Aufsicht durch IWF, EZB und EU-Kommission sind die Spielräume der griechischen Regierung – allerdings nur bis zum Ende der Hilfsprogramme – erheblich eingeschränkt, was generell mindernd auf einen Kreditausfall wirken dürfte.

12 Vgl. ifo Institut: Die Rettung Griechenlands bedeutet Schuldenschnitt zu Lasten öffentlicher Gläubiger in Höhe von 47 Milliarden Euro, Pressemitteilung vom 30.11.2012, [https://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2012/Q4/press\\_20121130\\_griechenland/featuredDownloadBinary\\_de/PM-Griechenland-30112012.pdf](https://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2012/Q4/press_20121130_griechenland/featuredDownloadBinary_de/PM-Griechenland-30112012.pdf) (22.3.2018). Die ifo-Berechnungen beruhen auf versicherungsmathematischen Barwerten.

13 Vgl. ebenda. Auf eine Anfrage des Bundestagsabgeordneten Schäffler bezifferte das Finanzministerium den Vorteil der Stundung auf bis zu 44 Mrd. Euro. Vgl. D. Mohr, P. Welter, W. Mussler: Schuldentrückkauf verursacht Finanzierungslücke, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 13.12.2012, S. 12.

14 Vgl. D. Mohr, P. Welter, W. Mussler, a. a. O.

15 Vgl. B. Schulz, N. Kuls: Die Chuzpe draufgängerischer Hedgefonds, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 20.12.2012, S. 19.

16 Vgl. ifo Institut, a. a. O. In ihrer Erklärung vom 21.2.2012 beziffert die Eurogruppe den Vorteil für Griechenland mit einer Absenkung der Schuldenstandsquote bis 2020 um 4,6 Prozentpunkte, entsprechend 8,9 Mrd. Euro auf der Basis des BIP von 194 Mrd. Euro (2012). Mit dem Auslaufen des zweiten Hilfsprogramms flossen diese Gewinne auf ein Sperrkonto des ESM und sollen ab 2017 zusammen mit den weiteren Gewinnen aus dem SMP als Puffer für zukünftige finanzielle Engpässe Griechenlands bereitstehen. Vgl. Eurogruppe: Erklärung der Eurogruppe vom 21.02.2012, Informelle Arbeitsübersetzung, [http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Euro\\_auf\\_einen\\_Blick/2012-02-22-zweites-hilfsprogramm-fuer-griechenland-nimmt-erste-huerde-anlage1.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Euro_auf_einen_Blick/2012-02-22-zweites-hilfsprogramm-fuer-griechenland-nimmt-erste-huerde-anlage1.pdf?__blob=publicationFile&v=3) (20.11.2017).

17 Vgl. auch European Stability Mechanism: Lending Rates, a. a. O.

18 „Bei der Gewährung von Stabilitätshilfe strebt der ESM die volle Deckung seiner Finanzierungs- und Betriebskosten an und kalkuliert eine angemessene Marge ein.“ Art. 20 Abs. 1 ESM-Vertrag. Vgl. Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) vom 1.2.2012.

Der ESM schätzt den Finanzierungsvorteil Griechenlands – ohne Berücksichtigung des unrealistisch niedrigen Risikoaufschlages – auf 9,9 Mrd. Euro entsprechend 5,6 % des BIP für den Zeitraum 2011 bis 2016. Als Referenz zu den effektiven Kreditkosten der EFSF-/ESM-Kredite wird bei dieser Berechnung derjenige Zins für zehnjährige Anleihen kalkuliert, bei dem für das Land noch gerade Marktzugang bestehen würde. Dieser wird mit 6,4 % p.a. angenommen.<sup>19</sup> Hierbei wird auf Erfahrungen aus den akuten Liquiditätskrisen Griechenlands (April 2010), Irlands (November 2010) und Portugals (April 2011) zurückgegriffen, wo bei etwa 7 % p.a. der Marktzugang abbrach („skyrocket“).

#### Weitere Krediterleichterungen vom Januar 2017

Im Januar 2017 beschlossen das Direktorium des EFSF und des ESM weitere Schuldenerleichterungen für Griechenland, die auf den Beratungen der Eurogruppe vom 24. Mai 2016 beruhen.<sup>20</sup> Diese umfassten fünf Maßnahmen:

1. Verlängerung der Kreditlaufzeiten für EFSF-Kredite des zweiten Hilfsprogramms 2012. Die anfänglich vereinbarte durchschnittliche Laufzeit der Kredite von 32,5 Jahren sank durch Tilgungen bis zum Februar 2015 auf 28 Jahre. Entsprechend wurden die verschiedenen Kredite dieses Programms in den Laufzeiten so angepasst, dass die durchschnittliche Laufzeit wieder auf 32,5 Jahre anstieg. Zugleich wurde eine Glättung der tilgungsbedingten Liquiditätsanforderungen in einzelnen Jahren vorgenommen, indem die Rückzahlungstermine gespreizt wurden.<sup>21</sup>
2. Zinserleichterung: Der EFSF-Kredit in Höhe von 11,3 Mrd. Euro zur Finanzierung des Schuldenrückkaufs 2012 beinhaltete ursprünglich eine Zinsmarge von 2 %. Diese wurde für 2017 auf Null gesenkt.<sup>22</sup>

19 Vgl. European Stability Mechanism: Impact on Budgets, 2018, <https://www.esm.europa.eu/impact-budgets> (12.3.2018). Alternativ und gegebenenfalls allgemeingültiger wird von einem Zinsaufschlag auf eine sichere zehnjährige (Bundes-)Anleihe von 450 Basispunkten ausgegangen.

20 Vgl. J. Dijsselbloem: Remarks following the Eurogroup meeting of 24 May 2016, [https://europa.eu/newsroom/content/remarks-j-dijsselbloem-following-eurogroup-meeting-24-may-2016\\_en](https://europa.eu/newsroom/content/remarks-j-dijsselbloem-following-eurogroup-meeting-24-may-2016_en) (20.11.2017); European Stability Mechanism: ESM and EFSF approve short-term debt relief measures for Greece, Pressemitteilung vom 23.1.2017, <https://www.esm.europa.eu/press-releases/esm-and-efsf-approve-short-term-debt-relief-measures-greece> (22.3.2018). Vgl. im Folgenden European Stability Mechanism: Greece – ongoing programme, a. a. O.; sowie ders.: Explainer on ESM short-term ..., a. a. O.

21 Eine Einzelaufstellung zu den Laufzeitveränderungen der Kredite gibt der European Stability Mechanism: EFSF programme for Greece (ausgelaufen am 30.6.2015), 2018, <https://www.esm.europa.eu/assistance/greece/efsf-programme-greece-expired> (12.3.2018).

22 Vgl. auch European Stability Mechanism: Next Steps for Greece, FAQ on decisions concerning Greece at Eurogroup meeting on 25 May 2016, <https://www.esm.europa.eu/assistance/next-steps-greece> (21.11.2017).

3. Anleihtausch beseitigt Zinsänderungsrisiko: Schuldtitel des EFSF/ESM in Höhe von 42,7 Mrd. Euro dienten der Rekapitalisierung griechischer Banken. Sie wurden nicht in bar an die griechische Regierung ausgezahlt, sondern als variabel verzinsten Schuldverschreibungen (Floating Rate Notes) begeben, um den Banken Papiere zur Einreichung bei der EZB bereitzustellen. Der ESM tauscht diese Schuldverschreibungen gegen festverzinsliche Titel. Damit entfällt das Zinsänderungsrisiko, was in einem steigenden Zinsumfeld Vorteile verschafft.
4. ESM-Schuldenmanagement: Durch Swap-/Zinstermingeschäfte werden die Refinanzierungskosten stabilisiert. Griechenland profitiert bei einem steigenden Zinsumfeld.
5. Ko-Finanzierung: Ab 2018 wird eine Kopplung der Emission griechischer Staatsschuldtitel anteilig mit einer Zeichnung durch den ESM überlegt (Matched Funding).

Der Vorteil für Griechenland kann aufgrund des langen Finanzierungszeitraumes und den Unwägbarkeiten des Kapitalmarktumfelds nur sehr grob geschätzt werden. Der ESM gibt die Einsparungen bis 2060 mit einer Reduzierung der Schuldenstandsquote um 25 Prozentpunkte an, also 45 Mrd. Euro auf der Basis des BIP von 179 Mrd. Euro (2017).<sup>23</sup> Dabei werden die größten Beiträge aufgrund der Ausschaltung des Zinsänderungsrisikos durch den Anleihtausch und des geänderten Schuldenmanagements erwartet.

#### Schätzung des Gesamtvorteils

Ein unzureichender Datenzugang, unterschiedliche Berechnungsgrundlagen (z.B. Abzinsungszeitpunkte, Bewertung der Risikozuschläge für Griechenland) und eine Abhängigkeit der Prognosen von den Marktgegebenheiten (z.B. Zinsentwicklung) lassen lediglich eine grobe Schätzung des Volumens der Schuldenerleichterungen zu. Die Vorteile für Griechenland bewegen sich zwischen ca. 280 und 298 Mrd. Euro (vgl. Tabelle 2). Dies entspricht mehr als dem Eineinhalbfachen des derzeitigen BIP oder etwa 90 % seiner Staatsschulden. Die größten Wirkungen von ca. 70 % wurden mit den beiden Schuldenschnitten 2012 erreicht. Jedoch bedeuten nicht alle Vorteile spiegelbildlich Lasten für die Gläubigerstaaten. So führte das geänderte Schuldenmanagement zu sinkenden Finanzierungskosten, die der EFSF/ESM lediglich an Griechenland weitergereicht hat. Auch das Schuldenrückkauf-Programm nutzte die gegenwärtig für Griechenland günstigen Marktbedingungen aus, die die Halter bei freiwilligem Verkauf als attraktiv bewerteten. Unbeachtet bleibt allerdings die hiermit erfolgte

23 Vgl. European Stability Mechanism: Greece – ongoing programme, a. a. O.; sowie ders.: Explainer on ESM short-term ..., a. a. O.; eigene Berechnungen.

Tabelle 2

**Umfang der Schuldenerleichterungen für Griechenland (2012 bis 2017)**

in Mrd. Euro

	Vorteil für Griechenland	Lasten für Gläubiger	Davon trägt Deutschland		Bemerkungen
			Private	Fiskus	
1. Schuldenschnitt: private Gläubiger (März 2012)	150 bis 154,5	150 bis 154,5	6	14	nur teilweise freiwillig
2. Schuldenschnitt: öffentliche Gläubiger (November 2012)	47 bis 59	47 bis 59	–	13,8	freiwillig indirekter Schuldenschnitt
Schuldenrückkauf-Programm (Dezember 2012)	20	–	–	–	freiwillig Ankauf zu Marktkurs 33,8 %
Gewinnabführung aus SMP-Käufen	8,9 bis 10	8,9 bis 10	–	ca. 2,2	freiwillig/nur teilweise umgesetzt
Geändertes Schuldenmanagement von EFSF/ESM	9,9	–	–	–	Weitergabe von Finanzierungs- vorteilen
Schuldenerleichterungen des EFSF/ESM (Januar 2017)	ca. 45	keine Angabe	–	ca. 12	zum Teil Finanzierungsvorteile
Gesamt	280,8 bis 298,4	205,9 bis 223,5	6	42	

Quellen: European Stability Mechanism: Next Steps for Greece, FAQ on decisions concerning Greece at Eurogroup meeting on 25 May 2016, <https://www.esm.europa.eu/assistance/next-steps-greece> (21.11.2017); European Stability Mechanism: Lending Rates, Stand 7.3.2018, <https://www.esm.europa.eu/lending-rates> (12.3.2018); European Stability Mechanism: Greece – ongoing programme, 2018, <https://www.esm.europa.eu/assistance/greece> (12.3.2018); European Stability Mechanism: Explainer on ESM short-term debt relief measures for Greece, 2018, <https://www.esm.europa.eu/press-releases/explainer-esm-short-term-debt-relief-measures-greece> (12.3.2018); European Stability Mechanism: Impact on Budgets, 2018, <https://www.esm.europa.eu/impact-budgets> (12.3.2018); European Stability Mechanism: EFSF programme for Greece (ausgelaufen am 30.6.2015), 2018, <https://www.esm.europa.eu/assistance/greece/efsf-programme-greece-expired> (12.3.2018); ifo Institut: Die Rettung Griechenlands bedeutet Schuldenschnitt zu Lasten öffentlicher Gläubiger in Höhe von 47 Milliarden Euro, Pressemitteilung vom 30.11.2012, [https://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2012/Q4/press\\_20121130\\_griechenland/featuredDownloadBinary\\_de/PM-Griechenland-30112012.pdf](https://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2012/Q4/press_20121130_griechenland/featuredDownloadBinary_de/PM-Griechenland-30112012.pdf) (22.3.2018); H. Mußler: Griechenland kostet deutschen Steuerzahler 14 Mrd. Euro, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10.3.2012, S. 12; D. Mohr, P. Welter, W. Mussler: Schuldenrückkauf verursacht Finanzierungslücke, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 13.12.2012, S. 12; eigene Berechnungen.

Schuldenverlagerung von Privaten in die Rettungsfonds. Als Lasten im Sinne reduzierter Annuitäten tragen die Gläubigerstaaten 206 Mrd. Euro bis 224 Mrd. Euro, wobei der private Sektor einen Anteil von ca. 70 % hat. Etwas anders sieht es für den Beitrag Deutschlands in Höhe von insgesamt 48 Mrd. Euro aus. Hier trägt der öffentliche Sektor 42 Mrd. Euro (88 %). Dies liegt insbesondere daran, dass vom Schuldenschnitt privater Gläubiger 14 Mrd. Euro von 20 Mrd. Euro auf Banken mit/in öffentlicher Beteiligung entfielen. Ausblickend lässt sich feststellen, dass jede zukünftige Schuldenerleichterung die Euro-Rettungsstaaten und die EZB infolge der Kreditverlagerung vermehrt belasten wird.

Kritisch gegenüber der Sichtweise einer Vorteils-Nachteils-Diskussion der gezeigten Schuldenerleichterungen könnte die diesen Berechnungen implizit zugrunde liegende Prämisse infrage gestellt werden: Wird Griechenland mit den streng konditionierten Krediten überhaupt nachhaltig ge-

holfen? Wurden nicht vielmehr und insbesondere deutsche und französische Geschäftsbanken gerettet, die aufgrund der griechischen Staatsanleihen in ihren Portfolios eine Insolvenz Griechenlands 2010 kaum überlebt hätten? Würde das Land ohne die bereits erfolgten und gegebenenfalls noch zukünftigen Schuldenschnitte nicht längst insolvent sein? Und ist die dadurch (bislang) verhinderte Zahlungsunfähigkeit nicht im eigentlichen Interesse der Gläubigerstaaten, die ansonsten ihren Bürgern die offensichtlichen Rettungskosten eingestehen müssten?<sup>24</sup> Diese Fragen dürften spätestens bei der Rückkehr Griechenlands an den Kapitalmarkt und der Bewertung seiner Schuldentragfähigkeit im Herbst 2018 gestellt werden.

24 Vgl. ausführlich Y. Varoufakis: Die ganze Geschichte – Meine Auseinandersetzung mit Europas Establishment, München 2017, S. 29 ff., insbesondere S. 34 ff. Vgl. ebenso D. Meyer: Zur juristischen Begründung des „Rettungsschirms“ – Eine ökonomische Plausibilitätskontrolle, in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften, Bd. 61 (2010), H. 2, S. 112.

**Title: Previous Credit Accommodations for Greece – An Overview**

**Abstract:** The article provides an overview of debt waivers by private and public debt holders during the Greek financial crisis and the three assistance programmes. Greece's advantages add up to around 280 to 298 billion euros. The burden, in the form of reduced annual payments, is carried by the debt-holding countries and amounts to about 206 to 224 billion euros, the private sector's share being roughly 70 %. Nevertheless, liability shifted from the private sector to rescue funds. Therefore, the aforementioned additional debt relief will primarily strain the countries that pay for the bail out and the ECB.

**JEL Classification:** E42, E43, F34