

Matthes, Jürgen

**Working Paper**

## Zur Debatte über einen weiteren staatlichen Schuldenschnitt in Griechenland

IW Policy Paper, No. 21/2013

**Provided in Cooperation with:**

German Economic Institute (IW), Cologne

*Suggested Citation:* Matthes, Jürgen (2013) : Zur Debatte über einen weiteren staatlichen Schuldenschnitt in Griechenland, IW Policy Paper, No. 21/2013, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/88586>

**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.*

# **Zur Debatte über einen weiteren staatlichen Schuldenschnitt in Griechenland**

**JEL-Klassifikation: 052, E62, F55**

**Autor:** Jürgen Matthes  
Telefon: 0221/4981-754  
E-Mail: [matthes@iwkoeln.de](mailto:matthes@iwkoeln.de)

## Abstract

Die Gesundung der griechischen Wirtschaft ist eine Langfristaufgabe für sicherlich eine Dekade. In dieser Hinsicht birgt die Tatsache, dass das Gros der griechischen Schulden in der Hand der Eurostaaten (und des IWF) liegt, nicht nur erhebliche Risiken, sondern eröffnet auch Gestaltungsmöglichkeiten. Durch Zinssenkungen- und -stundungen sowie Laufzeitverlängerungen für die Euro-Hilfskredite kann versucht werden, Griechenlands langen Weg zurück zu Wachstum und finanzieller Eigenständigkeit zu ebneten.

Die Zins- und Tilgungserleichterungen durch die Eurostaaten, so wird zuweilen behauptet, seien bereits de facto ein Schuldenschnitt zum Schaden der europäischen Steuerzahler. Diese These ist jedoch fragwürdig, denn die Eurostaaten beabsichtigen mit den Hilfskrediten keinen Gewinn zu machen, und Verluste sind durch Zinsaufschläge und andere Vorkehrungen bislang vermieden worden.

Auch die Tragfähigkeit der griechischen Staatsschulden lässt sich differenziert betrachten. So ist die Zinsbelastung des griechischen Staatshaushalts im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung trotz der hohen Staatsschulden relativ gering, was die Schulden aus dieser Sicht vorläufig tragfähig erscheinen lässt. Zudem dürfte der staatliche Schuldenstand bald nach und nach sinken.

Doch ein hinreichender Schuldenrückgang wird nur gelingen, wenn die griechische Regierung konsequent die fiskalischen Haushaltsziele einhält. In Jahr 2013 wird dies wohl erstmals gelingen, indem Griechenland sogar einen leichten Primärüberschuss erzielt. Die Hilfsprogrammziele müssen auch in Zukunft erreicht werden, und eine klare Bekenntnis zum weiteren Reformkurs ist nötig. Nur so kann Griechenland die nötige Glaubwürdigkeit zurückgewinnen, um mittelfristig wieder finanziell auf eigenen Füßen zu stehen und in der langen Frist seine Schulden zu begleichen.

## Einleitung

Das Thema Griechenland bahnt sich seinen Weg zurück in die Schlagzeilen. Gegenwärtig beurteilt die Troika wieder den Reformfortschritt in Athen. Und sobald die deutsche Regierung endlich steht, wird wohl auch die Diskussion wieder aufkommen, ob Griechenland weitere Hilfen benötigt. Bereits vor der Bundestagswahl kam die Frage nach einer Äußerung von Bundesfinanzminister Schäuble auf, dass Griechenland wohl ein weiteres Hilfspaket benötigen würde. Weil gewisse Finanzierungslücken schon im Jahr 2014 im laufenden Hilfsprogramm des Euro-Rettungsschirms EFSF (European Financial Stability Facility) und des IWF (Internationalen Währungsfonds) bestehen, muss recht bald eine Entscheidung fallen. Denn der IWF darf seine Teiltranchen nur auszahlen, wenn auf mindestens zwölf Monate die Gesamtfinanzierung eines Landes gesichert ist.

In diese Debatte über bestehende Finanzierungslücken im Jahr 2014 (und den Folgejahren) spielt auch die Frage hinein, ob ein (erneuter) deutlicher Schuldenschnitt zulasten der staatlichen Gläubiger und damit auch der europäischen Steuerzahler nötig ist. Die Schuldenschnitt-Debatte hat zahlreiche Facetten:

- Sie vermischt sich allzu leicht mit der Frage nach den Finanzierungslücken.
- Zudem sehen manche Experten die Zugeständnisse der Eurogruppe (Eurogroup, 2012; EU-Kommission, 2012) an Griechenland Ende November 2012 (vor allem Laufzeitverlängerungen der Hilfskredite, Zinssenkungen und -stundung) de facto bereits als einen solchen Schnitt zulasten der europäischen Steuerzahler.
- Andere wiederum fordern offen, Griechenland einen erheblichen Teil seiner Schulden ganz zu erlassen.

Diesem problematischen Blick auf Athen steht in jüngerer Zeit aber auch manche positive Nachricht gegenüber. So lobte die OECD jüngst die griechische Haushaltskonsolidierung der vergangenen Jahre als „spektakulär“. Im Jahr 2013 dürfte Griechenland die Haushaltsziele in etwa erfüllen und zudem einen Primärüberschuss erreichen. Vor diesem Hintergrund haben die Rating-Agenturen Griechenland zumindest ein wenig heraufgestuft. Und glaubt man Medienberichten, so scheinen die griechischen Banken nach der Rekapitalisierung im Rahmen des Hilfspakts wieder attraktiver für das Engagement ausländischer Investoren und Hedgefonds zu werden.

Vor diesem Hintergrund vertritt dieser Beitrag die folgenden Thesen:

- Die Gesundung der griechischen Wirtschaft ist eine Langfristaufgabe für sicherlich eine Dekade.
- Griechenland hat nach dem Auslaufen der Euro-Hilfen im Jahr 2014 weiteren Hilfsbedarf, doch ein mögliches drittes Euro-Hilfspaket würde einen deutlich geringeren Finanzumfang haben.
- Die Schuldenschnittdebatte ist differenzierter zu sehen und durch manche Fehleinschätzung geprägt.
- So ist die Zinsbelastung des griechischen Staatshaushalts im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung trotz der hohen Staatsschulden relativ gering, was die Schulden aus dieser Sicht vorläufig tragfähig erscheinen lässt.
- Zudem ist die These fragwürdig, die Zins- und Tilgungserleichterungen durch die Eurostaaten seien bereits ein Schuldenschnitt zum Schaden der europäischen Steuerzahler.
- Schließlich birgt die Tatsache, dass das Gros der griechischen Schulden in der Hand der Eurostaaten (und des IWF) liegt, nicht nur erhebliche Risiken, sondern bringt auch Gestaltungsmöglichkeiten, um Griechenlands langen Weg zurück zu Wachstum und finanzieller Eigenständigkeit zu ebnen.

## **1. Drittes Hilfspaket hätte geringeren Umfang**

### **1.1 Finanzierungslücken in derzeitigen Programmen**

Die derzeit laufenden Hilfsprogramme für Griechenland durch die EFSF und den IWF enden zu unterschiedlichen Zeitpunkten. Das EFSF-Programm läuft bis Mitte 2014 und das IWF-Programm bis März 2016.

Derzeit wird über zwei verschiedene Finanzierungslücken in diesen Programmen diskutiert:

- Mit Blick auf den Anfang Dezember grundsätzlich verabschiedeten griechischen Haushaltsentwurf für 2014 sieht die Troika nach Medienberichten (FAZ, 2013) offenbar eine gewisse Unterfinanzierung im Vergleich zu den Haushaltszielen des Programms.
- Darüber hinaus existiert auch bei Planerfüllung eine Finanzierungslücke. Der IWF hat diese Lücke in seinem zuletzt verfügbaren Review des Griechenlandprogramms vom Juli 2013 (IMF, 2013) auf 4,4 Milliarden Euro in 2014 beziffert. Sie resultiert in erster Linie daraus, dass ein Element der Rekalibrierung des Hilfsprogramms durch die Eurogruppe Ende November 2012 nicht umgesetzt wurde (EU-Kommission, 2012). Es handelt sich um ein sogenanntes Roll-over (die Wiederan-

lage) von griechischen Staatsanleihen durch eine Reihe von Notenbanken der Eurozone, die diese in ihrem Investmentportfolio halten. Die Eurogruppe hatte hier auf die betreffenden Notenbanken gehofft, die diesen Schritt (durchaus zu Recht) aber nicht gegangen sind. Daher ist eine Finanzierungslücke von rund 3,7 Milliarden Euro entstanden.

- Für 2015 beziffert der IWF die Finanzierungslücke auf rund 6,5 Milliarden Euro.

Aktuellere Angaben sind derzeit nicht verfügbar, da die Troika noch im aktuellen Reviewprozess steht. Doch dürften die Zahlen nicht allzu sehr von den genannten abweichen, da Griechenland im Jahr 2013 seine Haushaltsziele nach derzeitigem Stand in etwa zu erreichen scheint. Zudem dürfte die Rezession nach jüngster Schätzung der OECD von Ende November (OECD, 2013a) im Jahr 2013 mit – 3,5 Prozent realer BIP-Veränderung gegenüber dem Vorjahr geringer ausfallen als im Hilfsprogramm mit –4,2 Prozent avisiert. Dagegen mag die für 2014 erhoffte wirtschaftliche Erholung – IWF und EU prognostizieren 0,6 Prozent BIP-Zuwachs – möglicherweise schlechter ausfallen.

## 1.2 Längerfristige Finanzierungslücken geringer

Auch über 2014 hinaus wird sich Griechenland angesichts seiner wirtschaftlichen Probleme und des hohen Schuldenstands noch nicht wieder allein am Finanzmarkt finanzieren können. Zugleich bleiben gewisse Finanzierungslücken im Staatshaushalt jenseits von 2014, nicht zuletzt, da weiterhin Defizite bestehen. Diese Konstellation lässt ein weiteres Hilfspaket der Eurozone sehr wahrscheinlich erscheinen, vorausgesetzt Griechenland bleibt klar auf Reformkurs. Die Andeutungen von Bundesfinanzminister Schäuble vor der Bundestagswahl deuteten bereits in diese Richtung.

Es spricht viel dafür, dass ein solches drittes Hilfspaket einen deutlich geringeren Umfang haben dürfte als das zweite Rettungspaket mit rund 164 Milliarden Euro.<sup>1</sup> Davon entfielen 144,6 Milliarden auf die EFSF und 19,1 Milliarden auf den IWF (BMF, 2013). Obwohl sich der IWF wahrscheinlich nicht (oder kaum) mehr beteiligen dürfte, sprechen folgende Argumente für eine weniger gravierende Finanzierungslücke in Griechenland.

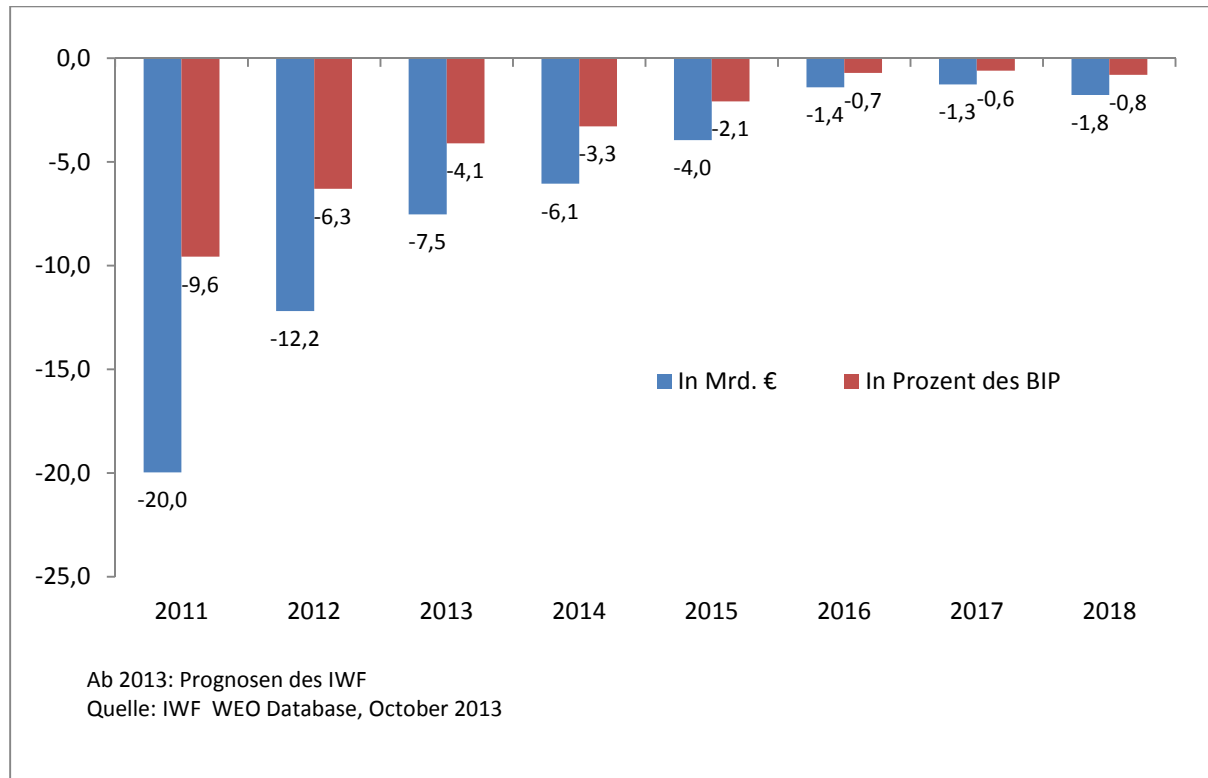
Das griechische **Haushaltsdefizit** – als eine der wesentlichen Quellen staatlichen Finanzierungsbedarfs – dürfte sich in den folgenden Jahren deutlich verringern

---

<sup>1</sup> Das Volumen des zweiten Hilfspakets war so hoch, weil es im Kontext der griechischen Umschuldung stand und dazu 30 Milliarden Euro an finanziellen Anreizen für Privatgläubiger enthielt und 50 Milliarden Euro zur Rekapitalisierung der griechischen Banken, die durch den Schuldenschnitt erhebliche Verluste machten.

(Abbildung 1). Diese Zahlen sind lediglich Prognosen, doch gelang es Griechenland in diesem Jahr erstmals, seine Haushaltsziele und wohl sogar einen leichten Primärüberschuss zu erreichen. Für die kommenden Jahre ist es daher entscheidend, dass die Regierung dem eingangs erwähnten Lob der OECD weiterhin gerecht wird und die gesteckten Haushaltsziele einhält, die Ende November 2012 etwas gelockert und gestreckt wurden.

**Abbildung 1: Haushaltssaldo in Griechenland**



Es gibt kaum noch mittel- oder längerfristige griechische **Staatsanleihen in Privatbesitz**, deren Fälligkeit in den nächsten Jahren einen hohen Finanzierungsbedarf für den griechischen Staatshaushalt schaffen könnte (wie es am Anfang des griechischen Hilfsprogramms ab Mai 2010 der Fall war). Denn im Zuge der Umschuldung (des Schuldentauschs) der Privatsektorforderungen im März 2012 und eines Schuldentrückkaufs durch Griechenland im Dezember 2012 ist der Wert der Staatsanleihen in privatem Besitz sehr stark zurückgegangen.<sup>2</sup> Die neuen (im Tausch ausgegebenen) griechischen Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren müssen ferner

<sup>2</sup> Außer den getauschten (längerfristigen) Staatsanleihen im Zuge der Umschuldung befinden sich (auf Basis von Daten von Bloomberg) noch Staatsanleihen im (ausstehenden) Wert gut 30 Milliarden im Privatbesitz, von denen aber nur ein Sechstel eine Laufzeit mehr als einem halben Jahr haben. Der IWF (IWF, 2013, Tabelle 17) geht in seiner Berechnung des griechischen Finanzierungsausblicks davon aus, dass die Refinanzierung der kurzfristiger Staatsanleihen wie bisher gewährleistet bleibt. Dann entsteht hier kein neuer Finanzierungsbedarf für die staatlichen Hilfegeber.



erst nach elf Jahren allmählich zurückgezahlt werden. Zudem sind die Zinsen auf die neuen Staatsanleihen recht gering und steigen nur langsam an. Sie betragen bis 2015 nur 2 Prozent und bis 2020 nur 3 Prozent.<sup>3</sup>

Die Beschlüsse der Eurogruppe von Ende November 2012 (Eurogroup, 2012) hatten vor allem das Ziel, den laufenden Finanzierungsbedarf Griechenlands weiter zu senken. Dazu wurden auch mit Blick auf die **Hilfskredite der Eurozone** die Zinsen gesenkt und zudem die Laufzeiten verlängert:

- Bei den bilateralen Krediten des ersten Hilfspakets (Greek Loan Facility) betrug der Zinsaufschlag auf den dreimonatigen Geldmarktzinssatz Euribor anfänglich 3 Prozentpunkte und sollte drei Jahre nach der Auszahlung auf 4 Prozentpunkte steigen. Das Ziel war, Griechenland einen Anreiz zur Kreditrückzahlung zu geben. Da sich die wirtschaftliche Erholung des Landes aber wesentlich schwieriger gestaltete und die laufenden Zinszahlungen den griechischen Staatshaushalt weiter belasteten, veränderte man die Strategie. Die Erhöhung des Zinsaufschlags nach drei Jahren wurde abgeschafft und der normale Zinsaufschlag in mehreren Schritten reduziert, davon mit dem Eurogruppenbeschluss Ende November 2012 um 1 Prozentpunkt. Inzwischen beträgt der Zinsaufschlag nur noch 0,5 Prozentpunkte. Bei einem Dreimonats-Euribor von derzeit 0,28 Prozent muss Griechenland auf diese Kredite also rund 0,78 Prozent an Zinsen zahlen.
- Die Laufzeit dieser Kredite wurde erneut erhöht: von 15 auf 30 Jahre.
- Die Zinshöhe für die EFSF-Hilfskredite ist nicht so eindeutig festgelegt wie bei den bilateralen Hilfen. Sie ergibt sich als gewichteter Durchschnitt der Zinsen auf die Kredite, die die ESFS zur Finanzierung der Griechenlandkredite aufgenommen hat – und spiegelt damit die Finanzierungskosten der EFSF-Hilfen wider. Dazu kommen noch Garantie- und Servicegebühren, vor allem um die Verwaltungskosten der EFSF anteilig zu decken. Die Eurogruppe hat die Garantiegebühr in Höhe von 0,1 Prozentpunkt mit den Beschlüssen von Ende November 2012 abgeschafft.
- Sehr viel wichtiger als diese geringfügige Zinserleichterung ist der Beschluss der Eurogruppe, Griechenland die Zahlung der Zinsen auf die EFSF-Kredite für zehn Jahre zu stunden. Dabei sind auf die gestundeten Zinszahlungen aber wiederum Zinsen zu zahlen.
- Auch die Laufzeit der EFSF-Kredite wurde um weitere 15 Jahre verlängert. Sie ist wiederum nicht genau festgelegt und ergibt sich als gewichteter Durchschnitt, der nach Angaben des Bundesfinanzministeriums bei rund 32 Jahren liegt (Böcking, 2013).

---

<sup>3</sup> Die Staatsanleihen bieten aber die Möglichkeit eines Aufschlags von 1 Prozentpunkt, falls das griechische Wirtschaftswachstum eine gewisse Schwelle überschreitet.



Die **Kredite des aktuellen IWF-Hilfsprogramms** sind zeitnäher ab 2016 zurückzahlen. Allerdings erstreckt sich die Rückzahlungsphase bis 2026 und ermöglicht damit kleine jährliche Tranchen, die zunächst sehr gering sind (130 Millionen Euro in 2016) und bis 2021 recht kontinuierlich auf rund 4,4 Milliarden Euro ansteigen, bevor sie ab 2024 wieder geringer werden. Die Belastung durch Zinsen und Servicegebühren beträgt zunächst gut eine 1 Milliarde Euro pro Jahr, nimmt aber kontinuierlich ab.

Darüber hinaus sind in den Planungen des IWF (IMF, 2013) für den griechischen Finanzierungsbedarf ab 2013 auch auf der Seite der Finanzierungsquellen einige kleinere Korrekturen vorgenommen worden:

- Privatisierungserlöse sind in den Jahren 2013 bis 2016 nur recht gering angesetzt – zwischen 1,6 und 3,5 Milliarden Euro pro Jahr.
- Gewinne der Zentralbanken (vor allem aus den Zinserlösen) aus ihren Investment-Portfolios und dem Securities Market Program (SMP) werden an Griechenland zurückgeschleust (teilweise über die Staatshaushalte der Eurostaaten). Im Jahr 2013 liegt dieser Einnahmeposten gemäß IWF-Angaben bei 2,7 Milliarden Euro und geht bis 2016 auf 1,7 Milliarden Euro zurück.

Insgesamt bestätigt sich das Bild eines stark reduzierten griechischen Finanzierungsbedarfs für die mittlere Frist. Der IWF weist auf Basis der zuvor geschilderten Elemente (einschließlich der Eurogruppenbeschlüsse von Ende November 2012) für die Jahre 2016 bis 2018 in der Gesamtschau sogar einen Nettofinanzierungsbedarf von null aus. Und das, obwohl in diesem Zeitraum keine formellen Hilfskredite mehr eingeplant sind außer einer letzten IWF-Tranche von 1,8 Milliarden Euro Anfang 2016 und der jährlich relevant werdenden Zinsstundung durch die EFSF.

Auch wenn diese Prognosen noch mit erheblicher Unsicherheit verbunden sind, spricht doch viel dafür, dass ein drittes Hilfspaket für Griechenland einen deutlich geringeren Umfang haben dürfte, solange die unterstellten Voraussetzungen vor allem mit Blick auf Defizitreduktion und Wachstumsrückkehr im Großen und Ganzen eintreffen (vgl. Kapitel 3.3).

## **2. Schuldenschnittdebatte ist differenziert zu betrachten**

Neben der Frage, wie umfangreich mögliche weitere Hilfen für Griechenland sein könnten, geht es auch um das grundsätzlichere Thema, ob Griechenland einen weiteren Schuldenschnitt benötigt.

## **2.1 Nächster Schuldenschnitt ginge zulasten europäischer Steuerzahler**

Die Begriffe Umschuldung, Schuldentausch, Schuldenschnitt und Staatsbankrott sind nicht trennscharf und werden häufig synonym verwendet. Hier wird unter einem Schuldenschnitt eine Verringerung des Nennwerts der Schulden eines Landes (etwa wie bei Griechenland im März 2012 im Rahmen einer Umschuldung oder eines Schuldentauschs) verstanden. Für einen Gläubiger bedeutet ein Schuldenschnitt also, dass seine Forderung und damit sein Rückzahlungsanspruch reduziert werden.

Ein erneuter Schuldenschnitt in Griechenland würde vorwiegend zulasten staatlicher Gläubiger (Eurostaaten, EFSF, EZB und IWF) gehen, da staatliche Forderungen nach Angaben der OECD zur Mitte 2013 rund 84 Prozent aller Forderungen ausmachten (OECD, 2013b). Der Anteil an Privatgläubigern ging im Zug der griechischen Umschuldung und dem Schuldenrückkauf im Dezember 2012 durch Griechenland im Zeitverlauf sehr deutlich zurück. Private Investoren hielten nach der OECD-Schätzung zur Mitte 2013 nur noch Forderungen gegenüber dem griechischen Staat von rund 50 Milliarden Euro, also rund 16 Prozent der rund 320 Milliarden Euro an griechischen Staatsschulden insgesamt. Davon war ein nicht ausgewiesener Teil kurzfristiger Natur.

## **2.2 Forderungen nach Schuldenschnitt relativierbar**

Obwohl demnach ein Schuldenschnitt stark zulasten europäischer Steuerzahler gehen würde, wird eine solche Forderung von verschiedenen Seiten vorgebracht. Dahinter steht die Überzeugung, dass die griechische Staatsverschuldung zu hoch ist, um tragfähig zu sein und eine wirtschaftliche Erholung zu ermöglichen. Diese Skepsis ist sicherlich nicht ganz von der Hand zu weisen. Dennoch stehen einem Schuldenschnitt starke politische, rechtliche und ökonomische Argumente entgegen. Zudem ist die Notwendigkeit eines solchen Schritts hinterfragbar.

### **Politische, rechtliche und ökonomische Nachteile**

Zweifellos wären starke politische Widerstände in den Geberländern und vor allem in Deutschland zu erwarten, wenn Forderungen gegenüber Griechenland in erheblicher Größenordnung abgeschrieben werden müssten. Darüber hinaus würde ein Schuldenschnitt für die Bundesregierung einen klaren Wortbruch mit Blick auf die Zusage bedeuten, dass Hilfskredite an die Krisenstaaten zurückgezahlt werden. Damit könnte die politische Unterstützung für die Hilfsstrategie weiter erodieren. Es erscheint daher schwer vorstellbar, dass die Bundesregierung und auch andere Regierungen in Nordeuropa einem nennenswerten Schuldenschnitt zustimmen würden.

Darüber hinaus implizierte ein solcher Schritt wohl auch erhebliche rechtliche Probleme. So dürfte ein offener Verlust durch den Forderungsverzicht nur schwer mit dem deutschen Haushaltsrecht vereinbar sein. Und auch auf der Ebene der EU steht die No-Bailout-Regel einem Schuldenschnitt auf Kosten anderer Mitgliedstaaten recht klar entgegen.

Hinzu kommen weitere Gefahren bei einem Schuldenschnitt, die eher ökonomischer Natur sind. So könnte ein Forderungsverzicht zu einer erneuten Vertrauenserosion bei den Anlegern und einem Wiederaufflammen der Euro-Schuldenkrise führen. Ebenso wären Ansteckungseffekte auf andere Krisenländer nicht auszuschließen, auch wenn diese Gefahr heute wohl etwas geringer ist als noch 2011 oder Anfang 2012.

Schließlich könnte ein Schuldennachlass durch die Eurostaaten gegenüber Griechenland gravierende Fehlanreize für andere Staaten mit Hilfspaketen verursachen. Sie könnten eine Gleichbehandlung fordern und damit auch einen Teilerlass ihrer Schulden gegenüber dem Rettungsschirm. Es wäre vermutlich nicht leicht, Griechenland hier erneut wie bei der Umschuldung als dezidierten Einzel- und Sonderfall darzustellen. Stattdessen könnte die gesamte Rettungsstrategie untergraben werden. Denn die Krisenstaaten wären wohl weniger bereit zu konsequenten Reformen, wenn sie mit einem Erlass ihrer Schulden auf die Hilfskredite rechnen könnten. Die strikte Verbindung zwischen Hilfen und konsequenten Reformen ist jedoch der zentrale Eckpfeiler der neuen Krisenmechanismen.

### **Notwendigkeit eines Schuldenschnitts hinterfragbar**

Neben diesen Nachteilen lässt sich aber auch die grundsätzliche Frage stellen, ob ein Schuldenschnitt in Griechenland wirklich nötig ist. Ein Blick auf den sehr hohen staatlichen Schuldenstand von schätzungsweise 176 Prozent des BIP im Jahr 2013 (gemäß EU-Kommission, 2013) scheint eine solche Schlussfolgerung auf den ersten Blick nahe zu legen. Doch ist die Höhe des Schuldenstands nicht das alleinige Entscheidungskriterium.

Erstens geht es vielmehr vor allem um die Entwicklungsrichtung der Schulden relativ zur Wirtschaftsleistung. Wenn diese Schuldenquote immer weiter zu steigen drohte, wäre ein Schuldenschnitt tatsächlich letztlich unausweichlich. Bei Griechenland besteht aber die Hoffnung, dass die Schuldenquote bald wieder sinkt. Die offiziellen Schuldentragfähigkeits-Schätzungen des IWF (IMF, 2013) und der EU-Kommission (2013) gehen davon aus, dass die Schuldenquote ab dem Jahr 2014 wieder sinken

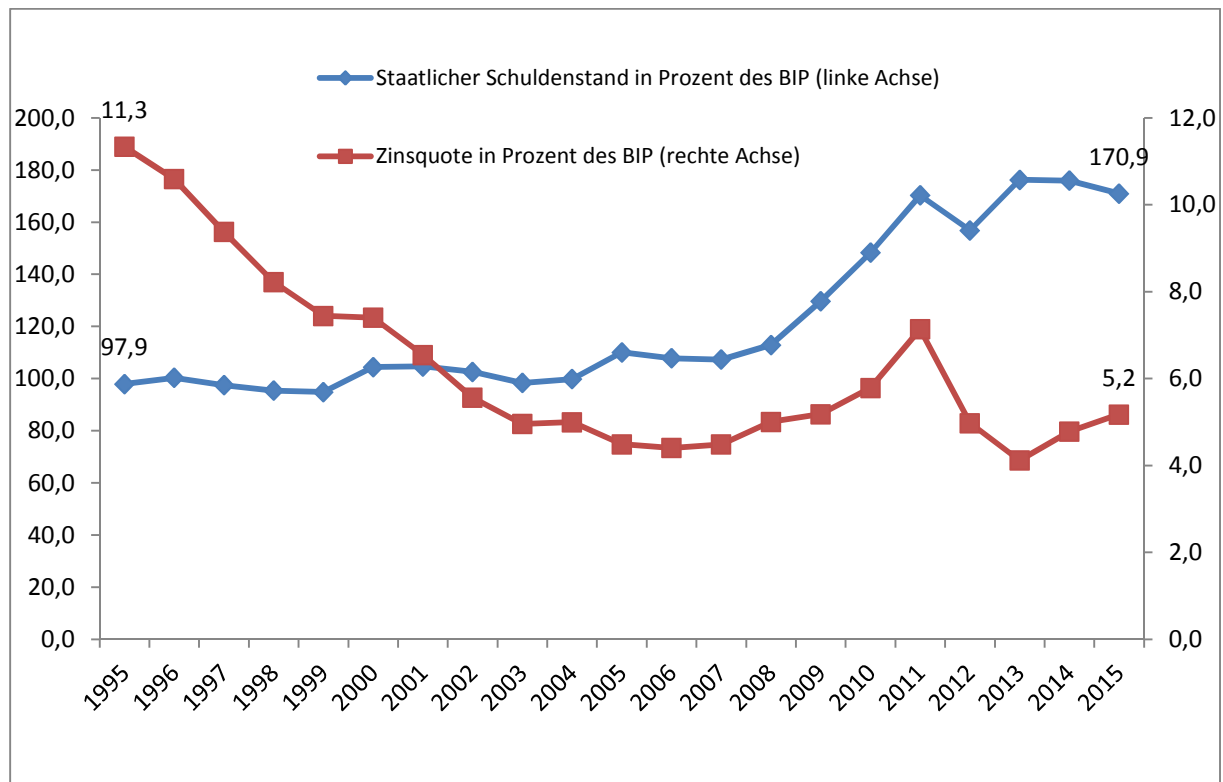
wird – bis auf 124 Prozent des BIP im Jahr 2020.<sup>4</sup> Dahinter steht vor allem die Annahme, dass Griechenland ab 2014 wieder positive und weiter steigende Wachstumsraten erreicht, einen bis auf 4,5 Prozent des BIP im Jahr 2016 ansteigenden Primärüberschuss im Staatshaushalt erzielt und die Preise (BIP-Deflator) nach einem leichten Rückgang zwischen 2012 und 2014 wieder langsam steigen (2016 um rund 1 Prozent). Der IWF stellt dabei heraus, dass die Annahmen bezüglich des nominalen Wachstums und des Primärüberschusses zentral sind. Das bestätigt auch eine Schulden Tragfähigkeitsanalyse der OECD (OECD, 2013b) mit einer pessimistischeren Annahmekonstellation, die besonders die Gefahr von stärkeren und länger anhaltenden Preisrückgängen herausstellt.

Zweitens geht es um den mit einer hohen Schuldenlast verbundenen Schuldendienst. In der Regel bedeuten hohe Schulden auch hohe Zinsleistungen. Wenn diese die Leistungsfähigkeit des Schuldners überfordern, müssen die Schulden als nicht tragfähig angesehen werden. Im Fall Griechenlands aber sind die Belastungen durch Zinszahlungen in den nächsten Jahren durch die in Kapitel 1.2 erläuterten Maßnahmen (u. a. die Eurogruppenbeschlüsse von Ende November 2012) deutlich reduziert worden. Abbildung 2 verdeutlicht die (normalerweise unübliche) gegensätzliche Bewegung zwischen Schuldenstand und Zinsbelastung ab 2012. Bemerkenswerterweise liegt die griechische Zinsquote aktuell mit 5,2 Prozent des BIP deutlich niedriger als noch Ende der 1990er Jahre. Auf diesem Niveau kann daher die These relativiert werden, die Schulden Griechenlands seien eindeutig nicht tragfähig. Gleichwohl macht ein hoher Schuldenstand grundsätzlich anfällig für steigende Zinsen (siehe Kapitel 3.3).

---

<sup>4</sup> Diese Zielmarke wird annahmegemäß erreicht, wenn Maßnahmen der Euroländer zur Schuldenreduktion Griechenlands von 4 Prozent des BIP in den Jahren 2014 und 2015 ergriffen werden. Diese hat die Eurogruppe Ende November 2012 in Aussicht gestellt, soweit dies nötig ist, und an die Voraussetzung gebunden, dass Griechenland einen staatlichen Primärüberschuss erzielt und alle vorgegebenen Reformmaßnahmen vollständig umsetzt (Eurogruppe, 2012)

**Abbildung 2: Griechenland: Staatlicher Schuldenstand und Zinsbelastung**



Quelle: EU-Kommission, Ameco Datenbank

### 2.3 Kam es durch Zinserleichterungen und Laufzeitverlängerung de facto schon zu einem Schuldenschnitt?

Die Zinserleichterungen und die Schuldenlaufzeitverlängerungen durch die Eurogruppe, die wesentlich zu einer niedrigen Zins- und Finanzierungsbelastung Griechenlands beitragen, haben aber auch Kritik auf sich gezogen. Im Raum steht die These, dass diese Schritte zulasten der Eurozone und damit der europäische Steuerzahler gingen. Eine derartige Sicht verkennt jedoch den eigentlichen Zweck der Hilfskredite an Griechenland.

Auf den ersten Blick bedeuten Zinssenkungen und Laufzeitverlängerungen finanzmathematisch zwar tatsächlich eine Einbuße für die Kreditgeber, weil der Barwert der Kreditforderungen sinkt. Bei einer normalen Kapitalanlage mit Gewinnerzielungsabsicht wäre dieser Verlust in der Tat kritisch zu bewerten, zumal wenn der Investor eine lukrativere Anlagemöglichkeit hat. Diese übliche Perspektive ist jedoch im Fall der griechischen Hilfskredite nicht angebracht. Denn die Eurostaaten helfen Griechenland nicht, um Gewinn zu machen.

Vielmehr kommt es für die Eurostaaten darauf an, mit den Hilfskrediten in Bezug auf die eigenen Finanzierungskosten – also die Zinsen der eigenen Kreditaufnahme und der verbundenen Verwaltungskosten – keinen Verlust zu machen:

- Erstens muss Griechenland dazu seine Schulden in voller Höhe zurückzahlen, auch wenn dies später erfolgt als ursprünglich geplant. Deshalb ist es in dieser Hinsicht wichtig, einen Schuldenschnitt zu vermeiden.
- Zweitens ist es nötig, dass die Eurostaaten und der Rettungsschirm EFSF ihre Kosten jederzeit mindestens decken. Mit Blick auf die bilateralen Kredite Deutschlands und auf die EFSF-Hilfskredite ist diese Bedingung gegenwärtig erfüllt, weil Griechenlands Kreditzinsen zwar verringert wurden, aber noch ausreichende Aufschläge enthalten. Bei in Zukunft steigendem kurzfristigem Zinsniveau in der Eurozone müssen sich demnach auch die Kreditzinsen an Griechenland erhöhen.

### **3. Raum für eine Langfriststrategie für Griechenland**

#### **3.1 Schulden in staatlicher Hand bergen Risiken, ...**

Zweifellos sind erhebliche finanzielle Risiken damit verbunden, dass sich rund fünf Sechstel der griechischen Staatsschulden in der Hand staatlicher Gläubiger (einschließlich des IWF und der EZB) befinden. Sollte Griechenland seine Staatsschulden nicht vollständig zurückzahlen, würde es somit zu erheblichen Verlusten für europäische Steuerzahler kommen.

Mittelfristig sind diese Risiken besonders relevant für die helfenden Eurostaaten. Denn der IWF wird sich in der nächsten Dekade wohl nach und nach aus den Griechenlandhilfen zurückziehen, da unter den Fondsmitgliedern erhebliche Widerstände gegen die umfangreichen Hilfen für die betroffenen Industrieländer der Eurozone aufgekommen sind.

#### **3.2 ..., aber auch langfristige Gestaltungsmöglichkeiten**

Umso wichtiger sind die Gestaltungsmöglichkeiten, die die staatlichen Kreditgeber dadurch erhalten, dass sie das Gros der griechischen Schulden kontrollieren. Denn so lassen sich wie gezeigt die Schuldenkonditionen (Zinsen und Laufzeiten) derart verändern, dass das Risiko von Steuerzahlerverlusten vermindert wird.

Die Grundidee dabei ist, dass die wirtschaftliche Erholung Griechenlands eine Langfristaufgabe von mindestens einer Dekade ist. In diesem Sinn kann die Gestaltung der Schuldenkonditionen „Zeit kaufen“ kaufen, bis die griechischen Reformen ausreichend wirken sowie in ausreichendem Maß Vertrauen zurückkehrt und neues

Wachstum entsteht. Zudem soll die griechische Staatsschuldenquote lang genug (und hinreichend weit) sinken können, damit Griechenland wieder den Weg zurück an den Finanzmarkt findet.

Um diese längerfristige Strategie zu verfolgen, ist der kurz- bis mittelfristige Finanzierungsbedarf Griechenlands mit vielfältigen Maßnahmen erheblich gesenkt worden (siehe Kapitel 1.2). Dazu zählen neben den Beschlüssen der Eurogruppe von Ende November 2012 auch die über zehn Jahre gestreckten Rückzahlungskonditionen der IWF-Kredite. Gleiches gilt für die Bedingungen der im Zuge der Umschuldung im März 2012 ausgegebenen Staatsanleihen (ebenfalls anfänglich niedrige Zinsen und lange Laufzeiten mit später Tilgungsanforderung).

Einen nennenswerten Finanzierungsbedarfsposten bilden allerdings noch die von den Zentralbanken der Eurozone (ESZB) gehaltenen griechischen Staatsanleihen, die in den nächsten Jahren zur Rückzahlung fällig werden. Auf Basis von Daten von Bloomberg laufen zwischen 2015 und Ende 2023 Staatsanleihen im Besitz des ESZB im Wert von rund 25 Milliarden Euro aus. Zu Recht verweigern die Notenbanken einen sogenannten Roll-over, also die Wiederanlage in griechische Staatsanleihen. Damit müssen die Rückzahlungen an die Notenbanken entweder durch griechische Staatseinnahmen oder möglicherweise durch ESM-Kredite<sup>5</sup> refinanziert werden.

Im Falle von ESM-Krediten würde sich damit aber die griechische Staatsverschuldung nicht erhöhen. Und aus Sicht der Kreditgeber würden lediglich Risiken innerhalb der staatlichen Gläubigergemeinschaft von den Zentralbanken zum Rettungsschirm umverteilt. Nach der Übernahme durch den Euro-Rettungsschirm würde damit die Möglichkeit bestehen, die Langfriststrategie auch auf diese Anleihen auszuweiten.

### **3.3 Voraussetzungen für die Langfriststrategie**

Damit die Langfriststrategie tatsächlich aufgeht und Griechenland keinen Schuldenschnitt zulasten der europäischen Steuerzahler braucht, ist es entscheidend, dass die griechische Staatsschuldenquote deutlich sinkt und Griechenland mittelfristig nach und nach an den Finanzmarkt zurückkehren kann. Es kommt vor allem darauf an, dass die griechische Wirtschaft wieder wächst, damit die Wachstums-Zinsdifferenz sowie die Haushalts- und Primärsalden sich weiter verbessern können.

---

<sup>5</sup> Die EFSF darf ab Mitte 2013 keine neuen Hilfskredite mehr vergeben.



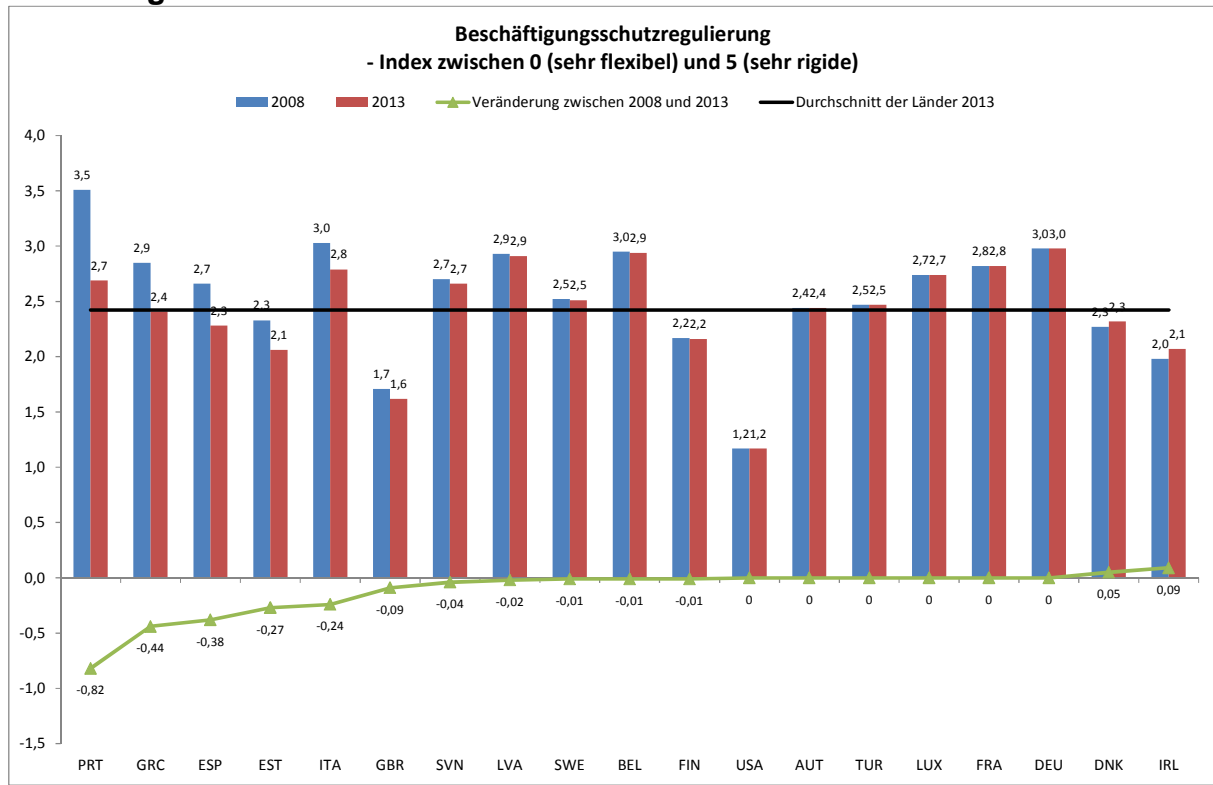
Die kurz- und mittelfristigen Wachstumsaussichten sind derzeit allerdings noch mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Einerseits bestehen weiterhin Probleme beim Zugang zu Krediten gerade für kleinere und mittlere Unternehmen. Es ist – auch angesichts der hohen Staatsschulden – fraglich, wann inländische und ausländische Wirtschaftsakteure wieder ausreichend Vertrauen fassen, um zu investieren und zu konsumieren. Auch die hohe Arbeitslosigkeit ist eine Bürde, die erst nach und nach geringer werden dürfte.

Andererseits gibt es auch Grund für einen verhaltenen Optimismus:

- Nach dem absehbaren Ende der Rezession besteht die Hoffnung auf Rebound-Effekte – also auf eine zunächst kräftige Erholung nach der Krise (siehe auch Gros, 2013). Denn in der langen und tiefen Wirtschaftskrise dürfte sich ein erheblicher Investitions- und Konsumstau aufgebaut haben.
- Zudem sollte sich der Kreditzugang nach und nach verbessern, da die Banken weitgehend rekapitalisiert sind, die Europäische Investitionsbank mit Sonderprogrammen aktiv ist und der Staat den Unternehmen Liquidität durch die Bezahlung ausstehender Rechnungen zuführt.
- Auch die Task Force der EU macht in Griechenland langsam aber stetig Fortschritte, zuletzt vor allem bei der Identifikation von Investitionsprojekten, die weitgehend durch EU-Strukturfonds finanziert werden (EU Task Force, 2013). Höhere und gut gewählte Investitionen stimulieren die Konjunktur auf kurze Sicht und verbessern zudem die längerfristigen Wachstumsperspektiven.

**Abbildung 3**



Quelle: OECD

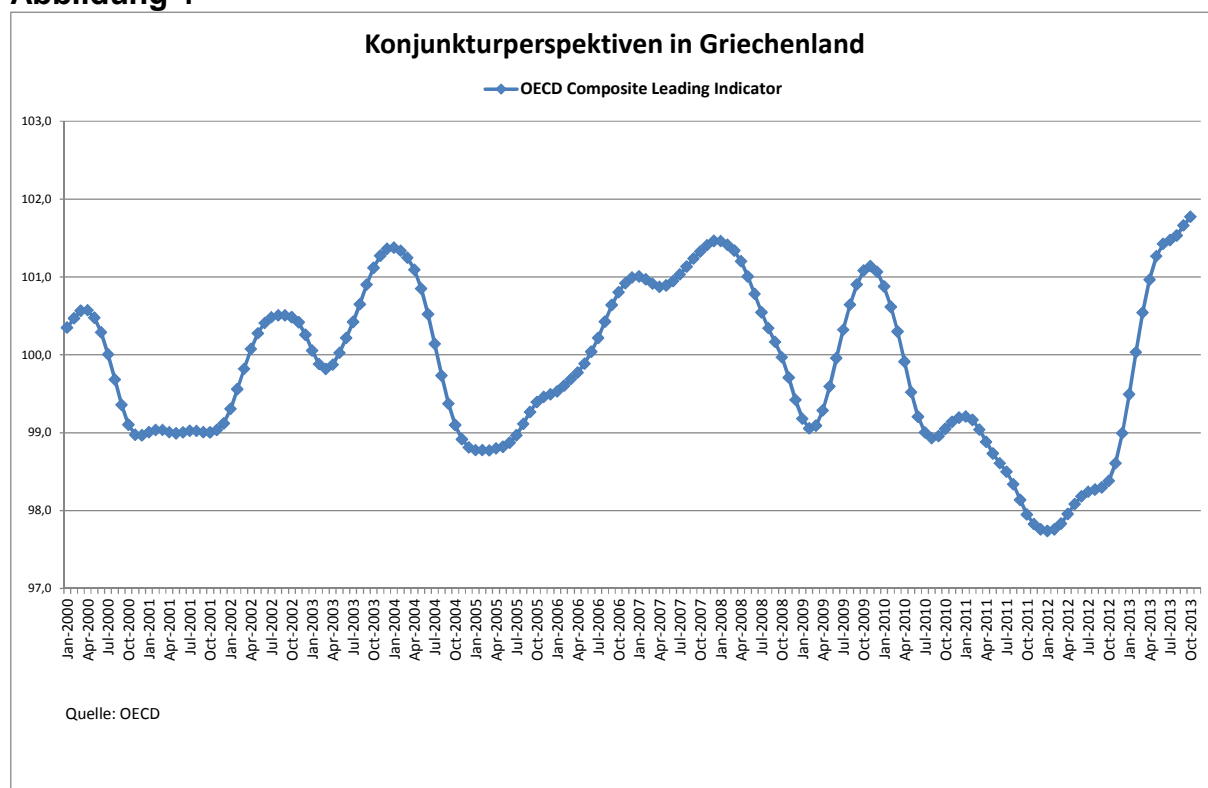
Darüber hinaus sollten die vielfältigen Strukturreformen die Wachstumsperformance mittelfristig deutlich verbessern (OECD, 2013b).

- Besonders deutlich sind die Fortschritte bei der Flexibilisierung des Arbeitsmarktes, wo kein OECD-Land außer Portugal die Beschäftigungsschutzvorschriften seit 2008 so stark liberalisiert hat wie Griechenland. Damit liegt das griechische Regulierungsniveau in etwa auf dem Niveau des OECD-Durchschnitts (Abbildung 3).
- Bemerkenswert sind die Fortschritte auch bei der Flexibilisierung von Lohnverhandlungen, etwa durch mehr Betriebsnähe und Öffnungsklauseln (siehe auch Matthes, 2013).
- Beides hat maßgeblich dazu beigetragen, dass sich die Lohnentwicklung in Griechenland deutlich stärker als vorher an der Produktivität und der konjunkturellen Situation orientiert.
- Bei der Produktmarktliberalisierung sind auch nennenswerte Fortschritte zu verzeichnen. So wurden bis Anfang 2013 rund drei Viertel von fast 350 freien Berufsgruppen stärker geöffnet, die zuvor stark abgeschottet waren. Damit sind Unternehmensgründungen hier deutlich leichter als vorher und die Wettbewerbsintensität wird zugunsten der Verbraucher steigen.

- Zwar wurden die Reformen in manchen Berufsgruppen verschleppt, doch die Troika hält den Druck hier weiter aufrecht, etwa im Rahmen einer bald anstehenden Bewertung der effektiven Fortschritte in 20 besonders wichtigen Berufsgruppen.
- Bei der Unternehmensregulierung durch Gesetze und Vorschriften ging es auch voran, doch bleibt beispielsweise die Unternehmensgründung weiterhin aufwendiger als im Vergleich zum OECD-Durchschnitt. Allerdings wird es in Zusammenarbeit mit der Weltbank eine umfassende Überprüfung der Lizenzierungsverfahren für Investitionen und unternehmerische Tätigkeiten geben.
- Die Weltbank unterstützt auch die griechische Strategie zur Entwicklung und Modernisierung der logistischen Infrastruktur, um Griechenlands geographischen Vorteil als Brückenkopf im internationalen Handel zwischen Europa, Asien und Afrika besser zu nutzen.

Die Strukturreformen müssen in Griechenland unter der Ägide von Troika und EU Task Force weitergehen. Doch alles in allem spiegelt auch der konjunkturelle Frühindikator der OECD – der OECD Leading Composite Indicator – die verbesserten konjunkturellen Perspektiven wider (Abbildung 4).

**Abbildung 4**



Doch selbst bei planmäßig sinkendem Schuldenstand dürfte die Staatsschuldenquote im Jahr 2020 noch bei rund 120 Prozent liegen. Damit bleibt Griechenland anfällig für Zinserhöhungen, was sicherlich eine Bürde mit Blick auf die dann bald anstehende Rückkehr an den Finanzmarkt ist. Auch bei den Krediten des Rettungsschirms können Zinserhöhungen für Griechenland drohen, wenn die kurzfristigen Zinsen bei besserer Konjunkturlage in der Eurozone insgesamt wieder steigen. Allerdings hat der IWF in seiner Schuldentragfähigkeitsanalyse bereits eine Erhöhung des durchschnittlichen Zinses auf die griechische Staatsschuld von 2,5 Prozent im Jahr 2013 auf 3,5 Prozent im Jahr 2020 einkalkuliert. Zudem kommt diese Analyse zu dem Ergebnis, dass ein um 1 Prozentpunkt höheres Zinsniveau der EFSF-Kredite die Staatsschuldenquote im Jahr 2020 nur um 4 Prozentpunkte erhöhen würde. Das Niveau der Marktzinsen für Staatsanleihen hat dagegen vorerst kaum Auswirkungen, da Griechenland sich dort vorerst allenfalls in begrenztem Maß kurzfristig finanziert. Bei einer Rückkehr an den Finanzmarkt nach 2020 würde das Marktzinsniveau nur langsam und in dem Maß an Relevanz für Griechenland zunehmen, wie es wieder zu einer Umschichtung von staatlichen zu privaten Gläubigern kommt.

Um den Weg an den Finanzmarkt nach der Übergangsphase zu schaffen, ist es entscheidend, dass sich die griechische Regierung – mit weiterer Unterstützung der Troika und der Task Force – eindeutig und konsequent zum weiteren Reformkurs bekennt und die fiskalischen Haushaltsziele einhält. Nur wenn die Politik (parallel zum sinkenden Schuldenstand) die nötige Glaubwürdigkeit zurückgewinnt, kann Griechenland mittelfristig wieder finanziell auf eigenen Füßen stehen und in der langen Frist seine Schulden begleichen.

## Literatur

**BMF**, 2013, Griechenland: Programmüberblick, URL

[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung\\_des\\_Euro/Zahlen\\_und\\_Fakten/europaeische-finanzhilfen-efsf-efsm.html#doc283178bodyText8](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euro/Zahlen_und_Fakten/europaeische-finanzhilfen-efsf-efsm.html#doc283178bodyText8) (Stand 31. August)

**Böcking**, David, 2013, Euro Krisenland: Warum Zinssenkungen für Griechenland verpuffen würden, Spiegel-Online, 19. September, 2012

**Eurogroup**, 2012, Eurogroup Statement on Greece, November 27, 2012,

**EU-Kommission**, 2012, The Second Economic Adjustment Programme for Greece – First Review December 2012, Brüssel

**EU-Kommission**, 2013, The Second Economic Adjustment Programme for Greece – Third Review July 2013, Brüssel

**EU Task Force for Greece**, 2013, Fifth Activity Report, Brüssel

**FAZ**, 2013, EU sieht in Griechenland immer noch eine Haushaltslücke, 9.12.2013, S.1

**Gros**, Daniel, 2013, Why Greece does not need debt forgiveness, in: Financial Times, November 27, 2012

**IMF**, 2013, Greece: Fourth Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Staff Report, July, Washington D.C:

**Matthes**, Jürgen, 2013, Griechenland: Silberstreif am Horizont? – Eine kurze Reformbilanz, IW policy paper, Nr. 4, 2013r

**OECD** – Organisation for Economic Co-operation and Development, 2013a, Economic Outlook, Dezember, Paris

**OECD** - Organisation for Economic Co-operation and Development, 2013b, Economic Survey Greece, Paris