

## Zur Beendigung des dritten Hilfsprogramms für Griechenland

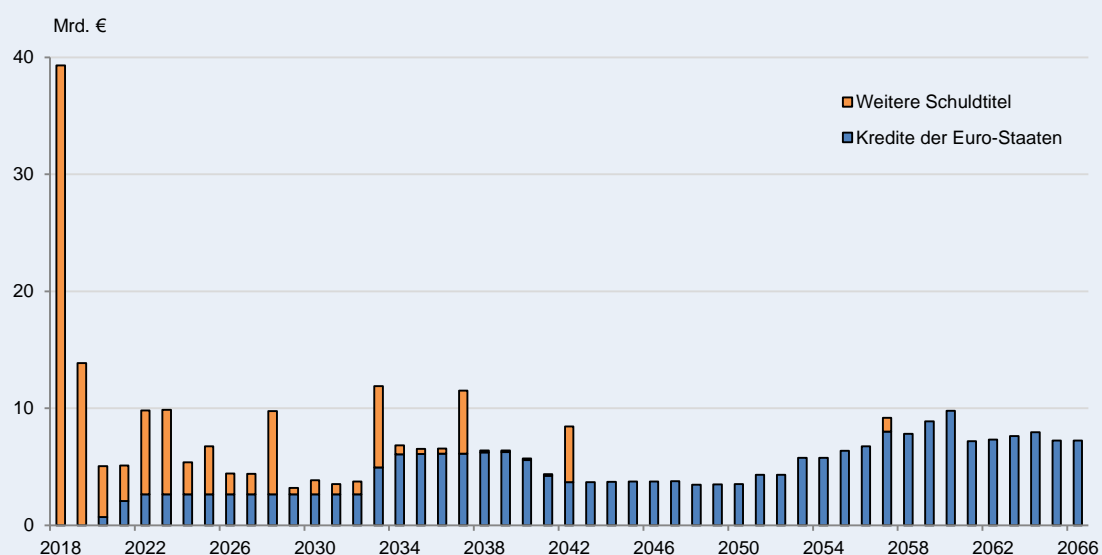
*Jens Boysen-Hogrefe und Ulrich Stolzenburg*

Im August 2018 hat Griechenland die letzte Tranche aus dem dritten Rettungsprogramm erhalten. Das Programm ist damit beendet. An dieser Stelle soll ein kurzer Überblick über die aktuelle Situation der öffentlichen Haushalte in Griechenland gegeben werden. Vorweggenommenes Fazit: Angesichts einer gegenwärtig vorteilhaften Haushaltslage und nur wenig anstehender Umschuldungen von auslaufenden Staatsschuldtiteln scheint die Lage auf mittlere Frist stabil.

Im Jahr 2017 wies der griechische Gesamtstaat einen Überschuss von 0,8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf, nach 0,6 Prozent im Jahr 2016, als Griechenland erstmals seit Mitgliedschaft im Euroraum das 3-Prozent-Kriterium des Maastrichtvertrags eingehalten hatte. Im laufenden Jahr dürfte der Budgetsaldo zwar leicht sinken, doch wird wiederum ein Überschuss erzielt. Der damit erzielte Primärüberschuss liegt in diesen drei Haushaltsjahren somit klar über den geforderten 3,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Die gegenwärtige Haushaltslage spricht dafür, dass eine mittelfristige Stabilisierung der Staatsfinanzen auch ohne weitere Rettungsprogramme gelingen wird.

Zudem dürfte in den kommenden Monaten kaum Bedarf für die Platzierung größerer Anleihen bestehen. Durch die letzte Tranche aus dem Rettungsprogramm wurde ein Liquiditätspuffer gebildet, mit dem die noch auslaufenden Anleihen der Jahre 2018 und 2019 abgelöst werden können. Dabei ist zu berücksichtigen, dass gerade im Jahr 2019 relativ hoch verzinsliche Anleihen – zum großen Teil in Händen der EZB – fällig werden, die Kupons von rund 6 Prozent tragen (Abbildungen 1 und 2). Dies und das Ablösen der Forderungen des IWF in den kommenden Jahren dürften die Haushaltslage im Hinblick auf den zu leistenden Zinsdienst weiter entspannen.<sup>a</sup> Gleichwohl gibt es immer noch hohe Risikoaufschläge für jene griechischen Staatsanleihen, die am Markt gehandelt werden. So rentieren Papiere mit 10-jähriger Restlaufzeit gut vier Prozent über Anleihen des Bundes. Die Refinanzierung von fällig werdenden Schuldtiteln ist somit vergleichsweise teuer, allerdings sinken die Risikoaufschläge seit geraumer Zeit und in den kommenden 15 Jahren sind die bevorstehenden Umschuldungen aus makroökonomischer Sicht überschaubar.

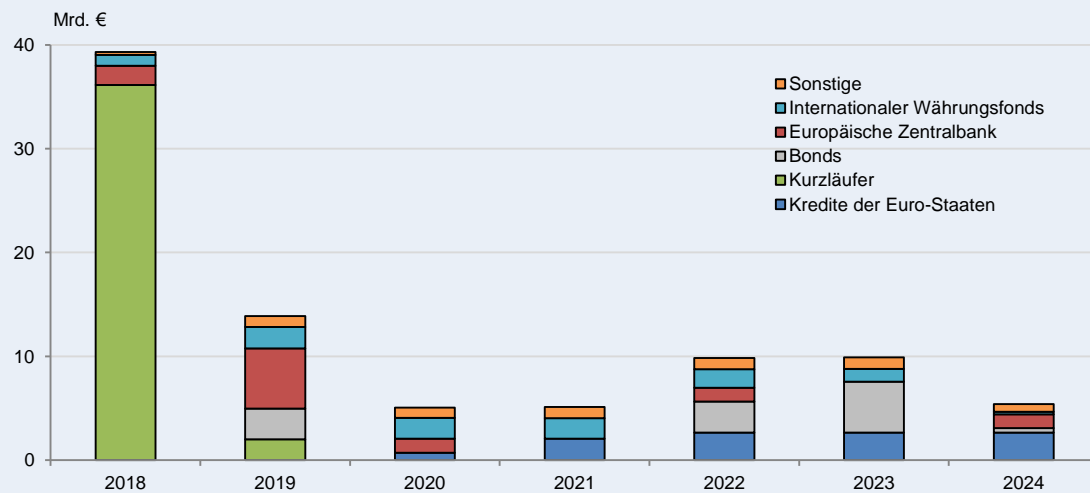
Abbildung 1:  
Griechische Staatsschuld nach Fälligkeit



Stand Ende Juni 2018. Euroraum: Kredite der Greek Loan Facility (1. Programm), der EFSF und des ESM. Die Laufzeiten der Kredite der EFSF wurden pauschal um 10 Jahre verlängert, um die Vereinbarungen zwischen Griechenland und der Eurogruppe vom 22.6.2018 abzubilden.

Quelle: Griechisches Finanzministerium..

Abbildung 2:  
Griechische Staatsschuld nach Fälligkeit in der mittleren Frist nach Gläubigern



Quelle: Griechisches Finanzministerium.

Ein gewisses Risiko besteht jedoch darin, dass der griechische Staat vergleichsweise viele Schuldtitel mit kurzer und extrem kurzer Laufzeit ausgegeben hat, deren Verzinsung stark vom europäischen Interbankenzins abhängen dürfte. Im Juni 2018 belief sich die ausstehende Summe der Repos und Schuldverschreibungen (Bills) auf 38 Mrd. Euro (rund 21 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt – zum Vergleich: in Italien machen die kurzlaufenden Schuldtitel nur 7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt aus).<sup>b</sup> Daher würde eine mögliche spürbare Zinswende oder ein plötzlicher erneuter Vertrauensverlust die öffentlichen Haushalte in Griechenland vergleichsweise schnell unter Druck setzen. Sofern der Trend sinkender Risikoaufschläge anhält, dürfte es daher aus Sicht stabiler Staatsfinanzen durchaus in Bälde attraktiv sein, Anleihen mittlerer Laufzeit zu platzieren, um damit die risikoreicheren Kurzläufer abzulösen.

Der finanzpolitische Ausblick auf die mittlere Frist lässt allerdings keine Schlüsse über das langfristige Gelingen der Rettungsprogramme im Sinne einer vollständigen Rückzahlung der ausstehenden Rettungskredite zu. Die Laufzeiten sind so hoch, dass eine Vielzahl von Entwicklungen eintreten kann und Abweichungen von den derzeit zugrunde gelegten makroökonomischen Annahmen in beide Richtungen möglich sind. Schließlich wird an dieser Stelle auch nicht das Risiko bewertet, dass die Forderung nach jahrzehntelang zu erzielenden, substantiellen Primärsalden vonseiten der griechischen Politik in Frage gestellt werden könnte.

<sup>a</sup>Während der Dauer des zweiten Hilfspakets wurden die Zinserträge der EZB an Griechenland zurücküberwiesen. Diese Praxis wurde aber offenbar nicht fortgesetzt. — <sup>b</sup>Insgesamt ist die mittlere Gesamtlaufzeit der griechischen Staatsschuld sehr hoch, was aber vor allem an den Laufzeiten der Kredite der EFSF und des ESM liegt.