



SACHVERSTÄNDIGENRAT
zur Begutachtung der
gesamtwirtschaftlichen Entwicklung

Analyse der Schulden Tragfähigkeit Griechenlands

Uwe Scheuering
(Stab des Sachverständigenrates zur Begutachtung der
gesamtwirtschaftlichen Entwicklung)

Arbeitspapier 04/2015*)
November 2015

*) Die Arbeitspapiere geben die persönliche Meinung des Autors wieder und nicht notwendigerweise die des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

1 ANALYSE DER SCHULDENTRAGFÄHIGKEIT GRIECHENLANDS¹

2 Die Tragfähigkeit der öffentlichen Schulden Griechenlands steht auf der Kippe. Daher fordert
 3 unter anderem der IWF einen Schuldenschnitt für öffentliche Gläubiger („Official Sector In-
 4 volvement, OSI“). Der hohe Schuldenstand bewirkt eine besondere Schuldendynamik in Ab-
 5 hängigkeit des Zins-Wachstums-Quotienten, der bei ungünstiger Entwicklung nur durch sehr
 6 hohe Primärüberschüsse aufgefangen werden kann. Dank langer Laufzeiten und niedriger
 7 Zinsen der Hilfskredite wird diese Dynamik allerdings erst nach 2030 wirksam, wenn ein
 8 hoher Anteil der Schulden wieder über private Kreditmärkte refinanziert wird. Daher ist die
 9 Notwendigkeit eines Schuldenschnitts zum heutigen Zeitpunkt unklar.

10 1. Erläuterungen zur Tragfähigkeitsanalyse

11 1. Um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu untersuchen, wird von Öko-
 12 nomen vor allem die voraussichtliche Entwicklung des **Schuldenstands** sowie
 13 des jährlichen **Refinanzierungsbedarfs** in Relation zum Bruttoinlandspro-
 14 dukts analysiert.

15 Schuldenstand

16 2. Der **Schuldenstand** eines Jahres setzt sich aus den bereits existierenden Alt-
 17 schulden, den Zinsausgaben auf diese Schulden sowie dem Primärüberschuss,
 18 also dem Finanzierungssaldo des Staates ohne Zinszahlungen, zusammen. Rei-
 19 chen die Primärüberschüsse langfristig nicht aus, um die Zinsen auf die beste-
 20 henden Schulden zu finanzieren, steigt der nominale Schuldenstand immer wei-
 21 ter. Die **Quote des Schuldenstands** in Relation zum Bruttoinlandsprodukt
 22 kann jedoch trotzdem konstant bleiben oder sogar sinken, wenn das Wachstum
 23 des Bruttoinlandsprodukts den Zinssatz auf die öffentlichen Schulden über-
 24 steigt. **Schuldenprojektionen** sind daher von Annahmen bezüglich der
 25 Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts, des Zinssatzes sowie des Primärsal-
 26 dos getrieben, weswegen üblicherweise mehrere **Szenarien und Stresstests**
 27 berechnet werden. Die Tragfähigkeit wird dadurch bestimmt, dass unter realisti-
 28 schen Annahmen der Schuldenstand mindestens stabil bleibt.

29 3. Die Intuition der im Rahmen des **Stabilitäts- und Wachstumspakts** festge-
 30 legten Defizitobergrenze von 3 % des Bruttoinlandsprodukts (Finanzierungssal-
 31 do inklusive Zinszahlungen) ist, dass damit bei einem Ausgangsschuldenstand in
 32 Höhe von höchstens 60 % des Bruttoinlandsprodukts und einem angenomme-
 33 nen Wachstum des nominalen Bruttoinlandsprodukts in Höhe von 5 % ein An-
 34 stieg der Schuldenstandsquote verhindert wird. Damit wäre die Tragfähigkeit
 35 der Staatsschulden gewährleistet.

36 4. Eine langfristige Schuldenprojektion wird regelmäßig im Fiscal Sustainability
 37 Report der **Europäischen Kommission** für die europäischen Staaten durch-

¹ Erstellt von Uwe Scheuering.

1 geführt (Europäische Kommission, 2012). Dabei wird zusätzlich ein Indikator
2 berechnet, welcher den jährlichen Konsolidierungsbedarf bis zum Jahr 2020
3 angibt, sodass die Schuldenstandsquote mit dem sich dann ergebenden Primär-
4 überschuss im Jahr 2030 nicht höher ist als 60 % (S1-Indikator). Ein weiterer
5 Indikator gibt an, wie hoch der jährliche Konsolidierungsbedarf ist, damit lang-
6 fristig die intertemporale Budgetrestriktion des Staates erfüllt ist, also damit bei
7 unendlicher Betrachtung alle Schulden zurückgezahlt werden können (S2-
8 Indikator). Der **Internationale Währungsfonds** (IWF) berechnet ebenfalls
9 Schuldenprojektionen im Rahmen von Country Reports und des „Fiscal Moni-
10 tor“.

11 Refinanzierungsbedarf

- 12 5. Der jährliche **Refinanzierungsbedarf** bestimmt sich aus den Rückzahlungs-
13 verpflichtungen und dem zu finanzierenden Defizit. Reichen die jährlichen
14 Überschüsse nicht aus, um fällige Staatsanleihen zu tilgen, muss der Staat dies
15 zum Teil durch die Aufnahme neuer Schulden finanzieren. Ein reines Ersetzen
16 alter Schulden durch neue ändert zwar nichts am Schuldenstand. Sowohl die
17 Laufzeit als auch der Tilgungsplan können jedoch variieren. In Abhängigkeit der
18 Primärüberschüsse und der Höhe des Schuldenstands ist es somit möglich, dass
19 ein Staat innerhalb eines Jahres einen besonders hohen Betrag an neuen Staats-
20 anleihen emittieren muss. Obgleich Investoren das zurückgezahlte Kreditvolumen
21 oftmals wieder in Staatsanleihen anlegen, besteht bei einer Änderung der Boni-
22 tätslage die Gefahr, dass bei einer Neuemission die Nachfrage zu gering bleibt,
23 was sich auf die **Finanzierungskosten** des Staates für diese Tranche auswir-
24 ken kann, oder dass sich die **Investorenzusammensetzung** ändert. Daher ist
25 es das Ziel des „debt management“, dass das **Refinanzierungsvolumen** nicht
26 zu hoch ist, und über die Zeit möglichst konstant bleibt. In der Praxis hat sich
27 ein **Schwellenwert** für den Refinanzierungsbedarf von 15 % bis 20 % des Brut-
28 toinlandsprodukts etabliert, ab dem die Tragfähigkeit der Staatsschulden ange-
29 zweifelt wird.
- 30 6. Der Refinanzierungsbedarf wird zum Beispiel im Fiscal Sustainability Report
31 der EU-Kommission und durch den IWF im Rahmen der neuen Debt Sustaina-
32 bility Analysis in Country Reports ausgewiesen.

33 2. Analyse für Griechenland

- 34 7. Nachfolgend wird eine Analyse der Schuldenquote und des Refinanzierungsbe-
35 darfs Griechenlands anhand der derzeitigen Vereinbarungen zum dritten Hilfs-
36 programm im Rahmen des ESM durchgeführt und ein Vergleich der Ergebnisse
37 mit den Resultaten der europäischen Institutionen (BMF, 2015) sowie des IWF
38 (IWF, 2015a, 2015b) vorgenommen.

39 Methode

- 40 8. Die nominale Verschuldung in Periode t ist

$$B_t = B_{t-1}(1 + r) - P_t - S_t,$$

1 wobei P_t der Primärsaldo, S_t Sondererlöse zum Beispiel durch Privatisierungen
 2 und r der nominale Durchschnittszinssatz auf Staatsanleihen und -kredite ist
 3 (Blanchard, 1990 und Blanchard et al., 1990). Nach Division durch das Bruttoin-
 4 landsprodukt Y_t ergibt sich mit $Y_t = (1 + n)Y_{t-1}$

$$b_t = b_{t-1} \left(\frac{1 + r}{1 + n} \right) - p_t - s_t.$$

5 Die Veränderung der Schuldenstandsquote hängt also von der Höhe der Pri-
 6 märüberschüsse, der Sondererlöse sowie dem Verhältnis aus nominalem Zins-
 7 satz auf die Staatsschulden und der Wachstumsrate des nominalen Bruttoin-
 8 landsprodukts, n , ab (Zins-Wachstums-Quotient). Der Refinanzierungsbedarf
 9 RB_t ist definiert als

$$RB_t = T\ddot{O}_t + TP_t + Z_t - P_t - S_t,$$

10 wobei $T\ddot{O}_t$ die Tilgung öffentlicher Schulden, TP_t die Tilgung von Schulden bei
 11 privaten Gläubigern und Z_t die Zinszahlungen im Zeitpunkt t sind. Die Zinszah-
 12 lungen ergeben sich aus dem Produkt des Durchschnittszinssatzes und der Ver-
 13 schuldung des Vorjahres. Die konkreten Annahmen zur Tragfähigkeitsanalyse
 14 sind in [KASTEN 1](#) aufgeführt.

➤ KASTEN 1

Annahmen zur Tragfähigkeitsanalyse

- **Primärüberschüsse** gemäß Vereinbarung zu drittem Hilfsprogramm:
 - o 2015 – 2017: -0,25 %, 0,5 %, 1,75 %
 - o ab 2018 bis 2060 3,5 %
- Der **Durchschnittszins** ergibt sich durch mit dem jeweiligen Anteil an der Gesamtverschuldung gewichteten Effektivzins auf öffentliche und Schulden bei privaten Gläubigern:

Zinsen auf öffentliche Schulden:

 - o Für EFSF und ESM ergibt sich der Zins durch die Finanzierungskosten der jeweiligen Institution zzgl. eines pauschalen Aufschlags.
 - EFSF: 2,3 % (IWF, 2015a), es wird eine 10 jährige Stundung der Zinsen berücksichtigt
 - ESM: 2,3 % (IWF, 2015a), wie bei EFSF
 - o IWF-Kredite: Um 3 %, ergibt sich durch die Zinszahlungen gemäß Rückzahlungsplan und durch die jeweilige Restschuld.
 - o Bilaterale Kredite: 0,8 %, ergibt sich aus den 2014 geleisteten Zinszahlungen (400 Mio Euro) und der Anfangsschuld. Die Tilgung beginnt erst 2020.

Zinsen auf Schulden bei privaten Gläubigern:

 - o Ab 2015 wird ein Durchschnittszins in Höhe von 6,25 % auf Kredite bei privaten Gläubigern angenommen (IWF, 2015a). Dabei handelt es sich um den Zins, den Griechenland vor der Krise für 5-jährige Staatsanleihen zahlen musste, zzgl. eines kleinen Aufschlags.
- Der Durchschnittszins steigt ab 2019 durch die Tilgung öffentlicher Schulden, da der Anteil der höher verzinsten Schulden bei privaten Gläubigern steigt.
- **Anfangsschuldenstand = 177,3 %** (Eurostat) für das Basisjahr 2014

Die **Öffentlichen Schulden** (Schulden bei öffentlichen Gläubigern) ergeben sich anhand

 - o der im Jahr 2014 bestehenden öffentlichen Schulden bei europäischen Staaten (bila-

- terale Kredite, 52,9 Mrd Euro), EFSF (141,8 Mrd Euro) und IWF (25,0 Mrd Euro),
- der ab dem Jahr 2015 gewährten und bis 2018 maximal vereinbarten Mittel aus EFSM und ESM (85,4 Mrd Euro),
- abzüglich deren Tilgungen
 - Die Tilgungen beginnen 2020 (bilaterale Kredite), 2022 (EFSF), beziehungsweise 2034 (ESM). IWF-Kredite werden bereits getilgt (bis 2024)
 - Quellen: EFSF und IWF aus offiziellen Tilgungsplänen; bilaterale Kredite nach Informationen aus Wall Street Journal; ESM erste Tranche (13 Mrd Euro) nach offiziellem Tilgungsplan, für ESM zweite Tranche (10 Mrd Euro) und noch nicht ausgezahlte Kredite wird eine einmalige Tilgung nach den offiziell veranschlagten durchschnittlichen 32,5 Jahren angenommen, da noch kein Tilgungsplan existiert.

Die Schulden bei privaten Gläubigern ergeben sich als Residuum aus der Gesamtverschuldung und den öffentlichen Schulden. Zu den Schulden bei privaten Gläubigern gehören auch die von der EZB aufgekauften Staatsanleihen. Es wird angenommen, dass die Mittel aus dem ESM-Programm ausreichen, um die Refinanzierung bis einschließlich 2018 zu gewährleisten. Ab dem Jahr 2019 wird angenommen, dass die Refinanzierung nur noch über Kredite bei privaten Gläubigern abläuft. Damit sinkt der Anteil der öffentlichen Schulden gemäß Tilgung sukzessive ab.

- Beim **Refinanzierungsbedarf** ab 2019 wird angenommen, dass jedes Jahr ein Anteil von 13,3 Prozent der Schulden bei privaten Gläubigern getilgt werden muss, was einer durchschnittlichen Laufzeit von 7,5 Jahren entspricht.
- Bei den **Wachstumsraten** werden die Prognosen für die realen Wachstumsraten genutzt, die die Institutionen in ihrer Tragfähigkeitsanalyse ausweisen (BMF, 2015). Dabei handelt es sich um -2,3 % im Jahr 2015, -1,3 % in 2016, 2,7 % in 2017, 3,1 % in 2018 und langfristig 1,75 % (ab 2019). Für die Berechnung der nominalen Wachstumsraten wird die aktuelle Inflationsprognose der EU-Kommission in Höhe von -1,2 % für das Jahr 2015 und 0,7 % für 2017 genutzt (Europäische Kommission, 2015). Für die Folgejahre wird ein gleichbleibender Anstieg auf 2,0 % in 2019 angenommen und dieser Wert konstant fortgeschrieben. Damit ergibt sich im Basisszenario ein langfristiges nominales Wachstum in Höhe von 3,75 %.
- Bei den **Sondererlösen** werden nur die bereits festgelegten erwarteten Erlöse aus Privatisierungen in Höhe von insgesamt 6,2 Mrd Euro bis 2018 berücksichtigt. Weitere Privatisierungserlöse werden zunächst nicht berücksichtigt. Ebenso werden Rückflüsse aus SMP-Gewinnen in Höhe von maximal 7,7 Mrd Euro gemäß BMF (2015) nicht berücksichtigt. Dies geht auf Erklärungen der Eurogruppe zurück, nach denen die Vereinbarung bezüglich dieser Auszahlungen zusammen mit dem EFSF-Programm auslief (BMF, 2015). Im Memorandum of Understanding (BMF, 2015) sind für die Rückzahlung der ESM-Kredite bis zu 25 Mrd Euro aus den Erlösen von Bankenprivatisierungen und der Veräußerung anderer Vermögenswerte, sowie weitere 50 % jedes verbleibenden Euros (das heißt 50 % von 25 Mrd EUR) für die Verringerung der Schuldenquote vorgesehen. Da kein konkreter Zeitplan vereinbart ist, wird auf eine Modellierung möglicher zusätzlicher Privatisierungserlöse verzichtet.
- Es werden **Szenarien** und Sensitivitätsanalysen mit veränderten Annahmen bzgl. Zinssatz auf Schulden bei privaten Gläubigern, Wachstumsraten des realen BIP und Primärüberschüssen berechnet.
- Es wird jeweils die **Schuldenprojektion bis 2060** sowie ab 2019 der jährliche **Refinanzierungsbedarf bis 2060** berechnet.

1

Ergebnisse

2

9. Die Ergebnisse der Schuldenprojektion und des jährlichen Refinanzierungsbedarfs für unterschiedliche Szenarien werden in [ABBILDUNG 1](#) gezeigt. Im Basisszenario werden die Vereinbarungen bezüglich der Primärüberschüsse sowie

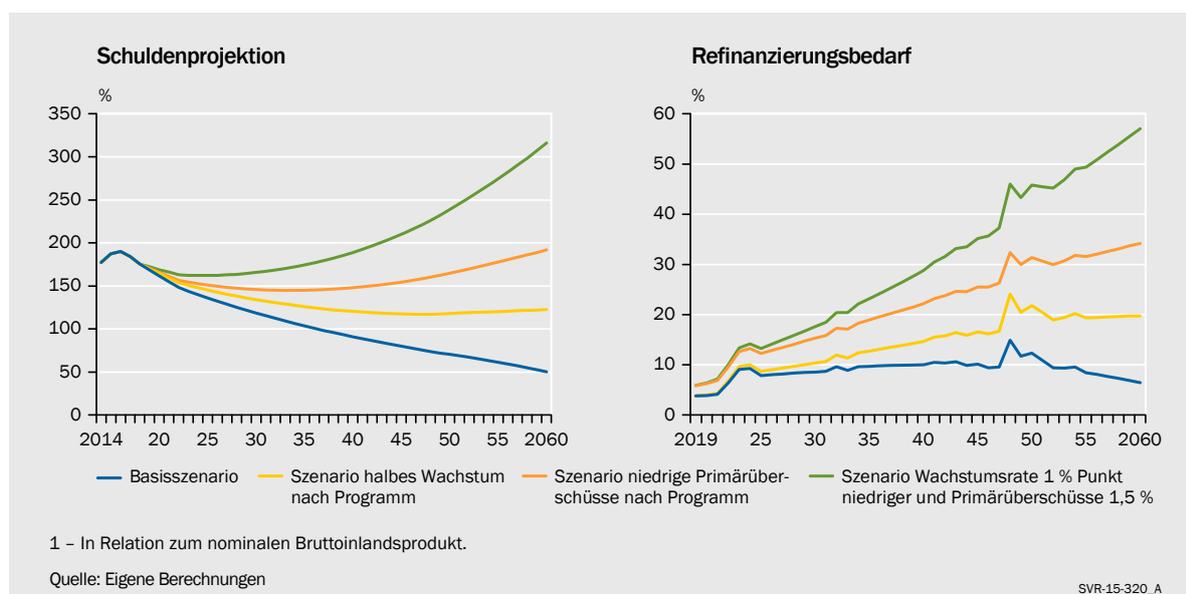
3

4

1 die Annahmen über die Wachstumsraten des realen BIP der Institutionen mo-
 2 delliert. [KASTEN 1](#) Zusätzlich werden weitere Szenarien dargestellt, die ein nur
 3 halb so hohes reales Wachstum ab 2019 (0,875 % statt 1,75 %), niedrigere Pri-
 4 märüberschüsse in Höhe von nur 1,5 % statt 3,5 % ab 2019 oder niedrige Pri-
 5 märüberschüsse und gleichzeitig ein um einen Prozentpunkt niedrigeres Wachs-
 6 tum annehmen.

7 [ABBILDUNG 1](#)

Schuldenstandsquote und Refinanzierungsbedarf¹



8

9 **10.** Im Basisszenario sinkt die **Schuldenstandsquote** ab 2017 kontinuierlich auf
 10 161,6 % im Jahr 2020 und bis auf 50,5 % im Jahr 2060. Diese Entwicklung ist
 11 allerdings stark von den zugrundegelegten Annahmen abhängig. Fällt das reale
 12 Wachstum ab 2019 nur halb so hoch aus (0,875 % statt 1,75 %) steigt die Schul-
 13 denstandsquote ab dem Jahr 2048 wieder leicht auf 122,5 % an. Gelingt es nicht,
 14 dauerhaft hohe Primärüberschüsse zu erwirtschaften (1,5 % statt 3,5 % ab 2019),
 15 steigt die Schuldenstandsquote ab dem Jahr 2036 erneut an und befindet sich
 16 am Ende des Betrachtungszeitraums bei 192,0 % des Bruttoinlandsprodukts.
 17 Insbesondere die Annahme dauerhafter Primärüberschüsse dürfte kritisch sein.
 18 Zum einen gingen in der Vergangenheit hohe Primärüberschüsse von schulden-
 19 reduzierenden Staaten im Allgemeinen mit einem hohen realen Wachstum des
 20 Bruttoinlandsprodukts einher. Eine Auswertung solcher Episoden in Industrie-
 21 ländern seit dem Jahr 1980 ergibt einen durchschnittlichen Primärüberschuss
 22 von 3,2 % bei einem durchschnittlichen realen Wachstum in Höhe von 3,5 % (Ali
 23 Abbas et al., 2013). Im Fall Griechenlands wird jedoch mit einem vergleichswei-
 24 sen geringen realen Wachstum von langfristig 1,75 % gerechnet. Zum anderen ge-
 25 lang es bislang keinem Staat, über mehrere Jahrzehnte solch hohe Primärüber-
 26 schüsse zu erwirtschaften. Wird gleichzeitig zu niedrigeren Primärüberschüssen
 27 eine um einen Prozentpunkt niedrigere reale Wachstumsrate modelliert (0,75 %
 28 statt 1,75 % ab dem Jahr 2019), ergibt sich ein noch stärkerer Anstieg der Schul-
 29 denstandsquote bis zum Jahr 2060 auf 316,1 %.

- 1 11. In all diesen Szenarien kann der Primärüberschuss in der langen Frist nicht das
2 **ungünstige Verhältnis von Zins und Wachstumsrate** kompensieren.
3 Dieser schuldensteigernde Effekt kommt allerdings erst in 10 bis 20 Jahren zum
4 tragen, da dann die Schulden bei öffentlichen Gläubigern sukzessive getilgt und
5 durch höher verzinsten Schulden bei privaten Gläubigern ersetzt werden. Daher
6 scheint eine sofortige weitere Entlastung für den griechischen Staat nicht nötig
7 zu sein. Vielmehr kann zunächst abgewartet werden, welche Entwicklung sich
8 bei Wachstum und Primärüberschüssen während des dritten Programms ergibt.
9 Anschließend kann auf dieser Grundlage sowie der dann geltenden Finanzie-
10 rungsbedingungen am Kapitalmarkt eine erneute Projektion vorgenommen
11 werden. Dann wird deutlich, ob ein viertes Programm nötig ist, oder ob die grie-
12 chische Regierung die Schuldenstandsquote wieder selbstständig stabilisieren
13 kann.
- 14 12. Beim **Refinanzierungsbedarf** ergibt sich ein ähnliches Bild. Nur im Basissze-
15 nario stabilisiert er sich bei unter 10 %. Der kurzzeitige Anstieg um das Jahr
16 2048 resultiert aus der Annahme, dass die im Rahmen des ESM-Programms
17 ausgezählten Kredite zum großen Teil nach 32,5 Jahren einmalig getilgt werden.
18 Gibt man die positiven Annahmen im Hinblick auf Wachstum oder Primärüber-
19 schüsse auf, steigt der Refinanzierungsbedarf stetig auf Werte bis teilweise weit
20 über 20 % am Ende des Betrachtungszeitraums an.
- 21 13. Um die **Sensitivität** der Ergebnisse weiter zu veranschaulichen, stellt [TABELLE 1](#)
22 Ergebnisse bei einer Änderung der Wachstumsraten, der Zinssätze auf am Kapi-
23 talmarkt ausgegebene Staatsanleihen und der Primärüberschüsse ab dem Jahr
24 2019 im Vergleich zum Basisszenario dar. Die Bandbreite der Schuldenstands-
25 quoten im Jahr 2020 liegt zwischen 158,4 % und 164,9 %, im Jahr 2060 zwi-
26 schen -20,2 % und 135,8. Insbesondere in der langen Frist sind die Ergebnisse
27 also äußerst volatil. Interessant ist vor allem, dass die Schuldenstandsquote im
28 Jahr 2020 in allen Sensitivitätsanalysen über dem noch im Jahr 2012 vereinbar-
29 ten Ziel von 124 % liegt. Dies sagt über die Tragfähigkeit gleichwohl wenig aus,
30 wie die deutlich unterschiedlichen Entwicklungen der Projektionen bis zum Jahr
31 2060 zeigen.
- 32 14. Beachtenswert ist weiterhin, dass ein vom IWF geforderter **Schuldenschnitt**
33 die Situation nicht automatisch signifikant verbessert. Ein nominaler Schulden-
34 schnitt im Jahr 2015 in Höhe von 25 % (32,7 Mrd Euro) auf die Kredite, welche
35 von der EFSF ausgezahlt wurden, würden kaum zu einer Änderung des Verlaufs
36 führen, sondern vor allem zu einer Niveauverschiebung. [ABBILDUNG 2](#) Der Grund
37 liegt darin, dass die Zinsen auf die EFSF sehr niedrig sind und die ersten zehn
38 Jahre gestundet werden. Zudem beginnt die Tilgung erst im Jahr 2022. Damit
39 ergibt sich erst ab diesem Zeitpunkt ein für die Entwicklung der Schuldenquote
40 ungünstiges Verhältnis aus Zinssatz und Wachstumsrate.

41

42

43

1 **TABELLE 1**

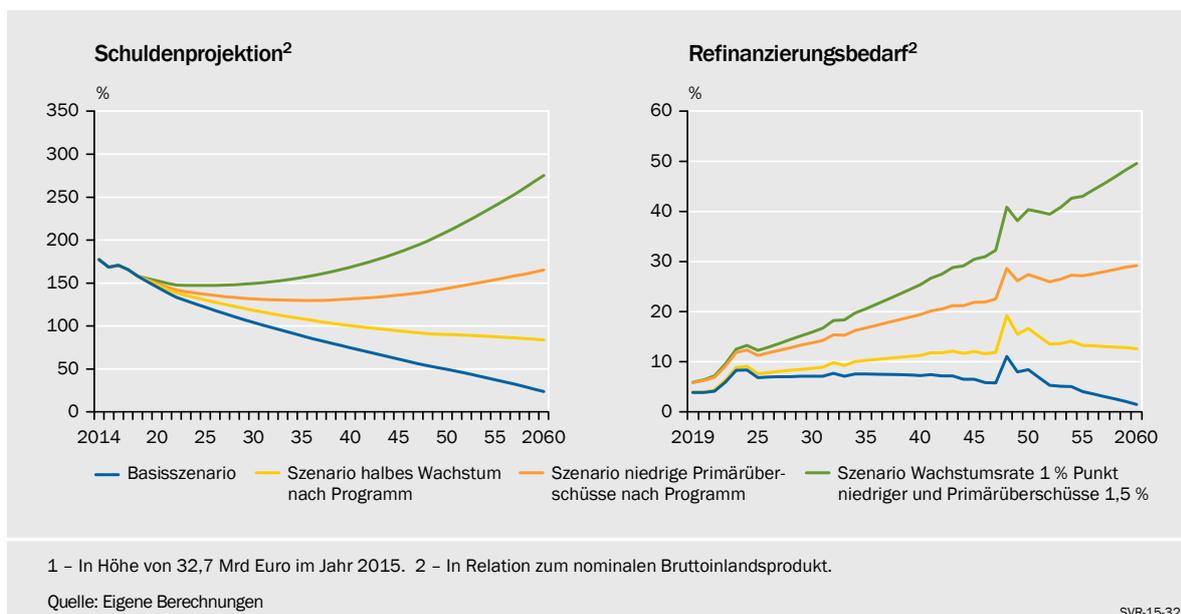
Sensitivitätsanalysen¹

Szenario	Indikator	2020	2060
Basisszenario	Schuldenprojektion in % des BIP	161,6	50,5
	Refinanzierungsbedarf in % des BIP	3,8	6,5
	Effektiver Durchschnittszins % p.a.	1,7	6,3
Wachstum +1 Prozentpunkt	Schuldenprojektion in % des BIP	158,4	0,4
	Refinanzierungsbedarf in % des BIP	3,7	- 2,8
	Effektiver Durchschnittszins % p.a.	1,7	6,3
Wachstum -1 Prozentpunkt	Schuldenprojektion in % des BIP	164,9	135,8
	Refinanzierungsbedarf in % des BIP	4,0	22,2
	Effektiver Durchschnittszins % p.a.	1,7	6,3
Privater Zins +1 Prozentpunkt	Schuldenprojektion in % des BIP	164,0	97,3
	Refinanzierungsbedarf in % des BIP	4,5	15,8
	Effektiver Durchschnittszins % p.a.	1,9	7,3
Privater Zins -1 Prozentpunkt	Schuldenprojektion in % des BIP	159,3	20,7
	Refinanzierungsbedarf in % des BIP	3,2	0,8
	Effektiver Durchschnittszins % p.a.	1,5	5,3
Primärüberschuss +1 Prozentpunkt	Schuldenprojektion in % des BIP	159,6	- 20,2
	Refinanzierungsbedarf in % des BIP	2,7	- 7,4
	Effektiver Durchschnittszins % p.a.	1,7	6,3
Primärüberschuss -1 Prozentpunkt	Schuldenprojektion in % des BIP	163,6	121,3
	Refinanzierungsbedarf in % des BIP	5,0	20,3
	Effektiver Durchschnittszins % p.a.	1,7	6,3
Nachrichtlich: Im Jahr 2012 festgelegtes Ziel der Schuldenstandsquote		124,0	
1 - Eigene Berechnungen.			SVR-15-322

2

3 **ABBILDUNG 2**

Schuldenstandsquote und Refinanzierungsbedarf bei nominalem Schuldenschnitt¹



4

Vergleich mit Ergebnissen anderer Institutionen

Institutionen (BMF 2015)

15. Die Institutionen haben im Zuge der Verhandlungen über das dritte Hilfspaket eine Tragfähigkeitsanalyse durchgeführt. Diese lag den Abgeordneten des deutschen Bundestages bei der Abstimmung am 17. August 2015 vor. Es wurden drei Szenarios gerechnet. [TABELLE 2](#) Dabei sind die potenziellen Rückflüsse aus SMP- und ANFA-Gewinnen jeweils nicht eingerechnet.

[TABELLE 2](#)

Schuldenstandsquote Griechenlands in drei Szenarien

Szenario	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2022	2030
Szenario A	196.3	200.9	198.6	190.7	182.3	174.5	159.7	122.2
Szenario B	198.8	206.8	205.2	199.5	192.4	185.9	173.7	143.3
Szenario C	195.4	198.9	195.2	186.1	176.0	166.1	148.2	106.7
Quelle: BMF								
SVR-15-324								

16. Die Annahmen zu Szenario A entsprechen im Wesentlichen dem Basisszenario der Berechnungen des Sachverständigenrates, wobei über die Höhe der angenommenen Zinssätze allerdings keine Angabe gemacht wurde. Bei der Auswahl der Szenarien ist kritisch anzumerken, dass jeweils ein dauerhafter Primärüberschuss in Höhe von 3,5 % ab dem Jahr 2019 angenommen wurde.

- **Szenario A:** Basisszenario
 - o Primärhaushalt: –0,25 % für 2015, 0,5 % für 2016, 1,75 % für 2017 und 3,5 % ab 2018 (Vereinbarung mit griechischer Regierung)
 - o geschätztes Wachstum des realen BIP : –2,3 im Jahr 2015, –1,3 im Jahr 2016, 2,7 im Jahr 2017 und 3,1 im Jahr 2018. Das langfristige Wachstum wird mit 1¾ % ab dem Jahr 2019 angesetzt.
 - o Privatisierungen in Höhe von 13,9 Mrd Euro bis 2022
- **Szenario B:** Schlechtere Haushaltsentwicklung, geringere Privatisierungserlöse und schwächeres Wachstum
 - o Primärhaushalt: –1 % des BIP im Jahr 2015, 0 % im Jahr 2016, 1,5 % im Jahr 2017, 2 % im Jahr 2018 und 3,5 % ab 2019.
 - o Wachstum jährlich 0,5 Prozentpunkte unterhalb der Werte des Basisszenarios
 - o Privatisierungserlöse nur 3,7 Mrd Euro
- **Szenario C:** Höheres Wachstum und höhere Privatisierungserlöse
 - o Primärhaushalt wie in Szenario A
 - o Wachstum jährlich 0,5 Prozentpunkte oberhalb der Werte des Basisszenarios
 - o Privatisierungen in Höhe von 24,6 Mrd Euro

17. Der Bruttofinanzierungsbedarf wird im ungünstigsten Szenario (B) auf durchschnittlich 12 % im Zeitraum 2020-2030 und über 15 % in den darauffolgenden Jahrzehnten geschätzt.

1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15

16

17
18
19
20
21
22
23
24
25
26
27
28
29
30

31
32
33
34
35
36
37
38

39

40

41

IWF

18. Am 14. Juli 2015 hat der IWF eine Aktualisierung seiner Tragfähigkeitsanalyse für Griechenland veröffentlicht (IWF, 2015b). Demnach wird ein Maximalwert der Schuldenstandsquote in Höhe von unter, aber nahe 200 % des Bruttoinlandsprodukts innerhalb der nächsten beiden Jahre erwartet. Für das Jahr 2022 ergibt sich eine Schätzung von 177 %. Der jährliche Refinanzierungsbedarf wird auf über 15 % des Bruttoinlandsprodukts geschätzt, wobei dieser im Zeitablauf zunehmen dürfte. Diese Ergebnisse ergeben sich trotz eines angenommenen Primärüberschusses von 3,5 % in der langen Frist sowie hohen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts. Für die Privatisierungserlöse wird ein jährlicher Wert von 500 Mio Euro über die „nächsten paar Jahre“ angenommen. Der Zins auf öffentliche Schulden wird mit 2,3 % festgelegt. Für Staatsanleihen am Kapitalmarkt wird eine durchschnittliche Laufzeit von 5 Jahren und ein Zins von 6,25 % angenommen. Diese Annahmen bezüglich der Zinssätze wurden bei den Berechnungen des Sachverständigenrates übernommen.

3. Fazit

19. Die Tragfähigkeit der griechischen Staatsschulden steht auf der Kippe. Die Analyse zeigt, dass für lange Zeit ein **sehr hoher Primärüberschuss** erzielt werden muss, um die Schuldenquote erfolgreich auf moderate Werte zurückzuführen. Aus diesem Grund plädiert der IWF in einem Update zu seiner Tragfähigkeitsanalyse vom Juni (IWF, 2015a) für einen **nominalen Schuldenschnitt** (IWF, 2015b). Dies hätte allerdings nur dann einen Effekt auf die Schuldendynamik, wenn dieser sehr hoch ausfällt. Ebenso ist derzeit nicht sicher, ob der Refinanzierungszinssatz auf Staatsanleihen am Kapitalmarkt bereits ab 2019 wesentlich niedriger ist als heute. Bei hohen Zinsen auf Schulden bei privaten Gläubigern wird es kaum möglich sein, die Schuldenstandsquote nach 2019 ohne weitere öffentliche Refinanzierung deutlich zu reduzieren, es sei denn, das Wirtschaftswachstum zieht dauerhaft kräftig an. Positiv auf die Schuldenstandsquote könnten zudem weitere Privatisierungserlöse aus dem neu gegründeten Privatisierungsfonds wirken.

Die Analyse von makroökonomischen Szenarien zeigt, wie groß die Unsicherheit über die langfristige Tragfähigkeit der griechischen Schulden ist. Daher sollte die Möglichkeit einer schlechteren Entwicklung stets in die Entscheidungen über ESM-Programme einfließen. Insbesondere lässt sich heute noch nicht abschätzen, ob das vereinbarte dritte Hilfsprogramm ausreicht, um die Schuldenstandsquote über das Jahr 2030 hinaus zu stabilisieren, oder ob eine weitere Intervention vonseiten der öffentlichen Gläubiger nach 2019, beispielsweise mit einer weiteren Laufzeitverlängerung der Hilfskredite vonnöten sein wird.

1 LITERATUR

- 2 [Ali Abbas](#), S.M., B. Akitoby, J. Andritzky, H. Berger, T. Komatsuzaki und J. Tyson (2013), *Policies for*
3 *macrofinancial stability: How to deal with credit booms*, IMF Staff Discussion Note SDN/13/07, Interna-
4 *tionaler Währungsfonds, Washington, DC.*
- 5 [Blanchard](#), O.J. (1990), *Suggestions for a new set of fiscal indicators*, OECD Economics Department
6 *Working Paper No. 79, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.*
- 7 [Blanchard](#), O.J., J.-C. Chouraqui, R.P. Hagemann und N. Sartor (1990), *The sustainability of fiscal policy:*
8 *New answers to an old question, OECD Economic Studies 15, 7–34.*
- 9 [BMF](#) (2015), *Antrag des Bundesministeriums der Finanzen: Einholung eines zustimmenden Beschlus-*
10 *ses des deutschen Bundestages, der Hellenischen Republik Stabilitätshilfe in Form einer Finanzhilfefä-*
11 *higkeit zu gewähren sowie zur Vereinbarung über ein Memorandum of Understanding zwischen der Hel-*
12 *lenischen Republik und dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)*, Drucksache 18/5780, Bun-
13 *desministerium der Finanzen, Berlin, 17. August.*
- 14 [Europäische Kommission](#) (2015): *European economic forecast*, Spring 2015, Brüssel.
- 15 [Europäische Kommission](#) (2012), *Fiscal sustainability report*, European Economy 8/2012, Brüssel.
- 16 [IWF](#) (2015a), *Greece: Preliminary draft debt sustainability analysis*, IMF Country Report No. 15/165, In-
17 *ternationaler Währungsfonds, Washington, DC.*
- 18 [IWF](#) (2015b), *Greece: An update of IMF staff's preliminary public debt sustainability analysis*, IMF
19 *Country Report No. 15/186, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.*
- 20 [IWF](#) (2013), *Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries*, In-
21 *ternationaler Währungsfonds, Washington, DC.*