

### **Schuldentragfähigkeitsanalyse**

Diese Analyse wurde von den europäischen Institutionen erstellt.

Die wirtschaftliche und finanzielle Situation in Griechenland hat sich nachhaltig verschlechtert angesichts der politischen Ungewissheit, staatlicher Mindereinnahmen, der Regierungsbeschlüsse, mit denen die Bankenschließung und die Auflage von Kapitalverkehrskontrollen unausweichlich wurden, und der ausfallenden Zahlungen an den IWF und die griechische Zentralbank.

Somit hat die Tragfähigkeit der griechischen Staatsverschuldung im Vergleich zur Schuldentragfähigkeitsanalyse (DSA) signifikant abgenommen, die in dem von der Kommission in Abstimmung mit der EZB erstellten Bericht über die Einhaltung der Konditionalität (Compliance Report) vom April 2014 veröffentlicht wurde. Zum damaligen Zeitpunkt lagen die Prognosen für die Schuldenquote im Jahr 2020 bei 125 %, im Jahr 2022 bei 112 %. Im zweiten Halbjahr 2014 erholte sich die Tragfähigkeit der griechischen Schulden nochmals infolge gesenkter Zinssätze und der teilweisen Ersetzung externer Finanzierung durch interne Quellen im Wege von Rückkaufgeschäften unter Beteiligung staatlicher Stellen. Diese Faktoren hätten, ergänzt durch eine vollständige Programmumsetzung seitens der griechischen Regierung, den Schuldenstand unter die 2012 festgelegten Ziele von 124 % im Jahr 2020 und deutlich unter 110 % im Jahr 2022 sinken lassen. Unter diesen Umständen wurde die Verschuldung als tragfähig bewertet.

Seit Ende des letzten Jahres haben erheblich nachlassende Reformbemühungen und Gegenentwicklungen zu früheren Reformen sowie ein allgemeines Klima der Unsicherheit zu einer deutlichen Verschlechterung des Wirtschaftswachstums und der Aussichten für eine Verbesserung der Haushaltslage und somit der Schuldentragfähigkeit geführt. Folgende Parameter waren ausschlaggebend für die Verschlechterung der Schuldentragfähigkeit:

- Eine deutliche Abwärtskorrektur der Wachstumsprognosen. Das geschätzte Wachstum des realen BIP wird derzeit mit -2,3 im Jahr 2015, -1,3 im Jahr 2016, 2,7 im Jahr 2017 und 3,1 im Jahr 2018 veranschlagt. Das langfristige Wachstum wird mit 1¼ % im Basisszenario angesetzt.
- Die erwarteten Primärüberschussergebnisse wurden nach unten korrigiert. Das finanzpolitische Programm, das sich bis zum dritten Quartal 2014 auf Kurs befand, lief im vierten Quartal 2014 aus dem Ruder. Die weniger konsequente Umsetzung von Reformen im zweiten Halbjahr 2014, die Erwartung großzügiger Regelungen für die Schuldenbegleichung und der Konjunkturverlauf führten zu einem ausgeglichenen Primärsaldo anstelle eines Primärüberschusses. Darüber hinaus führten die politisch ungewisse Lage im ersten Halbjahr 2015 und das erhebliche Ausmaß, in dem die Programmmaßnahmen in dieser Zeit nicht umgesetzt wurden, zu einem stark abgeschwächten Wirtschaftswachstum und damit zu niedrigeren Ergebnissen beim Primärsaldo für diesen Zeitraum. Zudem machen die Auflage von Kapitalverkehrskontrollen und die starken Liquiditätsengpässe der griechischen Wirtschaft nun eine weitere Herabsetzung der Haushaltsziele zumindest für den Zeitraum 2015–2017 erforderlich. Auf der Grundlage dieser Entwicklungen werden die mit der griechischen Regierung vereinbarten Ziele für den Primärhaushalt mit -0,25 % für 2015, 0,5 % für 2016, 1,75 % für 2017 und 3,5 % ab 2018 veranschlagt.

## Interne Arbeitsübersetzung

- Die Privatisierungseinnahmen werden voraussichtlich geringer ausfallen, als bei Abschluss der letzten Prüfung vorgesehen. Die deutlich eingetrübten Aussichten im Bankensektor, die sich zuspitzende wirtschaftliche und politische Ungewissheit, schwierigere Finanzierungsbedingungen für potenzielle Investoren im Zusammenspiel mit zurückgeschraubten Erwartungen für das Privatisierungsprogramm führen zu einem niedrigeren Ansatz der Privatisierungseinnahmen, obwohl die Regierung beabsichtigt, die Privatisierungsvorhaben voranzutreiben. Bis 2022 können wir im Basisszenario Privatisierungseinnahmen außerhalb des Bankensektors in Höhe von 13,9 Mrd. EUR annehmen.
- Der potenzielle Finanzierungsbedarf des Bankensektors ist erheblich gestiegen. Die Kapitallage der griechischen Banken gerät infolge der abnehmenden Qualität des Forderungsbestands zusehends unter Druck, der wiederum bedingt ist durch die erheblich abgeschwächte volkswirtschaftliche Entwicklung, die große politische Ungewissheit, das verzögerte Verfahren zur Abwicklung notleidender Kredite und die beträchtlichen nachteiligen Auswirkungen der Kapitalverkehrskontrollen auf die Wirtschaftstätigkeit und die Zahlungsmoral. Entsprechend werden die Banken erheblichen Kapitalbedarf anmelden müssen. Da sie voraussichtlich bis auf Weiteres keinerlei Marktzugang genießen, wird eine hinreichende unterstützende Liquidität als Teil des nächsten Finanzhilfeprogramms benötigt. Der geschätzte Umfang der erforderlichen unterstützenden Liquidität beläuft sich auf 25 Mrd. EUR. Die weitere Ausarbeitung der Justierung und der Bedingungen dieser unterstützenden Liquidität dauert gegenwärtig an und stützt sich auf eine Prüfung der Qualität des Forderungsbestands und einen Stresstest, welche im Laufe der kommenden Wochen von der EZB vorgenommen werden.
- Die Prognosen schließen die den SMP- und ANFA-Gewinnen entsprechenden Auszahlungen an Griechenland bis 2026 aus; dies geht auf Erklärungen der Eurogruppe zurück, nach denen die Vereinbarung bezüglich dieser Auszahlungen zusammen mit dem EFSF-Programm auslief.

Auf der Grundlage der vorstehend genannten Entwicklungen und der Umsetzung des Programms wird die Schuldenquote in Basisszenario A 2016 voraussichtlich auf 201 % ansteigen, bevor sie 2020 auf 175 %, 2022 auf 160 % und 2030 auf 122 % zurückgehen wird.

In dem auf einer Teilumsetzung des Programms basierenden Szenario B wird angenommen, dass die Privatisierungseinnahmen im Zeitraum 2015–2022 insgesamt lediglich 3,7 Mrd. EUR betragen, das Wachstum jährlich 0,5 Prozentpunkte unterhalb der im Basisszenario angesetzten Schätzungen liegt und die Ziele für den Primärhaushalt niedriger ausfallen, mit folgenden Werten: -1 % des BIP im Jahr 2015, 0 % im Jahr 2016, 1,5 % im Jahr 2017, 2 % im Jahr 2018 und 3,5 % ab 2019. Ausgehend von diesen Annahmen würde die Schuldenquote 2016 auf 207 % ansteigen, bevor sie 2020 auf 186 %, 2022 auf 174 % und 2030 auf 143 % zurückgehen würde.

**Tabelle 1. Griechenland: Schuldenquote in drei Szenarios**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2022	2030
Scenario A	196,3	200,9	198,6	190,7	182,3	174,5	159,7	122,2
Scenario B	198,8	206,8	205,2	199,5	192,4	185,9	173,7	143,3
Scenario C	195,4	198,9	195,2	186,1	176,0	166,1	148,2	106,7

## Interne Arbeitsübersetzung

Szenario C basiert auf besseren Ergebnissen; hier wird das Wachstum bei 0,5 Prozentpunkten oberhalb des Basisszenarios angesetzt, und die Privatisierungserlöse lägen im Zeitraum 2015–2022 bei insgesamt 24,6 Mrd. EUR, da diese die Erlöse aus der Privatisierung von Banken in Höhe von 10 Mrd. EUR mit einschließen würden. In diesem Fall würde die Schuldenquote 2016 auf 199 % ansteigen, bevor sie 2020 auf 166 %, 2022 auf 148 % und 2030 auf 107 % zurückgehen würde.

In allen drei untersuchten Szenarien würde die Schuldenquote für 2020 und 2022 deutlich über den 2012 aufgestellten Zielen von „124 % im Jahr 2020 und deutlich unter 110 % im Jahr 2022“ liegen.

Eine ausschließliche Betrachtung der Schuldenquote ermöglicht jedoch keine Erfassung der Schuldenstruktur und berücksichtigt nicht in vollem Umfang die Maßnahmen der europäischen Finanzhilfe. Dieser Aspekt lässt sich besser anhand des Bruttofinanzierungsbedarfs eines Landes bewerten, der die Zahlungsstruktur über einen längeren Zeitraum hinweg erfasst. Mit einem geringeren Bruttofinanzierungsbedarf sinkt die Notwendigkeit der Kreditverlängerung und verringert sich auch die Gefahr für die Finanzstabilität. Griechenland profitiert derzeit von einem deutlich reduzierten Schuldendienst im Zeitraum bis 2023 aufgrund niedriger Zinssätze, gestundeter Zinsen und einer ausgedehnten tilgungsfreien Zeit sowohl für im Rahmen der Griechischen Darlehensfazilität gewährte Darlehen als auch für EFSF-Darlehen. Wie im Falle der Schuldenquote ist es auch hier schwierig, konkrete Schwellenwerte für diese alternative Kennzahl festzulegen, oberhalb derer die Staatsverschuldung als nicht mehr tragfähig anzusehen wäre. Gestützt auf länderübergreifendes Belegmaterial regt ein interner Orientierungsvermerk für Stabsmitglieder des IWF nahe, dass die Bruttofinanzierungsquote unterhalb der 15%-Marke verbleiben müsste, um die Schuldentragfähigkeit zu gewährleisten.

Angesichts der weiteren starken Verschlechterung infolge der Auflage von Kapitalverkehrskontrollen und der zum Erliegen gekommenen griechischen Wirtschaft wird die Bruttofinanzierungsquote im ungünstigen Szenario auf durchschnittlich 12 % im Zeitraum 2020–2030 und in den darauffolgenden Jahrzehnten auf durchschnittliche Werte oberhalb der 15%-Marke geschätzt. Diese Simulationen machen deutlich, dass der gegenwärtig geringe Finanzierungsbedarf bezüglich der günstigen Bedingungen im Zusammenhang mit der Unterstützung von Seiten des öffentlichen Sektors als nur vorübergehend anzusehen ist.

Die aus der vorliegenden Analyse hervorgehende hohe Schuldenquote und der Bruttofinanzierungsbedarf geben Anlass zu wachsender Besorgnis im Hinblick auf die Tragfähigkeit der griechischen Staatsverschuldung. Diesen Bedenken könnte mit einem weitreichenden und glaubwürdigen Reformprogramm, einem klaren Bekenntnis zur Reformverantwortung seitens der griechischen Regierung und, im Anschluss an ein vollständiges Wiederaufleben der Darlehensvereinbarungen, mit schuldensenkenden Maßnahmen Rechnung getragen werden, die unter angemessenen Auflagen gewährt würden, darunter ein eindeutiger Beleg des Reformwillens der griechischen Regierung. Eine Maßnahme könnte in der Wiederaufnahme seitens der Eurogruppe der Auszahlung der SMP- und ANFA-Gewinne bestehen, welche zu einer Senkung der Schuldenquote um 5 Prozentpunkte des BIP im Jahr 2030 führen würde. Zusammengefasst würde eine angemessene Kombination aus der Verlängerung der Laufzeiten und der tilgungsfreien Zeiten für die Darlehenssummen und Zinsen ermöglichen, dass die griechischen Staatsschulden in Bezug auf den Bruttofinanzierungsbedarf wieder ein tragfähiges Niveau erreichten, ohne dass ein nominaler Schuldenschnitt erforderlich wäre, wie vom Euro-Gipfel am 12. Juli erklärt.