

Schuldenerleichterungen für Griechenland?!

Anforderungen, Optionen und Wirkungen

Autor:

Jürgen Matthes

Telefon: 0221 4981-754

E-Mail: matthes@iwkoeln.de

18. August 2015

Inhalt

Inhalt.....	2
Abstract	3
1. Einleitung.....	4
2. Konzept für eine anreizkompatible Schuldenentlastung	5
2.1 Probleme mit Schuldentragfähigkeit und Finanzierungslücken	5
2.2 Grundkonzept einer Schuldenerleichterung im Rahmen des ESM.....	7
2.3 Optionen für eine Schuldenerleichterung	8
2.4 Risiken der Entlastungsstrategie	10
2.5 Wirkung auf Euro-Rettungsschirm und europäische Steuerzahler	12
2.6 Gewährleistung adäquater Reformanreize	13
3. Fazit.....	14
Literatur	16
Anhang: Schuldentragfähigkeitsanalyse des IW Köln	17

Abstract

Nachdem die griechische Regierung sehr weitgehenden Reformen zugestimmt hat, scheint es beim dritten Hilfspaket für Griechenland um die Quadratur des Kreises zu gehen. Der IWF soll im Boot gehalten werden, aber eine von ihm eingeforderte Schuldenentlastung für Griechenland darf die europäischen Steuerzahler möglichst nicht belasten und muss so anreizkompatibel gestaltet werden, dass Griechenland nicht vom Reformkurs abweicht und nicht in fiskalischen Schlendrian verfällt. Die hier vorgenommene Schuldentragfähigkeitsanalyse des IW Köln, die bis 2030 zu vergleichbaren Ergebnissen wie die der europäischen Institutionen kommt, zeigt: Durch eine weitgehende Übernahme der griechischen Staatsschulden durch den ESM lässt sich der Schuldendienst so gestalten, dass die genannten Anforderungen erfüllt werden können. Eine Schuldenstreckung verringert Griechenlands laufende Finanzierungsbelastung, ohne die europäischen Steuerzahler zu belasten.

Eine Streckung der Rückzahlungsbedingungen um rund 20 Jahre würde Griechenland die Möglichkeit geben, seine Schulden bis etwa 2040 auf rund 100 Prozent des BIP zurückzuführen und dann wieder an den Kapitalmarkt zurückzukehren. Dieses Ergebnis basiert auf den getroffenen (und im Anhang transparent gemachten) Annahmen und ist daher mit Vorsicht zu interpretieren. Eine solche zeitliche Streckung würde die griechischen Schulden tragbar machen und daher wahrscheinlich den IWF mit ins Boot holen können. Sie ist zudem so gestaltbar, dass es unter den getroffenen Annahmen nicht zu Verlusten für den Euro-Rettungsschirm und damit die europäischen Steuerzahler kommt. Dazu muss Griechenland weiterhin die Zins- und Verwaltungskosten des Euro-Rettungsschirms tragen. Die Grundvoraussetzung für diese Strategie ist zudem, dass Griechenland einen hinreichend großen, über die Zeit aber leicht sinkenden Primärüberschuss erzielt und die vereinbarten Strukturformen umsetzt und fortführt. Um dies sicherzustellen, lassen sich eine Reihe von Anreizen setzen und Vorkehrungen treffen.

Als weitere Maßnahme zur Schuldenentlastung sind Zinssenkungen für Griechenland kaum noch möglich, ohne dass der Euro-Rettungsschirm Verluste macht. Darüber hinaus wird über Zinsstundungen diskutiert. Die bereits 2012 erfolgte Stundung von Zinsen auf einen Teil der EFSF-Kredite sollte, um die Zinsbelastung für Griechenland tragbar zu halten, auch für 20 Jahre verlängert werden. Weitere Zinsstundungen können theoretisch auch unschädlich für die europäischen Steuerzahler gestaltet werden, indem sie die griechische Staatsschuld erneut erhöhen und Griechenland die Zinsen für diese zusätzlichen Schulden übernimmt. Dies würde aber bedeuten, dass die griechische Staatsschuldenquote die Schwelle von 100 Prozent des BIP erst deutlich später als 2040 erreichen würde.

1. Einleitung

Die Entscheidung über das dritte Hilfs- und Reformpaket für Griechenland steht bevor. Sie findet statt vor dem Hintergrund hoher politischer und wirtschaftlicher Unsicherheit mit Blick auf Griechenland. Erschwerend kommt hinzu, dass über einen “Schuldenschnitt” spekuliert wird, weil die griechischen Staatsschulden als nicht tragfähig gelten.

Vor diesen Hintergrund stellt sich die Frage, wie eine ökonomische Strategie aussehen kann, die Griechenland mittelfristig wieder auf ein gesundes wirtschaftliches Fundament stellt, die griechischen Schulden tragfähig gestaltet und zugleich Lasten für die europäischen Steuerzahler so weit wie möglich vermeidet. Diese Kurzstudie soll dazu beitragen, für die finanzielle Seite eine solche Strategie in ihren zentralen Elementen zu skizzieren.

Sie basiert auf dem vorliegenden und von den Euro-Finanzministern gutgeheißenen dritten Hilfs- und Reformpaket für Griechenland. Aufgrund der Zugeständnisse der griechischen Regierung umfasst es deutlich mehr wichtige Reformelemente, als noch vor kurzem zu erwarten war. Das gilt beispielsweise für Reformen des Rentensystems, der Produktmärkte, der freien Berufe und des Gesundheitssystems. Die wachstumsfördernden Wirkungen von Strukturreformen (Matthes, 2015a) werden mit dazu beitragen, dass die griechische Wirtschaft ihre Potenziale nach und nach besser ausschöpfen kann (McKinsey, 2012).

Die in Athen verbleibende Skepsis gegenüber dem Reformkurs stimmt sicherlich nachdenklich. Daher wird es eine sehr engmaschige Überwachung geben, ob die Parlamentsbeschlüsse auch in die Praxis umgesetzt werden. Außerdem dürfte die technische Unterstützung der internationalen Organisationen dazu beitragen, die Effektivität der griechischen Administrationen so zu steigern, dass die Reformen besser greifen als zuvor.

Im Weiteren geht es darum, die Grundidee einer anreizkompatiblen Schuldenentlastung für Griechenland zu skizzieren. Dazu verwendet diese Studie eine eigene langfristige Schuldentragfähigkeitsanalyse (siehe Anhang), um die Wirkungsweise des vorgezeichneten Konzepts zu illustrieren.

2. Konzept für eine anreizkompatible Schuldenentlastung

Griechenland braucht eine langfristige Perspektive, damit Konsumenten und Investoren trotz hoher Staatsverschuldung wieder Vertrauen fassen. Dies wird kaum geschehen, wenn die Wirtschaftsakteure anhaltend mit einer Staatsschuldenkrise und möglicherweise konfiskatorischen Steuererhöhungen rechnen müssen.

Bedauerlicherweise hat sich die Schuldensituation seit dem Jahreswechsel durch die Reformverweigerung der griechischen Regierung und die resultierende Unsicherheit stark verschlechtert. Die Schließung der Banken und die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen hat die Lage vor allem für die Unternehmen weiter verschärft. Die Ergebnisse bisheriger Schuldentragfähigkeitsanalysen wurden daraufhin deutlich revidiert und kamen zu deutlich schlechteren Ergebnissen als zuvor (Europäische Kommission, 2015; IMF, 2015). Demnach werden die griechischen Staatsschulden inzwischen von diesen Organisationen unter den bisherigen Bedingungen als nicht mehr tragfähig angesehen.

Diskutiert wird daher über eine Schuldenentlastung. Diese Debatte hat besondere Brisanz, weil die Bundesregierung die Beteiligung des Internationalen Währungsfonds (IWF) sichern will. Der IWF aber hat seine Teilnahme an einem dritten Hilfspaket für Griechenland davon abhängig gemacht, dass es zu einer signifikanten Schuldenentlastung kommt. Eine Schuldenerleichterung für Griechenland müsste jedoch verschiedene Anforderungen erfüllen:

- Griechenlands Schuldenlast sollte langfristig tragfähig gestaltet werden.
- Europäische Steuerzahler, die als Garantiegeber hinter dem Euro-Rettungsschirm stehen, sind so weit wie möglich zu schonen.
- Die Schuldenerleichterung darf den Reformkurs in Griechenland nicht gefährden und muss entsprechend anreizkompatibel gestaltet werden.

Die folgenden Ausführungen zeigen Optionen auf, wie diese Anforderungen erfüllt werden können.

2.1 Probleme mit Schuldentragfähigkeit und Finanzierungslücken

Probleme für die Tragfähigkeit der griechischen Staatsschulden ergeben sich aus zwei Blickwinkeln. Zum einen geht es dabei um die Höhe der Staatsschuldenquote und deren absehbare Entwicklung. Zum anderen ist der Finanzierungsbedarf in den kommenden Jahren zu betrachten.

Die verfügbaren Simulationen für die Entwicklung der griechischen **Staatsschuldenquote** der europäischen Institutionen und des IWF stellen nur begrenzte Informationen zu ihren Annahmen zur Verfügung und enden laut den publizierten Daten mit dem Jahr 2030. Daher wird hier eine eigene Schuldentragfähigkeitsanalyse vorgenommen, die bis 2030 zu vergleichbaren Ergebnissen kommt (siehe Anhang). Sie dehnt den Betrachtungshorizont bis 2050 aus und macht die wesentlichen Annahmen im Zeitverlauf transparent. Die Ergebnisse einer so langfristigen Vorausschau sind allerdings mit Vorsicht zu interpretieren und dienen in erster Linie der Illustration. Es geht darum, den Einfluss verschiedener wichtiger Einflussfaktoren zu verdeutlichen und einen Eindruck zu vermitteln, wie sich die griechische Staatsschuldenquote unter dem Spektrum verschiedener Annahmen entwickeln könnte. Die Ergebnisse zeigen, dass die griechische Staatsschuldenquote bis 2022 deutlich höher bleiben wird, als es unter dem zweiten Hilfsprogramm mit einem Zielwert von rund 120 Prozent des BIP angestrebt war. Selbst in dem hier aufgezeigten eher optimistischen Szenario 2 sinkt die Staatsschuldenquote nur auf wenig unter 150 Prozent, im Basisszenario nur auf gut 160 Prozent des BIP.¹

Diese Konstellation bringt erhebliche Probleme bezüglich des griechischen **Finanzierungsbedarfs** mit sich. Denn bislang war vorgesehen, dass Griechenland spätestens um das Jahr 2022 wieder an den Kapitalmarkt zurückkehrt. Die Ende 2012 gewährten Zins- und Tilgungsaufschübe bauten darauf auf und wurden daher für zehn Jahre festgesetzt. Um wie vorgesehen mit den Tilgungen beginnen zu können, müsste Griechenland am Kapitalmarkt Kredite dafür aufnehmen. Das wird angesichts der voraussichtlich noch sehr hohen Staatsschuldenquote nicht zu tragbaren Zinskonditionen möglich sein.

Zudem hat sich auch die Finanzierungssituation für die kommenden Jahre verschlechtert. Dies ist besonders bedauerlich, da sich Griechenland noch Ende 2014 mit seinen Konsolidierungsfortschritten auf einem guten Weg befand. Es hatte einen leichten Primärüberschuss erreicht und auch das öffentliche Haushaltsdefizit deutlich gesenkt.² Die von der griechischen Regierung in Kauf genommene krisenhafte Entwicklung des bisherigen Jahres 2015 macht jedoch ein sehr viel größeres Hilfspaket nötig. Aufgrund der verschlechterten Wirtschafts- und Haushaltslage werden deutlich

¹ Zum Vergleich: Die Analyse der EU-Kommission weist für 2022 bei ebenfalls drei Szenarien bei einem mittleren Wert von rund 160 Prozent des BIP eine Spannweite von 148 bis 174 Prozent des BIP auf. Der IWF ermittelt 170 Prozent des BIP.

² Auf dieser Basis wäre der Finanzierungsbedarf für ein drittes Hilfspaket überschaubar gewesen. Von einem solchen hypothetischen dritten Paket wäre nur ein kleiner Teil in die Deckung des überschaubaren originären griechischen Haushaltsdefizits geflossen, das Gros wäre für Zinszahlungen sowie für die Rückzahlung der IWF-Kredite und der von der EZB (und anderen) gehaltenen Staatsanleihen vorzusehen gewesen.

höhere Staatsdefizite erwartet und zudem ist eine Rekapitalisierung der Banken nötig, die sich vor allem durch die länger anhaltende Kapitalflucht in ernsten Schwierigkeiten befinden.

2.2 Grundkonzept einer Schuldenerleichterung im Rahmen des ESM

Die Grundidee einer Schuldenerleichterung basiert darauf, den griechischen Schuldendienst dadurch langfristig besser gestaltbar zu machen, dass der Euro-Rettungsschirm die griechischen Staatsschulden weitgehend übernimmt. Griechenland wird somit anhaltend vom Kapitalmarkt abgekoppelt. Im anstehenden dritten Hilfspaket ist daher ein erheblicher Teil der Kredite dafür vorgesehen, bestehende Schulden (etwa bei der EZB, dem IWF oder anderen Investoren) abzulösen und de facto auf den ESM zu übertragen.

Um den (über Tilgungszahlungen hinausgehenden) laufenden Finanzierungsbedarf in Grenzen zu halten, sollte Griechenland mit einer möglichst wenig wachstumschädigenden Konsolidierung sein Haushaltsdefizit zügig abbauen. Sobald es zunächst einen Primärüberschuss aufweist (also die Staatsausgaben ohne Zinsausgaben allein aus seinen Staatseinnahmen finanzieren kann), würden weitere ESM-Kredite zwar die griechischen Staatsschulden weiter erhöhen, aber letztlich nur zur Finanzierung der Zinszahlungen an ESM und EFSF dienen (falls bereits alle Schulden beim Rettungsschirm lägen). Wenn Griechenland schließlich auch seinen gesamten Staatshaushalt ausgleichen würde, wären keine weiteren Kredite des ESM zur Finanzierung laufender Ausgaben nötig. Dann bliebe der Absolutwert der griechischen Staatsschulden konstant.

Durch die Nutzung der langen Frist wird es möglich, die Staatsschuldenquote nach und nach deutlich zu senken und so die Voraussetzungen für eine spätere Rückkehr an den Kapitalmarkt zu schaffen. Zentral bei dieser Strategie ist, dass sie einen nominalen Schuldenschnitt zulasten des Rettungsschirms und damit der europäischen Steuerzahler vermeiden soll. Zusätzlich zu den nötigen Konsolidierungsmaßnahmen, die auf den absoluten Wert der Staatsschulden wirken, dienen zur anhaltenden Senkung der Staatsschuldenquote in der längeren Frist vor allem das reale BIP-Wachstum und die Inflation. Sie steigern die nominale Wirtschaftsleistung im Nenner der Staatsschuldenquote und helfen so, diese Quote zu reduzieren. Die Schulden-tragfähigkeitsanalyse im Anhang macht deutlich, wie nachhaltig diese Effekte auf die lange Frist wirken können.

2.3 Optionen für eine Schuldenerleichterung

Im Folgenden werden mehrere grundsätzliche Möglichkeiten zur Schuldenerleichterung im Rahmen von ESM und EFSF aufgezeigt:

Erstens kann das **Konzept des Euro-Rettungsschirms noch besser genutzt werden**: Es besteht darin, die wegen der hohen Bonität von ESM und EFSF günstigen eigenen Finanzierungsbedingungen (bei Deckung der eigenen Kosten) an die Programmländer weiterzureichen. Dagegen sind Kredite und Staatsanleihen der anderen Hilfsgeber oder Gläubiger Griechenlands höher verzinst und belasten den griechischen Staatshaushalt somit stärker. Hierzu zählen die IWF-Hilfskredite, die bilateralen Kredite des ersten Hilfspakets für Griechenland bei einigen Ländern mit schlechterem Rating und die Staatsanleihen, die die EZB, die griechischen Banken oder andere Investoren halten. Diese teureren Hilfsformen könnten weitgehend durch günstigere ESM-Kredite ersetzt werden.

Die Rückzahlungsmodalitäten bei vielen Staatsanleihen und bei den IWF-Krediten sehen zeitnahe feste Tilgungstermine vor, sodass hier keine weitere Gestaltungsnotwendigkeit besteht. Bei länger laufenden Staatsanleihen bestünde dagegen die Möglichkeit, dass der ESM an Griechenland Kredite für den vorzeitigen Rückkauf vergibt. Ebenso könnten die bilateralen Kredite auf den ESM überführt werden.

Gestaltbar ist auch die weitere Beteiligung des IWF, die von der Bundesregierung unabdingbar gewünscht wird. Hier besteht die Möglichkeit, dass der IWF nur mit einem sehr kleinen Kredit am dritten Hilfspaket teilnimmt, um die Zinsbelastung Griechenlands weiter zu begrenzen. Eigentlich wäre es nach Ansicht des IW Köln erstrebenswert, dass der ESM hinreichend unabhängig wird, um die Disziplinierungsfunktion des IWF gegenüber der tendenziell zu laxen EU-Kommission zu übernehmen. Doch erscheint dies derzeit noch nicht realistisch.

Auch die von den griechischen Banken (als wichtige Gruppe der privaten Gläubiger) gehaltenen Staatsanleihen bieten Gestaltungsspielräume, da sich die Banken weitgehend in Staatsbesitz befinden. Es wäre daher vorstellbar, dass die Führung der Banken einem Schuldentausch zustimmt, mit dem höher verzinsliche aktuelle Staatsanleihen gegen Staatsanleihen zu niedrigen Zinskonditionen getauscht werden.³

³ Allerdings würde das die Einnahmen der Banken mindern. Da aber der griechische Staat mit einem Teil der Hilfskredite die Banken stützen muss, käme es zu einem wenig effektiven Verschiebeparkplatz zwischen Staat und Banken.

Eine weitere Senkung der Zinskonditionen bei der Kreditweitergabe durch den ESM an Griechenland ist jedoch eng beschränkt, da die Zinsen bereits stark reduziert wurden. Eine zusätzliche nennenswerte Senkung würde dazu führen, dass der Rettungsschirm Verluste machen würde (soweit diese nicht Griechenland angelastet werden), was zu vermeiden ist.

Eine wichtige Einschränkung ist beim Blick auf die günstigen Finanzierungsbedingungen des ESM zu beachten. So muss einkalkuliert werden, dass das allgemeine Zinsniveau, zu dem sich der ESM selbst am Kapitalmarkt refinanzieren kann, mit dem Auslaufen der Niedrigzinsphase wieder allmählich steigen wird. Um den Anstieg der Zinslast für Griechenland zu mindern, sollte der ESM, der sich zu unterschiedlichen Laufzeiten mischfinanziert, einen nennenswerten Teil der Kredite an Griechenland möglichst sehr langfristig zu den jetzt sehr niedrigen Zinsen aufnehmen. Diese Aspekte sind in der Schuldentragfähigkeitsanalyse im Anhang berücksichtigt.

Zweitens kann der laufende Schuldendienst und Finanzierungsbedarf durch eine **Verschiebung der Schuldentrückzahlung** gemindert werden. Dazu können EFSF und ESM die Rückzahlungsfristen für ihre Hilfskredite verlängern und deren Tilgungsbeginn zeitlich hinausschieben. Wenn alle Kredite beim Euro-Rettungsschirm liegen, würde es für Griechenland nicht nötig sein, auslaufende Kredite oder Staatsanleihen durch neue Kredite zu refinanzieren. Regelmäßig durch Neukredite finanziert werden müssten dann nur die laufenden Staatsausgaben einschließlich der Zinszahlungen – dies aber nur, solange die Staatseinnahmen dazu noch nicht vollständig ausreichen.

Die Rückzahlungsfristen für die griechischen Hilfskredite sind bereits Ende 2012 verlängert worden, als die durchschnittliche Laufzeit von 15 auf 30 Jahre erhöht wurde. Offenbar wird aktuell diskutiert, die durchschnittliche Laufzeit nochmals auf 60 Jahre zu verdoppeln. Die ersten Tilgungszahlungen für die Hilfskredite sind derzeit für die Zeit nach 2020 vorgesehen, was wie erwähnt nicht realistisch ist. Das Basisszenario der Schuldentragfähigkeitsanalyse im Anhang gibt Hinweise darauf, welche Maßnahmen zur Verbesserung dieser Situation angebracht sein könnten. Demnach wäre um das Jahr 2040 eine Staatsschuldenquote von rund 100 Prozent erreicht und eine Rückkehr an den Kapitalmarkt vermutlich zu akzeptablen Bedingungen möglich. Dies würde ein Hinausschieben der ersten Tilgungszahlungen bis spätestens 2040 nahelegen. Mit dieser Verschiebung um 20 Jahre könnte dann auch die durchschnittliche Laufzeit von 30 auf 50 Jahre verlängert werden. Soweit die Annahmen des Basisszenarios als realistisch erachtet werden können, erscheint eine Verdoppelung der durchschnittlichen Laufzeit auf 60 Jahre nicht notwendig.

Drittens kann auch an die **Stundung von Zinszahlungen** gedacht werden, um diese in die Zukunft zu verschieben. Diese Option wird in Brüssel offenbar derzeit auch diskutiert. Bereits Ende 2012 wurden Zinsen auf einen Teil der EFSF-Kredite an Griechenland gestundet. Damit erhöhte sich aber die griechische Staatsschuld. Dieses Arrangement sollte auch um 20 Jahre verlängert werden, weil die Begleichung der 2012 aufgeschobenen Zinsen die Schuldendynamik nennenswert verschlechtern dürfte.

Weitere Zinsstundungen würden aber erneut die Staatsschulden erhöhen. Damit dürfte die griechische Staatsschuldenquote die Schwelle von 100 Prozent des BIP bei den hier getroffenen Annahmen erst deutlich später als 2040 erreichen. Eine Rückkehr an den Finanzmarkt um das Jahr 2040 würde so deutlich erschwert.

2.4 Risiken der Entlastungsstrategie

Die weitgehende Verschiebung der griechischen Staatsschulden auf den ESM, die Verschiebung der Schuldentrückzahlung um rund 20 Jahre und die Fortführung der schon erfolgten Zinsstundung von Teilen der EFSF-Kredite können neben Konsolidierung und Strukturreformen mit dazu beitragen, die griechischen Schulden tragfähig zu halten. Das zeigt das Basisszenario der hier vorgenommenen Schuldentragfähigkeitsanalyse (siehe Anhang). Im optimistischeren Szenario 2 wären eine frühere Rückkehr an den Finanzmarkt und damit auch ein früherer Beginn der Schuldentrückzahlung an den Euro-Rettungsschirm denkbar. Doch zeigt Szenario 3, dass durchaus nennenswerte Risiken bestehen und auch Annahmekonstellationen denkbar sind, die eine Rückführung der Staatsschuldenquote auf 100 Prozent des BIP verhindern würden. Diese Risiken lassen sich teilweise, aber nicht vollständig mindern.

Zunächst könnte das allgemeine Zinsniveau, zu dem sich ESM und EFSF finanzieren, schneller steigen als im Basisszenario angenommen. Soweit die Kredite der Rettungsschirme zu variablen Zinsen finanziert werden, würde das auch die Zinskosten für Griechenland erhöhen. Bei einem schnellen und starken Anstieg könnte das den Finanzierungsbedarf derart erhöhen, dass sich die Entwicklung der Staatsschuldenquote deutlich verschlechtert. Dieser Gefahr lässt sich teilweise begegnen: Wenn es gelingt, dass die Rettungsschirme aktuell sehr langfristige Kredite zu den derzeit sehr niedrigen Zinsen aufnehmen, kann die kostensteigernde Wirkung des späteren Zinsanstiegs vermindert werden. Zudem könnten sich ESM und EFSF nach erfolgtem Zinsanstieg stärker kurzfristig finanzieren, weil Zinsen für kurze Fristen in der Regel deutlich niedriger sind als für längere Fristen. Darüber hinaus könnte Griechenland den Zinskostenanstieg durch einen höheren Primärüberschuss auffangen.

Doch ganz reduzieren lässt sich das Risiko eines starken Zinsanstiegs nicht. Im Fall eines sehr starken Zinsanstiegs, der durch eine weitere Erhöhung des Primärüberschusses nicht vertretbar aufgefangen werden kann, bliebe eine weitere teilweise Zinsstundung. Dies würde aber die zuvor erwähnten Nachteile einer Verschlechterung der Schuldendynamik und damit einer späteren Rückkehr an den Finanzmarkt mit sich bringen.

Als weiteres Risiko könnten sich Wachstum und Inflation deutlich schlechter entwickeln als im Basisszenario, etwa aufgrund einer grundsätzlichen Wirtschaftsschwäche (eines schwachen Potenzialwachstums) oder wegen häufiger oder tiefer Rezessionen. Gegen das Risiko einer anhaltenden Wirtschaftsschwäche spricht die Vielfalt der schon erfolgten und im dritten Hilfspaket noch vorgesehenen Strukturreformen. Dass Strukturreformen neue Wachstumsdynamik erzeugen, belegen eindrucksvoll die Beispiele Irland, Spanien und etwas eingeschränkt auch Portugal (Matthes, 2015a; 2015b). Auch in Griechenland begannen die ergriffenen Strukturreformen bereits, Wirkung zu zeigen. So lagen die Wachstumsprognosen für 2015 für Griechenland vor den Neuwahlen Ende 2014 noch bei um die 3 Prozent. Die neue griechische Regierung hat mit der von ihr geschürten Unsicherheit diesen beginnenden Aufschwung aber wieder zunichte gemacht. Wenn jetzt mit dem neuen Reformpaket und den rekapitalisierten Banken wieder ein gesundes Fundament entsteht, werden die Menschen auch wieder konsumieren und die Wirtschaft wird wieder investieren. Mit dem Vertrauen dürfte auch das Wachstum zurückkehren. Interessant ist in diesem Zusammenhang auch, dass Griechenland auf Basis von Daten der OECD in den 1990er Jahren – bei tendenziell günstigeren demografischen Trends – ein jahresdurchschnittliches Wachstum des realen BIP von rund 2,5 Prozent aufwies.

Das Risiko einer Rezession bleibt bestehen. Doch wenn Griechenland sein Haushaltsdefizit wie vorgegeben mittelfristig weiter senkt, erhält die Regierung Spielraum für eine antizyklische Fiskalpolitik, um die Rezession zu bekämpfen. Zudem führen Erholungsphasen nach Rezessionen üblicherweise anfänglich zu relativ hohen Wachstumsraten. Die aufgezeigten Wachstumspfade in der Schuldentragfähigkeitsanalyse sind so zu verstehen, dass sie um derartige Effekte geglättet sind und mittelfristige durchschnittliche Wachstumsraten unter Berücksichtigung begrenzter Rezessionen aufweisen.

Ein weiteres Risiko liegt darin, dass die Rückkehr an den Kapitalmarkt zur Tilgungsfinanzierung nach 2040 wider Erwarten nur zu so hohen Zinsen erfolgen kann, so dass der Schuldendienst auf Dauer nicht tragbar wäre. Dagegen spricht, dass Griechenland im Basisszenario über längere Zeit demonstriert hat, dass es die Staatsschulden auf ein tragbares Niveau reduzieren kann. Um das Risiko weiter zu begrenzen, sollten die etwa ab dem Jahr 2040 vorzunehmenden ersten Tilgungen der

Rettungsschirmkredite zunächst noch gering sein, erst allmählich steigen und (wie derzeit bereits) über eine längere Zeit gestreckt werden. Ein weiteres Problem könnte darin liegen, dass die Hilfskredite des ESM Seniorität genießen (siehe dazu auch Busch/Matthes, 2015). Seniorität bedeutet für die übrigen Gläubiger, dass sie bei einem Schuldenschnitt nachrangig bedient werden und überproportionale Forderungsverluste hinnehmen müssen. Die nachrangigen Gläubiger werden daher höhere Risikoprämien verlangen. Da ein erheblicher Teil der Kredite der Rettungsschirme auf die EFSF-Kredite entfällt, die keinen Senioritätsstatus haben, dürfte sich dieses Risiko in Grenzen halten. Es ist aber nicht ausgeschlossen, dass eine teilweise Begrenzung der Seniorität der ESM-Kredite sinnvoll sein könnte.

Auf das besonders relevante Risiko, dass die griechische Regierung keine hinreichenden Primärüberschüsse erzielt und Strukturreformen nicht ausreichend umsetzt, wird in Kapitel 2.6 näher eingegangen.

2.5 Wirkung auf Euro-Rettungsschirm und europäische Steuerzahler

Der Begriff „Schuldenschnitt“ ist nicht eindeutig definiert, impliziert aber die Sorge, dass die Kreditgeber EFSF und ESM – und damit letztlich die europäischen Steuerzahler – Verluste hinnehmen müssen.

Finanzmathematisch bedeuten ein Hinausschieben der Schuldenrückzahlung und auch Zinsstundungen in der Tat einer Forderungsminderung für die Gläubiger, weil der sogenannte abgezinste Barwert der Hilfskredite sinkt. Diese Sichtweise ist rein rechnerisch richtig, verkennt aber den eigentlichen Sinn der Hilfskredite. Sie sind nicht wie bei kommerziellen Krediten dazu gedacht, dass Rettungsschirm und Geberländer damit Gewinn machen. Eine Minderung des Barwertes bedeutet tatsächlich eine geringere Rendite des Kredits. Doch darauf kommt es nicht an. Vielmehr geht es darum, dass für die Geberländer mit den Hilfskrediten möglichst keine Verluste entstehen. Dies ist jedoch dann weiterhin der Fall, wenn Griechenland die Zins- und Verwaltungskosten von ESM und EFSF weiterhin trägt, so wie es bisher der Fall ist. Damit ist wie erläutert auch verbunden, dass letztlich Griechenland höhere Zinskosten hinnehmen muss, wenn das allgemeine Zinsniveau steigt.

Bei einer Verschiebung der Schuldenrückzahlung würden also unter dieser Voraussetzung vereinfacht gesagt keine „echten“ Verluste entstehen. Auch eine Zinsstundung könnte unschädlich für die europäischen Steuerzahler gestaltet werden, wie es bereits 2012 erfolgt ist. Zwar muss gewährleistet sein, dass ESM und EFSF die Zinsen auf ihre Kredite am Kapitalmarkt zahlen, obwohl keine Zinszahlung von Griechenland erfolgt, die sie normalerweise dafür verwenden. Dies ist durch Aufnahme

weiterer Kredite durch ESM und EFSF möglich. Diese zusätzlichen Kredite können ebenfalls auf Griechenland übertragen werden, erhöhen aber die griechische Schuldenlast weiter. Zudem müsste Griechenland die Zinsen für diese zusätzlichen Schulden übernehmen, wie es auch nach 2012 schon geschah. Wie bereits erwähnt, sollte diese Option nur als Ultima Ratio in Erwägung gezogen werden, das heißt, falls das allgemeine Zinsniveau zu stark steigt.

2.6 Gewährleistung adäquater Reformanreize

Die vorgenommene Schuldentragfähigkeitsanalyse macht deutlich, dass eine Rückkehr an den Kapitalmarkt auch um das Jahr 2040 nur möglich sein wird, wenn Griechenland einen hinreichenden Primärüberschuss erzielt und durch die Umsetzung von Strukturreformen neues Wachstum generiert. Nur wenn die Europartner sich darauf verlassen können, macht eine Schuldenerleichterung für sie Sinn.

Die griechische Regierung steht bedauerlicherweise nicht hinter dem avisierten Reformkurs. Zudem ist fraglich, was geschieht, wenn Griechenland seinen Staatshaushalt soweit konsolidiert hat, dass es seine Primärausgaben (und gegebenenfalls Zinszahlungen an andere Gläubiger als den Rettungsschirm) allein finanzieren kann. Dann ist es außer für die Finanzierung der Zinsen an den Euro-Rettungsschirm nicht mehr auf weitere ESM-Kredite angewiesen. Die griechische Regierung könnte dann geneigt sein, die Zinszahlungen an ESM und EFSF einzustellen. Im Extremfall könnte sie auch die spätere Schuldentilgung im Rahmen eines strategischen Staatsbankrotts infrage stellen. Die Europartner könnten darauf mit einer Aufkündigung des Hilfsprogramms reagieren. Bei einem hinreichenden Primärüberschuss hätte dies aber möglicherweise nur geringe Auswirkungen, weil Griechenland bei so guter Haushaltslage nicht auf eine Kreditaufnahme am Kapitalmarkt angewiesen wäre.

Daher sind starke Anreize und Kontrollen nötig, um ein solches Szenario zu verhindern. Verschiedene Optionen sind hierbei denkbar:

- Im Rahmen der üblichen Reformkonditionalität sind die Auszahlungen der Tranchen des dritten Hilfspakets zu Recht eng an die engmaschige Überwachung der Reformumsetzung gebunden.
- Eine Schuldenerleichterung für Griechenland in der hier vorgezeichneten Form muss sicherlich zeitnah fest versprochen werden, um den IWF ins Boot zu holen. Es wäre aber erstrebenswert, wenn sie erst nach Umsetzung der im dritten Hilfspaket vorgesehenen Reformen auch rechtlich bindend wird. Alternativ könnte die Schuldenentlastung nur schrittweise gewährt werden – parallel zu der verlässlichen Implementierung der Reformen.

Bei einer möglichen Reformverweigerung sind darüber hinaus folgende Maßnahmen denkbar, die mit zunehmender Wirkung und Relevanz einsetzbar wären:

- Die technische Unterstützung durch die internationalen Organisationen könnten so lange eingestellt werden, bis Reformen erfolgen.
- Die Strukturfondsmittel, auf die Griechenland zugreifen kann, könnten gesperrt und bei anhaltender Verweigerung bei laufenden Projekten ausgesetzt werden.
- Ein Entzug von Stimmrechten in wichtigen EU-Gremien könnte erfolgen (dessen rechtliche Zulässigkeit vorab zu prüfen wäre).
- Bei vollständiger Abweichung vom Reformkurs könnten ESM und EFSF ihre gesamten Forderungen, die teilweise Senioritätsstatus haben, fällig stellen. Das würde Griechenland auch mittelfristig, wenn wieder Finanzierungsbedarf entsteht, die Rückkehr an den Finanzmarkt deutlich erschweren.
- Als Ultima Ratio könnten die Gremien der EWU (nach Fälligestellung ihrer Forderungen und nicht erfolgter Rückzahlung) formell einen Staatsbankrott feststellen. Daraufhin dürfte die EZB die griechischen Banken nicht mehr vollständig finanzieren und dem griechischen Bankensystem drohte der Kollaps.

Diese teilweise sehr weitgehenden Sanktionen einer Reformverweigerung sollten idealerweise allein durch ihre glaubwürdige Existenz nicht zum Einsatz kommen müssen.

3. Fazit

Nachdem die griechische Regierung sehr weitgehenden Reformen zugestimmt hat, scheint es beim dritten Hilfspaket für Griechenland um die Quadratur des Kreises zu gehen. Der IWF soll im Boot gehalten werden, aber eine von ihm eingeforderte Schuldenentlastung für Griechenland darf die europäischen Steuerzahler möglichst nicht belasten und muss so anreizkompatibel gestaltet werden, dass Griechenland nicht vom Reformkurs abweicht und nicht in fiskalischen Schlendrian verfällt. Die hier vorgenommene Schuldentragfähigkeitsanalyse des IW Köln, die bis 2030 zu vergleichbaren Ergebnissen wie die der europäischen Institutionen kommt, zeigt: Durch eine weitgehende Übernahme der griechischen Staatsschulden durch den ESM lässt sich der Schuldendienst so gestalten, dass die genannten Anforderungen erfüllt werden können. Eine Schuldenstreckung verringert Griechenlands laufende Finanzierungsbelastung, ohne die europäischen Steuerzahler zu belasten.

Eine Streckung der Rückzahlungsbedingungen um rund 20 Jahre würde Griechenland die Möglichkeit geben, seine Schulden bis etwa 2040 auf rund 100 Prozent des BIP zurückzuführen und dann wieder an den Kapitalmarkt zurückzukehren. Dieses Ergebnis basiert auf den getroffenen (und im Anhang transparent gemachten) Annahmen und ist daher mit Vorsicht zu interpretieren. Eine solche zeitliche Streckung würde die griechischen Schulden tragbar halten und daher wahrscheinlich den IWF mit ins Boot holen können. Sie ist zudem so gestaltbar, dass es unter den getroffenen Annahmen nicht zu Verlusten für den Euro-Rettungsschirm und damit die europäischen Steuerzahler kommt. Dazu muss Griechenland weiterhin die Zins- und Verwaltungskosten des Euro-Rettungsschirms tragen. Die Grundvoraussetzung für diese Strategie ist zudem, dass Griechenland einen hinreichend großen, über die Zeit aber leicht sinkenden Primärüberschuss erzielt und die vereinbarten Strukturformen umsetzt und fortführt. Um dies sicherzustellen, lassen sich eine Reihe von Anreizen setzen und Vorkehrungen treffen.

Als weitere Maßnahme zur Schuldenentlastung sind Zinssenkungen für Griechenland kaum noch möglich, ohne dass der Euro-Rettungsschirm Verluste macht. Darüber hinaus wird über Zinsstundungen diskutiert. Die bereits 2012 erfolgte Stundung von Zinsen auf einen Teil der EFSF-Kredite sollte, um die Zinsbelastung für Griechenland tragbar zu halten, auch für 20 Jahre verlängert werden. Weitere Zinsstundungen können theoretisch auch unschädlich für die europäischen Steuerzahler gestaltet werden, indem sie die griechische Staatsschuld erneut erhöhen und Griechenland die Zinsen für diese zusätzlichen Schulden übernimmt. Dies würde aber bedeuten, dass die griechische Staatsschuldenquote die Schwelle von 100 Prozent des BIP erst deutlich später als 2040 erreichen würde.

Literatur

Busch, Berthold / Matthes, Jürgen, 2015, Regeln für Staatsinsolvenzen im Euro-
raum, IW-Analysen, Nr. 104, Köln

Europäische Kommission, 2015, Debt sustainability analysis, unveröffentlichtes
Manuskript, Brüssel

IMF – International Monetary Fund, 2015, Greece – An update of IMF staff's pre-
liminary public debt sustainability analysis, IMF Country Report, Nr. 15/186, Wash-
ington D.C.

Matthes, Jürgen, 2015a, Relevanz von Strukturreformen für Wachstum und Wäh-
rungsraum, in: Wirtschaftsdienst, 95. Jg., Nr. 2, S.106–113

Matthes, Jürgen, 2015b, Euro-Rettungsschirm – Eine Bilanz nach fünf Jahren, in:
Wirtschaftsdienst, 95. Jg., Nr. 6, S.422–428

McKinsey – McKinsey&Company, Athens Office, 2012, Greece 10 Years Ahead –
Defining Greece's new growth model and strategy, Executive Summary, Athen

Anhang: Schuldentragfähigkeitsanalyse des IW Köln

Die Formel für die Entwicklung der Staatsschuldenquote im Zeitverlauf lautet:

$$B_t = B_{t-1} * \left(\frac{1 + i_t}{1 + g_t} \right) - PS_t$$

mit:

B	=	Staatsschuldenquote in Prozent des BIP;
t	=	Zeitindex;
i	=	Durchschnittszins auf die gesamte Staatsschuld in Prozent;
g	=	nominale BIP-Wachstumsrate gegenüber Vorjahr in Prozent
PS	=	öffentlicher Primärsaldo in Prozent des BIP.

Dahinter steht die Intuition, dass die Schuldenquote *ceteris paribus* steigt, wenn der Durchschnittszins auf die Staatsschuld größer als die nominale BIP-Wachstumsrate ist. Dieser schuldenerhöhende Effekt ist umso größer, je höher die Staatsschuld in der Vorperiode war. Dem sich aus der multiplikativen Verknüpfung ergebenden gesamten schuldenerhöhenden Effekt wirkt ein positiver öffentlicher Primärsaldo entgegen. Ist der Primärsaldo groß genug, kann die Staatsschuldenquote sinken, obwohl der Zins die Wachstumsrate übersteigt.

Die zugrunde liegenden Annahmen (siehe die folgenden Abbildungen 2 bis 5) werden im Folgenden kurz erläutert:

- Der Durchschnittszins auf die griechische Staatsschuld liegt aktuell gemäß den Angaben der EU-Kommission bei 2,4 Prozent. Dazu tragen neben dem generell sehr niedrigen Zinsniveau auch verschiedene Zinserleichterungen der Hilfskredite aus dem Jahr 2012 bei. EFSF und ESM verschulden sich zur Refinanzierung der Hilfskredite an Griechenland mit einer Mischfinanzierung verschiedener Laufzeiten. Sie überwälzen ihre durchschnittlichen Zinskosten auf Griechenland (einschließlich Verwaltungsgebühren und einem nach deutlicher Reduzierung nur noch sehr kleinen Aufschlag), sodass ESM und EFSF keine Verluste entstehen. Daher spielt die Entwicklung des allgemeinen Zinsniveaus eine wichtige Rolle für die von Griechenland im Zeitverlauf zu zahlenden durchschnittlichen Zinskosten. Hier wird angenommen, dass es in den verschiedenen Szenarien im Rahmen des Ausstiegs aus der Niedrigzinsphase zu einem unterschiedlich raschen Anstieg des Zinsniveaus und damit auch der Zinsbelastung für den griechischen Staat kommt. Der Anstieg wird dadurch gemindert, dass EFSF und ESM per Annahme in relevantem Ausmaß sehr langfristige Kredite zu den aktuell sehr niedrigen Zinsen aufgenommen haben.

- Die nominale Wachstumsrate des BIP setzt sich zusammen aus dem realen BIP-Wachstum und der Inflation, gemessen an der Veränderung des BIP-Deflators. Für das reale Wachstum wird in den verschiedenen Szenarien zunächst eine unterschiedlich schlechte aktuelle Entwicklung unterstellt, gefolgt von einer verschieden stark und lang ausgeprägten Erholung, die vorwiegend von Rebound-Effekten und von den positiven Wirkungen erfolgter Strukturreformen angetrieben wird. Langfristig pendelt sich das Wirtschaftswachstum dann im Basisszenario auf jahresdurchschnittlich rund 1,8 Prozent ein, also auf ähnlichem Niveau wie in der Schuldentragfähigkeitsanalyse der EU-Kommission (2015) von $1\frac{3}{4}$ Prozent. Szenario 2 und 3 unterstellen eine leicht besser respektive schlechtere Wachstumsrate in der langen Frist. Der BIP-Deflator spiegelt zunächst den noch vorhandenen Preisdruck wider und pendelt sich – nach zwischenzeitlich etwas höheren Preissteigerungsraten im Zuge der wirtschaftlichen Erholung – langfristig bei 1,8 Prozent im Basisszenario ein, wobei die Szenarien 2 und 3 erneut besser respektive schlechtere Verläufe unterstellen.
- Der Primärsaldo entwickelt sich in allen drei Szenarien zunächst bis 2018 wie im Reformprogramm vorgesehen. Danach wird er in den verschiedenen Szenarien eine Zeit lang auf unterschiedlich hohem Niveau gehalten, bevor er leicht zu sinken beginnt.
- Nicht berücksichtigt sind mögliche Privatisierungserlöse und mögliche Erlöse aus Zinseinkommen des Eurosystems aus dem von den Notenbanken gehaltenen Bestand an griechischen Staatsanleihen (im Rahmen der Programme SMP und ANFA). Bezöge man diese mit ein, würden die Verläufe der Staatsschuldenquote etwas günstiger verlaufen. Gerade die Privatisierungserlöse und deren genaue Verwendung lassen sich derzeit aber nur schwer absehen.

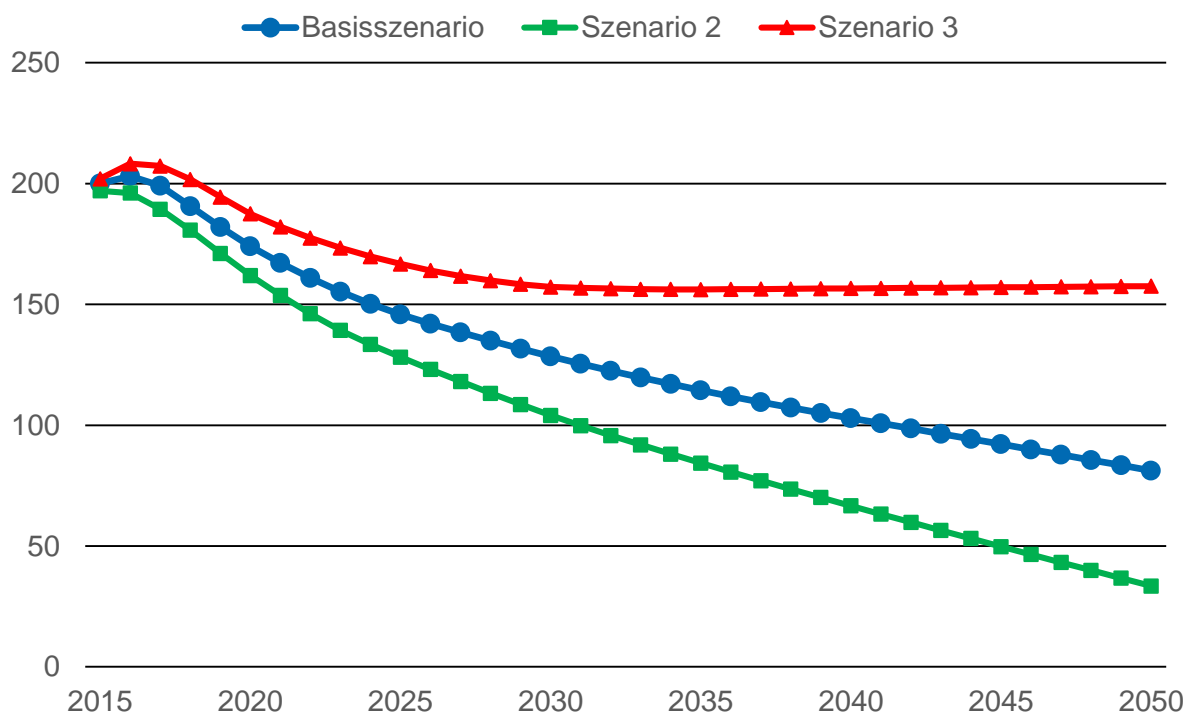
Die Ergebnisse (Abbildung 1) sind aufgrund der Sensitivität gegenüber den getroffenen Annahmen nur als illustrativ anzusehen, was durch die unterschiedliche Entwicklung der griechischen Staatsschuldenquote in den verschiedenen Szenarien deutlich wird. Bis zum Jahr 2022 sind die Verläufe der Staatsschuldenquote in den drei Szenarien (146/161/177 Prozent des BIP) sehr ähnlich mit denen der EU-Kommission (2015) (148/160/174 Prozent des BIP). Das Ergebnis des IWF (2015) für 2022 liegt mit 170 Prozent des BIP zwischen dem Basisszenario und dem schlechteren Szenario 3. Auch für das Jahr 2030 ist die Spannweite der drei Szenarien (104/129/157 Prozent des BIP) noch hinlänglich vergleichbar mit den Szenarien der EU-Kommission (107/122/143 Prozent des BIP), wenn berücksichtigt wird, dass in den hier verwendeten Szenarien keine Privatisierungserlöse und Rückflüsse aus den Zinseinkommen der Notenbanken einbezogen sind. Der IWF (2015) macht keine ak-

tualisierten Angaben für 2030. Da die Gefahr groß ist, dass Griechenland bei der im Jahr 2030 erreichten Staatsschuldenquote noch nicht verlässlich auf den Kapitalmarkt zurückkehren kann, wird die Simulation hier – anders als in den publizierten Ergebnissen von EU-Kommission und IWF – noch weit über 2030 hinaus fortgesetzt.

Dabei zeigt sich, dass der Beginn der Tilgungszahlungen durch Griechenland für die Kredite des Euro-Rettungsschirms – und damit vermutlich auch die Notwendigkeit den Kapitalmarkt zurückzukehren – nicht schon um 2030 angesetzt werden sollte. Allenfalls im optimistischen Szenario erscheint dies bei einer dann erreichten Staatsschuldenquote von gut 100 Prozent denkbar. Im Basisszenario dauert der weitere Abbau der Staatsschuldenquote nach 2030 in Richtung 100 Prozent relativ lange, weil angenommen wird, dass das allgemeine Zinsniveau gestiegen ist und der (weiter positive) Primärüberschuss leicht abgenommen hat. Hier erscheint eine Rückkehr an den Kapitalmarkt erst um das Jahr 2040 sinnvoll.

Das negativere Szenario 3 macht sehr deutlich, dass eine anhaltende Senkung der Staatsschuldenquote nicht selbstverständlich ist. Bei einem Mangel an Strukturformen könnten das langfristige Wachstumspotenzial und damit auch die Inflationsdynamik zu gering ausfallen und bei zu geringen Konsolidierungsanstrengungen würde der öffentliche Primärsaldo nicht ausreichen, um den schuldensteigernden Effekt der ungünstigen Zins-Wachstumsdifferenz auszugleichen.

Abbildung 1: Staatsschuldenquote in Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Annahmen:

Abbildung 2: Durchschnittszins auf die Staatsschuld in Prozent

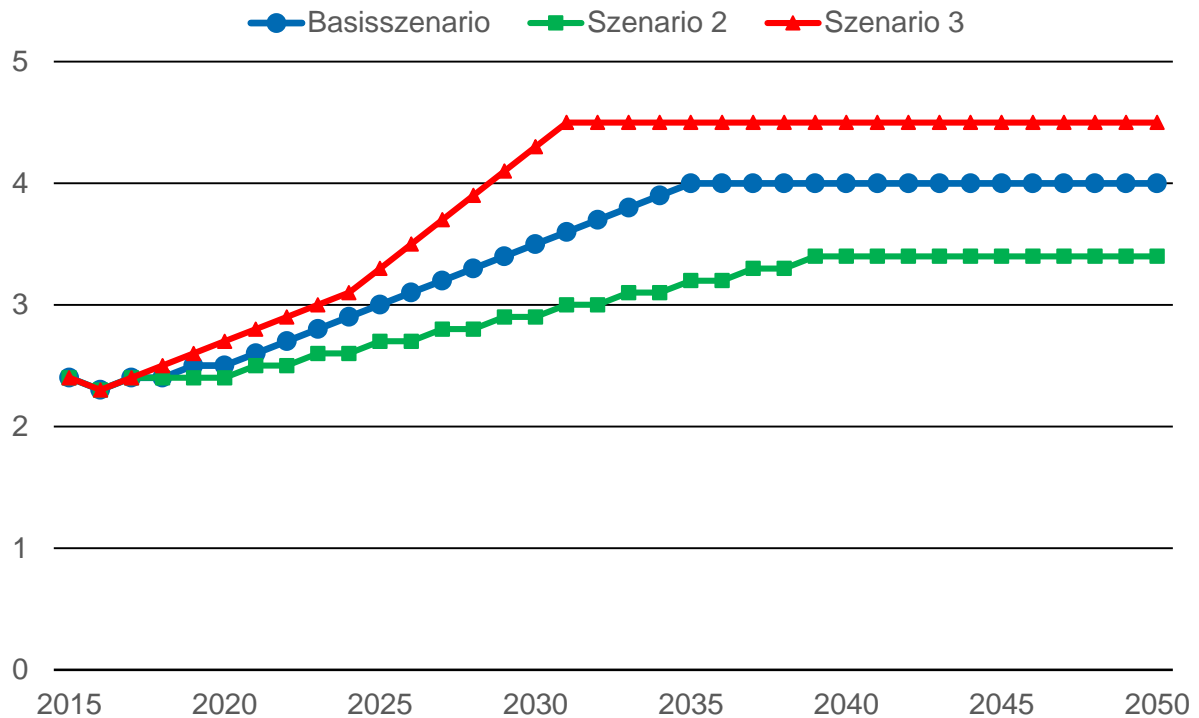


Abbildung 3: Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr in Prozent

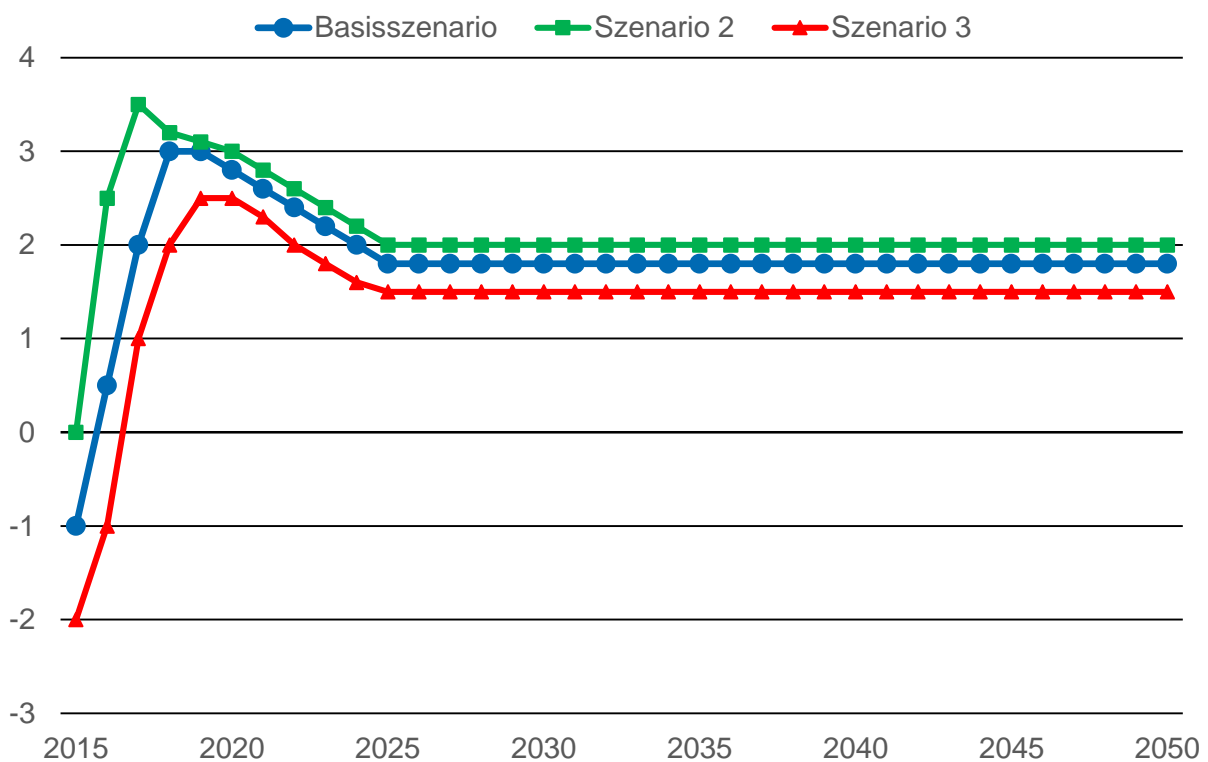


Abbildung 4: Veränderung des BIP-Deflators gegenüber dem Vorjahr in Prozent

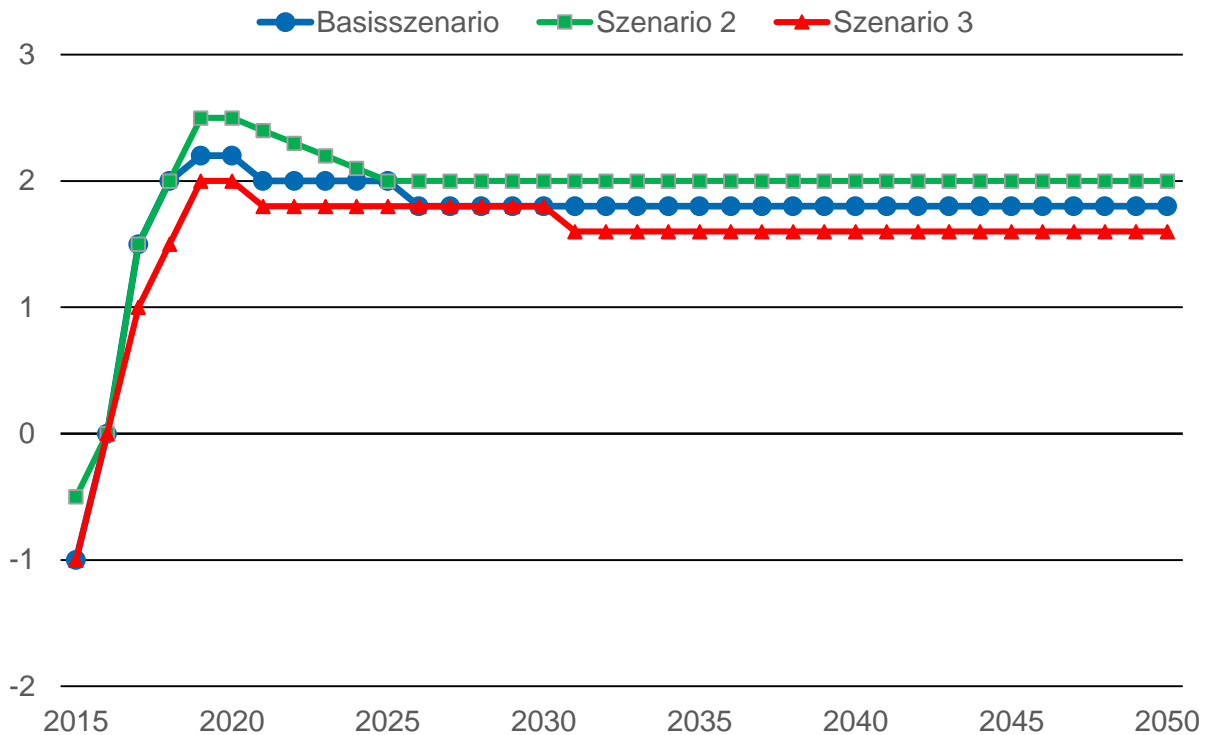
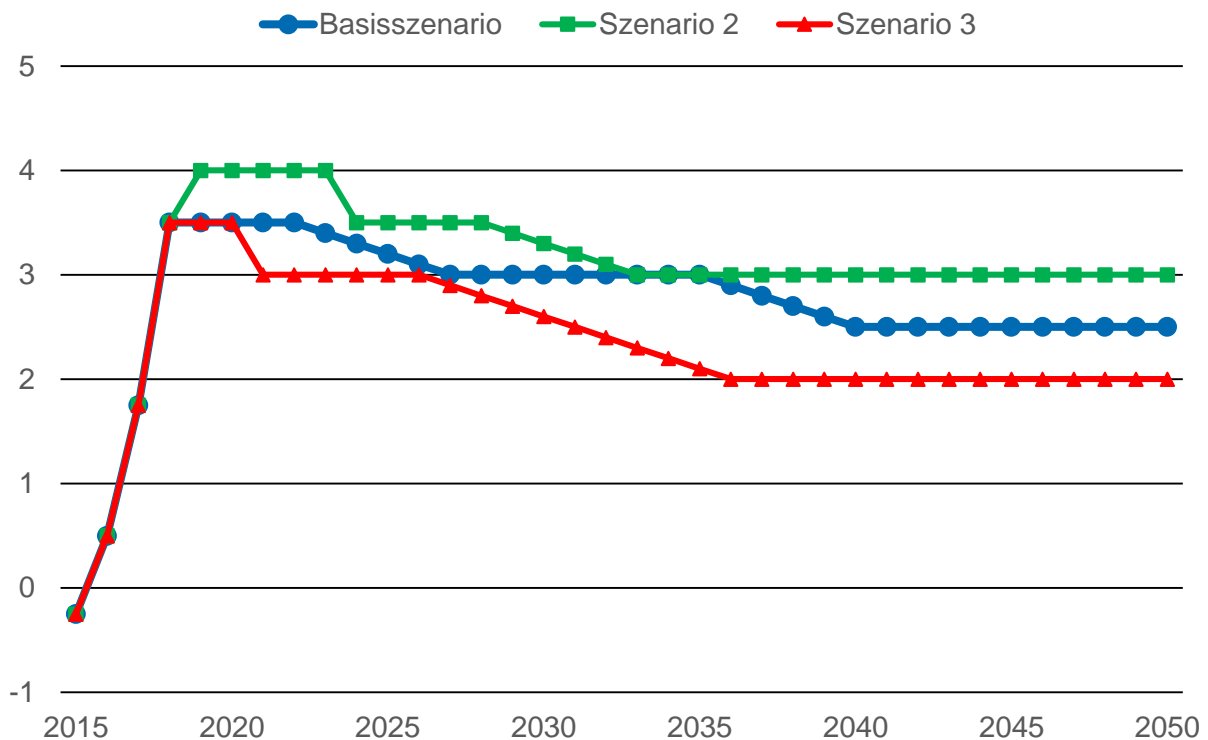


Abbildung 5: Öffentlicher Primärsaldo in Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quellen aller Abbildungen zu den Annahmen: Institut der deutschen Wirtschaft Köln auf Basis von Daten der EU-Kommission und des IWF