

Der Euro-Raum in der Krise – Die Zukunft Griechenlands und des Euro-Raums

■ Dr. Marco Wagner

22. November 2011, Universität Trier



SACHVERSTÄNDIGENRAT

*zur Begutachtung der
gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*

Aktuelles Jahresgutachten 2011/2012

„Verantwortung für Europa wahrnehmen“

erhältlich unter www.sachverständigenrat.org

- I. Von der Schuldenkrise zur Systemkrise

- I. **Schuldenschnitt für Griechenland – Ein Befreiungsschlag?**

- I. **Ein Schuldentilgungspakt für Europa**

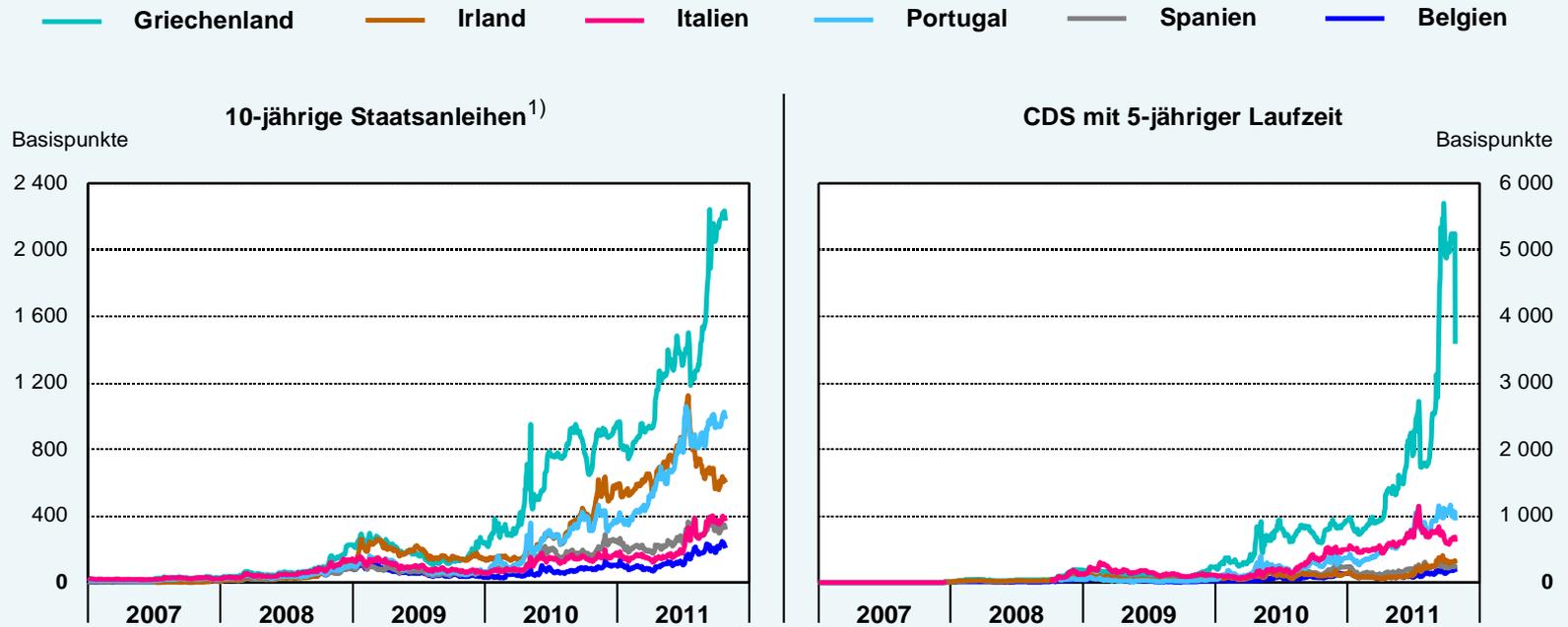
- Auf Griechenland begrenzte Schuldenkrise hat zu einer tiefgreifenden Vertrauenskrise geführt → IIPS
- negative Wirkung auf Kreditwürdigkeit von Banken
- Verunsicherung von Konsumenten und Investoren
- tiefgreifende Sparmaßnahmen
- Abkühlung der Konjunktur
- Rückwirkungen auf Finanzierungssituation der Staaten und Kreditwürdigkeit der Banken

- Teufelskreis oder Abwärtsspirale

Schaubild

Risikoaufschläge für Staatsanleihen und CDS von ausgewählten Ländern im Euro-Raum

Tageswerte



Quelle: Thomson Financial Datastream

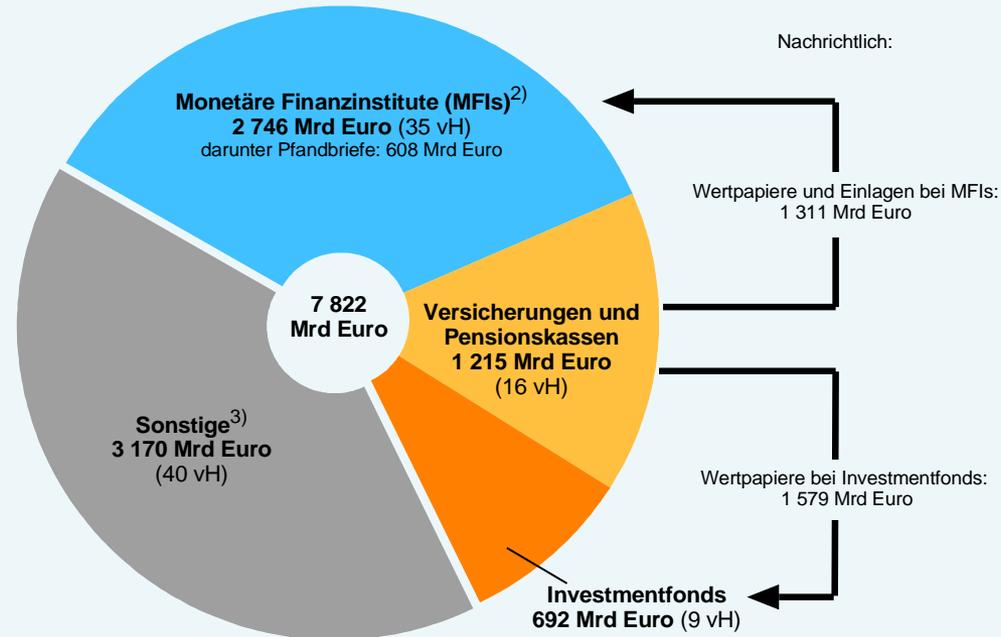
© Sachverständigenrat

30111a_VS

■ Öffentliche Anleihen aus hoch entwickelten Ländern waren bislang sicherer Kern des Finanzsystems

Schaubild

Staatsverschuldung im Finanzsystem des Euro-Raums¹⁾



1) Stand: Ende 2010.– 2) Kredite an und Wertpapiere von öffentlichen Haushalten.– 3) Nicht im Finanzsystem des Euro-Raums; im Wesentlichen gehalten von Nicht-Finanzinstituten im Euro-Währungsgebiet und Nicht-Ansässigen im Euro-Währungsgebiet.

© Sachverständigenrat

Quellen: ECBC, EZB
36311_VS

■ Zweifel an der Solvenz öffentlicher Emittenten wirkt sich negativ auf Einschätzung zu Finanzinstituten des Euro-Raums aus

Schaubild

CDS-Spreads für Banken im Euro-Raum und in den Vereinigten Staaten¹⁾

Tageswerte



1) Gleichmäßig gewichtete durchschnittliche Aufschläge auf vorrangige CDS (Credit Default Swaps) mit einer Laufzeit von 5 Jahren.

Quelle: Thomson Financial Datastream

© Sachverständigenrat

32511_VS

Immer umfangreichere Rettungsprogramme ohne nachhaltige Wirkung

Tabelle 9

Hilfen für die europäischen Krisenländer und Ausleihkraft der Krisenfonds¹⁾

Mrd Euro

Schuldnerländer	EFSF ²⁾				EFSM ³⁾	IWF ⁴⁾				Bilaterale Kredite
	1. Paket	2. Paket ⁵⁾	neues 2. Paket ⁵⁾	insgesamt		1. Paket	2. Paket ⁵⁾	neues 2. Paket ⁵⁾	insgesamt	1. Paket ⁵⁾
Griechenland (geplant)	–	(73)	96,7	96,7	–	30	(36)	33,3	63,3	(80)
davon ausgezahlt	–	–	0	0	–	17,9	–	0	17,9	47,1
Portugal (geplant)		26			26		26			–
davon ausgezahlt		5,8			14,1		10,4			–
Irland (geplant)		17,7			22,5		22,5			4,8
davon ausgezahlt		3,3			13,9		8,7			4,8
Bankenrekapitalisierung ⁶⁾ ...		50			X		X			X
Insgesamt (geplant)		190,4			48,5		111,8			84,8
davon ausgezahlt		9,1			28		37			51,9
Ausleihkraft insgesamt		440			60		X			X
Verbleibende Ausleihkraft ..		430,9			32,0		X			X
Verbleibende Ausleihkraft, wenn alle geplanten Auszahlungen vollzogen sind		249,6			11,5		X			X

- **Zusätzliche Instrumente:**

- **Europäische Zentralbank**
 - **Ankauf von Staatsanleihen (Securities Markets Programme, SMP)**
 - **Derzeitiges Volumen über 170 Mrd Euro**

- **Geplant: Europäischer Stabilisierungsmechanismus (ESM)**
 - **Permanenter Rettungsschirm folgt EFSF nach**
 - **Effektive Ausleihkapazität von 500 Mrd Euro**

Konsequente Konsolidierungsprogramme ohne Wirkung auf die Märkte

Tabelle 10

Finanzierungssaldo des Staates in Ländern des Euro-Raums und in hoch verschuldeten G7-Ländern

Zeit- raum	Problemländer im Euro-Raum						Hoch verschuldete G7-Länder				Nach- richtlich: Deutsch- land
	Grie- chen- land	Irland	Por- tugal	Spa- nien	Durch- schnitt ¹⁾ GIPS	Italien	Ver- einigtes König- reich	Ver- einigte Staaten	Japan	Durch- schnitt ¹⁾	
In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (vH)											
1992	-11,5	- 2,9	- 3,3	- 3,9	- 5,0	-10,4	- 6,3	- 5,9	0,8	- 4,2	- 2,4
1993	-12,4	- 2,7	- 6,1	- 6,6	- 7,2	-10,0	- 7,8	- 5,1	- 2,4	- 4,7	- 3,0
1994	- 9,0	- 1,9	- 5,6	- 6,0	- 6,2	- 9,1	- 6,6	- 3,7	- 3,7	- 4,0	- 2,5
1995	- 7,0	- 2,0	- 3,4	- 6,5	- 5,9	- 7,4	- 5,7	- 3,3	- 4,6	- 3,9	- 9,5
1996	- 6,8	- 0,1	- 2,9	- 4,9	- 4,6	- 7,0	- 4,0	- 2,3	- 5,1	- 3,2	- 3,4
1997	- 6,0	1,4	- 1,7	- 3,4	- 3,2	- 2,7	- 2,1	- 0,9	- 4,0	- 1,8	- 2,8
1998	- 3,9	2,2	- 1,8	- 3,2	- 2,7	- 3,1	- 0,1	0,3	- 5,6	- 1,1	- 2,3
1999	- 3,1	2,6	- 0,9	- 1,4	- 1,3	- 1,8	0,9	0,7	- 7,4	- 1,1	- 1,6
2000	- 3,7	4,7	- 1,1	- 1,0	- 0,9	- 0,9	1,3	1,5	- 7,6	- 0,5	1,1
2001	- 4,3	0,8	- 2,4	- 0,7	- 1,3	- 3,1	0,6	- 0,6	- 6,3	- 1,7	- 3,1
2002	- 4,8	- 0,5	- 1,0	- 0,5	- 1,2	- 3,0	- 2,0	- 3,9	- 8,0	- 4,6	- 3,8
2003	- 5,7	0,3	0,0	- 0,2	- 1,0	- 3,5	- 3,3	- 4,9	- 8,0	- 5,4	- 4,2
2004	- 7,4	1,3	- 0,2	- 0,3	- 1,3	- 3,6	- 3,4	- 4,4	- 6,2	- 4,7	- 3,8
2005	- 5,3	1,7	- 2,5	1,0	- 0,3	- 4,4	- 3,3	- 3,2	- 4,8	- 3,6	- 3,3
2006	- 6,1	2,9	- 0,4	2,0	0,6	- 3,3	- 2,6	- 2,0	- 4,0	- 2,5	- 1,7
2007	- 6,7	0,1	- 3,2	1,9	- 0,2	- 1,5	- 2,7	- 2,7	- 2,4	- 2,7	0,2
2008	- 9,8	- 7,3	- 3,5	- 4,1	- 5,2	- 2,7	- 4,9	- 6,5	- 4,2	- 5,9	- 0,1
2009	-15,5	-14,2	-10,1	-11,1	-12,0	- 5,3	-10,3	-12,8	-10,3	-12,0	- 3,2
2010	-10,4	-32,0	- 9,1	- 9,2	-11,3	- 4,5	-10,2	-10,3	- 9,2	-10,1	- 4,3
2011	- 8,5	-10,3	- 5,9	- 6,1	- 6,8	- 4,0	- 8,5	- 9,6	-10,3	- 9,7	- 1,1
Entwicklung im Zeitraum 2009 bis 2011 (Prozentpunkte)											
2009/ 2011	7,0	3,9	4,2	5,0	5,2	1,3	1,8	3,2	- 0,0	2,4	2,1

1) Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt auf Basis von Kaufkraftparitäten (KKP).

Quellen: BEA, IWF und eigene Schätzung

32611a_UK

- Index der Financial Times
- Aus Sparprogrammen und Steuererhöhungen ergibt sich im Jahr 2011 für einen durchschnittlichen Haushalt eine Einkommensenkung

	2011
Griechenland	13,7 vH
Irland	6,7 vH
Spanien	4,8 vH

Tabelle 11

Konjunkturbereinigter Primärsaldo des Staates in Ländern des Euro-Raums und in hoch verschuldeten G7-Ländern¹⁾

Zeit- raum	Problemländer im Euro-Raum						Hoch verschuldete G7-Länder				Nach- richtlich: Deutsch- land
	Griechen- land	Irland	Portugal	Spanien	Durchschnitt ¹⁾ GIPS	Italien	Ver- einigtes König- reich	Ver- einigte Staaten	Japan	Durchschnitt ²⁾	
	In Relation zum Produktionspotenzial (vH)										
2006	- 3,5	- 4,8	- 1,0	2,1	- 1,8	0,7	- 1,3	- 0,0	- 3,4	- 1,6	1,2
2007	- 5,3	- 7,9	- 0,6	1,3	- 3,1	2,5	- 1,7	- 0,1	- 2,1	- 1,3	2,5
2008	- 8,3	-12,5	- 0,4	- 4,2	- 6,4	2,4	- 4,3	- 2,5	- 3,0	- 3,3	1,9
2009	-13,1	- 9,8	- 5,7	- 8,5	- 9,3	0,9	- 6,8	- 4,9	- 6,2	- 6,0	1,0
2010	- 5,8	- 6,0	- 5,3	- 6,1	- 5,8	1,2	- 5,6	- 5,1	- 6,3	- 5,7	0,5
2011	- 0,4	- 3,4	- 0,1	- 2,9	- 1,7	1,9	- 3,5	- 4,8	- 6,7	- 5,0	1,4
	Entwicklung im Zeitraum 2009 bis 2011 (Prozentpunkte)										
2009/ 2011	12,7	6,4	5,6	5,5	7,6	1,0	3,3	0,1	- 0,5	1,0	- 0,5

1) Finanzierungssaldo abzüglich Zinsausgaben und bereinigt um konjunkturelle Komponenten.– 2) Ungewichtet.

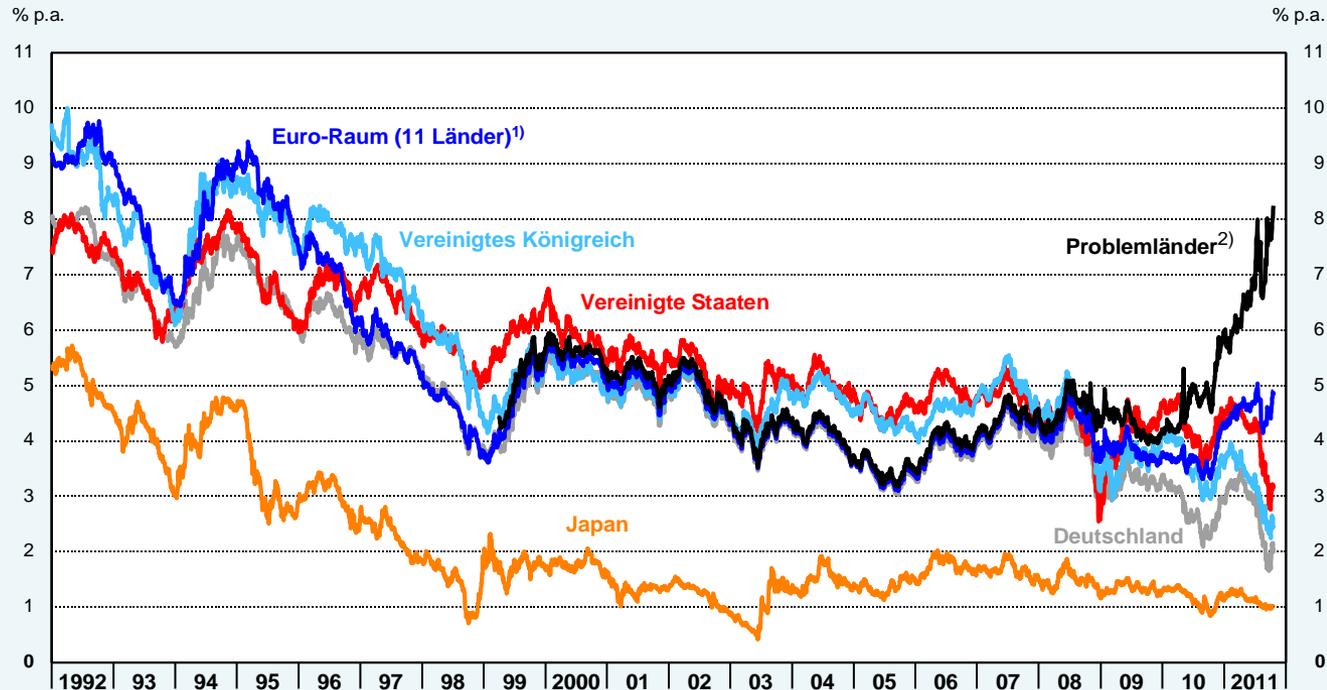
Quelle für Grundzahlen: IWF

32611b_UK

Konsolidierungserfolge können Markteinschätzung nicht positiv beeinflussen

Schaubild

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen der Problemländer des Euro-Raums und ausgewählter G7-Länder



1) Durchschnitt der Renditen von Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien, gewichtet mit dem Anteil des jeweiligen Landes am Gesamtschuldenstand dieser Länder im Jahr 2010.– 2) Durchschnitt der Renditen von Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien, gewichtet mit dem Anteil des jeweiligen Landes am Gesamtschuldenstand dieser Länder im Jahr 2010.

Quellen: EU, Thomson Financial Datastream

© Sachverständigenrat

14811a_VS

■ Vielmehr profitieren Länder wie DE, US, JP, UK

- I. **Von der Schuldenkrise zur Systemkrise**

- I. **Schuldenschnitt für Griechenland – Ein Befreiungsschlag?**

- I. **Ein Schuldentilgungspakt für Europa**

- Trotz enormer Erfolge bei Rückführung der Neuverschuldung steigt Staatsverschuldung weiter
- Insbesondere wegen Rückgang des BIP

	2011	2012
Prognose des IWF für die Schuldenstandsquote	166 vH	189 vH

$$\Delta\left(\frac{B}{Y}\right) = -\text{Primärsald}b_t + (r_t - g_t)\frac{B_t}{Y_t}$$

■ Reduktion der Schuldenstandsquote durch:

■ Primärüberschüsse:

- Nachhaltige Reduktion nur durch dauerhaften Primärüberschuss möglich

■ Ein negatives Zins-Wachstums-Differential:

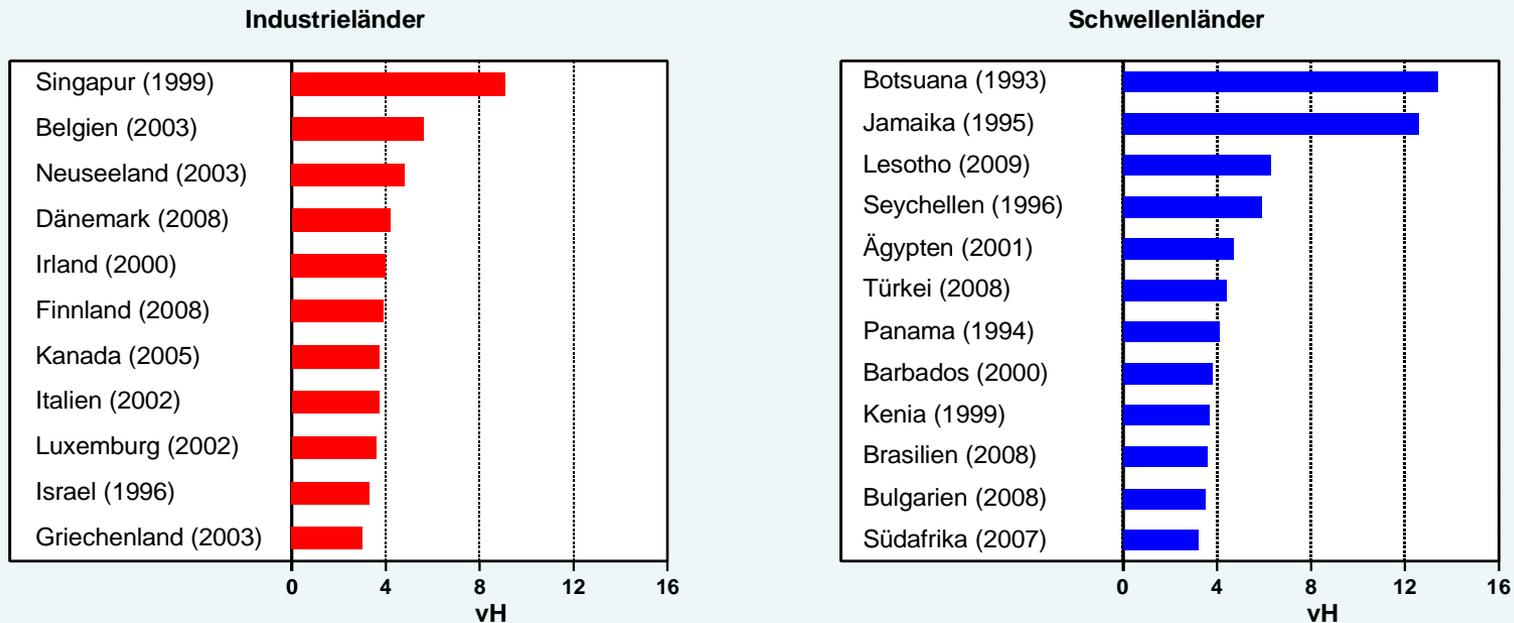
- Prognose IMF/EU (2011-2014) – positives Differential: 1,8 - 2,0
- Refinanzierungsbedingungen Griechenlands sind vermutlich auf absehbare Zeit schlechter als in den Jahren nach Euro Beitritt

■ Reduktion des Nominalwertes der Staatsschulden, z.B. Haircut, Vermögensveräußerung

- **Beispielrechnung:**
- **Unterstellt man 3,0 vH nom BIP Wachstum, Nominalzins 6 % → positives Differenzial**
- **Wäre zur Stabilisierung der 166 vH ein Primärüberschuss von 5 vH notwendig**
- **Eine Rückführung der SQ auf 100 vH bis 2020 bräuchte einen jährlichen Primärüberschuss von 11,5 vH**
- **Erfahrungen zeigen, dass das über einen längeren Zeitraum nicht möglich ist (SB nächste Folie)**

Schaubild

Primärsalden ausgewählter Länder¹⁾



1) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. Höchster durchschnittlicher Primärüberschuss über eine 10-Jahresperiode. Jahreszahl in Klammern gibt das letzte Jahr der jeweiligen Periode an.

Quelle: IWF

© Sachverständigenrat

36911_UK

➔ **eindeutiges Solvenzproblem Griechenlands**
➔ **Schuldenschnitt notwendig**

- **Gipfelbeschluss vom 26. Oktober:**
 - **Schuldenschnitt von 50 vH auf den Nennwert ausstehender Wertpapiere**
 - **Damit soll Griechenland bis 2020 eine Schuldenstandsquote von 120 vH erreichen**
- **Annahmen der Berechnung:**
 - **Primärüberschuss ab 2014 bis 2020 $4 \frac{1}{4}$ vH**
 - **Reales BIP-Wachstum ab 2014 bis 2020 $2 \frac{2}{3}$ vH**
 - **Privatisierungserlöse bis 2020 46 Mrd Euro**
- **Nicht einfach, aber möglich**
- **Kann das die Märkte überzeugen? Ungewiss.**

- I. **Von der Schuldenkrise zur Systemkrise**

- I. **Schuldenschnitt für Griechenland – Ein Befreiungsschlag?**

- I. **Ein Schuldentilgungspakt für Europa**

■ Grundprobleme

- Hohe Verschuldung der Staaten
- Refinanzierungsprobleme und hohe Zinsen
- Glaubwürdigkeitsproblem bei der Schuldenbewältigung

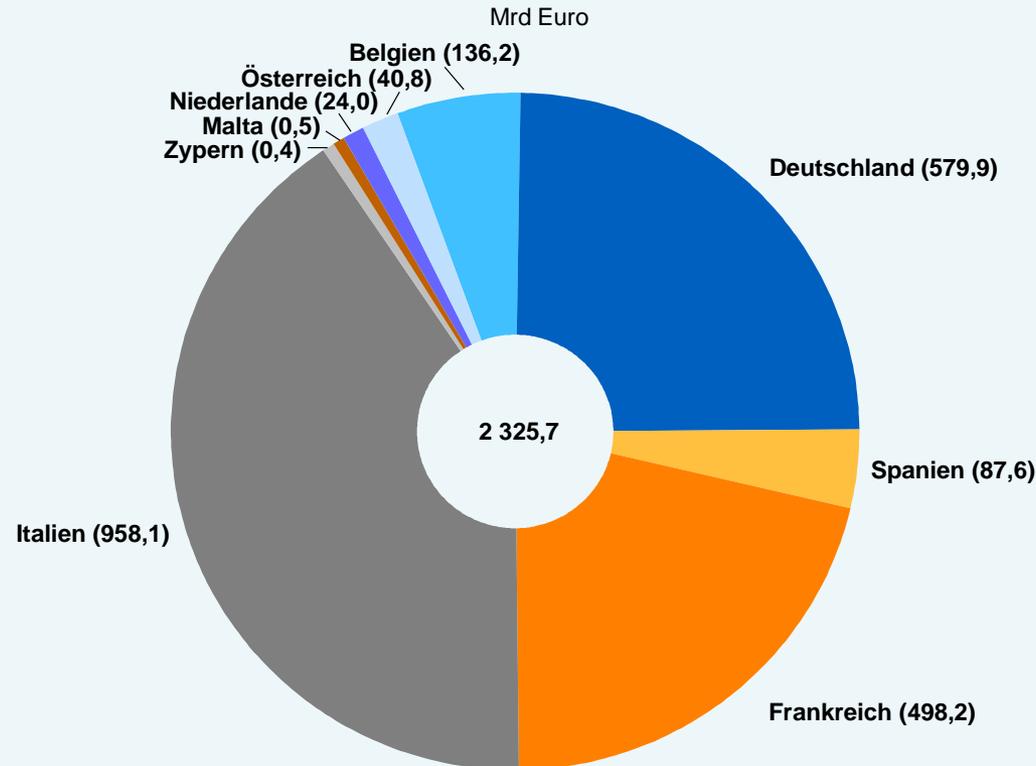
■ Idee des Tilgungspakts

- Verpflichtung der Länder auf Schuldenabbau (Verstärkung der Selbstbindung)
 - Überwinden des Glaubwürdigkeitsproblems
- Günstige Refinanzierung durch Tilgungsfonds
- Gleichzeitig aber eigenverantwortliche Schuldtilgung

■ Schulden über 60 vH des BIP würden ausgelagert

Schaubild 32

Schuldentilgungspakt „Tilgungsfonds“ im Euro-Raum (2011)¹⁾



1) Staatliche Schulden, die die Schuldenstandsquote von 60 vH überschreiten. Die Länder Griechenland, Irland und Portugal sind nicht enthalten, weil sie sich in einem Anpassungsprogramm befinden.

Quelle: EU

- **Schulden über 60 vH des BIP würden in den Tilgungsfonds ausgelagert**
- **Festlegen eines Konsolidierungspfads**
 - **vollständige Tilgung über 20 bis 25 Jahre**
 - **Eigenverantwortliche Tilgung durch fixe Zuweisungen (Anteil des BIP) an den Tilgungsfonds**
 - **Zuweisungen finanziert durch Aufschlag auf eine nationale Steuer (MWSt, EKSt); Aufkommen wird direkt an den Fonds überwiesen**
 - **Absicherung der Verbindlichkeiten durch nationale Gold- oder Devisenreserven**
- **Schulden können aber günstiger refinanziert werden durch Emission von gemeinsamen Fonds-Anleihen**

- **Schulden unter 60 vH des BIP verbleiben in der Eigenverantwortung des Landes**
 - Land haftet individuell
- **Einführung nationaler Schuldenbremsen**
 - Eingebunden in nationale Verfassungen
 - Ein Verstoß gegen die Schuldenbremse hätte eine Strafzahlung an den Tilgungsfonds zur Folge, zB automatische Abführung der Zentralbankgewinne

Tabelle

Beispielrechnung: Zahlungsverpflichtung und Schuldenstandsquoten Italiens bei Teilnahme am Schuldentilgungspakt

	Einheit	Jahre nach Beitritt zu Konsolidierungspakt									
		0	1	2	3	4	5	10	15	20	25
Bruttoinlandsprodukt	Mrd Euro	1 588,9	1 644,5	1 702,1	1 761,6	1 823,3	1 887,1	2 241,3	2 662,0	3 161,6	3 754,9
Schulden ausgegliedert	Mrd Euro	957,7	948,1	936,5	922,6	906,4	887,7	750,6	521,9	170,3	-344,8
	vH ¹⁾	60,3	57,7	55,0	52,4	49,7	47,0	33,5	19,6	5,4	- 9,2
Zins	Mrd Euro	38,3	37,9	37,5	36,9	36,3	35,5	30,0	20,9	6,8	-13,8
Tilgung	Mrd Euro	9,6	11,6	13,8	16,2	18,7	21,4	37,5	59,3	88,5	127,0
Zuweisung	Mrd Euro	47,9	49,6	51,3	53,1	54,9	56,9	67,5	80,2	95,3	113,2
	vH ¹⁾	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0

1) In Relation zum Bruttoinlandsprodukt in vH.

Annahmen: Schuldenstandsquote 120 vH; Bruttoinlandsprodukt 1 589 Mrd Euro; nominaler Zuwachs des Bruttoinlandsprodukt 3,5 vH; Bruttoschulden 1 911 Mrd Euro; Zinsen nominal 5,02 vH; Refinanzierung Sondervermögen 4 vH

23211_UK

Zinsvorteil durch Fonds rund 1 %