



**2015**

29. Mai 2015

**ifo Schnelldienst**

Sonderausgabe – Aktualisierung Juni 2015



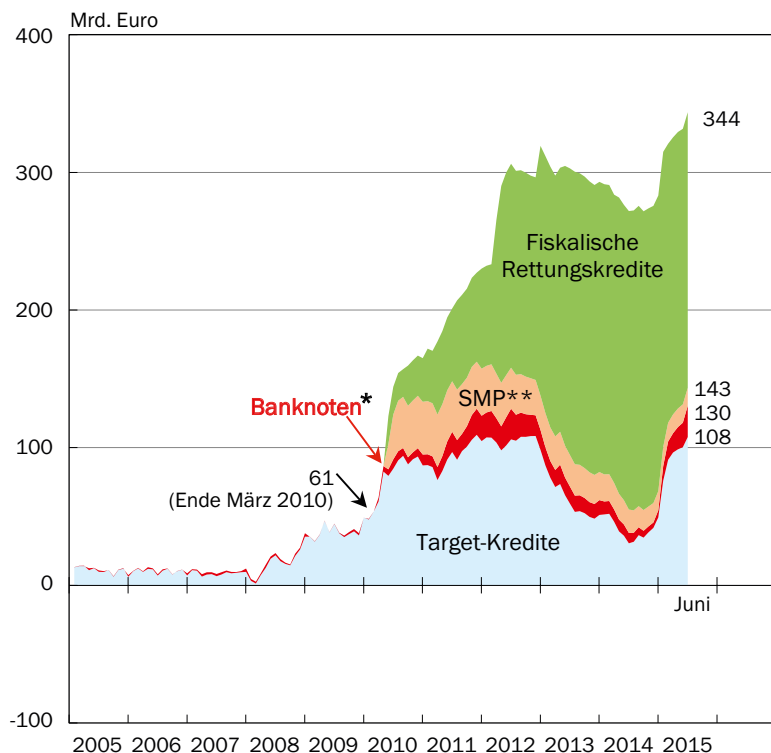
**Die griechische Tragödie**

Hans-Werner Sinn

**ifo** Institut

Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung  
an der Universität München e.V.

**Abb. 1**  
**Die Griechenland zur Verfügung gestellten öffentlichen Kredite der Staatengemeinschaft**



\* Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem wegen überproportionaler Banknotenausgabe.

\*\* Im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP) von anderen Notenbanken des Eurosystems erworbene griechische Staatsanleihen abzüglich der durch die griechische Notenbank im SMP erworbenen Staatsanleihen anderer Länder. Es handelt sich um Buchwerte. Monatswerte wurden durch Interpolation der Jahresendstände und Anpassung an den Gesamtbestand an gehaltenen Staatsanleihen geschätzt. Angenommen wird ein entsprechender Fluss von Staatspapieren über die Grenzen.

Bemerkung: Die fiskalischen Rettungskredite sind als Nettogröße berechnet; berücksichtigt wurden die bis zum jeweiligen Monat ausgezahlten Finanzhilfen aus den beiden Hilfsprogrammen der Euroländer und des IWF. Die bereits erfolgten Rückzahlungen wurden subtrahiert, ebenso die Beiträge Griechenlands zu den Rettungsschirmen. Das ist zum einen der Anteil an den durch das EU-Budget finanzierten Hilfszahlungen des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus, zum anderen die Kapitaleinzahlung in den Europäischen Stabilitätsmechanismus. Vgl. auch Tabelle 1.

Quellen: Bank of Greece, *Financial Statements*; Europäische Zentralbank, *Weekly Financial Statements*; dieselbe, *Capital Subscription*; Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, *Lending operations*; Internationaler Währungsfonds, *Financial Activities*; derselbe, *SDR Exchange Rate Archives by Month*; Europäische Kommission, *The Economic Adjustment Programme for Greece: Fifth Review*; dieselbe, *EU Budget 2011*; Europäischer Stabilitätsmechanismus, *Governance, Shareholders*; Berechnungen des ifo Instituts.

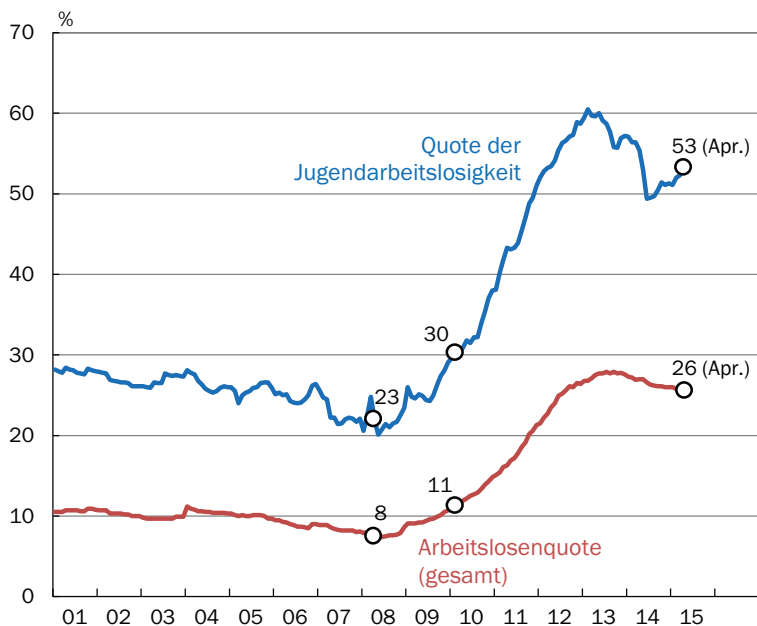
**Tab. 1**  
**Die öffentlichen Kredite an Griechenland bis zum Juni 2015 –**  
**Brutto- vs. Nettorechnung (Mrd. Euro)**

	ursprünglich genehmigter Betrag <sup>1)</sup>	tatsächlich bereit- gestellter Betrag <sup>2)</sup>	geleisteter Betrag bzw. Bestand <sup>3)</sup>	nachrichtlich: IWF-Hilfen bewertet zum Wechselkurs vom 30. Juni 2015
<b>A Leistungen zugunsten Griechenlands</b>				
1. Hilfspaket	110,0	73,2	73,2	
Anteil Euroländer	80,0	52,9	52,9	
Anteil IWF <sup>4)</sup>	30,0	20,3	20,3	22,0
2. Hilfspaket	172,7	158,9	142,6	
Anteil EFSF	144,7	130,9	130,9	
Anteil IWF <sup>4)</sup>	28,0	28,0	11,7	12,9
Fiskalische Rettungskredite (brutto)	282,7	232,1	215,8	218,7
Käufe von griechischen Staatsanleihen <sup>5)</sup>			16,4	
Target-Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem			107,7	
Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem wegen überproportionaler Banknotenausgabe			22,8	
<b>A Internationale Hilfen insgesamt brutto</b>			<b>362,7</b>	<b>365,6</b>
<b>B Zahlungen Griechenlands</b>				
Rückzahlung von Kreditraten aus dem 1. Hilfspaket des IWF <sup>6)</sup>			12,6	13,7
Kapitaleinzahlung in den ESM <sup>7)</sup>			2,3	
Beitrag zu den EFSM-Hilfen an Irland und Portugal <sup>8)</sup>			0,7	
Beitrag der griechischen Zentralbank zu den Käufen von irischen, portugiesischen, spanischen und italienischen Staatsanleihen <sup>9)</sup>			3,4	
<b>B Zahlungen Griechenlands insgesamt</b>			<b>19,0</b>	<b>20,1</b>
<b>Nettobestand der Hilfen (= A – B)</b>			<b>343,7</b>	<b>345,5</b>

<sup>1)</sup> Laut Programm. <sup>2)</sup> 1. Hilfspaket: Ausgezählte Beträge zum Zeitpunkt der vorzeitigen Beendigung. 2. Hilfspaket, EFSF Anteil: Ausgezählter Betrag zum Laufzeitende des Programms (30. Juni 2015). <sup>3)</sup> Bis zum 31. März 2015 tatsächlich bezahlte Beträge bzw. Bestand am 31. März 2015. <sup>4)</sup> Die in Sonderziehungsrechten angegebenen Auszahlungsbeträge wurden zum Wechselkurs des jeweiligen Termins in Euro umgerechnet. <sup>5)</sup> Ohne Anteil der griechischen Zentralbank; eigene Fortschreibung des Bestands vom 31. Dezember 2014. <sup>6)</sup> Für die Rückzahlungen wurde der gleiche Wechselkurs angesetzt wie für die entsprechende Auszahlung. <sup>7)</sup> Nach ESM-Vertrag. <sup>8)</sup> Gemäß dem Beitrag Griechenlands zu den Einnahmen des EU-Haushalts. <sup>9)</sup> Eigene Fortschreibung des Bestands vom 31. Dezember 2014.

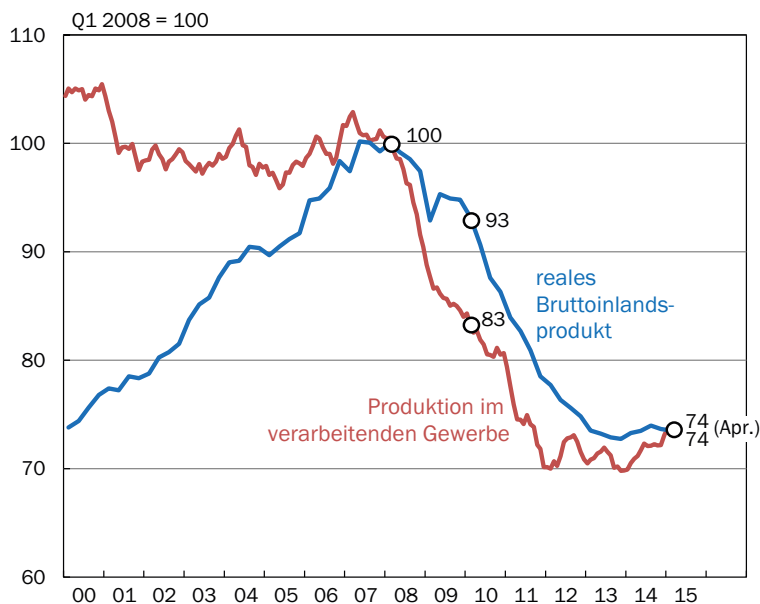
Quellen: Bank of Greece, *Financial Statements*; Europäische Zentralbank, *Weekly Financial Statements*; dieselbe, *Capital Subscription*; dieselbe, »Abschlüsse der EZB für 2014«, Pressemitteilung, 19. Februar 2015; Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, *Lending Operations*; Internationaler Währungsfonds, *IMF Country Report No. 12/57*; dieselbe, *Financial Activities*; dieselbe, *SDR Exchange Rate Archives by Month*; Europäische Kommission, *The Economic Adjustment Programme for Greece*; dieselbe, *The Economic Adjustment Programme for Greece: Fifth Review*; dieselbe, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*; dieselbe, *EU Budget 2011*; Europäischer Stabilitätsmechanismus, *Governance, Shareholders*; Berechnungen des ifo Instituts.

**Abb. 2**  
Die Entwicklung der Arbeitslosigkeit in Griechenland



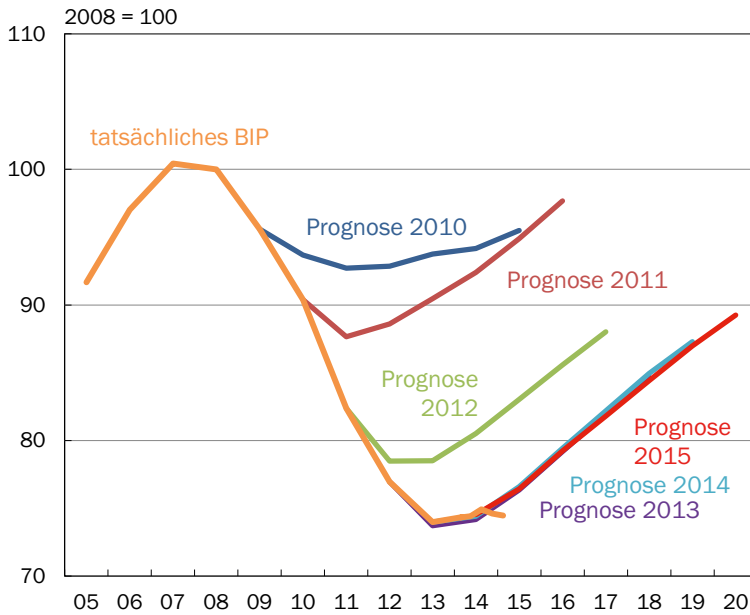
Quelle: Eurostat, Datenbank, *Bevölkerung und soziale Bedingungen, Arbeitsmarkt, Beschäftigung und Arbeitslosigkeit*.

**Abb. 3**  
Der Einbruch der griechischen Wirtschaftstätigkeit



Quellen: Eurostat, Datenbank, *Industrie Handel und Dienstleistungen*, Konjunkturstatistik, Industrie; dieselbe, *Wirtschaft und Finanzen*, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (ESVG 2010), *Vierteiljährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Hauptaggregate des BIP*; dieselbe, »Schnellschätzung für das erste Quartal 2015«; Produktion: Gleitender 5-Monatsdurchschnitt.

**Abb. 4**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt Griechenlands: Vergleich der tatsächlichen Entwicklung<sup>a)</sup> mit den Prognosen des IWF<sup>b)</sup>**



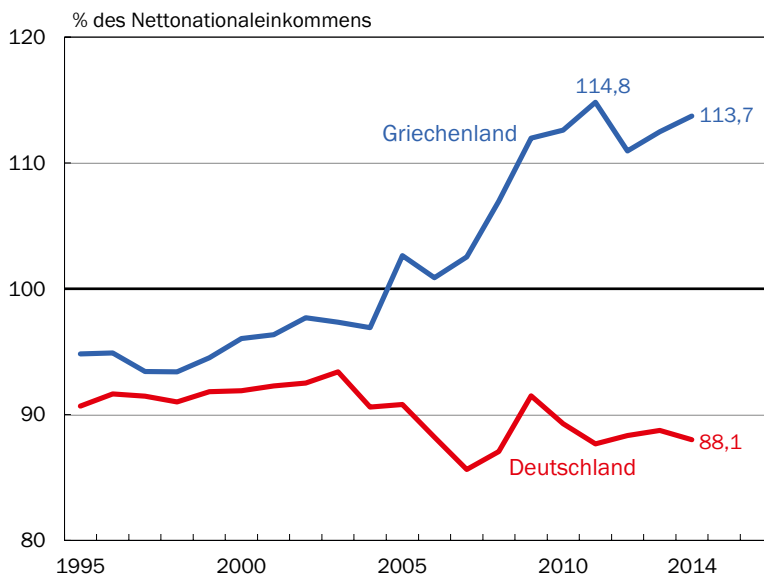
Ist-Entwicklung 2005 bis 1. Vierteljahr 2015 und Vergleich mit den IWF-Frühjahrsprognosen 2010 bis 2015.

<sup>a)</sup> Tatsächliches Bruttoinlandsprodukt; 2005–2013: Jahresdaten; ab 1. Quartal 2014: Quartalsdaten; Rechenstand: Mai 2015.

<sup>b)</sup> Jeweilige Frühjahrsprognose.

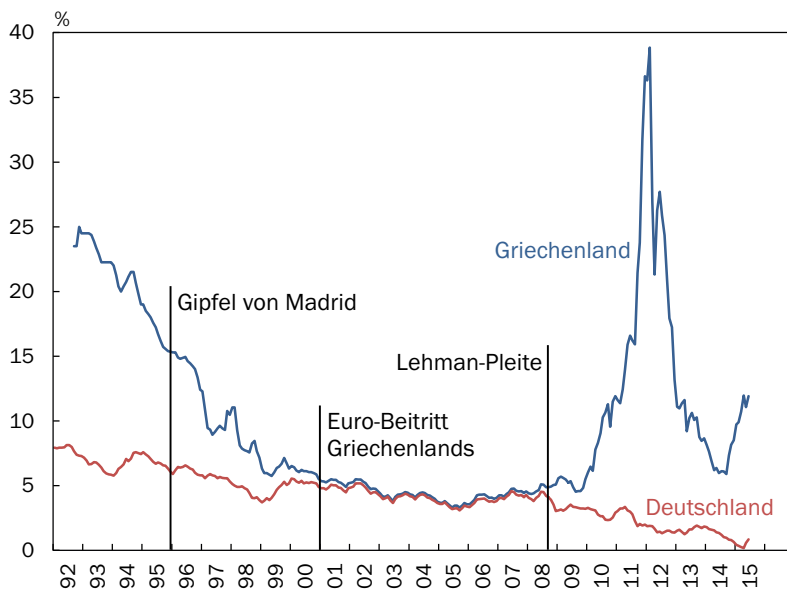
Quellen: Internationaler Währungsfonds, *World Economic Outlook Database*, April 2010 bis April 2015; Eurostat, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen*, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (ESVG 2010), *Vierteljährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Hauptaggregate des BIP*; Berechnungen des ifo Instituts.

**Abb. 5**  
**Staatlicher und privater Konsum in Relation zum Nettonationaleinkommen**



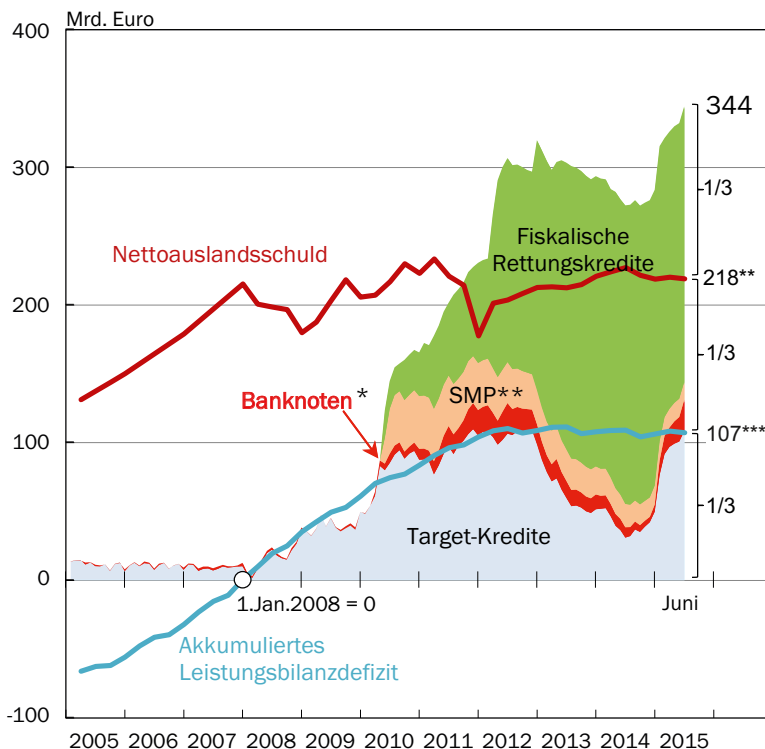
Quellen: Eurostat, Database, *Economy and Finance, National Accounts (including GDP), GDP and Main Components – Current Prices, Final Consumption Expenditures; and Income, Saving and Net Lending/ Borrowing, Gross National Income at Market Prices*; Europäische Kommission, Economic and Financial Affairs, Economic Databases and Indicators, AMECO – the annual macro-economic database, National Income; Berechnungen des ifo Instituts.

**Abb. 6**  
Effektivzinssätze auf zehnjährige Staatspapiere



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Deutschland: BDBRYLD, Griechenland GRBRYLD (ab 04/1999) GRESEFIGR (ab 09/1992 bis 03/1999).

**Abb. 7**  
Öffentliche Kredite, akkumulierte Leistungsbilanzdefizite und Außenschulden

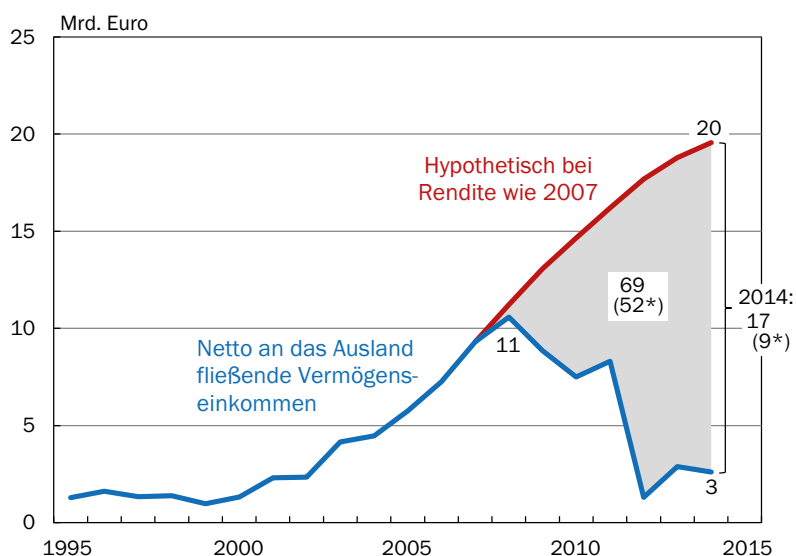


\* Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem wegen überproportionaler Banknotenausgabe.  
 \*\* Im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP) von anderen Notenbanken des Eurosystems erworbene griechische Staatsanleihen abzüglich der durch die griechische Notenbank im SMP erworbenen Staatsanleihen anderer Länder.  
 \*\*\* Schätzung: Januar bis Juni 2015.

Quellen: Vgl. Abbildung 1 sowie: Eurostat, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen, Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen*; Schätzung des ifo Instituts.



**Abb. 8**  
**Die Zinsgewinne Griechenlands**



\* In realer Rechnung.

Legende: Ausgangspunkt für die Berechnungen ist der Durchschnittszins, den Griechenland im Jahr 2007 an seine ausländischen Gläubiger zahlen musste. Er ist als Quotient aus dem netto in diesem Jahr an das Ausland fließende Vermögenseinkommen in Höhe von 9,32 Mrd. Euro und der zum Jahresbeginn vorhandenen Nettoauslandsschuld (negatives Nettoauslandsvermögen) in Höhe von 178,2 Mrd. Euro definiert und beträgt 5,2%. Dieser Zinssatz wurde auf die sich in den Folgejahren ergebende Nettoauslandsschuld angewendet, wie sie sich durch die Akkumulation der Leistungsbilanzdefizite ergeben hätte. Dabei wurde berücksichtigt und korrigiert, dass die tatsächlich realisierten Leistungsbilanzdefizite bereits wegen der Zinssenkungen im Vergleich zum Jahr 2007 kleiner waren, als sie bei konstantem Zinssatz gewesen wären. (Internationale Zinszahlungen sind Teil des Leistungsbilanzdefizits.) Alternativ wurde eine analoge Rechnung auf der Basis eines realen inflationsbereinigten Zinssatzes durchgeführt, bei dem die jährliche Steigerungsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex für die Eurozone als Inflationsrate verwendet wurde. Die dabei erzielten Ergebnisse stehen in Klammern und sind mit einem Stern gekennzeichnet. Zu beachten ist, dass die Leistungsbilanzstatistiken seit 2014 international nach einer neuen Methodik und Systematik (Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition: BPM6) erstellt werden. Da für Griechenland die Ergebnisse nach der neuen Systematik erst ab 2009 vorliegen, wurden für die Jahre bis einschließlich 2008 die nach dem alten Standard ermittelten Daten verwendet, was aber vermutlich nur einen vernachlässigbaren Einfluss auf das Ergebnis hat.

Quellen: Eurostat, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen, Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen (bop) (bis 2008)*; dieselbe, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen, Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen (BPM6) (ab 2009)*; Berechnungen des ifo Instituts.

Tab. 2

**Mögliche Verluste anderer Euroländer im Falle eines Konkurses des griechischen Staates und der griechischen Geschäftsbanken (Ende Juni 2015; in Mrd. Euro)**

	DE	FR	IT	ES	NL	BE	AT	FI	PT	SK	IE	SI
1. Rettungspaket Euroländer (abgeschlossen)	15,2	11,4	10,0	6,7	3,2	1,9	1,6	1,0	1,1	0,0	0,3	0,2
1. Rettungspaket IWF (abgeschlossen; Rückzahlungen bis einschl. März 2015 sind berücksichtigt)	0,5	0,3	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Rettungspaket Euroländer (EFSF)	38,1	28,6	25,2	16,7	8,0	4,9	3,9	2,5	0,0	1,4	0,0	0,7
2. Rettungspaket IWF	0,7	0,5	0,4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0
EZB-Käufe griechischer Staatsanleihen*	4,3	3,4	3,0	2,1	1,0	0,6	0,5	0,3	0,4	0,2	0,3	0,1
Target-Forderungen und Forderungen wegen überproportionaler Banknotenausgabe abzüglich Eigenkapital der griechischen Zentralbank	-1,1	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0
<b>Summe</b>	<b>92,0</b>	<b>70,5</b>	<b>61,5</b>	<b>42,2</b>	<b>20,0</b>	<b>12,4</b>	<b>9,7</b>	<b>6,3</b>	<b>4,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>1,6</b>

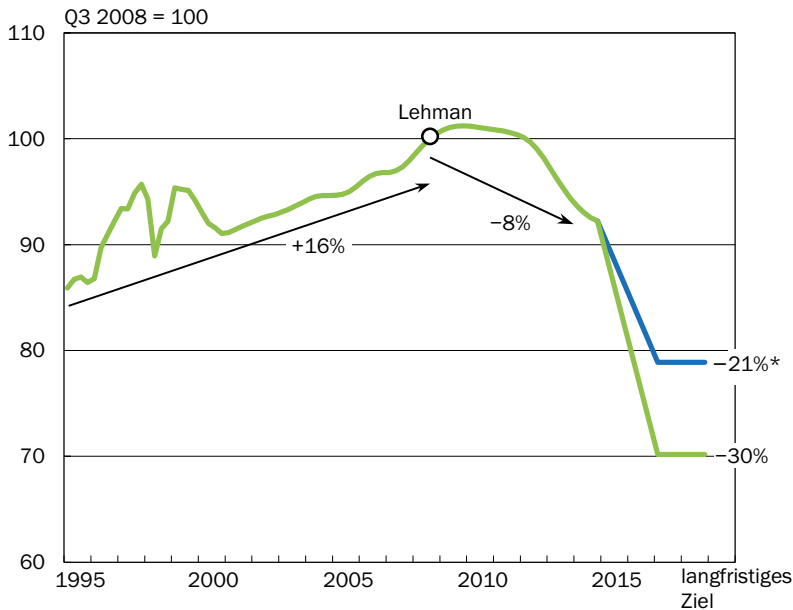
\* Im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP) von anderen Notenbanken des Eurosystems erworbene griechische Staatsanleihen; eigene Fortschreibung des Bestands von Ende 2014.

Bemerkung: Die Anteile der einzelnen Länder an den einzelnen Positionen der Finanzhilfen ergeben sich wie folgt: Erstes Rettungspaket der Euroländer: Tatsächlich vergebene Kredite. Erstes und zweites Paket des IWF: Anteil am IWF-Kapital. Zweites Paket der Euroländer: Neuer Beitragsschlüssel nach opting out von Griechenland, Irland, Portugal und Zypern. Kapitaleinzahlung ESM: Hier wird unterstellt, dass die Kapitaleinlage Griechenlands den anderen ESM-Eignern nach ihrem Kapitalschlüssel zufällt. Käufe griechischer Staatsanleihen durch die anderen Notenbanken, Target-Verbindlichkeiten, überproportionale Banknotenausgabe sowie Forderungen der griechischen Notenbank gegenüber dem griechischen Bankensystem: Aufteilung nach dem derzeitigen Anteil am EZB-Kapital der Euroländer ohne Griechenland.

Quellen: Vgl. Abbildung 1 sowie Internationaler Währungsfonds, *IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors*; Europäische Kommission, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*; Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, *EFSF Investor Presentation*; Europäischer Stabilitätsmechanismus, *ESM Treaty, consolidated version following Lithuania's accession to the ESM*; Europäische Zentralbank, *Kapitalzeichnung*; Berechnungen des ifo Instituts.



**Abb. 9**  
**Das Preisniveau der in Griechenland hergestellten Güter in Relation zum Rest der Eurozone (Indexwerte)**

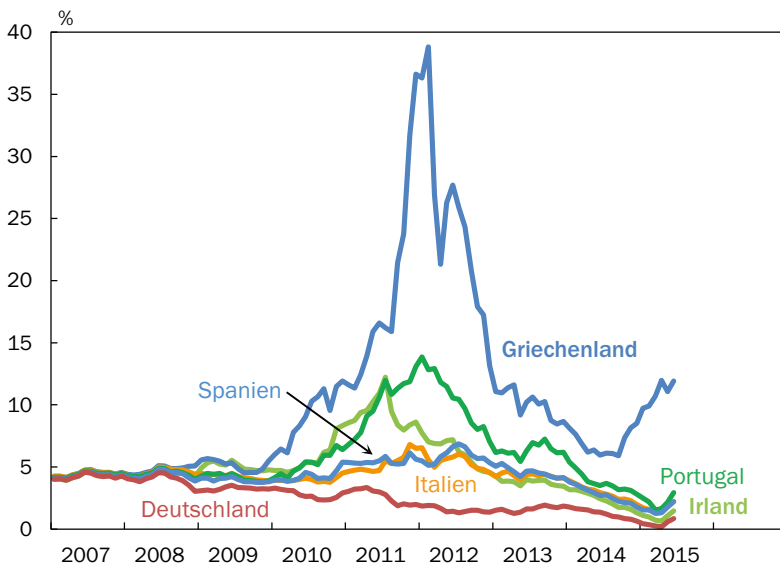


\* Revidierte Berechnung nach dem Schuldenschnitt vom Frühjahr 2012.

Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Originalwerte zu den realen effektiven Wechselkursen, wie sie von der Europäischen Kommission veröffentlicht werden. Grundsätzlich messen diese Werte das Verhältnis des Preisniveaus der im Inland produzierten Güter (BIP-Deflator) relativ zum handelsgewichteten Durchschnitt der Preisniveaus der Handelspartner im Euroraum, wobei offene Wechselkursänderungen aus der Zeit vor der Euro-Einführung mit erfasst sind. Der letzte Datenpunkt in der Graphik stammt vom 4. Vierteljahr 2014.

Quellen: Europäische Kommission, Economic and Financial Affairs, *Economic Databases and Indicators, Price and Cost Competitiveness, Quarterly Real Effective Exchange Rates Compared to the (Rest of) Euro Area, Price Deflator GDP, Market Prices*; L. H. W. Nielsen, Goldman Sachs Global Economics, »Achieving Fiscal and External Balance (Part 1): The Price Adjustment Required for External Sustainability«, *European Economics Analyst*, Issue No. 12/01, 15. März 2012; derselbe, »External Rebalancing: Progress, but a Sizeable Challenge Remains«, *European Economics Analyst*, Issue No. 13/03, 17. Januar 2013; Berechnungen des ifo Instituts.

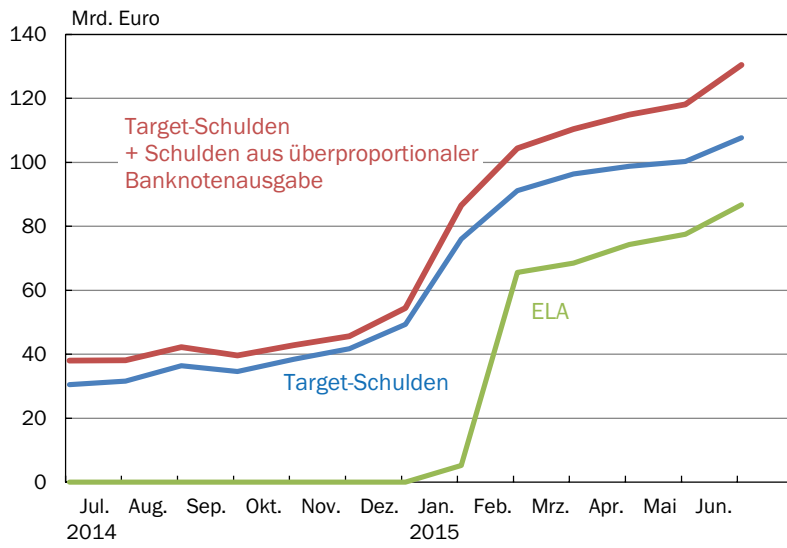
**Abb. 10**  
**Die Zinssätze\* der Krisenländer und Deutschlands**



\* Effektivrendite für zehnjährige Staatsanleihen.

Quelle: Datastream.

**Abb. 11**  
 Griechische Target-Salden, überproportionale Banknotenausgabe  
 und ELA-Kredite



Quelle: Bank of Greece, *Financial Statements*.