ECONOMIC RESEARCH

Working Paper 179

22.10.2014

MAKROÖKONOMIE | FINANZMÄRKTE | WIRTSCHAFTSPOLITIK | BRANCHEN

Claudia Broyer, Nicoletta Renner, Dr. Rolf Schneider, Katharina Utermöhl

Szenarien zur Staatsverschuldung im Euroraum

Allianz

Working Paper

Nr. 179

Szenarien zur Staatsverschuldung im Euroraum

1. Einleitung : Schuldenkrise ade, aber die Frage nach der Schuldentragfähigkeit bleibt 3
   Kasten 1: Fiskalregeln auf EU-Ebene 4

2. Grobdarstellung unserer Methodik. und der Szenarien 6
   2.1 Methodik 6
   Kasten 2: VGR-Generalrevision 2014 (ESVG 2010) 7
   2.2 Basisszenario: Langer, steiniger Weg ohne Abkürzungen 8
   2.3 Risikoszenario: Eurokrise 2.0 8
   2.4 Positivszenario: Schöne neue Welt 9

3. Länderentwicklungen 10
   3.1 Deutschland: Chancen auf eine beträchtliche Reduktion der Schuldenquote 10
   3.2 Frankreich: Tempo des Schuldenabbaus lässt klar zu wünschen übrig 11
   3.3 Griechenland: Weiterhin auf einer Gratwanderung 13
   3.4 Irland: Hohe Schockanfälligkeit 16
   3.5 Italien: Wachstumsschwäche hemmt Schuldenabbau 18
   3.6 Portugal: Langer Weg zu Verschuldungsquote unter 100% 20
   3.7 Spanien: Im Basisfall gute Aussichten auf niedrigste Schuldenquote unter Problemländern 22

4. Fazit: Abtragen der Schuldenberge erfordert für lange Zeit hohes Maß an Disziplin 24

AUTOREN:

CLAUDIA BROYER
Fon: +49.69.24431-3667
claudia.broyer@allianz.com

NICOLETTA RENNER
Fon: +49.69.24431-5144
nicoletta.renner@allianz.com

DR. ROLF SCHNEIDER
Fon: +49.69.24431-5790
rolf.schneider@allianz.com

KATHARINA UTERMÖHL
Fon: +49.69.24431-3790
katharina.utermoehl@allianz.com

Szenarien zur Staatsverschuldung im Euroraum

1. EINLEITUNG: SCHULDENKRISE ADE, ABER DIE FRAGE NACH DER SCHULDENTRAGFÄHIGKEIT BLEIBT

Mit dem massiven Rückgang der Renditespreads für Staatspapiere aus den EWU-Problemländern scheint die akute Finanzmarktkrise überwunden. Zugleich kehren die Peripherieländer nach tiefer Rezession zu positivem Wachstum zurück. Doch die Schuldenkrise hat im Euroraum teils hohe Schuldenberge hinterlassen. Im Jahr 2013 etwa lag die durchschnittliche Staatsverschuldung in der Eurozone bei gut 90 % des BIP, deutlich über der vorgeschriebenen 60%-Marke. In den ehemaligen Krisenländern notiert der Schuldenstand teilweise noch klar über 100% der Wirtschaftsleistung, Tendenz steigend. Folglich wird staatliche Haushaltskonsolidierung ein aktuelles Thema bleiben und in den einzelnen EWU-Ländern ein mehr oder weniger großer Belastungsfaktor für die Wachstumsperspektiven sein.

Unter dem Druck der Krise ist das finanzpolitische Regelwerk durch neue Prozesse und Kriterien ergänzt/verschärft worden. Die Stichworte hierzu lauten: gestärkter Stabilitäts- und Wachstumspakt durch „Sechserpaket“ („Six-Pack“), „Zweierpaket“(Two-Pack“) und Fiskalpakt (Kasten 1). Das verstärkte Regelwerk soll als Anker einer gemäßigten Finanzpolitik dienen. Nun stellt sich die Frage, inwieweit das neue äußerst komplexe Regelwerk in Zukunft auch angewendet wird und ob es vor den Fehlern und Versuchungen der Vergangenheit bewahren kann. Denn die Erfahrung zeigt, dass nach EWU-Start in konjunkturell guten Phasen nicht genug für schlechtere Zeiten vorgesorgt wurde. Außerdem fanden sich auf europäischer Ebene politische Mehrheiten, um Regeln aufzuweichen oder Konsolidierungsfristen zu verlängern, als die Zielerfüllung zu schwierig/schmerzhaft schien.

Jetzt ließe sich annehmen, dass Konsens herrscht, alles zu tun, um ein solch drastisches Ereignis wie die Schuldenkrise – zu deren Höhepunkt selbst die weitere Existenz der Währungsunion in Zweifel stand – künftig zu vermeiden. Doch die lange Zeit der Sparanstrengungen, schlechter Konjunktur und hoher Arbeitslosigkeit hat Spuren bei der Bereitschaft zu weiteren Opfern hinterlassen. Die derzeitigen Bestrebungen insbesondere in den EWU-Schwergewichten Frankreich und Italien, mehr Betonung auf „wachstumsfreundliche“ Politik zu legen, zeigen, dass Zweifel an der zukünftigen finanzpolitischen Regeltreue nicht unberechtigt sind.

Im Folgenden betrachten wir in drei verschiedenen Szenarien die Entwicklung der Staatsverschuldung in den großen EWU-Volkswirtschaften und in den Problemländern. Dies dient nicht zuletzt zur Beurteilung, wie es unter den jeweiligen Gegebenheiten um die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen in den untersuchten Ländern bestellt ist. Dabei gilt es allerdings anzumerken, dass die Definition von Tragfähigkeit oder Nachhaltigkeit nicht auf der Hand liegt.

Kasten 1: Fiskalregeln auf EU-Ebene

Stabilitäts- und Wachstumspakt

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) von 1997 enthält Vorgaben zur Einhaltung von Obergrenzen für das öffentliche Defizit und den öffentlichen Schuldenstand der EU-Mitgliedsstaaten:

- Maastricht-Defizitgrenze: 3% des BIP
- Maastricht-Schuldenstandgrenze: 60% des BIP

Bis zur Einführung des „Six-Packs" führte nur ein Verstoß gegen das Defizit-Kriterium zur Einleitung eines Verfahrens wegen übermäßigem Defizit (VÜD).

„Six-Pack"

Der SGP wurde im Jahr 2011 durch das sogenannte „Six-Pack" verschärft. Die Kernpunkte dieses Pakets waren, neben der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts, die Einführung von Mindeststandards für die nationalen Haushalte zur Verhinderung von Manipulation sowie das Einsetzen eines Verfahrens zur Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte. Durch das „Six-Pack" wird das Schuldenstandkriterium in seiner Bedeutung aufgewertet, ein Schuldenabbaupfad eingeführt und das Defizit-Kriterium durch ein mittelfristiges Haushaltsziel (Medium-Term-Objective – MTO) ergänzt. Zudem wird ein abgestuftes System von finanziellen Sanktionen implementiert. Sanktionen setzen frühzeitiger ein und sind quasi-automatisch – ein Sanktionsbeschluss kann nur mit einer umgekehrten qualifizierten Mehrheit vom ECOFIN-Rat widerrufen werden.

Der überarbeitete Stabilitäts- und Wachstumspakt ist in eine präventive und eine korrektive Komponente unterteilt. Im präventiven Arm verpflichtet sich jedes Mitgliedsland:

- Strukturelle Defizitgrenze von 0,5%: Jährlich ein Stabilitäts- bzw. Konvergenzprogramm vorzulegen, in dem ein länderspezifisches mittelfristiges Haushaltsziel (Medium-Term-Objective - MTO) für das strukturelle Defizit, festgelegt wird. Das nationale MTO darf maximal ein strukturelles Defizit von in der Regel 0,5% des BIP zulassen. Die Länder müssen entweder ihr MTO erfüllen, oder sich zumindest auf einem angemessenen Anpassungspfad befinden.
- Ausgabenregel: Das jährliche Wachstum der Primärausgaben auf das potenzielle jährliche Wirtschaftswachstum zu beschränken, bzw. unter das Potenzial-Wachstum zu drücken, falls ein Defizitverfahren läuft. Ein Ausgleich über Einmal-Maßnahmen ist zulässig.

Der korrektive Arm besteht aus einem Verfahren, dass im Falle eines übermäßigen Defizits vom ECOFIN-Rat ausgelöst wird. Es soll sicherstellen, dass angemessene Maßnahmen zur Korrektur des Defizits ergriffen werden. Mitgliedsländer, gegen die kein Defizitverfahren läuft, unterliegen ausschließlich dem präventiven Arm. Ein übermäßiges Defizit liegt vor, wenn folgende Kriterien nicht eingehalten werden:

- Maastricht-Defizitgrenze: 3% des BIP
- Maastricht-Schuldenstandgrenze: 60% des BIP
- Schuldenabbaupfad: Abbau der übermäßigen Schulden (über 60%) um durchschnittlich 1/20 pro Jahr

Mitgliedsländer, die sich im November 2011 in einem Defizitverfahren befanden, wird eine Übergangsphase von drei Jahren ab der Korrektur des übermäßigen Defizits gewährt. In dieser Zeit müssen lediglich genügend Fortschritte bei der Einhaltung der Vorgaben erzielt werden, dann gilt das Schuldenstandkriterium bereits als erfüllt.

Fiskalpakt

Am 1. Januar 2013 ist der Fiskalpakt, der Teil des „Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion" ist, in Kraft getreten. Er ergänzt und verschärft den reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt. Um den Fiskalpakt zu erfüllen, verpflichten sich die Vertragsparteien die folgenden Regelungen in Form von verbindlichen und dauerhaft wirksamen Bestimmungen, vorzugsweise mit Verfassungsrang, in ihr nationales Recht aufnehmen:

- Strukturelle Defizitgrenze von 0,5%: Einen ausgeglichenen gesamtstaatlichen Haushalt aufweisen, indem sie ihr mittelfristiges Haushaltsziel erfüllen, oder sich auf einem angemessenen Anpassungspfad dorthin befinden. Die Obergrenze wird im Vergleich zum SGP auf maximal 0,5 % des BIP verschärft, nur bei Ländern, deren Staatsschuldenquote sich deutlich unter 60% befindet, darf das MTO 1% des BIP betragen.
- Schuldenabbaupfad: Entsprechend des verschärften Stabilitäts- und Wachstumspakts sollte ihr Verhältnis von Staatsschuld und BIP nicht über 60% liegen, übermäßige Schulden müssen um 1/20 pro Jahr reduziert werden.

Darüber hinaus verpflichten sich die 25 EU-Mitgliedsstaaten dazu, einen automatischen Korrekturmechanismus einzurichten, der bei erheblichen Abweichungen von dem MTO oder dem Anpassungspfad eingreift, als auch eine unabhängige Institution zu installieren, die die Überwachung der Regeln und des Korrekturmechanismus übernimmt. Darüber hinaus müssen sie im Falle eines laufenden Verfahrens gegen sie wegen übermäßigem Defizit ein Wirtschaftspartnerschaftsprogramm auflegen, in denen sie ihre Strukturreformen zur Korrektur des Defizits vorstellen. Auch muss die EU-Kommission und der Rat im Voraus über die Planung zur Begebung von Staatsschuldtiteln informiert werden.

Two-Pack

Am 30. Mai 2013 ist das sogenannte „Two-Pack", in Kraft getreten. Diese Verordnungen dienen einer verstärkten Haushaltsüberwachung und einer verbesserten wirtschaftspolitischen Koordinierung im Euroraum. Es werden einheitliche Haushaltsfristen und -regeln festgelegt, die den präventiven Arm des SGP komplementieren und für eine angebrachte Umsetzung der empfohlenen Maßnahmen in die Haushalte sicherstellen sollen. Die gemeinsamen Haushaltsregeln werden auf nationaler Ebene von unabhängigen Institutionen überwacht. Haushaltsentwürfe und zugrun-

deliegende makroökonomische Prognosen müssen der Kommission bis zum 15. Oktober übermittelt werden. Die Kommission prüft die Entwürfe und kann, falls sie einen schwerwiegenden Verstoß des SGP feststellt, eine Überarbeitung verlangen. Nichtsdestotrotz behalten die nationalen Parlamente ihr Budgethoheit, sie sind nicht verpflichtet den Empfehlungen nachzukommen. Die verstärkte Haushaltsüberwachung ist vornehmlich an Länder mit finanziellen Problemen oder drohenden finanziellen Gefahren adressiert. Mitgliedsländer, die sich in einem Verfahren wegen übermäßigem Defizit befinden, unterliegen, je nach Stand des Verfahrens, einer abgestuften Berichtserstattungspflicht, die die Anforderungen der korrektiven Komponente des SGP komplementiert. Mitgliedsländer, die Finanzhilfe erhalten oder deren Finanzhilfe ausläuft, werden automatisch intensiver überwacht bis sie 75% der empfangenen Hilfen beglichen haben. Der Grad der Überwachung ist abhängig von der konkreten finanziellen Situation.

2. GROBDARSTELLUNG UNSERER METHODIK UND DER SZENARIEN

2.1 Methodik

In drei Szenarien legen wir die Entwicklung der Staatsverschuldung im Euroraum bis 2025 unter verschiedenen Rahmenbedingungen dar. Die einzelnen Szenarien werden vor allem geprägt durch unterschiedliche Annahmen hinsichtlich der Wachstumserwartungen und der Finanzdisziplin, denn diese beiden Faktoren beeinflussen maßgeblich die drei für die Schuldenentwicklung verantwortlichen Variablen Primärsaldo (Finanzierungssaldo ohne Zinslast), nominales Wirtschaftswachstum und die Durchschnittszinsen.

Formal ergibt sich die Veränderung der Schuldenquote Δb_t wie folgt:

$$\Delta b_t = p_t + \frac{(i-g)}{(1+g)} b_{t-1}$$

p_t : Primärsaldo in Prozent des BIP

i : durchschnittliche effektive Verzinsung der öffentlichen Schuld

g : nominale Wachstumsrate des BIP

b_{t-1}: Schuldenstandquote des Vorjahres

Die Generalrevision 2014 der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, die in erster Linie der Implementierung des neuen „Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen“ (ESVG 2010) dient (Kasten 2), hat einen nicht unerheblichen Einfluss sowohl auf die Berechnung des Bruttoinlandsprodukts als auch einiger zentraler finanzpolitischer Größen wie Staatsdefizit und Schuldenstand. Da noch nicht alle der hier verwendeten Daten auf Grundlage des neuen Regelwerks vorliegen, beruhen insbesondere die Vergangenheits-/Vorkrisenvergleiche teils auf Daten nach alter VGR-Methodik.

Kasten 2: VGR-Generalrevision 2014 (ESVG 2010)

Seit September 2014 ist für die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in der Europäischen Union das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung (ESVG) maßgeblich und für alle EU-Länder unmittelbar rechtsverbindlich. Das ESVG legt die in der Europäischen Union anzuwendenden Konzepte, Definitionen, Klassifikationen und Buchungsregeln für die Aufstellung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) fest.

Die Umstellung auf das ESVG 2010 bringt u.a. Konzeptänderungen mit sich, die einen direkten und quantitativ nicht unerheblichen Einfluss auf wichtige makroökonomische Variablen haben:

- Aufwendungen für Forschung und Entwicklung (F&E) werden von nun an als Bruttoanlageinvestitionen betrachtet. Zuvor wurden sie als Vorleistungen im Produktionsprozess verbucht. Dies führt zu einem Anstieg des BIP aufgrund der von in Unternehmen produzierten F&E-Leistungen und des vermehrten staatlichen Abschreibungsbedarfs.

- Militärische Waffensysteme werden zu Anlagegütern und ihre Anschaffung somit als Investition gebucht. Dies hat zur Folge, dass sich das BIP um die hierauf anfallenden Abschreibungen erhöht. Zuvor galten alle Militärgüter, ausschließlich für zivile Zwecke verwendbare militärische Anlagen, als Vorleistungen des Staats und flossen in die staatlichen Konsumausgaben ein.

- Neue Kriterien für die Zugehörigkeit zum Staatssektor werden eingeführt, die zu einer Vergrößerung des Sektors und infolgedessen zu einer Erhöhung der Staatsschulden führen werden.

- Neue Regeln zur Erfassung von Rentenansprüchen treten in Kraft. Übernimmt der Staat Pensionsverbindlichkeiten, geht die Differenz zwischen zukünftig zu zahlenden Renten und erhaltener Einmalzahlung in das staatliche Defizit ein.

Auswirkungen auf volkswirtschaftliche Größen in Deutschland und im Euroraum

Laut Berechnungen der europäischen Statistikbehörde Eurostat, hat die Umstellung der Berechnungsmethodik zu einem Niveauanstieg des deutschen BIP in Höhe von 3,3% geführt, was größtenteils auf die neue Klassifizierung von F&E-Aufwendungen zurückzuführen ist. Die durchschnittliche Niveau-Anhebung des nominalen BIPs im Euroraum beträgt 3,5%. Die Generalrevision hat auch Einfluss auf die Berechnung von fiskalpolitischen Größen, da dem Staatssektor unter ESVG 2010 zusätzliche Wirtschaftseinheiten inklusive Bruttoschulden zugeordnet werden. Diese dämpfen den positiven Effekt des höheren BIP auf die Schuldenquote. In Deutschland etwa hat der Finanzierungssaldo ersten Schätzungen des Statistischen Bundesamts zufolge nur leicht von der Methodikänderung profitiert. So fällt der revidierte Überschuss etwa in 2013 mit 0,3% nur leicht höher aus (unrevidiert 0,2% der Wirtschaftsleistung). Die deutsche Staatsquote fällt nach der neuen Berechnungsmethodik 1,6 Prozentpunkte niedriger aus. Für den Euroraum insgesamt hat sich die Defizitquote um 0,2 Prozentpunkte verbessert, während die Schuldenquote nun 1,6 Prozentpunkte niedriger notiert.

2.2 **Basisszenario: Langer, steiniger Weg ohne Abkürzungen** – Moderates Wirtschaftswachstum und mäßige Finanzdisziplin machen Schuldenabbau zu einem zähen Prozess

Im Basisszenario gehen wir von einem moderaten Wirtschaftswachstum im Euroraum aus, da sich in den meisten EWU-Ländern der Schuldenabbau im privaten und öffentlichen Sektor über den gesamten Prognosezeitraum – wenn auch im abnehmenden Maße – negativ auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auswirkt. Während sich die konjunkturelle Erholung in den Kernländern zusehends verfestigt und graduell beschleunigt, setzen die ehemaligen Krisenländer, welche in den letzten Jahren trotz besonders starker Wirtschaftseinbrüche am Reformkurs festgehalten haben, ab 2015 zu einer wirtschaftlichen Aufholjagd an. Von den überdurchschnittlich kräftigen Wachstumsraten der ehemaligen Programmländer profitieren auch die exportorientierten Kernländer, wie etwa Deutschland. Ab 2018 normalisiert sich das Wirtschaftswachstum im Euroraum wieder. Im Basisszenario rechnen wir aufgrund nur moderater Wachstumsaussichten damit, dass die EWU-Inflation im Schnitt knapp unter der angestrebten 2%-Marke verbleibt.

Außerdem unterstellen wir im Basisszenario eine nur mäßige Finanzdisziplin. Die EWU-Staaten sind im Schnitt erfolgreich darin, ihre Neuverschuldung zu reduzieren, doch erste Konsolidierungserfolge sowie die fortschreitende – wenn auch nur graduelle – Konjunkturerholung verleiten zu verfrühter Selbstgefälligkeit, so dass Reform- und Konsolidierungs- aber auch EWU-Integrationsanstrengungen schon bald reduziert werden. Aufgrund der unvollständigen Umsetzung von Reformplänen entfalten die EWU-Volkswirtschaften nicht ihr maximales Wachstumspotenzial. Zudem erweisen sich Zugewinne bei der Wettbewerbsfähigkeit teilweise als nicht nachhaltig. Das Potenzialwachstum verbleibt somit in der Mehrzahl der hier betrachteten Volkswirtschaften unter Vorkrisenniveau.

Die Durchschnittszinsen steigen in den ehemaligen EWU-Krisenländern bis 2025 moderat an. Der deutliche Rückgang der Risikoaufschläge wird hierbei mehr als ausgeglichen durch den allmählichen Anstieg der Leitzinsen. Die Risikoprämien, welche zu Beginn der Währungsunion von „undershooting“ profitiert hatten, verbleiben jedoch über Vorkrisenniveau, denn moderates Wirtschaftswachstum als auch Reform- und Integrationsmüdigkeit, veranlassen Investoren, im Zuge des schrittweisen Ausstiegs aus der ultraexpansiven Geldpolitik wieder genauer auf die nationalen Fundamentaldaten zu achten. In Deutschland und anderen Kernländern, deren Anleihen von einer erhöhten Nachfrage nach sicheren („safe-haven“) Wertanlagen im Zuge der akuten Phase der Eurokrise profitiert haben, steigt der Durchschnittszins über den Prognosezeitraum langsam an, einhergehend mit der fortschreitenden wirtschaftlichen Erholung im Euroraum und einem graduellen Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik.

2.3 **Risikoszenario: Eurokrise 2.0** – Rezession, Reformmüdigkeit, Reeskalation der Schulden- und Vertrauenskrise

Im Risikoszenario fällt das Wirtschaftswachstum im Euroraum deutlich schwächer aus. Die zunächst als Konjunkturdelle verstandene Wachstumspause im zweiten Quartal 2014 entpuppt sich als Vorbote eines konjunkturellen Abschwungs, der sich zunehmend ausweitet. Im Jahr 2015 rutscht so der gesamte Euroraum in die Rezession. Aus Sorge um die Konjunktur und angesichts wachsender Reformmüdigkeit werden Konsolidierungs- und Reformpläne verschoben. So kehrt der Euroraum zwar bereits 2016 wieder auf einen Wachstumspfad zurück, doch sowohl die Konsolidierungserfolge als auch das Trend-

wachstum fallen mittel- bis langfristig deutlich geringer aus. Die trüben Wachstumsaussichten spiegeln sich in einer durchschnittlichen EWU-Inflationsrate von deutlich unter 2% wieder.

Angesichts mauer Wachstumsperspektiven, niedriger Inflation und zunehmender Reformwiderstände steigen die Risikoprämien der Peripherie-Länder schon bald deutlich an, was allmählich zu einem Anstieg der Durchschnittszinsen führt. Kernländer wie Deutschland und Frankreich profitieren von ihrem „safe-haven"-Status, so dass die Durchschnittszinsen über den Prognosezeitraum größtenteils auf Rekordtiefständen verharren.

Der Schuldenabbau im Euroraum kommt unter diesen Voraussetzungen allenfalls schleppend oder in einigen Ländern gar nicht voran. Insbesondere in der Peripherie steigen die Staatsschulden teilweise kräftig an, so dass die Schuldentragfähigkeit einiger Mitgliedsstaaten nicht mehr gewährleistet ist. Die Finanzmärkte verlieren zunehmend das Vertrauen in die EWU-Länder. Die EZB ergreift weitere unkonventionelle Maßnahmen, um die Preis- und Finanzstabilität im Euroraum zu sichern. Doch die Zentralbank hat ihr Pulver größtenteils verschossen, so dass es letztlich an der Politik liegt, den Fortbestand der Währungsunion zu wahren.

2.4 **Positivszenario: Schöne neue Welt** – Dynamisches Wirtschaftswachstum, zügiger Schuldenabbau, konkrete EWU-Integrationsschritte

Im Positivszenario profitiert die Wirtschaft im Euroraum von einem überdurchschnittlich dynamischen globalen Wirtschaftswachstum. Als Folge fällt in den ehemaligen Krisenländern das Aufholwachstum nach der langwährenden Rezession deutlich kräftiger aus als im Basisfall. Die günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ermöglichen zudem die Übererfüllung der EU-Sparvorgaben und spornen die EWU-Länder zur Umsetzung von mutigen Strukturreformen an. Ab 2018 gravitiert das Wirtschaftswachstum im Euroraum zum Potenzialwachstum hin, welches aufgrund der erfolgreichen Umsetzung von nationalen Reformplänen deutlich höher als im Basisszenario ausfällt. Zugewinne bei der Wettbewerbsfähigkeit der EWU-Länder sind größtenteils von Dauer. Im Positivszenario rechnen wir mit einer durchschnittlichen EWU-Inflation von 2%.

Die positive konjunkturelle und strukturelle Entwicklung der Wirtschaft im Euroraum als auch deutliche Fortschritte beim Schuldenabbau steigern das Vertrauen der Finanzmärkte in die Währungsunion insgesamt und insbesondere in die ehemaligen Krisenländer. So verzeichnen die Risikoprämien in den Peripherieländern einen starken Rückgang und notieren angesichts der Bereitschaft zu und Umsetzung von entschlossenen Integrationsschritten auf europäischer Ebene in den Bereichen Wirtschaft, Finanzen und Politik teilweise unter Vorkrisenniveau. Die günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen erlauben einen frühzeitigeren und zügigeren Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik im Vergleich zum Basisszenario. Über den Prognosezeitraum findet eine weitgehende Normalisierung der EZB-Geldpolitik statt. Das anziehende Zinsniveau schlägt sich in ansteigenden Durchschnittszinsen auf die Staatsverschuldung nieder.

Im Folgenden sollen alle drei Szenarien im Detail für jedes Land durchgespielt werden.

3. LÄNDERENTWICKLUNGEN

3.1 Deutschland: Chancen auf eine beträchtliche Reduktion der Schuldenquote

Deutschland	Reales Wachstum 2014-2025	Durchschnitts-zins 2014-2025	Primärsaldo in % des BIP 2014-2025	Einhaltung 3% Defizitgrenze und 0,5% strukturelle Defizitgrenze	Staatsschuldenquote		
					2014	2020	2025
Basisszenario	1,5%	2,6%	1,8%	3% Defizitgrenze: ab 2011 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2013	74%	60%	49%
Risikoszenario	1,0%	2,2%	1,2%	3% Defizitgrenze: ab 2011 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2013	75%	69%	61%
Positives Szenario	2,0%	3,0%	2,3%	3% Defizitgrenze: ab 2011 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2013	74%	55%	42%

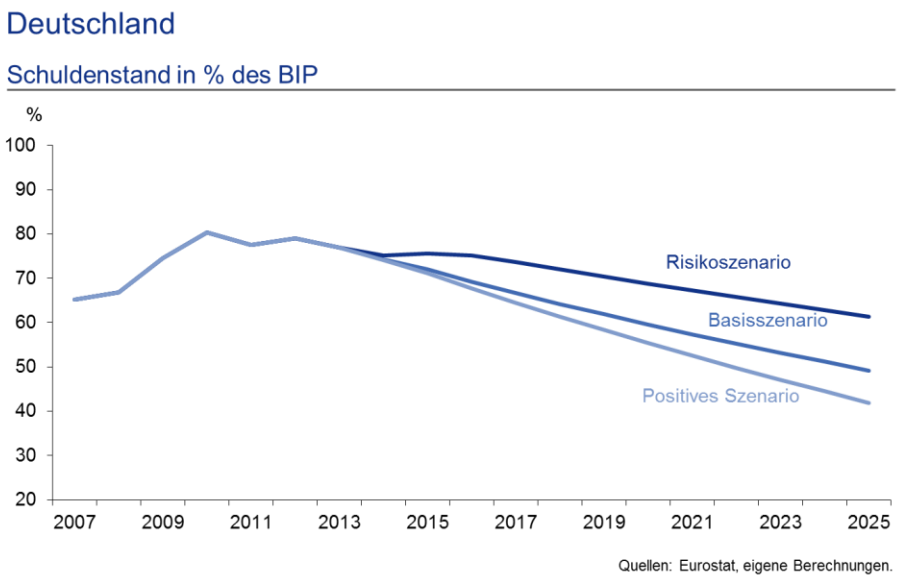
Im Jahr 2013 ist der deutsche Schuldenberg erstmals seit 1950 geschrumpft. Die Reduzierung der Verbindlichkeiten von Bund, Ländern und Kommunen ist jedoch nicht allein auf Sparerfolge in den Kernhaushalten zurückzuführen, als vielmehr auch auf Fortschritte bei der Abwicklung der deutschen Bad Banks FMS Wertmanagement und Erste Abwicklungsanstalt. In den kommenden Jahren wird sich der Portfolioabbau und der damit voraussichtlich einhergehende Schuldenabbau bei den Bad Banks positiv auf den Abbau der deutschen Staatsschulden auswirken (allerdings sind die davon ausgehenden Effekte schwer zu quantifizieren). Zudem dürften die gute Ausgangslage der deutschen Wirtschaft, der Ansporn zur Einhaltung der Schuldenbremse und die äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen zusätzlichen Rückenwind beim Schuldenabbau bieten.

Im Basisszenario beträgt das deutsche Wirtschaftswachstum im Durchschnitt 1,5% bis 2025. Der Primärüberschuss im Staatshaushalt, der im vergangenen Jahr 2,0% betrug, wird in den nächsten Jahren angesichts eines wenig veränderten finanzpolitischen Kurses und relativ günstiger Wachstumsaussichten im Schnitt bei 1,8% liegen. Für die Durchschnittszinsen auf die deutsche Staatsschuld unterstellen wir, dass diese ausgehend von 2,7% in 2013 zunächst aufgrund der extrem günstigen Finanzierungsbedingungen auf 2,2% in 2016 sinken. Einhergehend mit dem graduellen Ausstieg der EZB aus der expansiven Geldpolitik und moderat steigenden Kapitalmarktrenditen erhöht sich der Durchschnittszins danach wieder bis auf 3,0% in 2025. Unter diesen Bedingungen schafft Deutschland es, den Haushalt in den nächsten Jahren ausgeglichen oder leicht im Überschuss zu halten. Im Jahr 2025 ergibt sich ein Überschuss von 0,3% gemessen am BIP. Im Zuge dessen sinkt die deutsche Staatsschuldenquote auf rund 49% am BIP und damit deutlich unter das Vorkrisenniveau von 67% in 2008. Damit hält Deutschland über den gesamten Prognosezeitraum erfolgreich den Schuldenabbaupfad ein. In dem hier betrachteten Länderkreis hat Deutschland 2025 nicht nur die niedrigste Schuldenquote, sondern hält darüber hinaus als einzige Volkswirtschaft das 60%-Schuldenkriterium ein (ab 2020).

Im Risikoszenario gerät die deutsche Wirtschaft 2015 vorübergehend in die Rezession. Aus Sorge um die anfällige Konjunktur werden Reform- und Konsolidierungspläne verworfen. Negative Folgen in Bezug auf das Potenzialwachstum machen sich schon bald bemerkbar: So rechnen wir im Negativszenario mit einem realen Durchschnittswachstum von nur 1,0%. Aufgrund der geschwächten Finanzdisziplin und des weniger dynamischen Wirtschaftswachstums gehen wir im Risikoszenario davon aus, dass der Primärsaldo auf 1,3% in 2025 zurückgeht. Die trüben Aussichten für die Wirtschaft im Euroraum und erneute Zweifel am Bestand der Eurozone führen zu einer starken Nachfrage nach deutschen „safe haven"-Anleihen. Als Folge sinken die Durchschnittszinsen für Deutsch-

land zunächst deutlich von 2,7% in 2013 auf 1,9% in 2018. Im Zuge der konjunkturellen Erholung im Euroraum ab 2018 steigt der deutsche Durchschnittszins bis auf 2,4% in 2025. Unter diesen Bedingungen bleibt der deutsche Haushalt beständig leicht im Defizit. Dennoch wird sowohl die strukturelle Defizitobergrenze von 0,5% als auch das 3%-Defizitkriterium über den gesamten Prognosezeitraum eingehalten. Der Abbau der deutschen Staatsschulden kommt im Negativszenario deutlich langsamer voran. Dennoch gelingt es Deutschland, die Schuldenquote bis 2025 auf rund 61% zu drücken.

Im Positivszenario profitiert die deutsche Wirtschaft von einem dynamischerem Wirtschaftswachstum, welches im Schnitt ½ Prozentpunkt höher als im Basisszenario ausfällt. Zusätzlich gelingt es, überfällige Strukturreformen umzusetzen und die Haushaltskonsolidierung noch stärker voranzutreiben. Unter diesen Voraussetzungen ist ein Ausbau des Primärsaldos auf 2,3% des BIP in 2025 realistisch. Die Durchschnittszinsen steigen im Positivszenario deutlich an von 2,7% in 2013 auf 3,5% in 2025 einhergehend mit der Normalisierung der Geldpolitik und konjunkturell bedingten Steigerungen der Kapitalmarktzinsen. Unter diesen Voraussetzungen kann Deutschland den Haushaltsüberschuss von 0,1% in 2013 auf 0,8% am BIP in 2025 ausbauen. Der Schuldenabbau kommt im Vergleich zum Basisszenario noch zügiger voran, so dass das 60%-Schuldenstandkriterium bereits 2019 eingehalten werden kann und die Schuldenquote bis 2025 auf rund 42% gedrückt wird.



3.2 Frankreich: Tempo des Schuldenabbaus lässt klar zu wünschen übrig

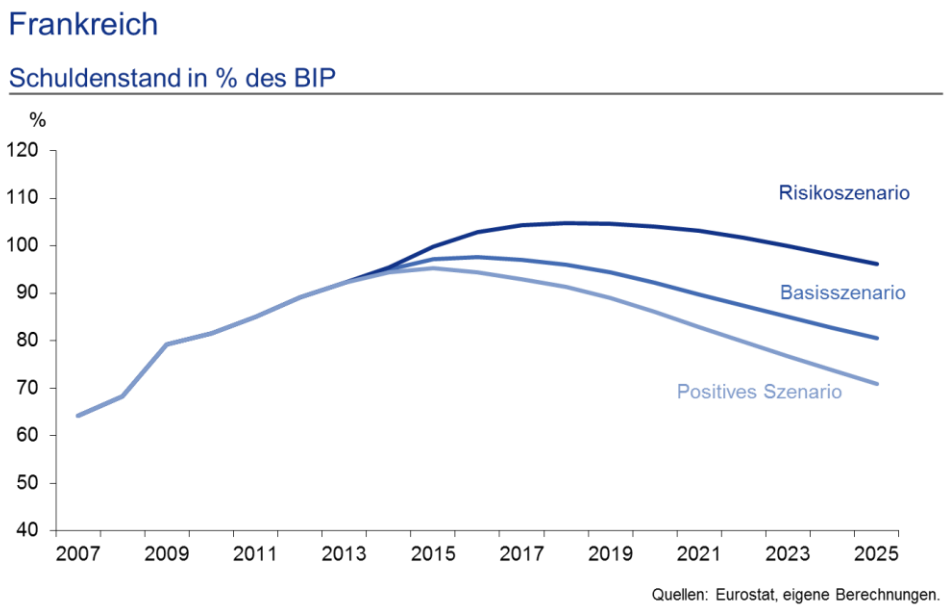
Frankreich	Reales Wachstum 2014-2025	Durchschnittszins 2014-2025	Primärsaldo in % des BIP 2014-2025	Einhaltung 3% Defizitgrenze und 0,5% strukturelle Defizitgrenze	Staatsschuldenquote		
					2014	2020	2025
Basisszenario	1,2%	2,7%	0,8%	3% Defizitgrenze: ab 2017 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2019	95%	92%	81%
Risikoszenario	0,6%	2,4%	0,2%	3% Defizitgrenze: ab 2018 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2022	95%	104%	96%
Positives Szenario	1,7%	3,1%	1,3%	3% Defizitgrenze: ab 2016 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2018	94%	86%	71%

Während ehemalige EWU-Krisenländer wie Spanien und Portugal bereits die ersten Früchte ihrer Reformanstrengungen ernten dürfen, hinkt Frankreich mit der Umsetzung tiefgreifender Wirtschaftsreformen hinterher. Ohne diese wird es für die französische Wirtschaft jedoch schwer werden. Seit Ausbruch der Eurokrise sind Frankreichs Staatsschulden in Relation zur Wirtschaftsleistung um über 35% angestiegen auf zuletzt 92% des BIP in 2013, Tendenz steigend. Die Staatsausgabenquote zählt mit 57% weiterhin zu den höchsten in ganz Europa. Die Haushaltskonsolidierung lässt klar zu wünschen übrig (wenngleich strikte Sparmaßnahmen in der gegenwärtigen Situation sicher auch nicht das richtige Rezept wären). Frankreichs Defizitquote betrug 2013 4,1%. Nun gab die Regierung bekannt, dass sie in diesem Jahr wahrscheinlich bei 4,4% liegen wird. 2015 ist eine geringfügige Abnahme auf 4,3% vorgesehen. Für die Zielvorgabe, unter die 3%-Marke zu kommen, möchte Frankreich von der EU-Kommission weitere zwei Jahre Aufschub bis 2017. Grund hierfür ist vor allem die wirtschaftliche Lage: die konjunkturelle Erholung dümpelt vor sich hin und die Arbeitslosigkeit verharrt auf hohem Niveau. Doch sind dies keine neuen Probleme. Seit Jahren schon leidet Frankreich unter einer rückläufigen Wettbewerbsfähigkeit, was sich auch in einem sinkenden Weltmarktanteil französischer Exporte bemerkbar macht. In puncto Wirtschaftsreformen besteht Nachholbedarf, auch wenn unter Präsident Hollande durchaus Nennenswertes wie insbesondere bei der Unternehmensentlastung getan wurde.

Im Basisszenario gehen wir davon aus, dass die wirtschaftliche Erholung nur graduell fortschreitet. Wir rechnen mit einem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von 1,2%. Im Gegensatz zu Vorkrisenzeiten liegt das reale Trendwachstum der französischen Wirtschaft knapp unter dem Deutschlands. Die Haushaltskonsolidierung kommt im Basisszenario nur schleppend voran, was einerseits an den moderaten Wachstumsaussichten und andererseits an Widerständen gegen schmerzhafte Sparmaßnahmen liegt. (In Brüssel wirbt die französische Führung derzeit um eine Lockerung der Konsolidierungsvorgaben und den Start einer Wachstums-Offensive auf europäischer Ebene.) Unter diesen Voraussetzungen rechnen wir mit einem durchschnittlichen Primärsaldo von 0,8% des BIP. Der Durchschnittszins für Frankreichs Staatsschuld bleibt bis 2017 unter 2,5% und erhöht sich dann auf 3,2% in 2025. Unter diesen Bedingungen gelingt es erst 2017, zwei Jahre später als bisher anvisiert, das 3%-Defizitkriterium zu erfüllen und mit dem Abbau des Schuldenbergs zu beginnen. Ab 2019 hält Frankreich die Obergrenze des strukturellen Defizits, ab 2020 auch die Richtwerte für den Schuldenabbaupfad ein, doch 2025 liegen die französischen Staatsschulden immer noch bei etwa 81% des BIP und deutlich über der 60%-Marke. Damit baut Frankreich zusammen mit Italien unter den von uns untersuchten Ländern ausgehend von der Spitze des Schuldenberges bis zum Ende des Prognosehorizonts prozentual am wenigsten Staatsverschuldung ab.

In unserem Risikoszenario unterstellen wir, dass die französische Wirtschaft mit durchschnittlichen 0,6% über den Prognosezeitraum deutlich langsamer wächst. Die mittelfristig eingetrübten Wachstumsaussichten erschweren sowohl die Umsetzung von Strukturreformen als auch die Konsolidierung des Staatshaushalts, was letztlich eine Art Teufelskreis bedeutet. Der französische Primärsaldo fällt in diesem Szenario mit durchschnittlich 0,2% des BIP deutlich geringer aus; der Durchschnittszins beträgt rund 2,4% und ist damit 0,3 Basispunkte niedriger als im Basisszenario. Letzteres hängt nicht nur mit der Geldpolitik zusammen, sondern auch mit unserer Annahme, dass französische Anleihen, ihren „safe haven"-Status aufrecht erhalten und davon profitieren würden. Unter diesen Voraussetzungen schafft es Frankreich erst 2018, die Defizitquote unter die 3%-Marke zu drücken. Die Obergrenze des strukturellen Defizits wird zwar ab 2022 eingehalten, doch dies reduziert den Schuldenberg nur wenig: Er beträgt 2025 96% der Wirtschaftsleistung. Der Schuldenabbaupfad wird verfehlt.

Unser Positivszenario beinhaltet ein durchschnittliches reales BIP-Wachstum von 1,7%. Frankreich nutzt die wirtschaftlich guten Zeiten, um unbeliebte Reformen umzusetzen, welche die Wirtschaft flexibler, wettbewerbs- und zukunftsfähiger machen. Die einhergehenden höheren Primärüberschüsse (durchschnittlich 1,3% des BIP) überkompensieren den Effekt des gegenüber dem Basisfall höheren Durchschnittszinses (3,1% über den Prognosezeitraum). Frankreich kann das 3%-Defizitziel bereits 2016 erfüllen. Trotz der eindrucksvollen Reduzierung des Schuldenbergs auf 71% des BIP bis 2025, wird die 60%-Marke nicht erreicht. Doch im Unterschied zum Basisszenario geht die Schuldenquote annähernd auf den Vorkrisenstand (2008: 68%) zurück.



3.3 Griechenland: Weiterhin auf einer Gratwanderung

Griechenland	Reales Wachstum 2014-2025	Durchschnitts-zins 2014-2025	Primärsaldo in % des BIP 2014-2025	Einhaltung 3% Defizitgrenze und 0,5% strukturelle Defizitgrenze	Staatsschuldenquote		
					2014	2020	2025
Basisszenario	2,0%	3,2%	4,4%	3% Defizitgrenze: ab 2014 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2013	178%	142%	118%
Risikoszenario	1,0%	3,3%	3,8%	3% Defizitgrenze: ab 2014 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2013	179%	167%	152%
Positives Szenario	2,7%	4,7%	5,0%	3% Defizitgrenze: ab 2014 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2013	177%	131%	96%

Die griechische Wirtschaft wird 2014 voraussichtlich erstmals wieder seit sechs Jahren ein positives Wirtschaftswachstum verzeichnen. Die langersehnte Konjunkturerholung dürfte einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung des Schuldenbergs leisten, denn neben der verspäteten Umsetzung von Sparmaßnahmen und Strukturreformen ist vor allem der dramatische Einbruch der griechischen Wirtschaft verantwortlich für den steilen Anstieg der Schuldenquote seit Ausbruch der Schuldenkrise. Trotz aller Sparanstrengungen und des 2012 vorgenommenen Schuldenschnitts ist die Staatsverschuldung von 113% gemessen am BIP in 2008 auf 175% in 2013 angestiegen.

Dennoch hofft die griechische Regierung, bereits im Dezember dieses Jahres das IWF-Hilfsprogramm zu beenden – 15 Monate früher als bisher geplant. Zudem will Premier Samaras auch kein weiteres EU-Hilfspaket beantragen, wenn das aktuelle Ende des Jahres ausläuft. Der IWF rät dringend von einer frühzeitigen Beendigung ab. Auch die EZB fordert, dass Griechenland das Hilfsprogramm fortführt und zwar für die nächsten zwei Jahre – die geplante Mindestdauer der Covered Bond- und ABS-Kaufprogramme. Ansonsten riskiert Griechenland – dessen Bonität unterhalb der Kategorie Investmentgrade liegt –, im Kaufprogramm nicht berücksichtigt zu werden. Um weiterhin Reformfortschritte überprüfen zu können, ist nun eine vorsorgliche Kreditlinie des ESM für Griechenland im Gespräch. Diese würde zum einen als Druckmittel dienen und zugleich beruhigend auf Investoren wirken – auch wenn die Kontrolle nicht mehr so strikt wie noch beim Rettungsprogram sein dürfte.

Die Emission fünfjähriger und dreijähriger Staatsanleihen Griechenlands im April und im Juli dieses Jahres waren erste erfolgreiche Gehversuche am Kapitalmarkt. Doch das Vertrauen der Märkte in Griechenland ist noch nicht gefestigt: So sorgten Gerüchte einer vorzeitigen Programmbeendigung für einen Anstieg der Renditen griechischer Bonds um rund 100 Basispunkte. Insbesondere wird angezweifelt, dass Griechenland seinen zukünftigen Finanzierungsbedarf am Kapitalmarkt abdecken kann, denn die dort geforderten Zinsen sind immer noch sehr hoch für den griechischen Staatshaushalt. Auch nach unserer Einschätzung wird sich das Land in nächster Zeit nur in engen Grenzen am Markt finanzieren können. Von daher ist eine strikte Fortsetzung des Konsolidierungskurses unabdingbar.

Im Basisszenario lässt Griechenland 2014 die Rezession hinter sich und setzt zur wirtschaftlichen Aufholjagd an. Der große Nachholbedarf bei Investitionen und Privatkonsum lässt bis 2017 eine erhebliche Konjunkturbeschleunigung erwarten. Ab 2018 normalisieren sich die Wachstumsraten und angesichts der umgesetzten Strukturreformen halten wir ein reales Trendwachstum von 1,8% für realistisch. Unter diesen Voraussetzungen ist bei einer anhaltenden Konsolidierungsbereitschaft ein stetiger Ausbau des Primärüberschusses von 3% in 2015 auf 4,9% in 2025 realistisch.

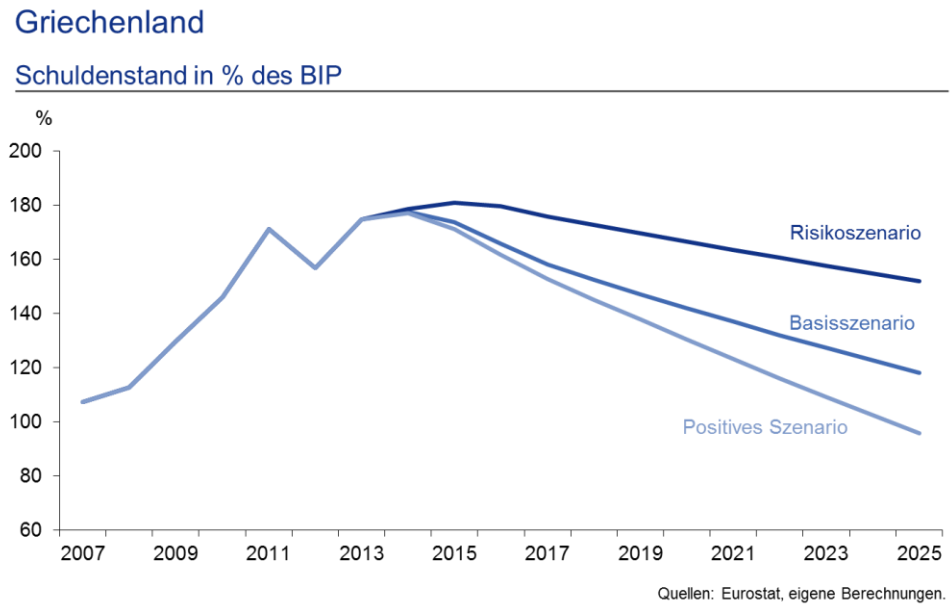
Von erheblicher Bedeutung für die Schuldentragfähigkeit Griechenlands ist das Zinsniveau der Staatsschuld. Infolge ausgeprägter Zinsvergünstigungen in den Hilfspaketen lag der Durchschnittszins im griechischen Staatshaushalt 2013 bei lediglich 2,3%. Da beträchtliche Teile der griechischen Staatsverschuldung durch die Hilfsprogramme auf lange Zeit mit günstigen Konditionen versehen bleiben, wird sich an dieser niedrigen Durchschnittsverzinsung in den nächsten Jahren nur begrenzt etwas ändern. Allerdings ist mit der schrittweisen Rückkehr Griechenlands an den Kapitalmarkt mittelfristig ein moderater Anstieg der Durchschnittsverzinsung vorgezeichnet. Im Jahr 2025 dürfte etwa ein Drittel der griechischen Staatsverschuldung wieder direkt an die Bonität des griechischen Staats gekoppelt sein. Im Zuge dessen und eines allgemein anziehenden Renditeniveaus steigt der Durchschnittszins im griechischen Staatshaushalt auf 3,4% in 2020 und 3,8% in 2025.

Unter diesen Rahmenbedingungen gelingt es Griechenland, bereits in den nächsten Jahren einen nahezu ausgeglichenen Haushalt und ab 2020 sogar einen Haushaltsüberschuss zu erwirtschaften. Damit erfüllt Griechenland über den gesamten Prognosezeitraum das 3%-Defizitkriterium. Wegen starker Unterauslastung hält Griechenland bereits 2013 – und damit früher als verlangt –auch das strukturelle Defizitziel von 0,5% des BIP ein, wie im Fiskalpakt vorgeschrieben. Die Staatsschuldenquote erreicht im Basisszenario 2014 einen Höchststand mit 178% der Wirtschaftsleistung. Die verbesserten Wachstumsaussichten und die weitere Umsetzung von Sparmaßnahmen erlauben es Grie-

chenland, den Schuldenberg bis 2025 auf rund 118% der Wirtschaftsleitung zu reduzieren und so die 1/20-Schuldenregel des Fiskalpakts einzuhalten. Ein weiterer Schuldenschnitt dürfte vor diesem Hintergrund vermeidbar sein. Die staatliche Zinslast in Relation zum BIP schwankt bis 2025 zwischen 4% und 5%. Dies ist zwar nicht wenig, aber wohl tragbar.

Im Risikoszenario unterstellen wir deutlich geringeres Wachstum. Die griechische Wirtschaft schrumpft 2015 sogar vorübergehend wieder leicht. Reform- und Konsolidierungspläne werden aus Sorge um die schwächelnde Konjunktur und aufgrund wachsender Reformmüdigkeit und steigender sozialer Unruhe in der Bevölkerung nur sehr begrenzt umgesetzt, was sich auch in einem geringeren Trendwachstum von 1,2% ab 2018 niederschlägt. Die schwache Wirtschaftsentwicklung untergräbt die Konsolidierungsbemühungen der griechischen Regierung, so dass wir im Risikoszenario mit einem geringeren Primärüberschuss rechnen. Deutlich höhere Risikoprämien im Vergleich zum Basisszenario heben den Durchschnittszins im Staatshaushalt von 2,3% in 2013 auf 4,0% in 2025 an – und dies obgleich das allgemeine Renditeniveau niedriger ist als im Basisszenario. Die staatlichen Zinsausgaben in Relation zum BIP steigen von rund 4% derzeit auf rund 6% und mehr ab 2020. Eine derartige Zinslast ist ein schwere Bürde. Im Risikoszenario gelingt es Griechenland nicht einen Haushaltsüberschuss zu erwirtschaften. Im Jahr 2025 liegt die Defizitquote immer noch bei 1,4%. Aufgrund des enormen Schuldenbergs – der auch 2025 noch rund 152% des BIP beträgt – bleibt Griechenland stark anfällig gegenüber der schwankenden Risikoneigung der Investoren. Die Finanzierung Griechenlands an den Finanzmärkten dürfte sich unter diesen Umständen auf Dauer als sehr schwierig gestalten. Ein weiterer Schuldenschnitt ist wahrscheinlich.

Im Positivszenario profitiert die griechische Wirtschaft vom dynamischen globalen Wachstum und schafft es nicht nur, die Sparziele zu erreichen, sondern nutzt zudem dieses Zeitfenster, um ehrgeizige Strukturreformen umzusetzen. Als Konsequenz fällt das reale Trendwachstum in Griechenland ab 2018 mit 2,5% deutlich höher aus als im Basisszenario. Auch der Primärüberschuss liegt noch höher als im Basisszenario. Konkrete Integrationsschritte auf EWU- Ebene zusammen mit einer konsequenten Umsetzung der Reformpläne haben zur Folge, dass die griechischen Risikoprämien deutlich sinken. Einen Anstieg des Durchschnittszinses im griechischen Staatshaushalt von 2,3% in 2013 auf 3,8% in 2025 halten wir im Positivszenario angesichts eines zügigeren Ausstiegs der EZB aus der expansiven Geldpolitik und allgemein steigender Kapitalmarktrenditen für realistisch. Ab 2016 erzielt Griechenland einen Haushaltsüberschuss und erhöht diesen bis 2025 auf 2% des BIP. Ab 2013 wird die 0,5%-Obergrenze des strukturellen Defizits eingehalten und ab 2014 auch das 3%-Defizitkriterium. In diesem Fall kann Griechenland den Schuldenberg bis 2025 auf rund 96% des BIP reduzieren. Damit liegt die Schuldenquote zwar immer noch deutlich über der 60%-Marke, doch hält Griechenland den vorgeschriebenen Schuldenabbaupfad ein. Die Zinslast im Staatshaushalt beträgt im Jahr 2025 lediglich 3,5% in Relation zum BIP. Die Schuldentragfähigkeit ist damit sicher gewährleistet.



3.4 Irland: Hohe Schockanfälligkeit

Irland	Reales Wachstum 2014-2025	Durchschnitts-zins 2014-2025	Primärsaldo in % des BIP 2014-2025	Einhaltung 3% Defizitgrenze und 0,5% strukturelle Defizitgrenze	Staatsschuldenquote		
					2014	2020	2025
Basisszenario	2,6%	4,1%	2,3%	3% Defizitgrenze: ab 2016 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2020	110%	97%	82%
Risikoszenario	1,6%	4,1%	1,7%	3% Defizitgrenze: ab 2020 0,5% strukturelle Defizitgrenze: nein	113%	116%	108%
Positives Szenario	3,0%	4,0%	3,0%	3% Defizitgrenze: ab 2016 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2018	110%	89%	66%

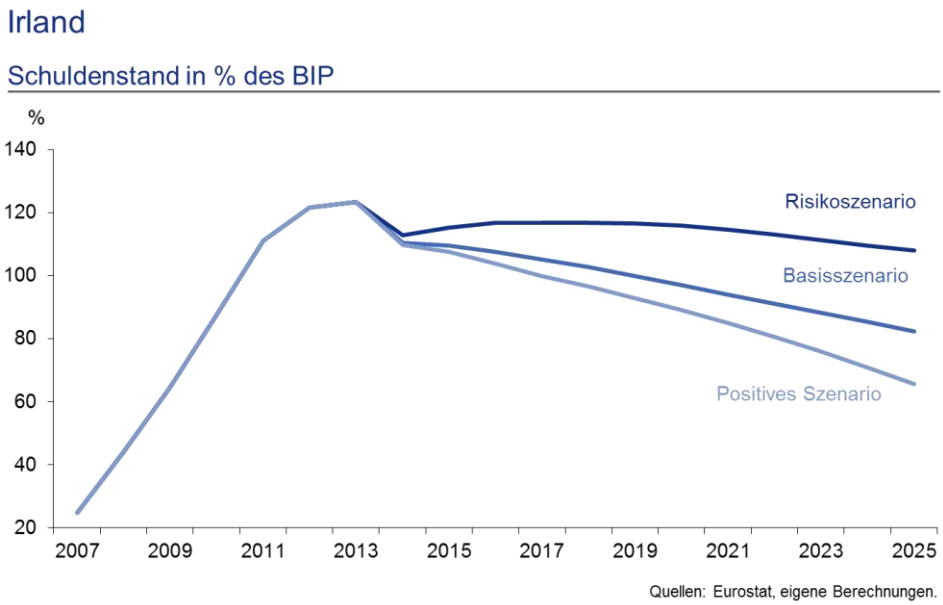
Nachdem Irland im Jahr 2010 unter den europäischen Rettungsschirm flüchtete, steht es finanziell mittlerweile wieder auf eigenen Füßen. Auslöser für die irische Krise war das Platzen der Immobilienblase, welches zu einer schweren Bankenkrise führte, infolgedessen der Staat den Finanzsektor mit öffentlichen Mitteln vor dem Zusammenbruch bewahren musste und sich tief verschuldete. Den Spar- und Reformauflagen, die mit den Finanzhilfen verbunden waren, ist Irland trotz einer schweren Rezession weitgehend nachgekommen. Im Dezember 2013 konnte Irland als erstes der europäischen Krisenländer wieder den Rettungsschirm verlassen. Seither haben sowohl der irische Staat als auch die Banken erfolgreich Anleihen am Markt platzieren können. Zudem werteten die Ratingagenturen Standard & Poor's und Moody's Irlands Kreditwürdigkeit auf, sie liegt nun nicht mehr auf „Ramschniveau". Doch neben diesen positiven Signalen bestehen noch immer große wirtschaftliche Probleme und Risiken für die irische Wirtschaft. Die Verschuldung des irischen Staats ist inzwischen auf 123% gemessen am BIP gestiegen. Trotz der ausgeprägten Sparbemühungen kämpft Irland mit einem nach wie vor hohen Haushaltsdefizit, das in diesem Jahr sogar die Budgetdefizite von Griechenland, Italien und Portugal übersteigen dürfte. Der hohe Schuldenberg macht die irische Wirtschaft extrem anfällig im Falle eines erneuten Aufflammens der europäischen Schulden- und Vertrauenskrise. Darüber hinaus ist die irische Wirtschaft, welche sehr auf Exporte ausgerichtet ist, besonders abhängig von der Welt- und EWU-Konjunktur, nicht zuletzt auch

aufgrund der geschwächten Binnennachfrage. Externe Schocks, sei es ein globaler Konjunktureinbruch oder ein erneutes Ausbreiten der Zweifel an den Finanzmärkten, können zu einem abermaligen Wirtschaftseinbruch führen. Ein weiteres Problem bleibt die Arbeitslosigkeit, die im September 2014 immer noch über 11% notierte.

Im Basisszenario setzt Irland 2014 zu einer wirtschaftlichen Aufholjagd an und profitiert nach der langwährenden Rezession zunächst von sehr dynamischen Wachstumsraten. Ab 2018 normalisiert sich das Wirtschaftswachstum wieder gen Trendwachstum. Für den gesamten Prognosezeitraum rechnen wir mit einem realen Durchschnittswachstum von 2,6%. Grundsätzlich hält die irische Regierung am Reform- und Konsolidierungsprogramm fest, doch die merkliche Erholung der wirtschaftlichen Lage führt zu einer Lockerung des Sparkurses und einer sinkenden Bereitschaft, ehrgeizige Reformen umzusetzen. Bereits in 2014 gelingt es Irland, so einen Primärüberschuss zu erzielen und diesen langfristig auf 3% des BIP auszubauen. Die durchschnittlich auf die Staatsschuld zu zahlenden Zinsen steigen bis 2018 auf 4,2% und verbleiben bis 2025 auf diesem Niveau. Unter diesen Voraussetzungen drückt Irland im Jahr 2016 seine Defizitquote unter die 3%-Marke. Die Obergrenze des strukturellen Defizits von 0,5% des BIP kann Irland ab 2020 einhalten. Bis 2025 reduziert Irland so seine Schuldenquote um rund 41 Prozentpunkte auf rund 82% des BIP. Obwohl Irland ab 2018 erfolgreich den Schuldenabbaupfad einhält und die übermäßigen Staatsschulden um 1/20 pro Jahr reduziert, wird die 60%-Zielmarke im Basisszenario nicht erreicht.

Im Risikoszenario fällt das Wirtschaftswachstum in den Jahren 2015/16 in Irland deutlich schwächer aus. Aus Sorge um die anfällige Konjunktur werden Reform- und Konsolidierungspläne verworfen. Die nachlassende Wirtschaftsleistung untergräbt zudem den Erfolg der Sparbemühungen. Negative Folgen in Bezug auf das Potenzialwachstum machen sich schon bald bemerkbar: So rechnen wir im Negativszenario mit einem durchschnittlichen realen Wirtschaftswachstum von 1,6%. Ein hoher Primärsaldo ist in diesem Umfeld nicht zu erwirtschaften: Er liegt im Schnitt bei 1,7% der Wirtschaftsleistung. Die Durchschnittsverzinsung steigt über den Prognosezeitraum von 3,7% in 2013 auf 4,2% in 2025. Unter diesen Voraussetzungen fällt das Haushaltsdefizit erst im Jahr 2020 unter die 3%-Marke. Der im Fiskalpakt vorgeschriebenen Obergrenze des strukturellen Defizits von 0,5% kann über den gesamten Zeitraum, der hier betrachtet wird, nicht entsprochen werden. Bis 2025 reduziert Irland die Schuldenquote nur auf 108%. So wird sowohl das 60%-Schuldenstandkriterium als auch die Verringerung des übermäßigen Schuldenstands um durchschnittlich 1/20 pro Jahr im Prognosezeitraum nie erreicht.

Im Positivszenario profitiert Irland von einem äußerst günstigen wirtschaftlichen Ausblick. Die Reformbemühungen der irischen Regierung zeigen ihre Wirkung und unterstützen das Aufholen der Wirtschaft nach der langwährenden Rezession. Zudem setzt Irland den Reformkurs unbeirrt fort, was sich positiv auf das Trendwachstum auswirkt. Das durchschnittliche Wirtschaftswachstum beträgt im Positivszenario 3,0%. Der Primärsaldo liegt im Positivszenario bei 3,0% des BIP. Es ist mit einem allgemein steigenden Zinsniveau zu rechnen, die Risikoaufschläge Irlands im Vergleich zu Deutschland gehen jedoch zurück. Die durchschnittliche Verzinsung der Staatschuld steigt in den nächsten Jahren demnach stetig an und notiert durchschnittlich bei 4,0%. Bei diesen Gegebenheiten erfüllt Irland im Jahr 2016 erstmals das 3%-Defizitkriterium. Ab 2021 erzielt Irland Haushaltsüberschüsse und baut diese bis 2025 auf 2% in Relation zum BIP aus. Ab dem Jahr 2018 liegt das irische strukturelle Defizit unterhalb der Obergrenze von 0,5% des BIP, die der Fiskalpakt festlegt. Bis 2025 reduziert Irland im Positivszenario die Schuldenquote auf 66%, dies gleicht fast einer Halbierung der Quote gegenüber 2013. Auch wenn das Schuldenstandkriterium von 60% der Wirtschaftsleistung knapp verfehlt wird, kann Irland doch den Schuldenabbaupfad ab 2016 einhalten.



3.5 Italien: Wachstumsschwäche hemmt Schuldenabbau

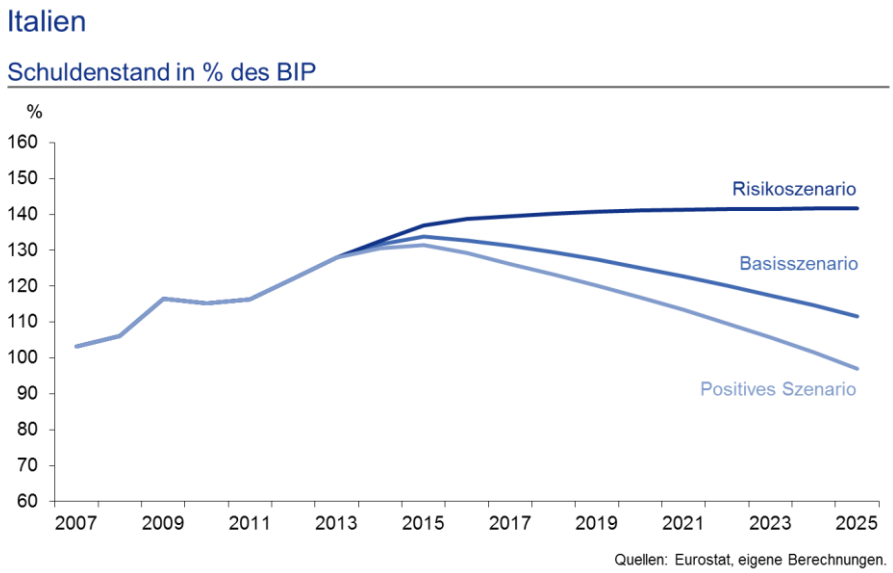
Italien	Reales Wachstum 2014-2025	Durchschnitts-zins 2014-2025	Primärsaldo in % des BIP 2014-2025	Einhaltung 3% Defizitgrenze und 0,5% strukturelle Defizitgrenze	Staatsschuldenquote		
					2014	2020	2025
Basisszenario	0,9%	3,8%	3,3%	3% Defizitgrenze: ab 2013 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2017	132%	125%	112%
Risikoszenario	0,4%	4,1%	2,6%	3% Defizitgrenze: ab 2021 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2020	133%	141%	142%
Positives Szenario	1,2%	4,0%	3,9%	3% Defizitgrenze: ab 2013 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2016	131%	117%	97%

Die Lage der italienischen Staatsfinanzen hat sich nach wie vor nicht nachhaltig verbessert. Italiens Staatsschuldenquote, die 2013 mit 128% die zweithöchste in der Eurozone war, wächst noch immer. Dies liegt vor allem an der ausgeprägten Wachstumsschwäche der italienischen Wirtschaft. Seit 2007 ist das italienische BIP um 9% geschrumpft, während die meisten Volkswirtschaften im Euroraum wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht haben. Die hohe Arbeitslosigkeit von über 12% belastet zudem die Binnennachfrage und entschiedene Reformanstrengungen sind dringend nötig, um Italiens Anteil am Weltmarkthandel wenigstens zu stabilisieren. Ohne eine Steigerung der Wirtschaftsdynamik wird Italien auch nicht den Abbau der Staatsschulden voran treiben können, sondern bestenfalls mit den erwirtschafteten Primärüberschüssen die relativ hohe Zinslast von rund 5% des BIP abdecken können. Mit Matteo Renzi, der im Februar 2014 die Regierung in Rom übernommen hat, hat Italien sicher die Gelegenheit, mit der Vergangenheit zu brechen und die nötigen Reformen auf den Weg zu bringen. Bisher wurden teils zwar wichtige Strukturreformen beschlossen, aber letztlich mangelte es an deren Umsetzung. Renzis vielleicht wichtigste Errungenschaft bis dato ist, dass er es geschafft hat, das Vertrauen in die italienische Politik zu stärken sowohl im Inland, wie sein gutes Wahlergebnis bei den Europawahlen gezeigt hat, als auch im Ausland.

Im Basisszenario gehen wir davon aus, dass die wirtschaftliche Erholung in Italien nur graduell fortschreitet. Die italienische Regierung setzt in diesem Szenario die ehrgeizigen Reformpläne zumindest teilweise um und treibt die Haushaltskonsolidierung weiter voran. Wir rechnen mit einem durchschnittlichen Wachstum der italienischen Wirtschaft von 0,9% bis 2025. Der Primärüberschuss notiert über diesen Zeitraum bei 3,3% – eine realistische Größenordnung angesichts der zu erwartenden graduellen Konjunkturerholung und der moderaten Finanzdisziplin. Für die Durchschnittszinsen auf die italienische Staatsschuld unterstellen wir, dass diese ausgehend von 3,9% in 2013 aufgrund der zunächst günstigen Finanzierungsbedingungen auf 3,5% in 2017 sinken. Einhergehend mit dem allmählichen Ausstieg der EZB aus der expansiven Geldpolitik, steigt der Durchschnittszins danach wieder auf 4,2% in 2025 an. Bei diesen Gegebenheiten gelingt es Italien bereits in diesem Jahr, das 3%-Defizitkriterium knapp einzuhalten. Bis 2025 wird das Haushaltsdefizit unter diesen Voraussetzungen auf 0,1% des BIP reduziert. Die Schuldenquote fällt im Basisszenario von 128% in 2013 auf etwa 112% in 2025, doch trotz dieser Leistung gelingt es Italien nicht, den vorgegebenen Schuldenabbaupfad (Reduzierung der übermäßigen Schulden um 1/20 pro Jahr) einzuhalten.

Im Risikoszenario fällt das Wirtschaftswachstum in Italien in 2015/16 deutlich schwächer aus, die Regierung setzt die angestrebten Reform- und Sparpläne nur sehr begrenzt um. Über den gesamten Prognosezeitraum resultiert ein reales Wirtschaftswachstum von durchschnittlich nur 0,4%. Der durchschnittliche Primärüberschuss im Risikoszenario beträgt nun nur noch 2,6% über den Betrachtungszeitraum. Gleichzeitig erwarten wir eine deutliche Steigerung des Durchschnittszins von 3,7% in 2014 auf 4,6% in 2025. Unter diesen Voraussetzungen gelingt es Italien erst 2021, das Haushaltsdefizit unter die 3%-Marke zu drücken. Bis 2025 steigt die Staatsschuldenquote um 14 Prozentpunkte auf 142% des BIP an, so dass weder der Schuldenabbaupfad noch die 60%-Schuldenstandregel auch nur annähernd eingehalten werden können. Es ist wahrscheinlich, dass im Negativszenario erhebliche Zweifel an Italiens Schuldentragfähigkeit aufkommen.

Im unserem Positivszenario rechnen wir mit einem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von 1,2% für Italien. Die Regierung nutzt die guten Wachstumsaussichten, um das angekündigte Reformpaket nahezu vollständig umzusetzen und die Haushaltskonsolidierung noch ambitionierter voranzutreiben. Die einhergehenden Primärüberschüsse (durchschnittliche 3,9%) und ein Durchschnittszins von 4,0% über den betrachteten Zeitraum ermöglichen es Italien, das Haushaltsdefizit bereits 2014 unter die 3%-Marke zu drücken und ab 2022 sogar Überschüsse zu erwirtschaften. So kann Italien den Schuldenberg bis 2025 auf rund 97% des BIP eindämmen. Zwar erreicht Italien damit immer noch nicht den vorgeschriebenen Schuldenstand von 60% der Wirtschaftsleistung, aber der Schuldenabbaupfad kann ab 2020 erfolgreich eingehalten werden.



3.6 Portugal: Langer Weg zu Verschuldungsquote unter 100%

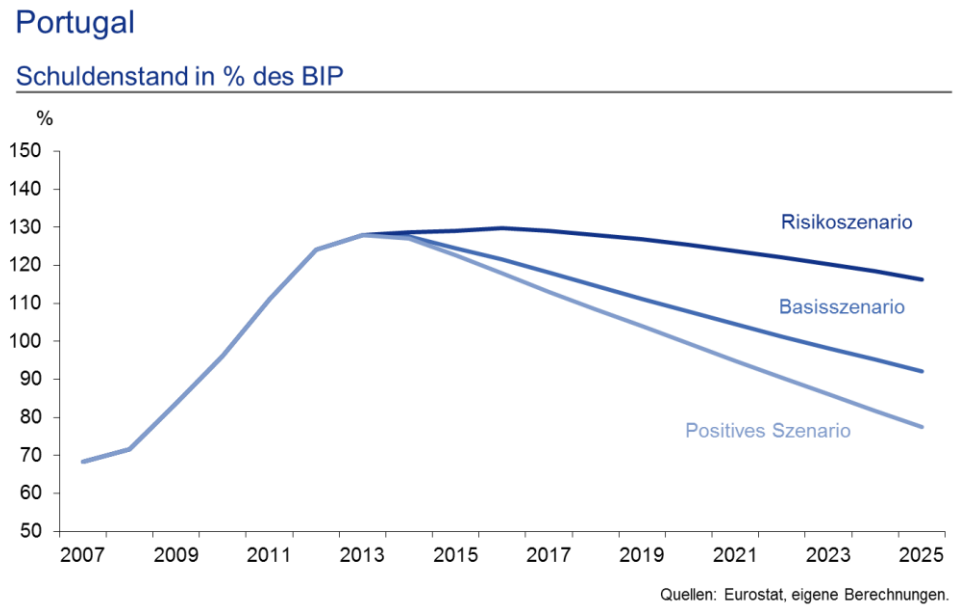
Portugal	Reales Wachstum 2014-2025	Durchschnitts-zins 2014-2025	Primärsaldo in % des BIP 2014-2025	Einhaltung 3% Defizitgrenze und 0,5% strukturelle Defizitgrenze	Staatsschuldenquote		
					2014	2020	2025
Basisszenario	1,8%	3,8%	3,1%	3% Defizitgrenze: ab 2015 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2018	128%	108%	92%
Risikoszenario	1,0%	3,9%	2,6%	3% Defizitgrenze: ab 2017 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2022	129%	125%	116%
Positives Szenario	2,3%	4,0%	3,6%	3% Defizitgrenze: ab 2015 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2017	127%	100%	77%

In Portugal zeigen die bisherigen Reformbemühungen bereits ihre Wirkung. Im zweiten Quartal 2013 konnte Portugal die zweieinhalb Jahre währende Rezession hinter sich lassen. Der sich stetig beschleunigende wirtschaftliche Aufschwung wird bisher vor allem von den dynamisch wachsenden Exporten getrieben, welche dem Land in 2013 zu einem positiven Leistungsbilanzsaldo verhalfen. Doch auch die Binnennachfrage zieht allmählich an und trägt ihren Teil zum Wachstum bei. Die positive wirtschaftliche Entwicklung macht sich auch bei den Risikoprämien auf zehnjährige portugiesische Staatsanleihen bemerkbar. Der deutliche Renditerückgang seit Mitte 2012 ermöglichte es Portugal, sich wieder selbstständig am Kapitalmarkt zu refinanzieren. So konnte Portugal dem Beispiel Irlands folgen und im Mai diesen Jahres den Euro-Rettungsschirm verlassen. Dennoch besteht kein Grund zur Nachlässigkeit bei der Umsetzung von Spar- und Reformplänen. Portugal ist sowohl auf staatlicher als auch auf privater Seite weiterhin besorgniserregend hoch verschuldet. Die Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt deuten zwar in die richtige Richtung, doch die Arbeitslosigkeit ist mit rund 14% weiterhin extrem hoch. Auch bleiben Portugals wirtschaftlicher Aufschwung und Finanzierungsmöglichkeiten weiterhin stark anfällig für erhöhte Unsicherheit an den Finanzmärkten oder einen erneuten Vertrauensverlust.

Im Basisszenario gehen wir für Portugal in den Jahren 2016 und 2017 von recht kräftigen Wachstumsraten von bis zu 2,5% aus (wirtschaftliches Aufholen nach der Rezession). Das Trendwachstum sehen wir bei 1,7% ab 2018. Das Basisszenario ist geprägt von einer moderaten Finanzdisziplin, so dass ein Primärüberschuss von 3,1% im Verhältnis zum BIP realistisch erscheint. Die Durchschnittszinsen sehen wir jährlich um 0,1 Prozentpunkte steigend, so dass sie zwischen 2014 und 2025 von 3,3% auf 4,3% zulegen. Unter diesen Voraussetzungen gelingt es Portugal, 2015 seine Neuverschuldung unter die 3%-Marke zu drücken. Ein Haushaltsüberschuss wird allerdings bis 2025 nicht erzielt. Dennoch liegt Portugals strukturelles Defizit ab 2018 unter der Obergrenze von 0,5% des BIP. Die Quote von Staatsschulden und BIP erreicht 2013 ihren Höhepunkt mit128% und sinkt bis 2025 auf 92%. Das 60%-Schuldenstandkriterium wird damit weit verfehlt. Eine Reduktion der übermäßigen Staatsschuld um 1/20 jährlich erfolgt bereits ab 2017.

Im Risikoszenario gehen wir von deutlich trüberen Wachstumsaussichten für die portugiesische Wirtschaft aus mit entsprechend negativen Folgen für Reform-, Konsolidierungsschritte und mithin für das Potenzialwachstum. So rechnen wir im Negativszenario mit einem durchschnittlichen realen Wirtschaftswachstum von 1,0%. Der durchschnittliche Primärsaldo liegt bei 2,6% des BIP. Im Risikoszenario sehen wir aufgrund des neuerwachten Misstrauens auf den Finanzmärkten und der infolgedessen höheren Risikoprämien die Durchschnittszinsen auf die Staatschuld stetig ansteigen bis auf 4,4% in 2025, obwohl die Europäische Zentralbank bei ihrer Linie der lockeren Geldpolitik bleibt. In diesem Fall erfüllt Portugal 2017 das 3%-Defizitkriterium. Die Staatschuldenquote steigt bis 2016 auf 130% an und sinkt dann bis 2025 auf 116%. Portugal kann hier weder das 60%-Schuldenstandkriterium noch den vorgeschriebenen Schuldenabbaupfad einhalten. Es ist wahrscheinlich, dass im Negativszenario die Tragfähigkeit der portugiesischen Staatsschulden angezweifelt wird.

Im Positivszenario sind wir hinsichtlich des Wirtschaftswachstums weitaus optimistischer. Die Regierung setzt weiterhin wirksame Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung und zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch und die konjunkturelle Erholung nach der langen Rezession fällt sehr stark aus. Wir nehmen ein durchschnittliches Wachstum von 2,3% an. Der Primärüberschuss liegt in diesem Szenario bei 3,6% in Relation zum BIP. Die zu entrichtenden Zinsen steigen trotz rückläufiger Risikoprämien im Zeitverlauf an und liegen im Schnitt bei 4,0%. Unter diesen Voraussetzungen dürfte Portugal die Neuverschuldung bereits 2015 unter die 3%-Marke bringen. Die vorgeschriebene Obergrenze für das strukturelle Defizit von 0,5% des BIP wird ab 2017 eingehalten. Diese Umstände ermöglichen es Portugal, seine Staatsschuldenquote auf 77% im Jahr 2025 zu senken und damit den Schuldenabbaupfad erfolgreich einzuhalten. Die 60%-Marke rückt in diesem Umfeld damit in greifbare Nähe, kann aber nicht erreicht werden.



3.7 Spanien: Im Basisfall gute Aussichten auf niedrigste Schuldenquote unter Problemländern

Spanien	Reales Wachstum 2014-2025	Durchschnitts-zins 2014-2025	Primärsaldo in % des BIP 2014-2025	Einhaltung 3% Defizitgrenze und 0,5% strukturelle Defizitgrenze	Staatsschuldenquote		
					2014	2020	2025
Basisszenario	2,1%	3,6%	2,0%	3% Defizitgrenze: ab 2017 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2019	97%	89%	69%
Risikoszenario	1,1%	3,8%	1,6%	3% Defizitgrenze: ab 2018 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2023	98%	104%	93%
Positives Szenario	2,6%	3,8%	2,8%	3% Defizitgrenze: ab 2016 0,5% strukturelle Defizitgrenze: ab 2018	97%	80%	54%

Noch vor zwei Jahren hegten die Finanzmärkte große Zweifel an der Tragfähigkeit der spanischen Staatschulden sowie der Bonität des spanischen Bankensektors. Seither sind die Risikoprämien von einem Höchststand von über 600 Basispunkten auf nicht mehr viel über 100 Basispunkten gefallen. Auch konnte Spanien im Januar 2014 das Programm zur Rekapitalisierung und Restrukturierung des spanisches Finanzsektors erfolgreich beenden. Nun mehren sich die Anzeichen, dass Spanien nicht nur die akute Finanz- und Bankenkrise überwunden hat, sondern auch die wirtschaftliche Trendwende vollbracht hat. Nach fünf Jahren Rezession ist die spanische Wirtschaft auf den Wachstumspfad zurückgekehrt und der konjunkturelle Aufschwung gewinnt zunehmend an Fahrt. Mit der Umsetzung ehrgeiziger Strukturreformen, wie etwa zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes, und harter Sparmaßnahmen hat die spanische Regierung nicht nur das Vertrauen der Märkte zurückgewinnen können, sondern auch das Fundament für eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung bilden können. Ein Treiber des wirtschaftlichen Aufschwungs sind die Exporte. Die gesteigerte Wettbewerbsfähigkeit der spanischen Wirtschaft belegt, dass die Reformbemühungen ihre Wirkung zeigen. Dennoch bleiben Risiken bestehen. Die Verschuldung des privaten und öffentlichen Sektor ist nach wie vor sehr hoch. Die öffentlichen Schulden in Prozent des BIP beliefen sich 2013 auf 92%, Tendenz steigend. Auch gibt es weiterhin großen Reformbedarf, um die Flexibilität und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft zu steigern. Die wirtschaftliche Erholung macht

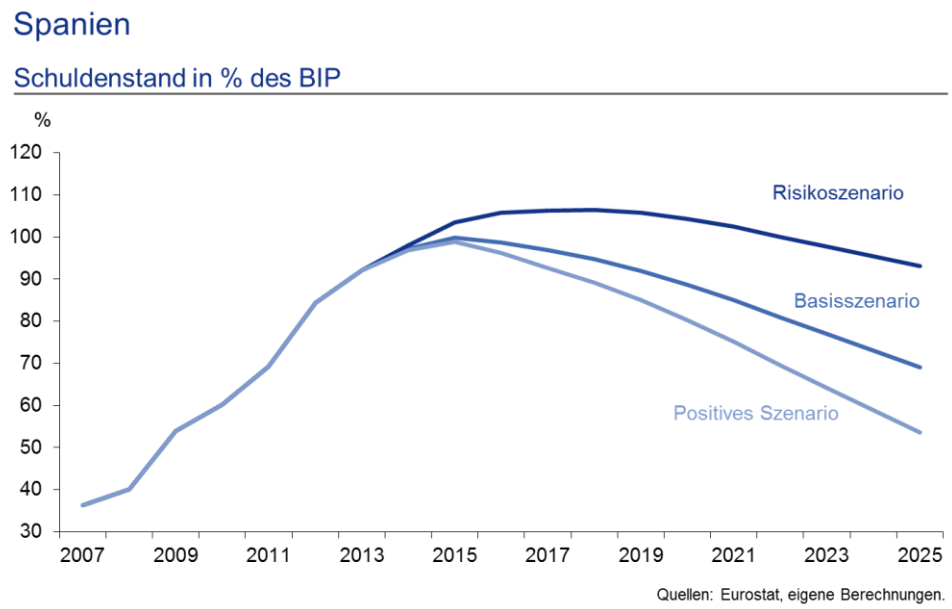
sich zwar mittlerweile auch auf dem Arbeitsmarkt bemerkbar, doch die Arbeitslosenquote beträgt noch immer knapp 25%. Weitere Arbeitsmarkreformen, insbesondere solche, die die Dualität des Marktes adressieren, sind daher nötig.

Im Basisszenario gehen wir davon aus, dass die spanische Konjunktur in den Jahren 2015 bis 2017 nach dem Rezessionstal relativ steil aufwärts gerichtet sein wird. Das kräftige Wirtschaftswachstum, welches auch von den bislang umgesetzten Reformen beflügelt wird, normalisiert sich zusehends, so dass die Trendwachstumsrate im Zeitraum von 2018-2025 bei 2,0% notiert. Angesichts der dynamischen Wirtschaftsentwicklung gelingt Spanien im Basisszenario eine stetige Verbesserung des Primärsaldos, so dass der Primärüberschuss bis 2025 auf 4,0% des BIP ausgebaut werden kann. Für die Durchschnittszinsen erwarten wir einen schrittweisen Anstieg von 3,3% in 2016 bis auf 4,0% in 2025. Unter diesen Bedingungen fällt die Neuverschuldung 2017 erstmals unter die vorgeschriebene 3%-Marke. Ab 2021 erwirtschaftet Spanien sogar Haushalsüberschüsse, welche es bis 2025 auf 1,2% der Wirtschaftsleistung erhöhen kann. Ab 2019 gelingt es, der Obergrenze von 0,5% des BIP für das strukturelle Defizit zu entsprechen. Die Staatsschuldenquote erreicht 2015 ihren Höhepunkt mit rund 100%. Zwar kann Spanien im Basisszenario die Schuldenquote bis 2025 auf 69% zurückführen, doch wird damit das Schuldenstandkriterium von 60% noch nicht erfüllt. Nichtsdestotrotz hat Spanien im Jahr 2025, abgesehen von Deutschland, die niedrigste Schuldenquote aller hier betrachteten Länder.

Im Risikoszenario fällt das Wirtschaftswachstum in den Jahren 2015/16 in Spanien erheblich schwächer aus und im Durchschnitt des Prognosezeitraums rechnen wir mit einem realen Wirtschaftswachstum von 1,1%. Aufgrund der geschwächten Finanzdisziplin und der weniger dynamischen Wirtschaftsentwicklung gehen wir im Risikoszenario davon aus, dass der Primärsaldo über den hier betrachteten Zeitraum im Schnitt nur 1,6% des BIP beträgt. Die Durchschnittszinsen steigen aufgrund zunehmender Bedenken über die Tragfähigkeit der spanischen Staatsschulden. Wir sehen eine graduelle Zunahme des Durchschnittszinses von 3,4% in 2015 bis auf 4,2% in 2025 und damit langfristig 0,2 Prozentpunkte höher als im Basisszenario. Denn auch wenn die Europäische Zentralbank ihre Politik des lockeren Geldes fortsetzt, sorgen steigende Risikoprämien für höhere Renditen auf Staatsanleihen der europäischen Krisenstaaten. Im Negativszenario gelingt es Spanien so erst ab 2018, das Haushaltsdefizit unter 3% des BIP zu drücken und damit das Maastricht-Defizitkriterium zu erfüllen. Allerdings kann bis 2025 kein ausgeglichener Haushaltssaldo erzielt werden. Die Staatschulden entsprechen im Jahr 2014 in etwa der spanischen Wirtschaftsleistung und steigen weiter bis zu einer Quote von 106% in 2018. Bis 2025 fällt die Schuldenquote zwar auf 93%, doch Spanien schafft es nicht, seine übermäßigen Schulden um die geforderten 1/20 pro Jahr zu reduzieren. Von einem Schuldenabbau nach den Anforderungen der verschärften europäischen Fiskalregeln kann folglich keine Rede sein.

Im Positivszenario zeichnet sich Spanien durch hohe reale Wachstumsraten von bis zu 4% im Jahr 2016 aus. Das Land wächst nach der langen Rezession dynamisch und befindet sich im Catch-up Prozess zu den Mitgliedern der Währungsunion, die nicht im gleichen Ausmaß von der Krise betroffen waren. Die Reformbemühungen tragen Früchte und werden zudem konsequent fortgeführt, so dass das reale Wachstum ab 2018 bei durchschnittlich 2,5% liegt. Ab 2022 kann Spanien durch die Wachstumsimpulse deutliche Primärüberschüsse von 5,0% des BIP erzielen. Gemäß unserer Annahmen steigen die durchschnittlich auf die Staatsschuld zu entrichtenden Zinsen ab 2016 von 3,5% stufenweisen auf 4,2% in 2025. Grund dafür ist eine anziehende Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und ein generell deutlich steigendes Renditeniveau. In Konsequenz wird ab 2016 das Defizitkriterium eingehalten und ab 2020 werden sogar ordentliche Budget-

überschüsse erwirtschaftet. Dies wirkt sich positiv auf die Entwicklung der Staatsschulden aus. Von 97% in 2014 sinkt die Staatsschuldenquote auf rund 54% in 2025. Im Jahr 2024 unterschreitet Spanien zum ersten Mal die Schuldenstandgrenze von 60%. Damit werden alle Schuldenkriterien mehr als erfüllt. Ab 2016 hält Spanien erfolgreich den Schuldenabbaupfad ein und verringert seine übermassigen Staatsschulden jährlich um mehr als 5%.



4. FAZIT: ABTRAGEN DER SCHULDENBERGE ERFORDERT FÜR LANGE ZEIT HOHES MAß AN DISZIPLIN

- Auch wenn die akute Finanzmarktkrise überwunden ist und das Vertrauen der Investoren in die krisengeplagten EWU-Länder zurückkehrt, so ist die europäische Schuldenkrise noch lange nicht bewältigt und Risiken bleiben bestehen. Eine Vielzahl von EWU-Mitgliedsstaaten sitzt weiterhin auf großen Schuldenbergen, die während der Finanz-und Schuldenkrise der vergangenen Jahren – und größtenteils bereits davor – angehäuft wurden. Im Jahr 2013 etwa lag die Staatsschuldenquote in den hier betrachteten EWU-Ländern deutlich über Vorkrisenniveau, Tendenz steigend. Mit Ausnahme von Deutschland müssen alle Länder auch in diesem Jahr mit einem weiteren Anstieg des Schuldenstands rechnen.

- Die nachhaltige Reduzierung der Staatsschuldenquote wird sich in einer Vielzahl von EWU-Mitgliedsstaaten als ein sehr langwieriger Prozess gestalten: In unserem Basisszenario, welches von einem moderaten Wirtschaftswachstum und einer mäßigen Finanzdisziplin geprägt ist, gelingt es unter den betrachteten Ländern nur Deutschland – und das erst ab 2020 – das 60%-Schuldenstandkriterium des Stabilität und Wachstumspakts einzuhalten. Trotz beachtlicher Konsolidierungserfolge haben Griechenland und Italien auch 2025 noch immer mit Schuldenbergen von über 100% der nationalen Wirtschaftsleistung zu kämpfen. Nur Deutschland ist im Basisszenario (ab 2018) erfolgreich darin, die Schuldenquote unter Vorkrisenniveau zu drücken. Insbesondere Spanien, Irland und Portugal leben auch 2025 noch mit deutlich höheren Schuldenquoten als vor der Krise.

- Aufgrund der hohen Staatsschulden laufen einige EWU-Länder Gefahr, im Falle eines negativen Wachstumsschocks wieder ins Visier der Finanzmärkte zu geraten. In unserem Negativszenario sorgt schon eine erneute kurze Rezession gepaart mit einem etwas schwächer ausfallenden Trendwachstum in der überwiegenden Anzahl der hier betrachteten Länder bis 2025 für einen starken Anstieg des Schuldenbergs auf über 100% der Wirtschaftsleistung. Es ist wahrscheinlich, dass in diesem Szenario die Schuldentragfähigkeit mehrerer EWU-Volkswirtschaften in Frage gestellt wird und erneut ernsthafte Zweifel am Fortbestand der europäischen Währungsunion aufkommen. Dieses Szenario unterstreicht, dass die Schuldenkrise nach wie vor nicht bewältigt ist und weiterhin kein Grund zur Nachlässigkeit bei der Umsetzung von nationalen Sparmaßnahmen und Reformplänen besteht.

- Das mäßige Abschneiden Frankreichs und Italiens im Basisszenario belegt, wie groß der Bedarf ist, weitere Strukturreformen einzuleiten und die Konsolidierung konsequent fortzusetzen. So schaffen es die beiden Länder in unserem Basisszenario („moderates Wachstum, mäßige Finanzdisziplin“) ab 2013 bis 2025 gerade einmal, die Schuldenquote um jeweils 13% zu reduzieren im Vergleich zu einem Rückgang der deutschen Staatsschulden im Verhältnis zum BIP von 36% gefolgt von Irland (33%) und Griechenland (33%). Gleichermaßen bezeugen diese Zahlen aber, dass die unter den harten Auflagen des Rettungsschirms getätigten Reformen in den EWU-Programmländern ihre Wirkung zeigen

- In der Mehrzahl der hier betrachteten Länder wird der Prozess des Schuldenabbaus ein langwieriges Unterfangen sein, welches eiserne Finanzdisziplin und das Festhalten an ehrgeizigen Reformplänen bedingt. Doch es ist äußerst fraglich, ob europäische Regierungen wirklich über zehn und mehr Jahre hinweg konsequent an Spar- und Reformplänen festhalten werden. Zu verlockend ist die Versuchung – etwa nach ersten Erfolgsanzeichen – vom angekündigten Konsolidierungsweg abzuweichen. Hier könnte ein Szenario drohen, in dem die EZB langfristig eine Niedrigzinspolitik verfolgen muss, um die Nachlässigkeit der nationalen Regierungen in der Eurozone zu kompensieren.

- Dass ein nachhaltiger Schuldenabbau aus eigener Kraft möglich ist, hat Belgien in der Vergangenheit eindrucksvoll demonstriert. Von 1993 bis 2007 drückte das Land mit Hilfe von Ausgabendisziplin und Reformen die Schuldenquote von 135% auf 84% des Bruttoinlandprodukts. Dabei konnte die Exportnation Belgien jedoch von äußerst günstigen makroökonomischen Rahmenbedingungen profitieren, nämlich einem Boom der Weltwirtschaft und Niedrigzinsen. Wachstumsfördernde Strukturreformen sollten daher auch in der Eurozone oberste Priorität haben, um den Schuldenabbau voranzutreiben. Zudem könnten weitere Integrationsschritte in der Fiskalpolitik den Prozess unterstützen, wie etwa die Ernennung eines EU-Währungskommissars, der das Recht hat, in wichtige Rahmendaten der nationalen Haushaltsführung und Finanzplanung einzugreifen. Trotz hoher Schuldenberge dürften entschiedene Schritte Richtung Fiskalunion die Krisenanfälligkeit der EWU-Länder deutlich eindämmen.

Die Einschätzungen stehen wie immer unter den nachfolgend angegebenen Vorbehalten.

ÜBER DIE ALLIANZ GRUPPE

Die Allianz ist zusammen mit ihren Kunden und Vertriebspartnern eine der stärksten Finanzgemeinschaften. Mehr als 83 Millionen von der Allianz versicherten Privat- und Unternehmenskunden setzen auf Wissen, globale Reichweite, Kapitalkraft und Solidität der Allianz, um finanzielle Chancen zu nutzen, Risiken zu vermeiden und sich abzusichern.
2013 erwirtschafteten rund 148.000 Mitarbeiter in über 70 Ländern einen Gesamtumsatz von 110,8 Milliarden Euro und erzielten ein operatives Ergebnis von 10,1 Milliarden Euro. Die Leistungen an Kunden summierten sich auf 93,9 Milliarden Euro.
Dieser Geschäftserfolg mit Versicherungs-, Asset Management- und Assistance-Dienstleistungen fußt zunehmend auf dem Kundenbedarf nach krisenfesten Finanzlösungen für die alternde Gesellschaft und die Herausforderungen des Klimawandels. Transparenz und Integrität sind wesentliche Elemente einer nachhaltigen Unternehmensführung der Allianz SE.

VORBEHALT BEI ZUKUNFTSAUSSAGEN

Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder die Zukunft betreffende Aussagen machen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekannten Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen.
Neben weiteren hier nicht aufgeführten Gründen können sich Abweichungen aufgrund von (i) Veränderungen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage und der Wettbewerbssituation, vor allem in Allianz Kerngeschäftsfeldern und -märkten, (ii) Entwicklungen der Finanzmärkte (insbesondere Marktvolatilität, Liquidität und Kreditereignisse), (iii) dem Ausmaß oder der Häufigkeit von Versicherungsfällen (zum Beispiel durch Naturkatastrophen) und der Entwicklung der Schadenskosten, (iv) Sterblichkeits- und Krankheitsraten beziehungsweise -tendenzen, (v) Stornoraten, (vi) insbesondere im Bankbereich, der Ausfallrate von Kreditnehmern, (vii) Änderungen des Zinsniveaus, (viii) Wechselkursen, einschließlich des Euro/US Dollar-Wechselkurses, (ix) Gesetzes- und sonstigen Rechtsänderungen, insbesondere hinsichtlich steuerlicher Regelungen, (x) Akquisitionen, einschließlich anschließender Integrationsmaßnahmen, und Restrukturierungsmaßnahmen, sowie (xi) allgemeinen Wettbewerbsfaktoren ergeben. Terroranschläge und deren Folgen können die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß von Abweichungen erhöhen.

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung, die in dieser Meldung enthaltenen Informationen und Zukunftsaussagen zu aktualisieren, soweit keine gesetzliche Veröffentlichungspflicht besteht.