

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Noch vor ein paar Monaten konnte Griechenland eine Anleihe platzieren und feierte seinen Weg zurück an die Kapitalmärkte. Damals wie heute war das eine naive Sichtweise ([siehe auch IKB Kapitalmarkt-News vom 15. April 2014](#)). Das hat weniger mit der aktuellen Debatte um Neuwahlen zu tun, als mit wirtschaftlichen Fakten. Denn noch immer ist die Schulden Tragfähigkeit Griechenlands fraglich – obwohl die Zinssätze für Griechenland außerordentlich niedrig sind. Das Land hat nach wie vor wirtschaftliche Probleme und begrenzten politischen Spielraum, eine nachhaltige Sparpolitik umzusetzen.

Fiskalische Ermüdung grenzt Handlungsspielraum ein, ...

Ein Aussetzen des Sparprogramms würde durch die daraus resultierende eskalierende fiskalische Unsicherheit nicht die gewünschten Wachstumsimpulse liefern, die notwendig wären, um die Schuldenquote durch Wirtschaftswachstum zu stabilisieren. Eine deutliche und vor allem nachhaltige Ausweitung des Primärüberschusses wäre allerdings ebenfalls unwahrscheinlich. Denn eine auf Jahre extrem hohe Schuldenquote birgt die Gefahr einer Ermüdung der fiskalischen Konsolidierungsanstrengungen („fiscal fatigue“). Empirische Analysen haben gezeigt, dass Staaten generell versuchen die Primärbilanz zu verbessern, wenn die Schuldenquote eines Landes ansteigt, um diese zu stabilisieren. Allerdings fällt die Reaktion der Primärbilanz mit ansteigender Schuldenquote immer geringer aus und wird sogar negativ. Die EU-Kommission hat in einer Studie die Existenz von fiskalischer Ermüdung empirisch bestätigt (siehe Referenz unten) und beurteilt eine Schuldenquote von deutlich über 100 % des BIP als kritisch. So ist eine deutliche und vor allem nachhaltige Verbesserung der Primärbilanz in Relation zum BIP bei der aktuellen Schuldenquote Griechenlands von ca. 175 % des BIP eher unwahrscheinlich, zumal Griechenland einen starken informellen Sektor aufweist, was den Einfluss der Steuerpolitik weiter einschränkt. Auch die politische Unsicherheit ist ein Indiz für fiskalische Ermüdung. Deshalb ist es wenig zielführend, wenn gefordert wird, dass Griechenland seine Sparmaßnahmen fortführen muss, wenn es weitere Auszahlungen erhalten bzw. Teil des Euro-Raums bleiben will.

... und die Wachstumsaussichten bleiben getrübt

Angesichts der begrenzten Reformbereitschaft der griechischen Gesellschaft ist fraglich, ob Griechenland seine Schuldenquote durch weitere Sparanstrengungen reduzieren kann. Das legt den Fokus auf Wirtschaftswachstum. Die erneuten und anhaltenden Unsicherheiten über die politische und wirtschaftliche Entwicklung Griechenlands ebenso wie mangelnde Investitionsbereitschaft und der Verlust an qualifizierten Arbeitskräften durch Emigration lassen jedoch daran zweifeln, ob die griechische Wirtschaft auf Sicht ausreichend wachsen wird, um die Entwicklung der Schuldenquote entscheidend ins Positive zu drehen.

Ein Euro-Austritt Griechenlands würde allerdings die Rahmenbedingungen nicht verbessern, auch weil eine reale Abwertung der griechischen Währung nur von kurzer Dauer sein dürfte, da sich relativ schnell eine Inflationsspirale bilden sollte, welche die wirtschaftliche Unsicherheit noch weiter erhöhen würde. Zudem ist mit einem erhöhten Exodus von Menschen und Kapital zu rechnen, was das potenzielle Wachstum weiter beeinträchtigen würde. Da die Zinsen bereits niedrig sind und die Konsolidierungspolitik an wirtschaftliche und gesellschaftliche Grenzen stößt, steht vor allem langfristig nur noch eine Steuergröße im Fokus: Eine direkte Reduzierung der Schuldenquote durch Schuldenschnitt oder Vermögensabgaben. Da die griechische Primärbilanz aktuell ausgeglichen ist, kann sich der Staat aktuell auch ohne Geldgeber finanzieren, was womöglich einen gewissen Anreiz schaffen könnte.

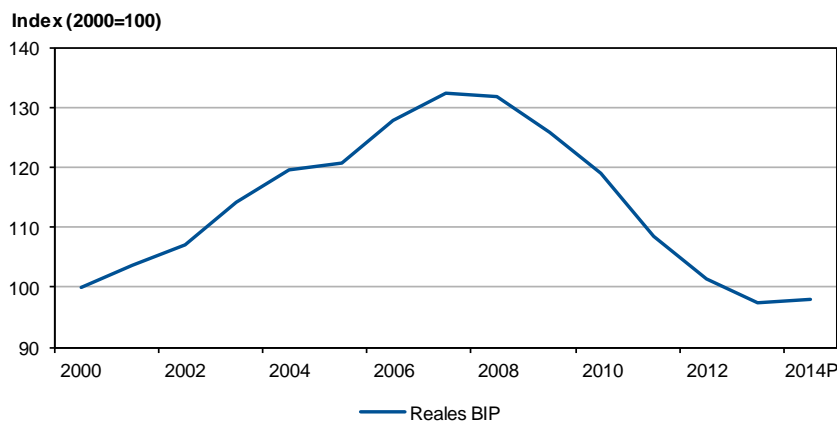
Um die Schuldenquote in den nächsten 10 Jahren von 175 % auf das italienische Niveau von ca. 132 % des BIP zu senken, müsste Griechenland jedes Jahr einen Primärüberschuss von ca. 3 % des BIP erwirtschaften; vorausgesetzt die Wirtschaft wächst nominal jedes Jahr ebenfalls um ca. 3 %. Prognosen von EU und IWF gehen von deutlich höherem Wachstum aus – von ca. 3 % real und 3,5 % nominal. Doch wie in den Jahren zuvor dürften die Wachstumsprognosen für Griechenland auch 2015 wieder nach unten angepasst werden. Reale Wachstumsannahmen von jährlich 3 % sind angesichts wirtschaftlichen Strukturen, anhaltender Unsicherheit und extrem hoher Schuldenquote kurz- bis mittelfristig nicht realistisch. Somit haben die niedrigen Zinsen (aktuell liegt die Zinslast bei 2,4 % der Verschuldung) dank der Rettungsmechanismen zwar eine akute Eskalation der Schuldenquote verhindert. Eine langfristige Lösung scheinen sie aber nicht zu sein.

Griechenland hat zwar 2014 nach Schätzungen der Europäischen Kommission einen Primärüberschuss von ca. 2,5 % des BIP erreicht. Im Durchschnitt lag der Primärbilanzsaldo zwischen 2006 und 2014 allerdings bei -4 % des BIP. Die aktuelle Diskussion über Griechenland verfehlt die eigentliche Fragestellung. Es ist egal, wer in Griechenland regiert. Das Land wird seine Schuldenprobleme angesichts schwachen Wachstums, fiskalischer Ermüdung und extrem hoher Schuldenquote nicht durch eigene Sparanstrengungen lösen können. Zudem ist eine anhaltende fiskalische Konsolidierung bei der Schuldengröße Griechenlands kein plausibler Lösungsansatz.

Hohe Schuldenquote belastet Wirtschaftswachstum

Ist eine hohe oder sogar weiter ansteigende Schuldenquote eine plausible Prognose und Lösung für Griechenland? Verschiedene Studien haben gezeigt, dass eine hohe Schuldenquote das Wachstum eines Landes belastet. So mag sich ein Anstieg einer niedrigen Schuldenquote durch höhere Staatsausgaben zwar positiv auf das Wachstum auswirken. Bei hohem Schuldenniveau ist die Relation jedoch eine andere. Manchen Analysen zufolge liegt der kritische Wert bei einer Schuldenquote von ca. 90 % des BIP; eine Überschreitung diese Quote hätte demnach einen negativen Einfluss auf das Wachstum. Auch wenn dieses Niveau für jedes Land unterschiedlich ist, so ist davon auszugehen, dass bei einer Schuldenquote von 175 % des BIP, wie in Griechenland der Fall, der kritische Wert sicherlich überschritten ist. Die aktuelle oder eine tendenziell weiter ansteigende Schuldenquote bedeuten somit niedrigeres Wachstum. Das wiederum erhöht den Anpassungsbedarf der Primärbilanz, die jedoch wegen fiskalischer Ermüdung ebenfalls wenig Reaktionsspielraum hat. Am Ende lässt solch eine Entwicklung mehr Zusagen der EU für Investitionen und niedrigere Zinsen erwarten.

Abb. 1: Griechisches BIP - Zuwächse seit Euro-Beitritt verloren gegangen



Quellen: Eurostat, IKB

Austritt Griechenlands nicht ohne Risiko

Ein Schuldenschnitt bedeutet Kosten für deutsche Steuerzahler. Ein Schuldenschnitt würde aber sicherlich auch bei einem Euro-Austritt Griechenlands erfolgen. Die Frage ist, welchen Wert die Euro-Zone auf die nachhaltige Sanierung Griechenlands legt. Wie viel ist es der Gemeinschaft wert, dass eine sinnvolle Lösung gefunden wird, die auch das griechische Vermögen berücksichtigen sollte? Das Argument, ein Austritt Griechenlands beinhalte weniger Risiko für die Euro-Zone, ist nur teilweise korrekt. Sicherlich haben Rettungsmechanismen für Banken das systemische Risiko reduziert. Auch hat sich die Euro-Zone generell stabilisiert. Doch die Ursache für die Euro-Krise war nicht die wirtschaftliche Bedeutung Griechenlands. Das Land wurde eher zum Stolperstein für andere Euro-Länder, indem es die Uneinigkeit und Unentschlossenheit der anderen Mitgliedstaaten offenbart hat. Das hatte die Euro-Zone als Ganzes in Frage gestellt und konnte erst durch die entscheidenden Aussagen Draghis beigelegt werden.

Diese Gefahr besteht erneut: Während Deutschland auf die Einhaltung von Verträgen pocht, haben Frankreich und Italien deutlich mehr Sympathie für einen weniger strengen Sparkurs. Entscheidungskraft, Effektivität und Einigkeit in der EU könnten somit durch eine Eskalation in Griechenland erneut getestet werden. Es ist nicht nur notwendig, Exit-Szenarien zu simulieren, sondern vor allem den Weg zu solch einer Entwicklung zu skizzieren. Angesichts der wirtschaftlichen Konsequenzen ist es höchst unwahrscheinlich, dass Griechenland von selbst aus der Euro-Zone austreten wird. Es muss sich erst Konfliktpotenzial aufbauen, um solch einen Schritt zu forcieren. Ob sich alle Euro-Länder am Ende einig sind und die Wahrnehmung über den Zusammenhalt der Euro-Zone unangetastet bleibt, ist fraglich.

Fazit

Die unsichere wirtschaftliche Zukunft Griechenlands ist ein Beweis für die Ermüdung der fiskalischen Konsolidierungsanstrengungen („fiscal fatigue“). Dieses Phänomen ist in der Literatur schon länger bekannt: Bei einer sehr hohen Schuldenquote sinkt die Bereitschaft und Fähigkeit der Politik, Gegenmaßnahmen in Form von ansteigenden und anhaltenden Primärüberschüssen zu ergreifen, um eine Stabilisierung oder Reduzierung der Schuldenquote sicherzustellen. Deshalb sind weniger der mögliche Wahlausgang oder der Verbleib Griechenlands in der Euro-Zone entscheidend; sondern die Erkenntnis, dass Griechenland angesichts aktueller wirtschaftlicher Daten und einer Schuldenquote von 175 % des BIP den Punkt überschritten hat, an dem eine fiskalische Konsolidierung umsetzbar ist. Dies wird durch die anhaltende politische Krise bestätigt, die jegliche Verbesserung des Investitionsvertrauens belastet.

Die Schuld auf das Unvermögen zu schieben, richtig zu haushalten, ist aktuell ebenfalls unangebracht, da bei der momentanen Schuldenquote nicht nur die Umsetzbarkeit von Konsolidierungsmaßnahmen eingeschränkt ist, sondern auch die langfristige Sanierung der Staatsfinanzen. Nicht zuletzt aufgrund von Sparmaßnahmen und ansteigender Schuldenquote ist die griechische Wirtschaft seit 2008 trotz Schuldenschnitts in 2012 um 25 % geschrumpft. Das heutige BIP-Niveau liegt unter dem Niveau zum Euro-Beitritt.

Wer Griechenland helfen will, sollte weniger über einen Austritt Griechenlands aus der Euro-Zone und die Einhaltung von Sparauflagen diskutieren, sondern darüber, wie durch effektiven Schuldenschnitt bzw. Vermögensumverteilung politische Stabilität und damit wachstumsfördernde Rahmenbedingungen in Griechenland sichergestellt werden können. Das wäre auch für die Euro-Zone sinnvoll. Denn ein Austritt Griechenlands beinhaltet trotz vorhandener Sicherheitsnetze nennenswerte Risiken.

Referenz: João Medeiros Juli 2012, “Stochastic debt simulation using VAR models and a panel fiscal reaction function – results for a selected number of countries”, European Commission Economic Papers 459

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

7. Januar 2015

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg