

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Was sind die möglichen Optionen für Griechenland und die Euro-Zone? Immer wieder wird von „Grexit“ gesprochen, obwohl diese Lösung von den meisten Kommentatoren als nicht sinnvoll angesehen wird. Entscheidend ist allerdings nicht, was sinnvoll ist oder nicht, sondern welche Lösungen die Machtverhältnisse und Interessen zulassen. Ein Euro-Austritt Griechenlands wird nicht kommen, da keiner einen Austritt will oder umsetzen kann. Für Griechenland ergäben sich daraus keine Vorteile, da ein Exodus an finanziellem und menschlichem Kapital die Wirtschaft grundlegend schädigen würde. Wettbewerbsvorteile durch die Abwertung der eigenen Währung würden dann auch nur wenig Vorteile bringen. Stattdessen würden die Inflationsraten deutlich anziehen, und Europa könnte den größten Teil seiner Finanzhilfen abschreiben. Außerdem scheint niemand in der Euro-Zone in der Lage zu sein, Griechenland zum Euro-Austritt zu zwingen bzw. dem Land diesen Schritt nahezu legen.

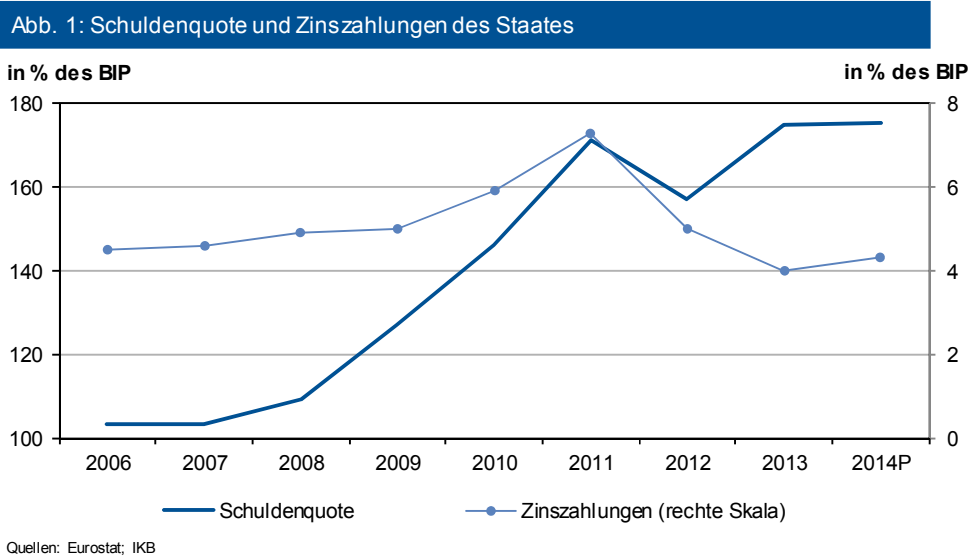
Die Troika hat durch Laufzeitverlängerungen und deutliche Zinssenkungen die aktuelle Last der Staatsverschuldung bereits deutlich reduziert. So mag die Schuldenquote in Griechenland zwar hoch sein, eine Spiegelung der effektiven Belastung für den Staatshaushalt ist diese Quote aber nur bedingt. Aktuell liegt die Zinslast des Staates bei 2,5 % der Bruttoverschuldung, was aufgrund der hohen Schuldenquote von 175 % des BIP immer noch auf eine Zinsbelastung von ca. 4,3 % des BIP hinausläuft – im historischen Kontext ist das allerdings alles andere als eine hohe Zinslast. Problematisch ist dies nur deshalb, weil die Wirtschaft nicht wächst, sodass selbst solch eine niedrige durchschnittliche Verzinsung der Bruttoschulden mit einem Anstieg der Schuldenquote einhergeht, was wiederum den Handlungsspielraum der Fiskalpolitik deutlich einschränkt.

Ein Schuldenschnitt könnte die Zinslast senken. Allerdings müssten die Banken erneut rekapitalisiert werden, und es würden sich sofort direkte und messbare Kosten für den europäischen Steuerzahler ergeben. Der Rettungsmechanismus der Euro-Länder hält zusammen mit dem IWF rund 70 % der griechischen Staatsverschuldung. Doch entscheidend für Griechenland ist weniger die absolute Schuldenquote, sondern die Zinslast. Wenn die Zinslast gesenkt wird, hat der griechische Staat nicht nur weniger Druck, seine Ausgaben zu reduzieren; auch die Schuldentragfähigkeit ist eher gegeben – selbst bei niedrigem Wirtschaftswachstum. Läge die Zinslast nahe an 0 % und die Laufzeiten würden sich nochmals deutlich verlängern, wäre die Höhe der Schuldenquote für die kurz- bis mittelfristige Fiskalpolitik de facto irrelevant. Das würde der griechischen Fiskalpolitik einen ähnlichen Handlungsspielraum verschaffen, als wenn das Land keine oder nur geringe Schulden hätte. Solch eine Umschuldung wäre für Griechenland deutlich besser als ein direkter Schuldenschnitt, der die Kapitalmarktrefinanzierung in weite Ferne schiebt und die Zinslast nicht auf nahe 0 % reduzieren kann.

Da der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) finanziert werden muss, bliebe ein Zinssatz von ca. 0 % nicht ohne Kosten für den Rest der Euro-Zone. Die Finanzierungskosten würden allerdings gestreckt über einen langen Zeitraum anfallen, möglicherweise gekoppelt an Wachstumsziele für Griechenland. Wächst die griechische Wirtschaft und damit die Fähigkeit, höhere Zinsen zu bedienen, könnte auch der Zinssatz angepasst werden. Der Zinssatz muss so gewählt werden, dass Griechenland keinen Primärüberschuss benötigt, um seine Schuldenquote zu stabilisieren, bzw. dass mit steigendem Wirtschaftswachstum eine Rückführung der Schuldenquote leichter wird. Solch ein Ansatz wäre aus europäischer Sicht leichter umsetzbar als ein direkter Schuldenschnitt, bei dem sich Kosten sofort ergeben würden. Dies wäre gegenüber Ländern wie Portugal, Irland oder Spanien politisch auch eher vertretbar, die ebenfalls ein Sparprogramm haben, deren Wirtschaft allerdings wieder wächst. Ein weiterer Ansatz wäre der Kauf eines Teils der verbliebenen 30 % der Verschuldung durch europäische Rettungsmechanismen. Dies könnte die Schuldenquote direkt reduzieren, da die meisten Papiere unter pari handeln. Diese 30 % der Staatsverschuldung könnten bei einem niedrigeren Zinssatz und mit deutlich längeren Laufzeiten refinanziert werden. Nötig wäre allerdings die Bereitschaft Europas, seine Finanzhilfen für Griechenland zu erhöhen. Eine Senkung der Zinslast könnte auch durch das EZB-Aufkaufprogramm erfolgen, da die Zinseinnahmen der griechischen Notenbank an den Staat zurückfließen würden und die effektive Zinslast somit auf 0 % sinken würde.

Griechenland bzw. die neue Regierung schieben die Schuld für die wirtschaftliche Misere auf die Sparpolitik, die sie als Teil des Rettungspakets umsetzen mussten. Diese Sparpolitik hat entscheidend dazu beigetragen, dass die Wirtschaft nicht wächst. Außerdem kann der Staat bei der aktuellen Schuldenlast nicht effektiv handeln und die Wirtschaft unterstützen. Dass eine Wirtschaft in Krisenzeiten den Staat als Stabilisator für Unternehmerv Vertrauen, Nachfrage und damit Wirtschaftswachstum benötigt, ist seit Keynes bekannt. Ebenso ist seither bekannt, dass ein Land nicht sparen muss, um Investitionen zu finanzieren. Entsprechend wurde durch Sparprogramme der bereits desolate Zustand der Wirtschaft weiter geschwächt und ihr jegliche Grundlage der mittelfristigen Schuldentragfähigkeit genommen, insbesondere da der Staat traditionell einen hohen Beitrag zur Wirtschaftsleistung liefert. Doch dass der Staat bei einer Zinslast von 4,4 % des BIP nicht handlungsfähig ist, darf im Vergleich zu anderen Ländern angezweifelt werden. So bleibt das primäre Problem nicht die Schuldenlast, sondern das fehlende Wachstum und damit auch die fehlende Bereitschaft Griechenlands, Veränderungen anzunehmen und zu gestalten.

Der neue griechische Ministerpräsident Alexis Tsipras schlägt genau das Gegenteil von dem vor, was nötig wäre. Er will mehr Staatseinmischung. Doch es ist gerade der erhöhte Einfluss des Staates, welcher Korruption im öffentlichen und privaten Sektor zugelassen hat. Es ist die Staatseinmischung, die die Schuldenquote hochgetrieben hat und der Wettbewerbsfähigkeit durch nicht marktgerechte Lohnpolitik geschadet hat. Griechenland braucht mehr Markt und nicht weniger, vor allem auf mikroökonomischer Ebene. Mehr Markt, um effizienter zu werden und dadurch nachhaltige Wachstumsimpulse zu generieren; mehr Markt, damit höhere Staatsausgaben die richtigen Anreize schaffen und nicht in einer Vetternwirtschaft versickern. Deshalb ist es richtig, dass die Rettungsmechanismen an Marktreformen gebunden sind.



Fazit: Griechenland benötigt eine weitere und deutliche Zinssenkung, um fiskalischen Handlungsspielraum zu bekommen. Denn dadurch würde sich die Belastung durch Schulden für die Wirtschaft reduzieren, selbst bei einer Schuldenquote von ca. 175 % des BIP. Aktuell macht die Zinslast rund 4,3 % des jährlichen BIP aus, was im historischen Vergleich niedrig ist, für Griechenland allerdings aufgrund des nicht vorhandenen Wirtschaftswachstums eine deutliche Belastung darstellt. Wichtig wäre zudem, dass sich der Zinssatz dynamisch am Wachstum orientiert. Doch um die Zinsen effektiv zu senken, wäre auch eine Erhöhung der Schuldenfinanzierung durch den europäischen Rettungsmechanismus nötig, wobei das Aufkaufprogramm der EZB hierzu einen Beitrag leisten könnte. Europa muss sich zu Griechenland bekennen und das nicht nur verbal und mit Verweis auf Verträge. Die Senkung der Zinslast würde zwar auch mit Kosten für die europäischen Staaten einhergehen, allerdings würden die Kosten über eine längere Zeit anfallen und sich mit der Erholung der griechischen Wirtschaft reduzieren. Diese Vorschläge werden aber keine Früchte tragen, wenn die neue griechische Führung an ihrer angekündigten Politik von erhöhter Staatseinmischung und damit unweigerlich erhöhter Korruption und Ineffizienz festhält.

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-Bötzkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

29. 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