

**cepStudie**

## **Ist Griechenland wirklich wieder kreditfähig?**

**cepDefault-Index: Griechenland-Anleihe ist kein Silberstreif am Horizont**

Lüder Gerken, Iris Hohmann und Matthias Kullas

April 2014

**cep | Centrum für Europäische Politik**

Kaiser-Joseph-Straße 266 | 79098 Freiburg

Telefon 0761 38693-0 | [www.cep.eu](http://www.cep.eu)

## **Die Autoren**

Prof. Dr. Lüder Gerken ist Vorstand des Centrums für Europäische Politik.

Dr. Matthias Kullas leitet am Centrum für Europäische Politik den Fachbereich Wirtschafts- und Stabilitätspolitik.

Iris Hohmann, LL.M. Eur., ist am Centrum für Europäische Politik wissenschaftliche Referentin im Fachbereich Wirtschafts- und Stabilitätspolitik.

## **cep | Centrum für Europäische Politik**

Das Centrum für Europäische Politik (cep) in Freiburg ist der europapolitische Think Tank der gemeinnützigen Stiftung Ordnungspolitik. Es ist ein unabhängiges Kompetenzzentrum zur Recherche, Analyse und Bewertung von EU-Politik.

## Kernpunkte

### Kreditfähigkeit und cepDefault-Index

- ▶ Ausschlaggebend für die Entwicklung der **Kreditfähigkeit** eines Landes gegenüber ausländischen Kreditgebern ist weniger die Höhe der Staatsverschuldung und der öffentlichen Defizite als die Solidität der Volkswirtschaft insgesamt, die maßgeblich von der Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen auf den Weltmärkten abhängt.
- ▶ Der **cepDefault-Index** bildet die Entwicklung der Kreditfähigkeit einer Volkswirtschaft insgesamt ab, indem er neben den Staatshaushalten auch das Kreditverhalten der Banken, Unternehmen und Konsumenten einbezieht. Er misst, wie sich die Fähigkeit eines Landes zur Rückzahlung der Auslandskredite und damit die Kreditfähigkeit entwickelt.

### Kreditfähigkeit Griechenlands

- ▶ Der **Verfall der Kreditfähigkeit Griechenlands** hat sich 2013 ungebremst fortgesetzt. Der cepDefault-Index erreicht 2013 einen Wert von minus 9,4. Es gibt weder Anzeichen noch Hoffnung, dass Griechenland in absehbarer Zeit wieder kreditfähig werden könnte.
- ▶ Die kapazitätssteigernden **Investitionen** in Griechenland sind seit 2011 – in immer größerem Maße – negativ. Der Einbruch 2013 betrug minus 10,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.
- ▶ Die griechische **Konsumquote** liegt seit 2002 bei über 100 Prozent des verfügbaren Einkommens. 2013 ist sie auf den Rekordwert von 119 Prozent gestiegen. Eine Wiedererlangung der Kreditfähigkeit ist nur möglich, wenn die Konsumquote drastisch sinkt. Hierfür gibt es keine Anzeichen.
- ▶ **Griechenland verarmt** zunehmend. Das Land entfernt sich immer weiter von der Möglichkeit, sich über Wirtschaftswachstum zu sanieren und die Krise dadurch hinter sich zu lassen.

### Staatsanleihe vom 10. April 2014

- ▶ Der realwirtschaftliche und finanzpolitische Zustand Griechenlands rechtfertigt es nicht, dass der griechische Staat am 10. April 2014 eine **Staatsanleihe** mit einer Verzinsung von unter fünf Prozent platzieren konnte. Angesichts der desolaten Lage des Landes ist die erzielte Verzinsung nicht marktrisikoadäquat.
- ▶ Zurückzuführen ist die Platzierung nicht auf erfolgreiche Reformen, sondern darauf, dass die finanz- und geldpolitischen Interventionen der vergangenen Jahre **die marktwirtschaftlichen Kräfte außer Kraft gesetzt** haben.
- ▶ Die Platzierung indiziert, dass die Kapitalmärkte damit rechnen, dass die finanz- und geldpolitischen Entscheidungsträger in der Euro-Zone eine **Insolvenz** Griechenlands um jeden Preis verhindern werden – nicht zuletzt deshalb, weil bei einem erneuten Schuldenschnitt sehr wahrscheinlich auch öffentliche Gläubiger betroffen wären.
- ▶ Das Anlageverhalten der Investoren wird dazu führen, dass **Reformdruck und Reformbereitschaft in Griechenland sinken**, so dass die Gesundung des Landes in noch weitere Ferne rückt.

## Staatsdefizit als Maß der Kreditfähigkeit nicht aussagekräftig

Die Entwicklung der Kreditfähigkeit eines Landes hängt nicht allein – und nicht einmal vorrangig – von der Höhe der öffentlichen Verschuldung und der öffentlichen Defizite ab. Ausschlaggebend ist vielmehr die Solidität der Volkswirtschaft insgesamt. Insbesondere die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen auf den Weltmärkten beeinflusst die Kreditfähigkeit eines Landes. So führt eine Erosion der Wettbewerbsfähigkeit regelmäßig zu höheren Importen und geringeren Exporten und damit zu Leistungsbilanzdefiziten.<sup>1</sup> Deren Kehrseite ist eine zunehmende Verschuldung<sup>2</sup> der privaten Wirtschaftsakteure im Ausland.

Dies hat auch Auswirkungen auf die Kreditfähigkeit des Staates: Eine hohe Staatsverschuldung ist weniger problematisch, wenn der Staat auf solide Besteuerungsbasen im Inland zurückgreifen und diese für die zukünftige Finanzierung öffentlicher Defizite heranziehen kann; das ist insbesondere dann der Fall, wenn die nationale Volkswirtschaft auf den Weltmärkten einen hohen Grad an Wettbewerbsfähigkeit aufweist.

Eine Betrachtung nur der Entwicklung der öffentlichen Verschuldung – oder gar nur des Primärdefizits – greift daher grundsätzlich zu kurz für eine belastbare Schuldentragfähigkeits- und damit Kreditfähigkeitsbewertung.

## Aufbau des cepDefault-Indexes

Der cepDefault-Index misst, wie sich die Fähigkeit eines Landes zur Rückzahlung der Auslandskredite entwickelt.<sup>3</sup> Er berücksichtigt daher neben dem Staat auch das Kreditverhalten der Banken, Unternehmen und Konsumenten und misst so die Entwicklung der Kreditfähigkeit des Landes insgesamt.<sup>4</sup>

Der Index setzt am Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo (GFS), der den Auslandskreditbedarf einer Volkswirtschaft abbildet, und am Niveau der kapazitätssteigernden Investitionen ( $I^k$ ) einer Periode an.

Ein Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit entsteht zum einen durch – mangels Wettbewerbsfähigkeit auftretende – Leistungsbilanzdefizite, die durch ausländisches Kapital finanziert werden. Es kann zum anderen durch leistungsbilanzunabhängige Kapitaltransfers entstehen, etwa bei Kapitalflucht in ein Land.

Zu den kapazitätssteigernden Investitionen zählen die Nettowerte (nach Abschreibungen) der Anlageinvestitionen der Unternehmen sowie der öffentlichen Hand. Der Wohnungsbau zählt nicht dazu, da er zu keiner Ausweitung des Produktionspotentials führt. So lässt sich die Entwicklung der Kreditfähigkeit einer Volkswirtschaft messen, ohne dass das Ergebnis durch Preisblasen auf dem Wohnungsbaumarkt verzerrt wird.

Der Index wird aus der Summe von GFS und  $I^k$  gebildet; beide Größen werden in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gemessen:

$$\text{cepDefault-Index} = \text{GFS} + I^k.$$

Für eine leichtere Interpretierbarkeit der Index-Werte werden vier Risikokategorien gebildet.

<sup>1</sup> Bei flexiblen Wechselkursen erfolgt über die Zeit eine Anpassung, die zum Ausgleich der Leistungsbilanz führt. In einer Währungsunion ist eine solche Anpassung allerdings nicht möglich.

<sup>2</sup> Oder ein Abbau von Privatvermögen.

<sup>3</sup> Er ist damit kein Bestands-, sondern ein Prozessmaß.

<sup>4</sup> Für eine ausführliche Erläuterung siehe Gerken / Kullas (2011), cepDefault-Index, Kapitel 3.

**Risikokategorie 1** (grüne Ampel): Ein positiver Wert des cepDefault-Indexes bei gleichzeitigem Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss bedeutet: Das Land benötigt in der betrachteten Periode keine Auslandskredite, da die kapazitätssteigernden Investitionen und der Konsum aus heimischer Ersparnis finanziert werden. Es steigert daher seine Kreditfähigkeit.

Länder mit Leistungsbilanzdefiziten benötigen ausländisches Kapital, um diese Defizite zu finanzieren: Sie verzeichnen ein Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit. Für ihre mittelfristige Kreditfähigkeit kommt es darauf an, ob mit dem ausländischen Kapital kapazitätssteigernde Investitionen finanziert werden, aus deren Wertschöpfung die Tilgung des Auslandskredits erwirtschaftet werden kann, oder ob Konsumgüter<sup>5</sup> finanziert werden, die durch Verbrauch vernichtet werden.

**Risikokategorie 2** (gelbe Ampel): Ein positiver Wert des cepDefault-Indexes bei gleichzeitigem Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsdefizit bedeutet: Die kapazitätssteigernden Investitionen eines Jahres übersteigen die Nettokapitalimporte.<sup>6</sup>

**Risikokategorie 3** (gelb-rote Ampel): Ein negativer Wert des cepDefault-Indexes kann auf zwei Weisen entstehen. Erstens: Die Nettokapitalimporte übersteigen die kapazitätssteigernden Investitionen. Das Land konsumiert rechnerisch nicht nur 100% des im Inland erwirtschafteten Einkommens, sondern außerdem einen Teil des Nettokapitalimports. Die Volkswirtschaft verschuldet sich also im Ausland, um Konsum finanzieren zu können. Diese Entwicklung bedroht die Kreditfähigkeit. Zweitens und noch problematischer: Kapital verlässt das Land, so dass der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo positiv ist. Gleichzeitig jedoch schrumpft der Kapitalstock – ausgedrückt durch einen negativen  $I^k$ -Wert –, und zwar in einem Ausmaß, welches das Ausmaß des GFS übersteigt. Auch in diesem Fall konsumiert das Land mehr, als es erwirtschaftet; die Kapitalexporte sind ceteris paribus auf eine zurückgehende Investitionstätigkeit zurückzuführen. Das Land verarmt.

Diese Zusammenhänge offenbaren eine wichtige Eigenschaft des cepDefault-Indexes: Er unterscheidet danach, ob ein Problemland seinen Auslandskreditbedarf durch Verringerung des Konsums oder durch Reduktion der kapazitätssteigernden Investitionen senkt. Der Indexwert steigt nur, wenn ein Anstieg des GFS mit Konsumverzicht einhergeht. Nur das ist nachhaltig. Ein Anstieg des GFS auf Kosten der Investitionen hingegen wirkt sich auf den Indexwert nicht aus. Denn Letzteres hat zur Folge, dass das Produktionspotential der Volkswirtschaft abnimmt. Dies belastet die Schuldentragfähigkeit.

**Risikokategorie 4** (rote Ampel): Ein über drei oder noch mehr Jahre negativer cepDefault-Index bedeutet: Die Erosion der Kreditfähigkeit ist kein vorübergehendes, sondern ein strukturelles Problem; die Gefahr der Kreditunfähigkeit hat sich verfestigt oder ist faktisch eingetreten.

Der cepDefault-Index abstrahiert bewusst von der Herkunft der ausländischen Kreditzufuhr. Dies ist geboten, denn die staatlichen Finanzhilfen – etwa vom Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und einzelnen Euro-Ländern – ersetzen letztlich nur private ausländische Gläubiger durch öffentliche ausländische Gläubiger, ohne den ausländischen Kapitalbedarf direkt zu ändern. Nur diese Vorgehensweise macht den Blick auf die strukturelle Situation der Volkswirtschaft frei.

---

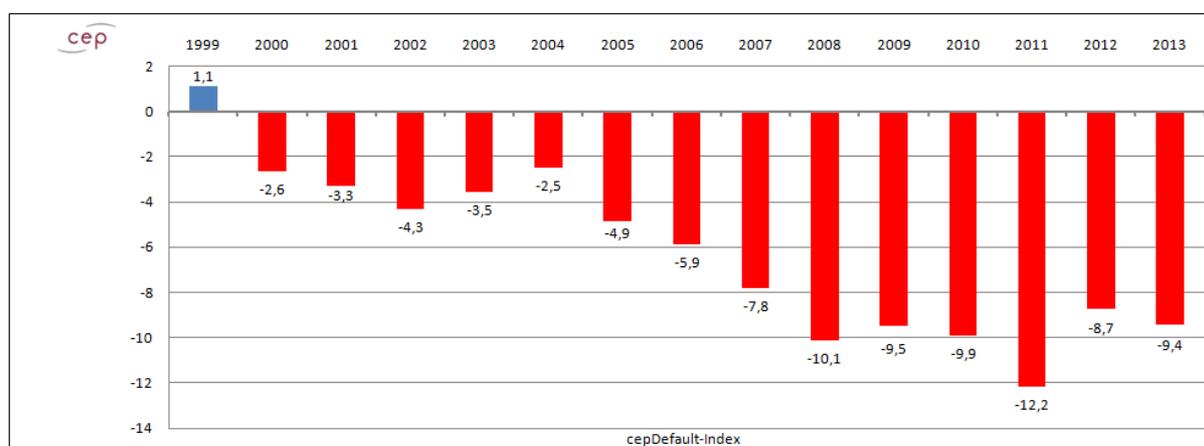
<sup>5</sup> Unter Konsum sind hier und im Folgenden sämtliche Ausgaben zu verstehen, die keine kapazitätssteigernden Investitionen darstellen. Dies umfasst folglich insbesondere auch den privaten Wohnungsbau.

<sup>6</sup> Zur Interpretation dieser Situation s. Gerken / Kullas (2011), cepDefault-Index, Kapitel 3.

## Der cepDefault-Index für Griechenland

Die Kreditfähigkeit Griechenlands verfällt weiterhin ungebremst: Der Wert des cepDefault-Indexes<sup>7</sup> für das Kalenderjahr 2013 beträgt minus 9,4. Die Erosion hat sich folglich im vergangenen Jahr auf demselben Niveau fortgesetzt, das in den ersten Jahren nach Ausbruch der Finanzkrise und im Jahr 2012 bestanden hatte; 2011 war die Erosion noch stärker. Hingegen konnten Irland, Portugal und Spanien, die ebenfalls Finanzhilfen erhalten haben, ihren Indexwert deutlich verbessern.<sup>8</sup>

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
GFS	-3,6	-9,6	-10,2	-11,7	-10,8	-9,0	-9,5	-11,5	-15,4	-16,3	-13,3	-11,0	-9,8	-2,3	1,3
I <sup>k</sup>	4,7	7,0	6,9	7,4	7,3	6,5	4,6	5,6	7,6	6,2	3,8	1,1	-2,4	-6,4	-10,7
cepDefault-Index	1,1	-2,6	-3,3	-4,3	-3,5	-2,5	-4,9	-5,9	-7,8	-10,1	-9,5	-9,9	-12,2	-8,7	-9,4
Risikokategorie	2	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4



Angesichts dieser Entwicklung gibt es keine Hoffnung und keine Anzeichen, dass Griechenland in absehbarer Zeit wieder kreditfähig werden könnte.

## Die Bestimmungsfaktoren

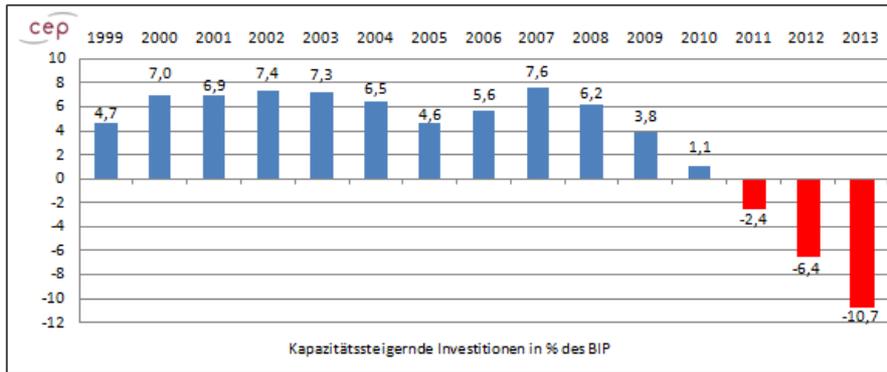
**Kapazitätssteigernde Investitionen (I<sup>k</sup>):** Seit 2011 ist in Griechenland die Quote der kapazitätssteigernden Investitionen, bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt, negativ. Das bedeutet, dass der griechische Kapitalstock schrumpft. Diese problematische Entwicklung hat sich in den vergangenen Jahren immer stärker beschleunigt. Im Kalenderjahr 2013 wurden mit minus 10,7 die Werte der Vorjahre noch einmal deutlich übertroffen.

Folge ist, dass sich das Land immer weiter von der Möglichkeit entfernt, über Wirtschaftswachstum zu gesunden und die Krise dadurch hinter sich zu lassen. Das Land verarmt im Gegenteil zunehmend.

Dies hat auch unmittelbare Auswirkungen auf die Fähigkeit des griechischen Staates, über Steuereinnahmen die öffentliche Neuverschuldung auf ein nachhaltiges Maß zu reduzieren: Die Staatsverschuldung Griechenlands ist und bleibt nicht tragfähig.

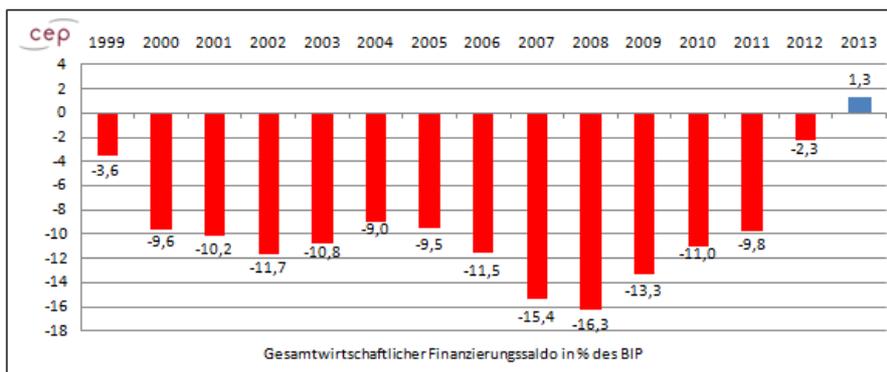
<sup>7</sup> Die Daten zur Berechnung des Indexes von 1999 wurden der Datenbank der Europäischen Kommission, Ameco, entnommen. Die restlichen Daten wurden der Datenbank Eurostat entnommen.

<sup>8</sup> Vgl. Gerken / Kullas (2014), cepDefault-Index 2014.

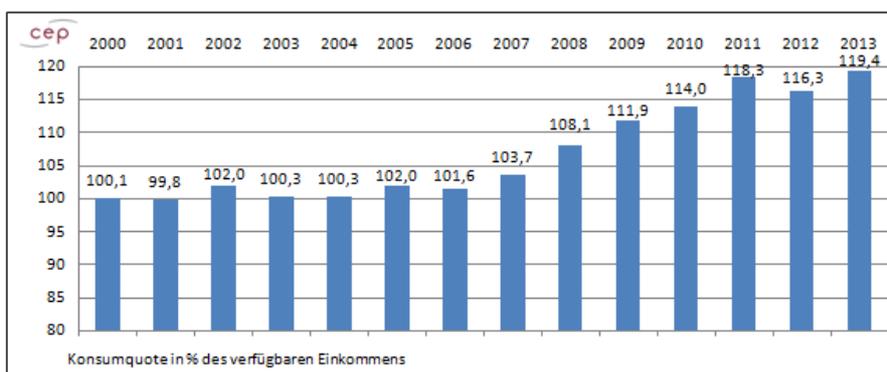


**Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS):** Schon zum Zeitpunkt des Beitritts zur Währungsunion war Griechenland Nettokapitalimporteur. Dieser Zustand setzte sich auch nach dem Ausbruch der Krise und Griechenlands Verlust der Kreditfähigkeit fort. Allerdings wurden die privaten Kreditströme nach Griechenland weitgehend durch staatliche ersetzt.

Gleichzeitig wurde privates Kapital aus dem Land abgezogen, was sich in der negativen Investitionsquote spiegelt. Diese Entwicklung hat im Kalenderjahr 2013 sogar dazu geführt, dass mehr Kapital exportiert als importiert wurde: Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo hat mit 1,3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts einen positiven Wert angenommen; Kapital verlässt nunmehr auch netto das Land.



**Konsumquote:** Die griechische Konsumquote – gemessen in Prozent des verfügbaren Einkommens – liegt seit 2002 ausnahmslos über 100 Prozent. Im Kalenderjahr 2013 ist sie auf den Rekordwert von über 119 Prozent gestiegen. Eine Wiedererlangung der Kreditfähigkeit ist für Griechenland nur möglich, wenn die Konsumquote drastisch sinkt. Hierfür gibt es keine Anzeichen.



## Die „Rückkehr“ Griechenlands an den Kapitalmarkt am 10. April 2014

Die Wiedererlangung der griechischen Kreditfähigkeit ist nicht absehbar. Vielmehr wird das Land auch zukünftig auf die Hilfen anderer Staaten, insbesondere über den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), und gegebenenfalls der Europäischen Zentralbank (EZB) angewiesen sein.

Der realwirtschaftliche und finanzpolitische Zustand Griechenlands rechtfertigt es daher nicht, dass der griechische Staat am 10. April 2014 eine Staatsanleihe mit einer Verzinsung von unter fünf Prozent platzieren konnte. Angesichts der weiterhin desolaten Lage des Landes ist die erzielte Verzinsung nicht marktrisikoadäquat.

Ignoriert wird, dass die Troika – bestehend aus EZB, Internationalem Währungsfonds (IWF) und Europäischer Kommission – die Auszahlung der anstehenden Kreditrate erst Anfang April 2014 freigab, weil Griechenland vorher die Bedingungen nicht erfüllt habe, und dass die Auszahlung weiterer Raten an konkrete Auflagen geknüpft wurde.

Ignoriert wird, dass Griechenland seit Monaten weitere Erleichterungen bei der Bedienung der Kredite aus den beiden Rettungsprogrammen fordert, obwohl bereits die zugestandenen Kreditkonditionen mit Zinssätzen von deutlich unter zwei Prozent mit Marktkonditionen nichts zu tun haben.

Ignoriert wird, dass im griechischen Staatshaushalt nur deshalb ein Primärüberschuss – ein ohnehin fragwürdiges Maß für die Kreditfähigkeit – ausgewiesen wurde, weil die geleisteten Bankenhilfen vorher herausgerechnet wurden.

Zurückzuführen ist der Platzierungserfolg nicht auf sich langsam auszahlende – in Griechenland zweifellos vorgenommene – Reformen, sondern darauf, dass die marktwirtschaftlichen Kräfte durch die finanz- und geldpolitischen Interventionen der vergangenen Jahre außer Kraft gesetzt worden sind.

Die erfolgreiche Platzierung vom 10. April 2014 indiziert, dass die Kapitalmärkte in der Tat damit rechnen, dass die finanz- und geldpolitischen Entscheidungsträger in der Euro-Zone eine Insolvenz Griechenlands um jeden Preis verhindern werden. Das ist auch deshalb zu vermuten, weil bei einem erneuten Schuldenschnitt sehr wahrscheinlich auch öffentliche Gläubiger betroffen wären.

Durch die Anleihe werden erneut Risiken von privaten zu öffentlichen Gläubigern umverteilt: Wenn Griechenland die Anleihe nicht aus eigener Kraft bedienen kann, werden der ESM oder die EZB eintreten müssen. Wegen des zu zahlenden Zinses von knapp fünf Prozent werden sie dem Land dann sogar mehr Geld zur Verfügung stellen müssen, als es für einen Kredit des ESM zu den bisherigen Konditionen nötig wäre.

Das Anlageverhalten der Investoren wird dazu führen, dass Reformdruck und Reformbereitschaft in Griechenland sinken werden, so dass die Gesundung des Landes in noch weitere Ferne rückt.