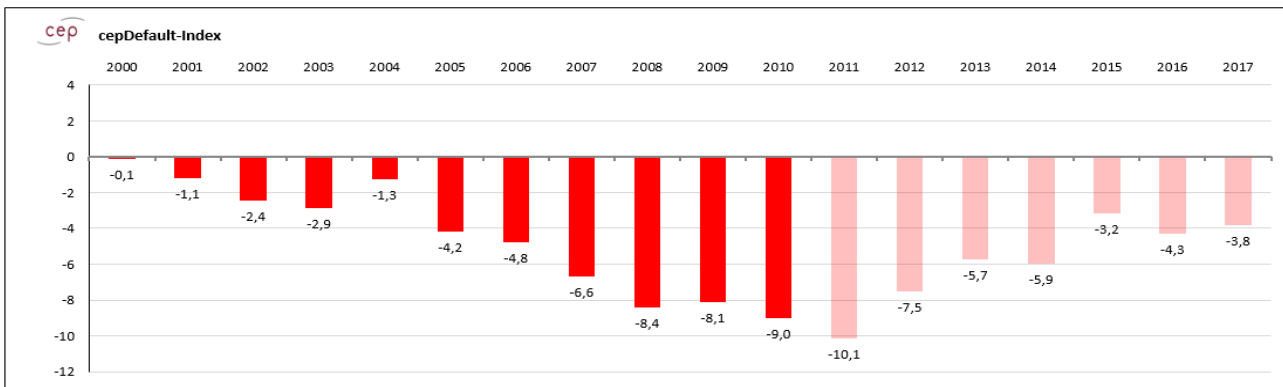


## cepDefault-Index Griechenland 2018

Griechenland ist trotz Ende der Hilfsprogramme weiterhin nicht kreditfähig

Prof. Dr. Lüder Gerken und Dr. Matthias Kullas

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risiko-kategorie	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
$I^k$	6,5	6,9	5,8	7,0	6,0	3,8	5,4	6,8	5,8	3,4	0,6	-1,8	-5,1	-5,9	-5,8	-5,6	-5,2	-3,8
GFS	-6,6	-8,0	-8,2	-9,9	-7,3	-8,0	-10,2	-13,4	-14,2	-11,5	-9,6	-8,3	-2,4	0,2	-0,1	2,4	0,9	0,0
$I^k + GFS$	-0,1	-1,1	-2,4	-2,9	-1,3	-4,2	-4,8	-6,6	-8,4	-8,1	-9,0	-10,1	-7,5	-5,7	-5,9	-3,2	-4,3	-3,8



Am 20. August endet das dritte Hilfsprogramm für Griechenland. Aus diesem Grund hat das cep die Entwicklung der Kreditfähigkeit Griechenlands untersucht:

- ▶ Griechenland ist nach wie vor nicht kreditfähig. Der Weg zur Wiederherstellung der Kreditfähigkeit ist noch weit. Ob Griechenland dauerhaft ohne Finanzhilfe auskommen wird, ist zweifelhaft.
- ▶ Der griechische Kapitalstock schrumpft seit 2011. Dieser Trend hat sich in den vergangenen Jahren zwar verlangsamt, ist aber nach wie vor nicht gestoppt.
- ▶ Das positive BIP-Wachstum im vergangenen Jahr ändert an dem Befund nichts. Es ist darauf zurückzuführen, dass der Konsum zugenommen hat und die Nettoinvestitionen – immerhin – nicht mehr ganz so negativ waren wie im Vorjahr. Der Güterimportüberschuss nahm hingegen zu. Dies zeigt, dass Griechenland nach wie vor nicht wettbewerbsfähig ist.

## 1 Einleitung

Griechenland beendet am 20. August 2018 sein drittes Hilfsprogramm. Acht Jahre war das Land dann auf Finanzhilfen angewiesen – deutlich länger als die anderen Euro-Krisenstaaten. Auch hat Griechenland mit 289 Mrd Euro 1,5-mal soviel Finanzhilfen benötigt wie die anderen vier Euro-Krisenstaaten zusammen. Durch die niedrigen Zinsen und langen Laufzeiten der Finanzhilfen spart Griechenland pro Einwohner über 30.000 Euro an Zinszahlungen.<sup>1</sup> Die Entlastung durch den Schuldenschnitt 2012 ist dabei noch nicht einmal berücksichtigt. Trotz der langen Laufzeiten und niedrigen Zinsen ist unklar, ob sich Griechenland langfristig am Kapitalmarkt refinanzieren können. Insbesondere die hohe Schuldenlast von zuletzt 180,4% des BIP<sup>2</sup> lässt Zweifel aufkommen. Damit sich Griechenland dennoch am Kapitalmarkt Geld leihen kann, haben die Euro-Staaten dem Land am 21. Juni 2018 umfangreiche Schuldenerleichterungen, allem voran Laufzeitverlängerungen und Zinsstundungen für gewährte EFSF-Darlehen<sup>3</sup>, zugesagt. Sie sollen dazu führen, dass der griechische Bruttofinanzbedarf auf absehbare Zeit 20% des BIP nicht überschreitet.

Ein Großteil der Schuldenerleichterungen steht unter dem Vorbehalt, dass Griechenland begonnene Reformen, etwa der sozialen Sicherungssysteme, fortsetzt und einen jährlichen Primärüberschuss<sup>4</sup> von 3,5% des BIP erwirtschaftet. Dies wird vierteljährlich von der EU-Kommission, der Europäischen Zentralbank, dem Internationalen Währungsfonds und dem Europäischen Stabilitätsmechanismus überwacht.

Das Vorgehen nach Ende des dritten Hilfsprogramms weicht deutlich von der bisher gängigen Praxis ab. Zwar wird auch die wirtschaftliche und fiskalische Entwicklung in den anderen Staaten, die Finanzhilfen empfangen, regelmäßig überwacht, diese Kontrollen finden jedoch nur halbjährlich statt. Vor allem aber wurden den anderen Euro-Krisenstaaten am Ende ihrer Programme weder Erleichterungen gewährt, noch mussten sich diese Staaten gegenüber den internationalen Darlehensgebern zu weiteren Reformen verpflichten. Dass bei Griechenland anders vorgegangen wird, indiziert, dass der Reform- und Sanierungsbedarf nach wie vor groß ist. Gleichzeitig ist das Vertrauen der Regierungen der Euro-Staaten in die Reform- und Sparbereitschaft der griechischen Regierung nach wie vor gering.

Aufgrund der Unsicherheit, inwieweit Griechenland in der Lage sein wird, seinen Kapitalbedarf zukünftig ohne Finanzhilfen zu decken, und des geringen Vertrauens in die griechische Regierung, den eingeschlagenen Weg nach Ende des Hilfsprogramms fortzuführen, wird im Folgenden der die Entwicklung der Kreditfähigkeit messende cepDefaultIndex für Griechenland aktualisiert.

## 2 Aufbau und Aussagekraft des cepDefault-Indexes<sup>5</sup>

Der cepDefault-Index misst, wie sich die Kreditfähigkeit einer Volkswirtschaft insgesamt – also nicht nur die des Staates – entwickelt. Er berücksichtigt neben dem Staat auch das Kreditverhalten der Finanzwirtschaft, Unternehmen und Konsumenten. Der Index setzt am Niveau der kapazitätssteigernden Investitionen ( $I^k$ ) einer Periode und am Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo (GFS) an, der den Auslandskreditbedarf einer Volkswirtschaft abbildet. Der Index wird aus der Summe von  $I^k$  und GFS gebildet; beide Größen werden in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gemessen:  $\text{cepDefault-Index} = I^k + \text{GFS}$ .

---

<sup>1</sup> Vgl. [Kullas et al. \(2016\): Umverteilung zwischen den EU-Mitgliedstaaten](#).

<sup>2</sup> Stand Ende 2017.

<sup>3</sup> Für weitere Informationen zur Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) siehe [Kullas et al. \(2016\): Umverteilung zwischen den EU-Mitgliedstaaten](#).

<sup>4</sup> Der Primärüberschuss gibt das öffentliche Defizit ohne Berücksichtigung von Schuldzinszahlungen an.

<sup>5</sup> Für eine ausführliche Erläuterung siehe [Gerken/Kullas/Brombach \(2017\): cepDefault-Index, Kapitel 2](#).

Risikokategorie 1 (grüne Ampel) bedeutet: Die Kreditfähigkeit nimmt zu. Risikokategorie 2 (gelbe Ampel) bedeutet: Die Entwicklung der Kreditfähigkeit ist unbestimmt. Risikokategorie 3 (rot-gelbe Ampel) bedeutet: Die Kreditfähigkeit nimmt ab. Risikokategorie 4 (rote Ampel) bedeutet: Die Kreditfähigkeit nimmt seit drei oder noch mehr Jahren kontinuierlich ab; die Erosion der Kreditfähigkeit ist kein vorübergehendes, sondern ein strukturelles Problem; Kreditunfähigkeit droht oder ist faktisch eingetreten.

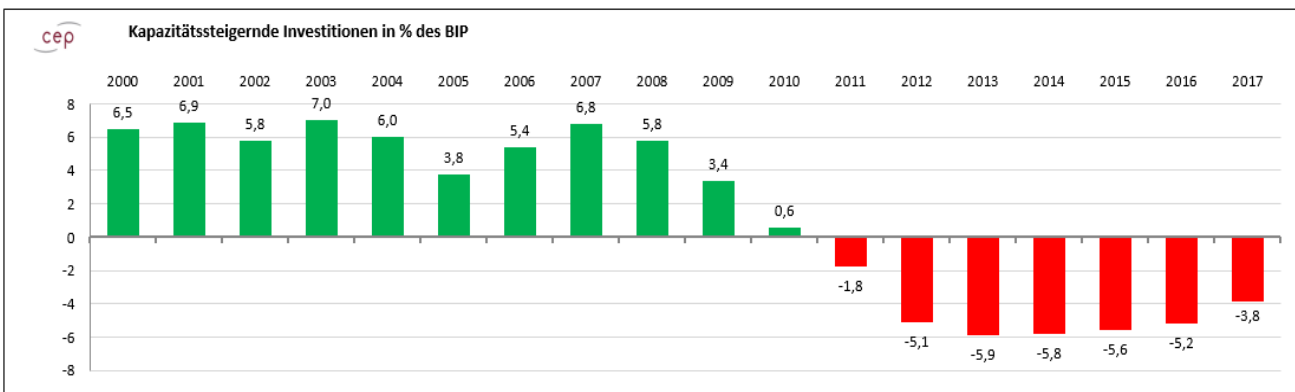
### 3 Der cepDefault-Index für Griechenland

**Überblick:** Griechenland ist nach wie vor nicht kreditfähig. Daran haben die Finanzhilfen, die im Mai 2010 begannen und im August 2018 enden, nichts geändert.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risiko-kategorie	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
I <sup>k</sup>	6,5	6,9	5,8	7,0	6,0	3,8	5,4	6,8	5,8	3,4	0,6	-1,8	-5,1	-5,9	-5,8	-5,6	-5,2	-3,8
GFS	-6,6	-8,0	-8,2	-9,9	-7,3	-8,0	-10,2	-13,4	-14,2	-11,5	-9,6	-8,3	-2,4	0,2	-0,1	2,4	0,9	0,0
I <sup>k</sup> + GFS	-0,1	-1,1	-2,4	-2,9	-1,3	-4,2	-4,8	-6,6	-8,4	-8,1	-9,0	-10,1	-7,5	-5,7	-5,9	-3,2	-4,3	-3,8

**Kapazitätssteigernde Investitionen (I<sup>k</sup>):** Der griechische Kapitalstock schrumpft nun bereits seit sieben Jahren. Allein im vergangenen Jahr verringerte er sich um 3,8% des BIP. Immerhin verlangsamt sich dieser Prozess seit 2014 kontinuierlich. Dies ist insbesondere auf eine Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen zurückzuführen. Bei diesen Investitionen hat Griechenland fast den Durchschnitt des Euroraums erreicht. Nach wie vor schwach sind jedoch die Investitionen in geistiges Eigentum. Hier liegt Griechenland weit unter dem Euro-Raum-Durchschnitt.

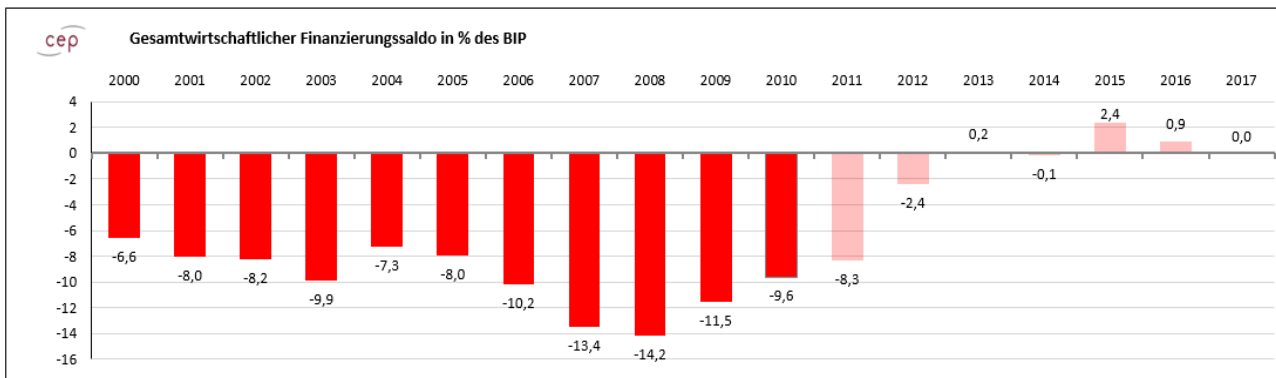
Dass der Kapitalstock nach wie vor schrumpft, liegt in erster Linie an fehlenden privaten Investitionen. Die öffentlichen Netto-Investitionen waren 2017 positiv.<sup>6</sup> Die von den internationalen Geldgebern geforderten Sparmaßnahmen haben somit genug Raum für öffentliche Investitionen gelassen.



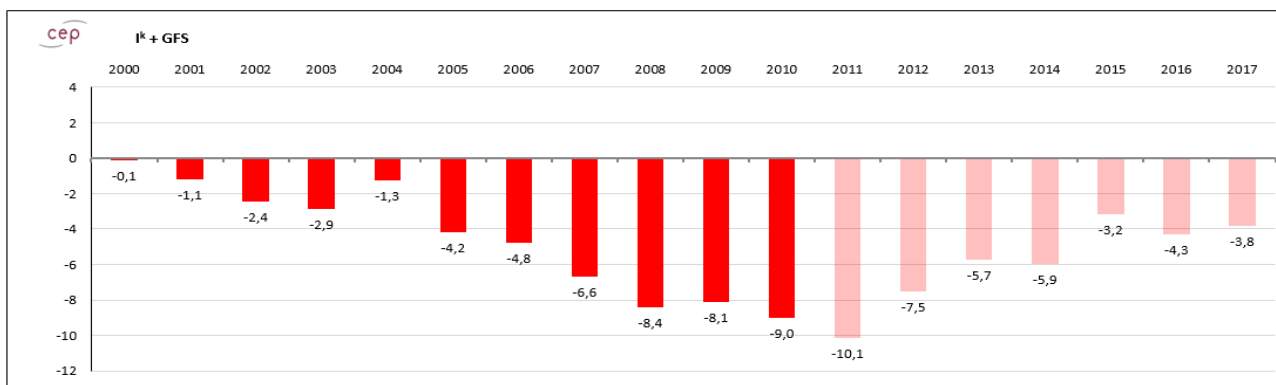
**Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS):** Griechenland war zwischen 2000 und 2012 Nettokapitalimporteur: Das Land verschuldete sich im Ausland und deckte so seinen Kreditbedarf. Ab 2010 ersetzten die Finanzhilfen private Kapitalimporte. 2013 und 2014 wurde dies durch eine zunehmende Kapitalflucht aufgrund politischer Unsicherheit und mangelnder Standortattraktivität konterkariert, so dass der Saldo

<sup>6</sup> Vgl. Datenbank der Europäischen Kommission, Ameco, online unter: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm](http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm), abgerufen am 17.08.2018.

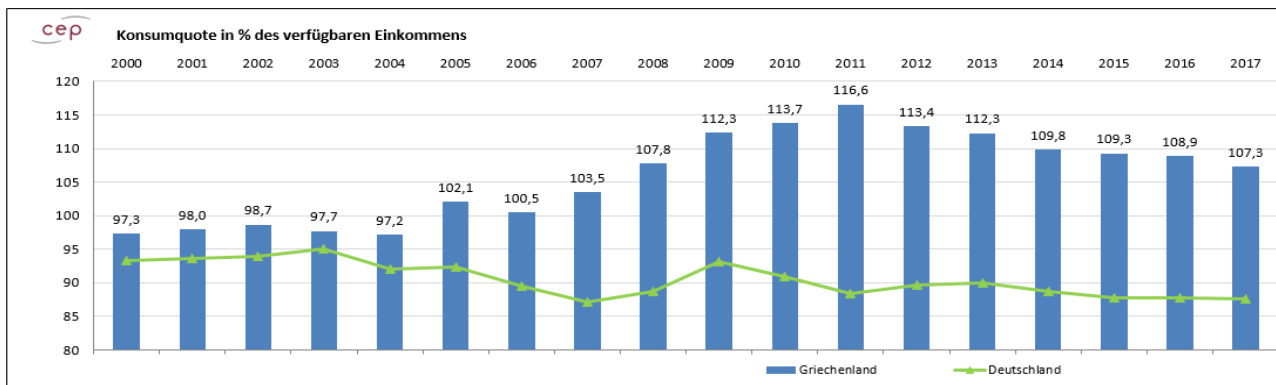
nahezu ausgeglichen war. 2015 exportierte das Land sogar per saldo Kapital. Statt in Griechenland – zumindest im Umfang der Abschreibungen – zu investieren, zogen die Kapitaleigner eine Kapitalanlage im Ausland vor. Nachdem Mitte 2015 Kapitalverkehrskontrollen eingeführt worden waren, reduzierte sich der Kapitalexport 2016 um fast zwei Drittel und war 2017 wieder Null.



**I<sup>k</sup> + GFS:** Seit 2000 ist die Summe aus I<sup>k</sup> und GFS negativ. Bis 2010 waren hierfür die teils massiven Kapitalimporte ursächlich. Seit 2012 ist dies hauptsächlich auf den schrumpfenden Kapitalstock zurückzuführen.



**Konsumquote:** Die griechische Konsumquote sinkt zwar seit 2012. Dies geschieht aber zu langsam und in zu geringem Umfang. 2017 betrug sie noch immer 107,3% des verfügbaren Einkommens – gegenüber z.B. 87,6% in Deutschland und 93,1% in der EU insgesamt. Das Land lebt damit im 13. Jahr in Folge über seine Verhältnisse. Geld, das für Investitionen dringend benötigt wird, wird stattdessen für Konsum ausgegeben. Dies behindert den Konsolidierungsprozess und schürt Zweifel am Sanierungswillen des Landes.



## 4 Fazit

**Befund:** Griechenland ist nach wie vor nicht kreditfähig. Der Weg zur Wiederherstellung der Kreditfähigkeit ist noch weit. Entscheidend wird der Reform- und Sanierungswille der griechischen Regierung und die Bereitschaft der Bevölkerung zum Konsumverzicht sein. Es besteht nach acht entbehrensreichen Jahren die Gefahr, dass das Ende des dritten Hilfsprogramms die zaghafte Entwicklungen zum Besseren zum Erliegen kommen lässt. Ob Griechenland dauerhaft ohne Finanzhilfe auskommen wird, ist daher zweifelhaft.

**Ursache:** Die Erosion der griechischen Kreditfähigkeit ist seit 2011 auf den schrumpfenden Kapitalstock des Landes zurückzuführen. Dieser Trend hat sich in den vergangenen Jahren verlangsamt, ist jedoch nach wie vor nicht gestoppt. Zudem ist das Land weiterhin nicht wettbewerbsfähig. Dass das griechische BIP im vergangenen Jahr um 1,4% gewachsen ist, darf nicht darüber hinwegtäuschen. Denn dieses Wachstum ist allein darauf zurückzuführen, dass der Konsum zugenommen hat und die Nettoinvestitionen – immerhin – nicht mehr ganz so negativ waren wie im Vorjahr.<sup>7</sup> Die Entwicklung des Außenbeitrags<sup>8</sup> hat hingegen einen negativen Wachstumsbeitrag geleistet, da die Importe stärker zunahm als die Exporte. Dies und die weiterhin negativen Investitionen – die Volkswirtschaft desinvestierte auch 2017 – zeigen, dass Griechenland nach wie vor nicht wettbewerbsfähig ist. Die EU-Kommission erwartet, dass der Außenbeitrag auch 2018 und 2019 nichts zum Wirtschaftswachstum beisteuern wird.<sup>9</sup> Insgesamt besteht daher die Gefahr, dass der gegenwärtige konjunkturelle Wirtschaftsaufschwung nicht nachhaltig ist.

Problematisch ist zudem die nach wie vor zu hohe Konsumneigung der griechischen Volkswirtschaft. Allerdings sinkt die Konsumquote langsam. Sollte sich das Wirtschaftswachstum als nicht nachhaltig herausstellen, könnte die Konsumquote jedoch wieder sprunghaft steigen.

**Handlungsempfehlung:** Die griechische Regierung muss die Haushaltskonsolidierung konsequent fortsetzen. Zudem müssen Maßnahmen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit und zur Erhöhung der Standortattraktivität ergriffen werden. Nur so kann sichergestellt werden, dass das Wirtschaftswachstum nicht allein von der inländischen Nachfrage abhängt. Die Maßnahmen der griechischen Regierung sollten zudem darauf abzielen, dass die Konsumquote unter 100% sinkt. Dies würde die Sparquote erhöhen, so dass mehr Kapital für Investitionen zur Verfügung steht. Attraktive Investitionsbedingungen vorausgesetzt, könnte so der Abbau des Kapitalstocks und damit der weitere Verfall der Kreditfähigkeit gestoppt werden.

Vor diesem Hintergrund ist es sachgerecht, dass die Eurostaaten auch nach Ende des dritten Hilfsprogramms weiter Einfluss auf das Handeln der griechischen Regierung nehmen. Hierfür haben sie einen Großteil der am 21. Juni 2018 zugesagten Schuldenerleichterungen unter den Vorbehalt gestellt, dass die griechische Regierung weitere Reformen umsetzt.

---

<sup>7</sup> Vgl. [EU-Kommission \(2018\): Spring 2018 Economic Forecast – Greece, S. 87f.](#)

<sup>8</sup> Der Außenbeitrag ergibt sich aus der Veränderung des Exportvolumens minus der Veränderung des Importvolumens.

<sup>9</sup> Vgl. [EU-Kommission \(2018\): Spring 2018 Economic Forecast – Greece, S. 89.](#)