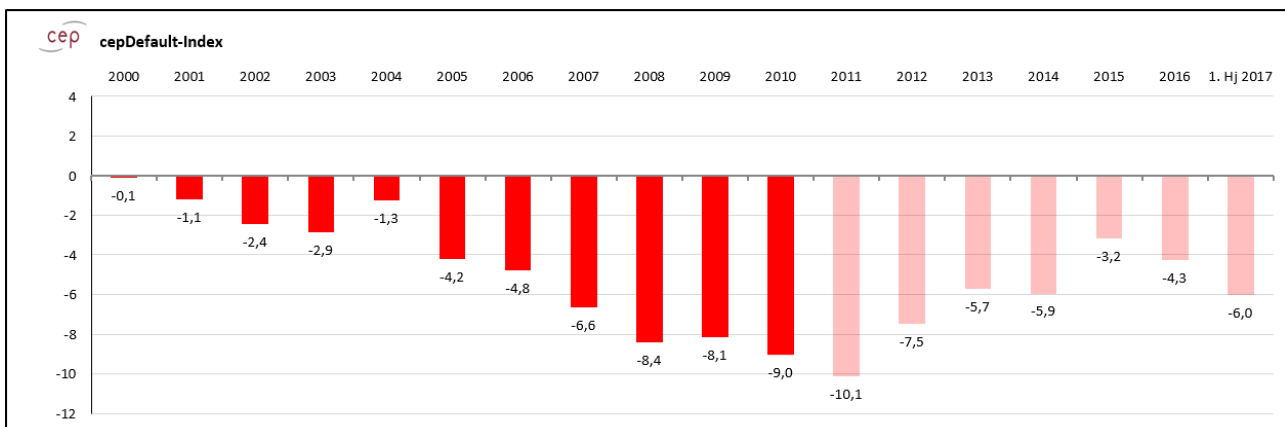


cepDefault-Index Griechenland

Mangelnde Kreditfähigkeit Griechenlands

Prof. Dr. Lüder Gerken, Dr. Matthias Kullas und Till Brombach

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. Hj 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	-6,7
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	0,7
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	-6,0



Im August läuft das dritte Hilfsprogramm für Griechenland aus. Spätestens dann soll sich der griechische Staat wieder vollständig am Kapitalmarkt refinanzieren können. Vor diesem Hintergrund hat das cep die Entwicklung der Kreditfähigkeit Griechenlands untersucht:

- ▶ Griechenland ist nach wie vor nicht kreditfähig. Daran haben die drei Rettungspakete seit 2010 nichts geändert. Griechenland wird daher nicht ohne ein viertes Rettungspaket auskommen.
- ▶ Dies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass der Kapitalstock des Landes seit 2011 ununterbrochen schrumpft, im ersten Halbjahr 2017 sogar mehr als jemals zuvor. Das Land verarmt weiter.
- ▶ Ursache ist zum anderen die viel zu hohe Konsumquote, der mit Abstand höchsten aller EU-Staaten. Sie liegt mit 112% des verfügbaren Einkommens deutlich über der kritischen 100%-Schwelle.

1 Aufbau und Aussagekraft des cepDefault-Indexes

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 Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo (GFS), der den Auslandskreditbedarf einer Volkswirtschaft abbildet, und am Niveau der kapazitätssteigernden Investitionen (I^k) einer Periode an. Der Index wird aus der Summe von GFS und I^k gebildet; beide Größen werden in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gemessen: $\text{cepDefault-Index} = \text{GFS} + I^k$.¹

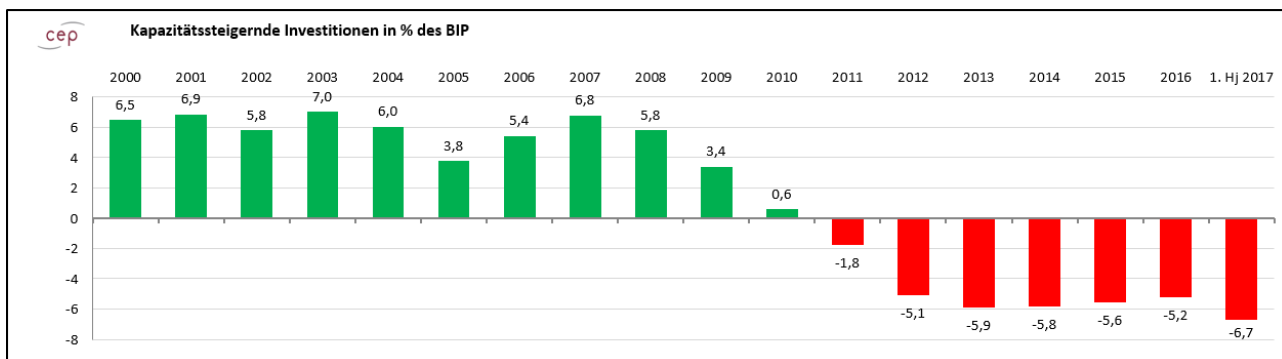
Risikokategorie 1 (grüne Ampel) bedeutet: Die Kreditfähigkeit nimmt zu. Risikokategorie 2 (gelbe Ampel) bedeutet: Die Entwicklung der Kreditfähigkeit ist unbestimmt. Risikokategorie 3 (rot-gelbe Ampel) bedeutet: Die Kreditfähigkeit nimmt ab. Risikokategorie 4 (rote Ampel) bedeutet: Die Kreditfähigkeit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

2 Der cepDefault-Index für Griechenland

Überblick: Die griechische Kreditfähigkeit erodiert nach wie vor. Daran haben die Finanzhilfen, die im Mai 2010 begannen, nichts geändert. Griechenland ist weiterhin nicht kreditfähig.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. HJ 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	-6,7
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	0,7
$I^k + \text{GFS}$	-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	-6,0

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Der griechische Kapitalstock schrumpft nun bereits seit sechseinhalb Jahren. Allein im ersten Halbjahr 2017 verringerte er sich um 6,7% des BIP. Dies ist nicht nur der mit Abstand höchste Wert aller EU-Mitgliedstaaten, sondern auch der höchste jemals gemessene Rückgang im Land selbst. Der schrumpfende Kapitalstock ist sowohl auf mangelnde öffentliche als auch auf mangelnde private Investitionen zurückzuführen, wobei letztere die Hauptursache sind.² Alles in allem zeigt dies, dass die Rahmenbedingungen für ausländische und heimische Investitionen in Griechenland nach wie vor nicht attraktiv sind.

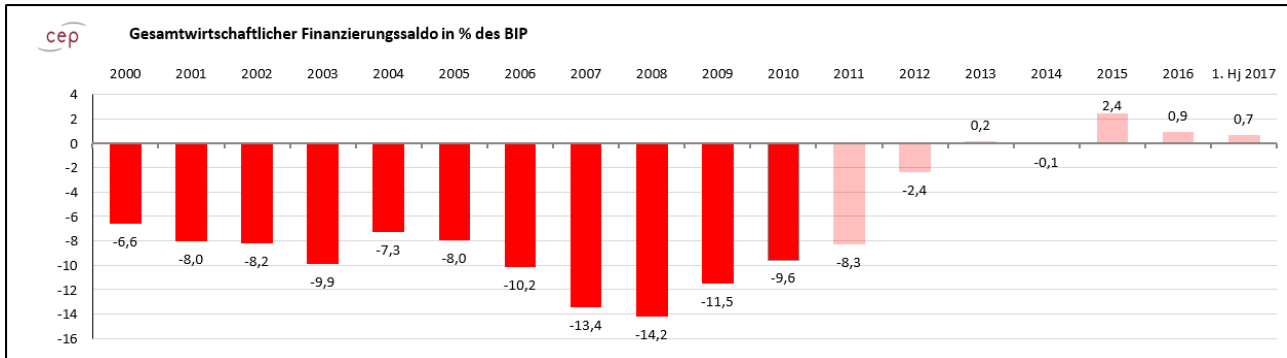


¹ Für eine ausführliche Erläuterung siehe Gerken/Kullas/Brombach (2017): cepDefault-Index, Kapitel 2.

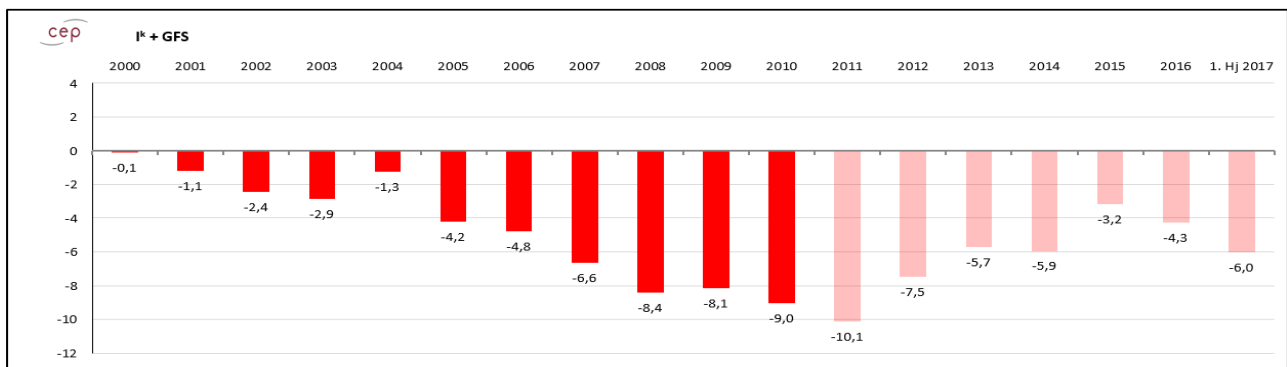
² Vgl. Datenbank der Europäischen Kommission, Ameco online unter:

http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm, abgerufen am 12.01.2018.

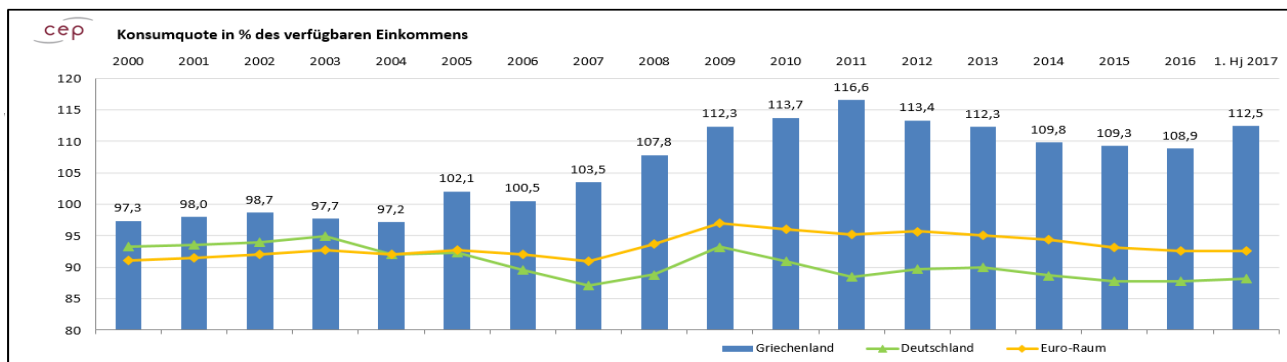
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Griechenland verschuldete sich zwischen 2000 und 2012 jedes Jahr per saldo im Ausland, wobei der griechische Netto-Kapitalimport seit 2009 kontinuierlich zurückging. In den vergangenen zweieinhalb Jahren wurde Griechenland sogar zum Netto-Kapitalexporteur. Dieser Kapitalexport ist jedoch problematisch, da zeitgleich der griechische Kapitalstock schrumpft. Der Kapitalexport ist damit kein Zeichen einer international wettbewerbsfähigen Wirtschaft, sondern von Kapitalflucht. Deren Umfang hat sich gegenüber den beiden Vorjahren allerdings verringert.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS ist über den vollständigen Beobachtungszeitraum negativ. Anfangs waren hierfür die massiven Kapitalimporte ursächlich. Seit 2012 ist dieser Umstand insbesondere auf den schrumpfenden Kapitalstock zurückzuführen.



Konsumquote: Bereits seit 2005 liegt die griechische Konsumquote ausnahmslos über der kritischen Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens. Im ersten Halbjahr 2017 stieg sie nochmals deutlich auf 112,5% an. Dieser Wert liegt nicht nur erheblich über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 92,6%, sondern ist sogar mit weitem Abstand der höchste aller EU-Mitgliedstaaten.



³ Zu den Vor- und Nachteilen beider Maße: Gerken/Kullas/Hohmann (2013): CEP-Default-Index 2013, Kap. 4.4.

Befund: Griechenland ist nach wie vor nicht kreditfähig. Daran haben die drei Rettungspakete seit 2010 nichts geändert. Griechenland dürfte daher dauerhaft nicht ohne ein viertes Rettungspaket auskommen.

Ursache: Die fehlende Kreditfähigkeit Griechenlands ist zum einen darauf zurückzuführen, dass der Kapitalstock des Landes seit 2011 schrumpft. Das Wachstum der griechischen Volkswirtschaft im vergangenen Jahr ist vor diesem Hintergrund konjunkturell bedingt und nicht nachhaltig, solange die kapazitätssteigernden Investitionen negativ sind. Letzteres weist deutlich auf eine nach wie vor geringe internationale Standortattraktivität Griechenlands hin. Solange sich dies nicht ändert, wird Griechenland seine Kreditfähigkeit nicht wiedergewinnen. Die fehlende Kreditfähigkeit Griechenlands ist zum anderen auf die zu hohe Konsumneigung der griechischen Bevölkerung und des griechischen Staates zurückzuführen.

Handlungsempfehlung: Damit Griechenland wieder kreditfähig wird, muss das Land für heimische und ausländische Investoren attraktiver werden. Hierzu müssen die Rahmenbedingungen für Investitionen verbessert werden. Voraussetzung für letzteres ist die Senkung der Konsumquote unter 100% des verfügbaren Einkommens, so dass Mittel für Investitionen frei werden. Insbesondere müssen die öffentlichen Ausgaben stärker investiv verwendet werden.

Allem voran muss das Land Reformen umsetzen, von denen es auch überzeugt ist. Die beste Medizin hilft nicht, wenn der Patient glaubt, dass der Arzt ihn vergiften möchte.