



Dr. Daniel Hartmann
Fundamentale Analyse

Wird Griechenland den Kopf aus der Schlinge ziehen?

22. März 2010

www.bantleon.com

Von der Weltwirtschafts- zur Staatsschuldenkrise

Die heutigen Regierungen wollten nicht den gleichen Fehler wie ihre Vorgänger vor 80 Jahren machen. Anstatt zu sparen, stemmten sie sich mittels riesiger Konjunkturpakete gegen die jüngste Weltwirtschaftskrise. Mit einigem Erfolg – der wirtschaftliche Absturz wurde im Frühjahr 2009 gestoppt. Das Ganze könnte sich jedoch als Pyrrhus-Sieg entpuppen, denn mittlerweile tritt die Kehrseite dieser Politik zutage: Die westlichen Industrieländer haben einen Berg an Staatsschulden angehäuft. Nach Schätzungen der OECD wird der öffentliche Schuldenstand im Verhältnis zum BIP im Durchschnitt der OECD 2011 bei über 100 % liegen – eine in Friedenszeiten einmalige Entwicklung. Der renommierte Harvard-Ökonom *Kenneth Rogoff* nahm dies zum Anlass, eine ganze Serie von Staatsbankrotten zu prognostizieren.

Als einer der heissesten Kandidaten gilt Griechenland und zwar aus mehreren Gründen. *Erstens* liegt das Land bei den Schuldenkennziffern im Jahr 2009 (laufendes Budgetdefizit 12,7 %, Schuldenstand 113 %, jeweils im Verhältnis zum BIP) weltweit an der Spitze. *Zweitens* lavierte der griechische Staat seit seiner Unabhängigkeit (1830) immer wieder am Rande des Staatsbankrotts. *Drittens* haben die hellenischen Regierungen seit Jahren die tatsächliche Lage der Staatsfinanzen »verschleierte«.

Alles zusammen hat seit Herbst 2009 zu einem rapiden Verfall der griechischen Kreditwürdigkeit geführt. Die Regierung sah sich schliesslich gezwungen, die Notbremse zu ziehen und ein ehrgeiziges Sparprogramm zu verkünden. Kann Griechenland damit das Ruder nochmals herumreissen oder ist der Offenbarungseid unvermeidlich?

Die Ausgangslage in Griechenland

Problematisch an der Situation Griechenlands und anderer Industrieländer ist insbesondere der sprunghafte Anstieg der Schuldenquoten. So hat z. B. die EU-Kommission in der vergangenen Herbstprognose Griechenland im Jahr 2020 eine Defizitquote von 200 % prophezeit, sollte sich an der Fiskalpolitik nichts ändern. Das Gefährliche

daran ist, dass parallel zur Schulden- auch die Zinslastquote anschwillt, d. h., ein immer grösserer Anteil der Staatseinnahmen wird für den Zinsendienst verwendet, was irgendwann zum Verlust des fiskalpolitischen Handlungsspielraums führt.

Erstes Ziel einer nachhaltigen Haushaltspolitik muss es daher sein, die Schuldenstandsquote konstant zu halten, wofür zwei Bedingungen erforderlich sind: Zum einen die Deckung der laufenden Staatsausgaben durch die laufenden Staatseinnahmen. Mit anderen Worten: Der sogenannte Primärsaldo (Defizit unter Ausklammerung der Zinszahlungen) sollte ausgeglichen sein.

Zum anderen dürfen aber auch die Altlasten nicht ausser Acht gelassen werden: Für die bislang aufgelaufenen Schulden müssen Zinsen gezahlt werden. Wächst der Zinsendienst rascher als das Wirtschaftswachstum, nimmt die Defizitquote zu – auch bei einem ausgeglichenen Primärsaldo. Zusammenfassend lässt sich sagen: Damit die Defizitquote (d) konstant bleibt ($\Delta d = 0$), muss der Nominalzins (i) dem Nominalwachstum (y) entsprechen und das Primärdefizit (pd) null betragen:

$$\Delta d = (i - y) d + pd$$

Seit dem Beitritt zur Währungsunion (2001) wäre es demnach ein Leichtes für Griechenland gewesen, den Schuldenstand zu reduzieren. Das nominale Wachstum lag zwischen 2001 und 2008 im Mittel bei 7,3 %, während der durchschnittliche Nominalzins auf die Staatsschuld lediglich 5,3 % betrug. Ein ausgeglichener Primärsaldo hätte also genügt, um die Defizitquote jährlich um 2,0 Prozentpunkte zu reduzieren. Dieses günstige Umfeld hat die griechische Regierung jedoch nicht genutzt: Die Defizitquote verharrte bei 100 %. 2009 verschlechterten sich die Verhältnisse dann dramatisch. Das nominale Wachstum stürzte auf -1,0 % ab, während die nominalen Zinsen bei 5,0 % verharrten. Es wäre also ein primärer Budgetüberschuss von 6,0 % erforderlich gewesen, um die Schuldenstandsquote zu stabilisieren! Das tatsächliche Ergebnis lag jedoch bei -7,7 %, was zu einem Sprung in der Defizitquote von über 13,0 % führte.

Für den zukünftigen Erfolg der Budgetkonsolidierung ist es daher ganz entscheidend, dass

Griechenland einen primären Budgetüberschuss erreicht, das Zinsniveau moderat und das Wachstum möglichst hoch ausfällt.

Die erste Konsolidierungsetappe dürfte gelingen

Mit dem Stabilitätsprogramm vom 15. Januar will die griechische Regierung frisch voranschreiten. Geplant ist, das primäre Budgetdefizit von aktuell 7,7% des BIP bis ins Jahr 2013 in einen Überschuss von 3,2% des BIP zu verwandeln (vgl. Tab. 1). Anders gesagt: Der öffentliche Finanzierungssaldo soll gemessen am BIP innerhalb von vier Jahren einen Swing von knapp 11,0 Prozentpunkten vollziehen.

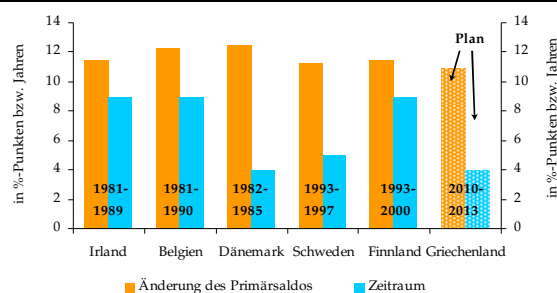
Tab. 1: Stabilitätsprogramm Griechenlands

in %	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Wachstum	2.0	-2.0*	-0.3	1.5	1.9	2.5
Inflation	4.2	1.2	1.4	1.9	1.8	1.8
Budgetsaldo	-7.7	-12.7	-8.7	-5.6	-2.8	-2.0
Primärsaldo	-3.2	-7.7	-3.5	-0.2	2.6	3.2
Defizitquote	99.2	113.4	120.4	120.6	117.7	113.4

Quelle: EU-Kommission, BANTLEON; *endgültiger Wert steht noch aus

Die Pläne der griechischen Regierung sind äusserst ambitioniert, aber nicht beispiellos. So gelang es Dänemark in den Jahren 1982 bis 1985 und Schweden in den Jahren 1993 bis 1997 – also innerhalb von vier bzw. fünf Jahren –, den primären Budgetsaldo um über 10,0 Prozentpunkte zu verbessern (vgl. Abb. 1). Auch Finnland (1993 bis 2000), Irland (1981 bis 1989) oder Belgien (1981 bis 1990) konnten ähnliche Konsolidierungserfolge erzielen, benötigten dafür aber eine Zeitspanne von acht bis zehn Jahren.

Abb. 1: Beispiele erfolgreicher Budgetkonsolidierung



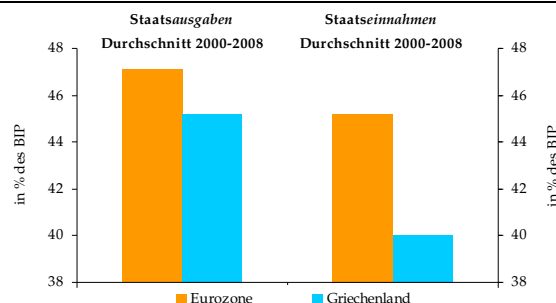
Quelle: EU-Kommission, BANTLEON

Gleich den schwersten Brocken hat sich die hellenische Regierung für das erste Jahr vorgenommen – allein 2010 soll das primäre Budgetdefizit um vier Prozentpunkte reduziert werden (von 7,7% auf 3,5%). Die zur Erreichung dieses Ziels angekündigten Konsolidierungsvorschläge umfassen mittlerweile ein Volumen von 14,4 Mrd. EUR (= 6,0% des BIP), die sich zu 60% auf eine Verbesserung der Einnahmensituation und zu 40% auf Ausgabenkürzungen verteilen. Zu den wichtigsten Massnahmen zählen die Erhöhung der Mehrwertsteuer um zwei Pro-

zentpunkte (Einnahmeneffekt: +1,2 Mrd. EUR), Verbrauchssteueranhebungen (+2,2 Mrd. EUR), Kürzungen der Lohnkosten sowie Pensionsansprüche im öffentlichen Dienst (-3,5 Mrd. EUR), der Kampf gegen Steuerhinterziehung und die Abschaffung von Steuerbefreiungen (je +1,1 Mrd. EUR).

Dass der Schwerpunkt der Konsolidierungsbemühungen auf der Einnahmenseite liegt, sollte dabei nicht verwundern. Wie Abb. 2 zeigt, nimmt Griechenland bei den Staatsausgaben (abgesehen von den Personalkosten) keine Spitzenposition ein. Mit Blick auf Umfang und Vollzug bei der Einkommenssteuer befindet sich der hellenische Staat hingegen zum Teil auf dem Stand eines Entwicklungslandes.

Abb. 2: Griechenland hat ein Einnahmenproblem



Quelle: Eurostat, BANTLEON

Aus unserer Sicht stellt das Fiskalpaket einen ersten seriösen Schritt in Richtung Fiskalkonsolidierung dar. Die Massnahmen sind mittlerweile so umfangreich, dass auch bei einem spürbar schrumpfenden BIP, das Planziel erreicht werden kann. Daneben sind wir auch hinsichtlich des Vollzugs zuversichtlich. Die meisten Steuererhöhungen sind bereits in Kraft getreten (etwa die Mehrwertsteuererhöhung) und zur Durchsetzung des restlichen Budgetplans steht der Regierung eine ausreichende parlamentarische Mehrheit zur Verfügung. Auch in der Bevölkerung besitzt der Ministerpräsident laut Umfragen noch die notwendige Unterstützung – die zahlreichen Protestaktionen scheinen mehr Ausdruck der Ohnmacht als des echten Aufbegehrens zu sein.

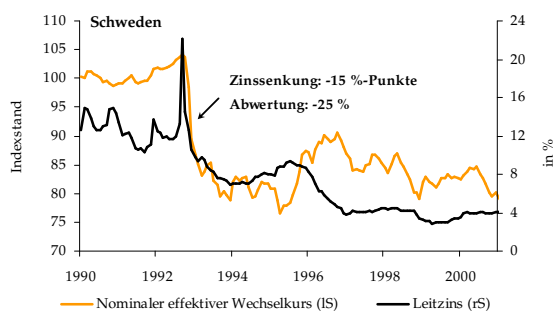
Alles in allem stehen somit die Chancen gut, dass die Regierung ihr selbst gestecktes Ziel 2010 erreicht. Die Frage ist allerdings, zu welchem Preis dies geschieht und ob sich der Erfolg fortsetzt.

Die wirtschaftliche Stagnation bremst die künftigen Konsolidierungserfolge

In den kommenden drei Jahren will die griechische Regierung den primären Budgetsaldo um weitere sieben Prozentpunkte verbessern. Wie das geschehen soll, liess sie aber noch offen. Eine tragende Rolle wird jedoch der Konjunktur zugeschrieben. In ihrem Stabilitätsprogramm unterstellen die

Verantwortlichen für die Jahre 2011 bis 2013 Wachstumsraten zwischen 1,5 % bis 2,5 % (vgl. Tab. 1), was konjunkturbedingte Mehreinnahmen bzw. reduzierte Ausgaben zur Folge hat. Zieht man die obigen historischen Beispiele aus Dänemark, Schweden, Finnland etc. heran, erscheint ein solches Makro-Szenario gar nicht so abwegig. Meist kam es hier nur im ersten Jahr des Fiskalschocks zu einem Wirtschaftseinbruch. Schon im zweiten Jahr ging es wieder aufwärts.

Abb. 3: Sparhaushalte wurden zumeist von einer expansiven Geldpolitik flankiert



Quelle: IMF, Sveriges Riksbank, BANTLEON

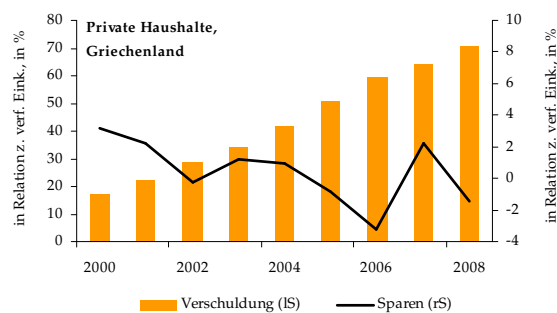
Dieses Szenario ist jedoch im Falle Griechenlands unrealistisch. Die Konsolidierung Schwedens, Finnlands, Dänemarks, Irlands und Belgiens fiel nicht nur in eine Zeit der robusten weltwirtschaftlichen Erholung (Mitte der 1980er bzw. der 1990er Jahre). Daneben hatten diese Länder die Möglichkeit, ihre restriktive Fiskalpolitik mit einer expansiven Geldpolitik zu kombinieren. Die Leitzinsen wurden jeweils spürbar gesenkt und in den meisten Fällen wurde zugleich eine deutliche Abwertung der heimischen Währung zugelassen (ein prominentes Beispiel ist Schweden, siehe Abb. 3). Griechenland kann hingegen kaum auf Schützenhilfe vonseiten der EZB bauen, die ihre Leitzinspolitik an der gesamten Währungsunion und damit primär an den grossen Euroländern ausrichtet.

Dabei wäre gerade im Falle Griechenlands eine Abwertung bitter nötig. Das Land hat seit Beginn der Währungsunion gegenüber den übrigen Euroländern massiv an preislicher Wettbewerbsfähigkeit eingebüsst. So haben die Lohnstückkosten Griechenlands seit dem Jahr 2000 um 34 %, in Deutschland jedoch nur um 7 % zugelegt. In einer Untersuchung zur Wettbewerbsentwicklung in der Eurozone kommt die EU-Kommission daher zu dem Ergebnis, dass gemessen an den griechischen Kosten- und Preisindizes der Euro um 15 % überbewertet ist (unter Berücksichtigung der deutschen Kosten- und Preisindizes herrscht hingegen eine Unterbewertung von ca. 10 %).

Um an Konkurrenzfähigkeit zu gewinnen, wird Griechenland nichts anderes übrig bleiben, als in

den kommenden Jahren die Produktivität kräftig zu steigern und in der Lohnentwicklung deutlich hinter dem EU-Durchschnitt zurückzubleiben. Und die Hellenen haben keine andere Wahl, als auf eine Exportstrategie zu setzen – denn eine Rückkehr zum alten Wachstumsmodell ist nicht möglich.

Abb. 4: Kreditgetriebener Konsumboom auch in Griechenland



Quelle: Banque of Greece, Eurostat, BANTLEON

Ähnlich wie in den USA, Grossbritannien und Spanien fusste das hohe Expansionstempo zwischen 2001 und 2008 auf dem privaten Verbrauch. Die Konsumnachfrage wurde dabei durch die lockere Kreditvergabe der Banken angeregt. Als Folge davon zog die Verschuldung der griechischen Konsumenten massiv an (vgl. Abb. 4). Mit der Finanzmarktkrise wurde dem kreditgetriebenen Boom indes ein jähes Ende bereitet. Hinzu kommt, dass die jetzt beschlossene restriktive Fiskalpolitik primär auf Kosten der Konsumnachfrage geht. So werden die Steuererhöhungen und Lohnkürzungen das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte 2010 um mehr als 6,0 % reduzieren. In ähnlicher Grössenordnung dürfte auch der private Verbrauch sinken.

**Tab. 2: BANTLEON-Szenario:
Der Konsolidierungsprozess wird langwierig**

in %	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Wachstum	-2.0	-3.0	0.0	0.0	0.5	1.0	1.0	1.5
Inflation*	1.2	3.0	1.0	0.5	0.5	0.5	1.0	1.5
Zinsen**	5.0	5.3	5.1	5.0	4.9	4.8	4.8	4.8
Primärsaldo	-7.7	-3.5	-2.0	-0.5	0.5	1.5	2.5	3.0
Defizitquote	113.4	122.9	129.9	136.3	141.1	144.3	145.8	145.4

Quelle: EU-Kommission, BANTLEON,
*gemessen am HVPI, **Durchschnittszins auf die Staatsschulden

Alles in allem rechnen wir damit, dass die griechische Exportwirtschaft im laufenden und in den kommenden Jahren aufgrund der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit nur unterdurchschnittlich an der weltwirtschaftlichen Erholung partizipiert und die Konsum- neben der Staatsnachfrage zu einem permanenten Belastungsfaktor avanciert. **In unserem eigenen Szenario gehen wir daher davon aus, dass das BIP 2010 deutlich schrumpft und danach für zwei Jahre stagniert (vgl. Tab. 2).**

Griechenland am Rande der Deflation

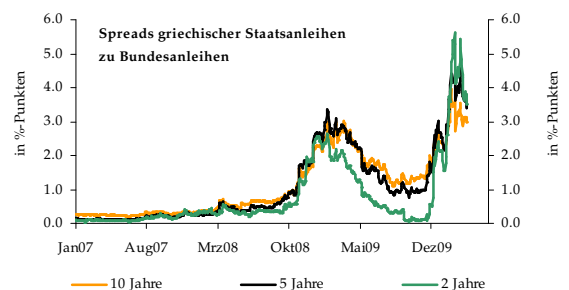
Als Folge der schwachen Konjunktur und der Notwendigkeit einer mehrjährigen zurückhaltenden Lohnpolitik wird die griechische Inflationsrate ab 2011 deutlich unter den EUR-Durchschnitt fallen. 2010 werden zunächst jedoch die administrativen Preiserhöhungen einen temporären Teuerungsschub auslösen (vgl. Tab. 2).

Insgesamt dürfte das nominale Wachstum im laufenden und den beiden nächsten Jahren keine Unterstützung bei der Reduzierung des öffentlichen Finanzierungssaldos sein. Um die Ziele des Defizitabbaus 2011/2012 dennoch einzuhalten, wird die Regierung daher nicht umhinkommen weitere »Grausamkeiten« (Steuererhöhungen und Lohnkürzungen) zu beschliessen. Angesichts der bereits erbrachten Opfer werden die nächsten Sparrunden jedoch kaum den Umfang des laufenden Jahres erreichen. Wir halten bestenfalls weitere Reduzierungen beim primären Defizit von 1,0 % bis 1,5 % pro Jahr für realistisch. **Damit zieht sich der Konsolidierungsprozess jedoch eindeutig in die Länge (vgl. Tab. 2) – die Regierung wird ihren Zeitplan ab 2011 nicht einhalten!**

Die Zinsen bleiben über dem Nominalwachstum

Können niedrige Zinsen den Prozess des Schuldenabbaus beschleunigen? In den Jahren 2005 bis 2007 sank der Durchschnittszins auf die Gesamtschuld Griechenlands auf unter 5,0 % – die Hellenen mussten damit gegenüber Deutschland lediglich einen Aufschlag von 30 Bp akzeptieren. Mit der Finanzmarktkrise hat sich dies geändert. Bei 10-jähriger Laufzeit stiegen die Risikoaufschläge zu deutschen Bundesanleihen in der Spitze auf knapp 400 Bp (bei 2-jährigen Papieren sogar auf 560 Bp, vgl. Abb. 5).

Abb. 5: Die Risikoaufschläge sind immer noch hoch



Quelle: Bloomberg, BANTLEON

Der Kurswechsel in der Fiskalpolitik und die – wenn auch vagen – Hilfszusagen aus Brüssel haben für eine erste Entspannung gesorgt. Bei der jüngsten Anleihenemission (10 Jahre Laufzeit) begnügten sich die Investoren mit einem Aufschlag von 320 Bp. Im weiteren Jahresverlauf dürften sich die

Fortschritte in der Fiskalkonsolidierung immer deutlicher in konkreten Zahlen widerspiegeln (monatlich werden Budgetsalden veröffentlicht). Wir gehen daher davon aus, dass sich der Einengungstrend bei den Spreads fortsetzt und die zyklischen Tiefststände des vergangenen Jahres (108 Bp im August 2009 bei 10-jährigen Anleihen) wieder erreicht werden. Zugleich erwarten wir, dass die Geldpolitik nur langsam den Fuss vom Gaspedal nimmt und somit in den nächsten zwei bis drei Jahren das Niedrigzinsumfeld erhalten bleibt.

Dieser recht günstige Zinsausblick ändert aber nichts daran, **dass die durchschnittlichen Refinanzierungskosten des Staates in den nächsten Jahren permanent über dem nominalen Wachstum liegen** (vgl. Tab. 2). Dies bedeutet zugleich, dass die Defizitquote erst dann sinken kann, wenn die griechische Regierung wieder primäre Budgetüberschüsse erzielt, was wir nicht vor 2013 erwarten.

Der Konsolidierungsprozess dauert länger – am Ende dürfte aber ein »Happy End« stehen

Fazit: Wir sind zuversichtlich, dass die griechische Regierung ihr Budgetziel im ersten Jahr erreicht. Danach wird sich die Konsolidierung jedoch in die Länge ziehen, weil vom nominalen Wirtschaftswachstum so gut wie keine Unterstützung ausgeht. Die Regierung ist daher gezwungen, weitere Sparpakete zu beschliessen, die indes im Umfang deutlich kleiner ausfallen werden als im Jahr 2010. Mit einem Rückgang in der Schuldenstandsquote rechnen wir daher nicht vor 2016 – bis dahin dürfte sie in Richtung 150 % angestiegen sein.

Ungeachtet dessen wäre auch beim Eintreten unseres Szenarios der Kurswechsel in der griechischen Fiskalpolitik gewaltig. Immerhin würde es der griechischen Regierung gelingen, innerhalb von sieben bis acht Jahren den primären Budgetsaldo (gemessen am BIP) um mehr als 10 Prozentpunkte zu verbessern und damit den fiskalpolitischen Handlungsspielraum zurückzugewinnen. Eine Leistung, die anderen Ländern in den vergangenen Jahrzehnten nur unter wesentlich günstigeren Rahmenbedingungen geglückt ist.

Dies sollten auch die EU-Regierungen in der aktuellen Diskussion um einen möglichen Notfallplan für Griechenland berücksichtigen und nicht zu sehr auf die strikte Einhaltung des Konsolidierungsplans pochen. Letzteres gilt umso mehr, als eine Reduzierung der Risikoprämien für die Sanierung der griechischen Staatsfinanzen enorme Vorteile brächte. Gelänge es, den durchschnittlichen Nominalzins um 100 Bp zu senken, hätte dies den gleichen Entlastungseffekt wie eine Mehrwertsteuererhöhung von fünf Prozentpunkten.