

Finanzkollaps in Griechenland: Reformen oder Dauer-Bailout?

Schwache Wettbewerbsfähigkeit erzeugt Sparzwang

Ognian N. Hishow

Am 24. Februar 2015 beschlossen die Finanzminister der Eurogruppe, die Laufzeit der Finanzhilfen aus dem zweiten Griechenlandpaket bis Ende Juni des Jahres zu verlängern. Auch der Deutsche Bundestag billigte diese Entscheidung mit klarer Mehrheit. Nun kann Griechenland kommende Fälligkeiten an den IWF und die EZB bedienen. Allerdings wurde unmittelbar nach der Einigung geargwöhnt, dass auch nach Ablauf des aktuellen Programms weitere beträchtliche Hilfen an Athen geleistet werden müssten, um eine dennoch nicht auszuschließende Insolvenz abzuwenden. Der spanische Wirtschaftsminister de Guindos sprach von 30 bis 40 Milliarden Euro; Eurogruppenpräsident Dijsselbloem bot Griechenland kurzfristige Hilfen zur Überbrückung plötzlicher Engpässe an. Das wirft die Frage auf, ob und wenn ja wann das Land zum Wachstum und damit zur Kreditaufnahme auf dem privaten Finanzmarkt zurückkehren dürfte.

Träfen die jüngsten Gerüchte zu, würden sich die öffentlichen und privaten Finanzhilfen der Partner an Griechenland seit 2010 auf 377–387 Milliarden Euro belaufen: 240 Milliarden aus den beiden IWF/EZB/Euro-raum-Paketen und 107 Milliarden aus dem freiwilligen Schuldenschnitt der privaten Gläubiger von 2012, zuzüglich der von de Guindos geschätzten Summe.

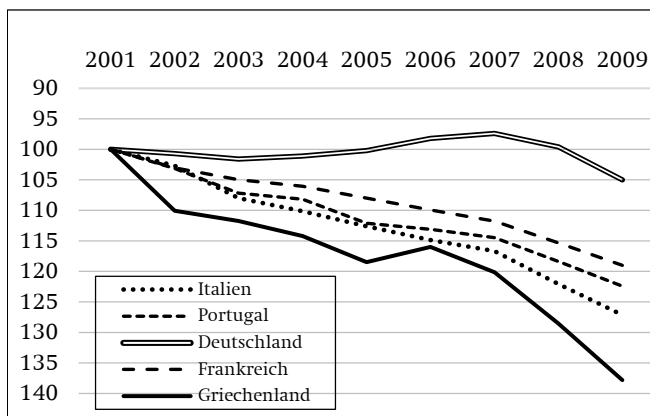
Ungeachtet dieser enormen Beträge ist die griechische Wirtschaft nach wie vor in einer desolaten Lage. Das war nicht immer so: Gemessen am Kaufkraftstandard und je Einwohner war Griechenland 1981, also im Jahr des EG-Beitritts, einer der wohlhabendsten Mitgliedstaaten der EG, reicher als das

damals kriselnde Großbritannien. Das Pro-Kopf-Einkommen übertraf dasjenige Spaniens um 30, das von Portugal um 50 und das der Türkei um 60 bis 70 Prozent. Inzwischen ist Griechenland weit zurückgefallen, auch hinter einige ostmitteleuropäische neue Mitgliedstaaten, deren Einkommen je Einwohner noch 2004 geringer war als das griechische. Hauptgrund war der ungleichgewichtige Einkommensanstieg seit Beginn der EG-Mitgliedschaft. Die nominalen Lohnstückkosten explodierten (idealerweise sollten sie konstant bleiben), die langfristigen Zinsen waren zweistellig, ab 2000 halbierte sich die Sparquote – alles Ursachen für und Folgen von Wettbewerbsverlust.

Es ist die Auslandsschuld, nicht die öffentliche Schuld, stupid!

Griechenland ist seit 2001 Mitglied der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU/ Eurozone). Deshalb muss die griechische Wirtschaft relativ zu den Partnern im Euro-Raum auf Dauer wettbewerbsfähig bleiben. Langfristig hat Griechenland jedoch massiv an Wettbewerbsfähigkeit verloren (siehe Grafik).

Wettbewerbsdivergenz* in der WWU, 2000er Jahre



* Realer Wechselkurs auf Basis nominaler Lohnstückkosten. Höhere Werte bezeichnen mehr Wettbewerbsverlust.

Quelle: EU-Kommission.

Unzureichende Wettbewerbsfähigkeit manifestiert sich in der Regel in Leistungsbilanzdefiziten, weil das Land seine Importe nicht aus seinen Exporterlösen bezahlen kann. Leistungsbilanzdefizite sind jedoch kein Problem, solange sie gleichgewichtig sind, also aus dem Wachstum heraus beglichen werden. Dafür muss das Defizit in Prozent des BIP kleiner oder gleich der BIP-Wachstumsrate bleiben. Ist diese Voraussetzung erfüllt, stellen die Finanzmärkte Kredite in Form von Kapitalimport zur Verfügung. Diese werden in der nächsten Wachstumsrunde abbezahlt, so dass keine nennenswerte Auslandsschuld aufläuft. In Griechenland hingegen waren insbesondere seit seinem WWU-Beitritt beträchtliche, nicht gleichgewichtige Nettoimporte zu verzeichnen, was eine hohe Auslandsschuld nach sich zog. Das wurde zum Problem, denn wenn ihr Volumen eine bestimmte

Schwelle überschreitet, verweigern die Finanzmärkte die Refinanzierung, wie 2009/10 geschehen. Dieser Punkt war erreicht, als die griechische Auslandsschuldenquote, multipliziert mit dem WWU-Zinssatz, die griechische BIP-Wachstumsrate überstieg. Die Auslandsschuld wuchs schneller als die Wirtschaft und war somit nicht tragfähig.

Für die Kreditwürdigkeit eines Landes ist es daher weitgehend unerheblich, ob die öffentliche Hand Haushaltsdefizite verursacht. Was zählt, ist die nationale Sparleistung. Die in Prozent des BIP teils zweistelligen griechischen Leistungsbilanzdefizite in den 2000er Jahren kamen zustande, weil das Land, also der Staat, der private Unternehmenssektor und der Sektor der Privathaushalte, langfristig zu wenig gespart bzw. zu viel konsumiert haben. Die Finanzmärkte haben jenen WWU-Mitgliedstaaten den Kredit verweigert, die zwar gesunde öffentliche Finanzen aufwiesen, aber mit nicht tragfähigen Leistungsbilanzdefiziten zu kämpfen hatten: Portugal, Spanien, Estland, Lettland, Litauen, Slowenien sowie Bulgarien, das seine Geldpolitik der EZB übertragen hat. Belgien hingegen, ein WWU-Mitglied mit chronisch hoher öffentlicher Schuldenquote, aber mit Leistungsbilanzüberschüssen, hat keine Schwierigkeiten am Finanzmarkt. Das gilt mit Abstrichen auch für Italien.

Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit ist sozial schmerzhaft

Leistungsbilanzdefizite eines WWU-Mitgliedstaates deuten auf eine reale Währungsaufwertung hin. Eine Währung mit festem Wechselkurs wertet in der Regel real auf, wenn das betreffende Land höhere Inflationsraten als die wettbewerbsstarken Partnerländer verzeichnet. Dies liegt daran, dass sich die Einkommen schneller entwickeln als die Produktivität, typisch für Griechenland ab Mitte der 1970er Jahre.

Um Kreditwürdigkeit wiederzuerlangen, muss eine Volkswirtschaft, deren Währung real überbewertet ist, eine reale Abwertung

erzielen, damit die Leistungsbilanzdefizite unter die kritische Schwelle zurückfallen. Die Marktkräfte nehmen das Inflationsdifferential ins Visier: Unterschiede bei Inflationsraten offener Volkswirtschaften, die miteinander Handel treiben und eigene Währungen besitzen, werden über nominale Wechselkursverschiebungen ausgeglichen, also durch Auf- und Abwertungen. In Währungsverbänden hingegen steht dieses Instrument nicht zur Verfügung. Deswegen beseitigen die Marktkräfte Inflationsdifferenziale mit Hilfe einer Reduzierung des Preisniveaus im wettbewerbsschwachen Land. Indem private Kapitalgeber einem Land (wie Griechenland ab 2009/10) die Finanzierung seiner Nettoimporte verweigern, erzwingen sie, dass das Preisniveau dort sinkt. Ziel ist es, die Preise in Einklang mit der verringerten Geldmenge zu bringen. Nettoimporte lassen die Geldmenge schrumpfen, da mehr Geld das Land verlässt als hereinkommt.

Am schnellsten lässt sich eine reale Abwertung in Griechenland erreichen, wenn die Arbeitseinkommen dort nominal zurückgehen. Die Folge wäre, dass die Leistungsbilanzdefizite tragfähig werden. Nominale Lohnkürzungen sind aber schwer durchzusetzen oder sehr zeitraubend. Möglich wäre auch, Leistungsbilanzdefizite über eine höhere Sparquote abzubauen. Überwiegend entscheiden sich die Regierungen dafür, das Haushaltsdefizit zu minimieren. Ausgabenkürzungen und/oder Steuererhöhungen sollen den Haushalt ausgleichen oder Überschuss erzielen helfen. Allerdings besteht die Gefahr, dass diese Strategie in einer Krise nur mäßig erfolgreich ist.

Alles in allem wird ein Einkommensrückgang auf breiter Basis eingeleitet, um die reale Aufwertung umzukehren. Diese sogenannte interne Abwertung (im Unterschied zur nominalen Abwertung in Ländern mit unabhängiger Geldpolitik) ist sozial schmerzhaft, wie in Portugal, Spanien und Italien gesehen, ja kaum machbar, wie der griechische Fall zeigt. Es gibt zwar Alternativen, wie Produktivitätsgewinne über Innovationen und technolo-

gischen Fortschritt, insbesondere im verarbeitenden Sektor. Doch diese sind in Griechenland wegen seiner schmalen industriellen Basis kurzfristig nicht zu verwirklichen.

Mit Wachstumsprogrammen aus der Krise?

Die sozial schmerzhafteste reale Anpassung seit 2010 hat Proteste in Griechenland hervorgerufen und in politischen Kreisen europaweit sowie in den USA die Frage aufgeworfen, ob nicht Ausgaben für Wachstum besser gewesen wären bzw. ob eine wirtschaftspolitische Kehrtwende weg vom Sparen vollführt werden sollte. Solange aber Griechenland die reale Überbewertung des »griechischen Euros« nicht überwunden hat, wären Ausgabenprogramme nichts als Strohfeuer. Sobald das Geld nicht mehr fließt, würde die Wirtschaft in die Rezession zurückfallen. Andere Kritiker der (mit Deutschland assoziierten) Sparpolitik, so der Wirtschaftsnobelpreisträger Paul Krugman, fordern Berlin auf, schuldenfinanzierte Ausgabenprogramme aufzulegen, um die Güternachfrage aus dem Süden der WWU und damit die dortigen Wirtschaften zu beleben. Verlangt wird unter anderem auch, das Preisniveau in Deutschland zu erhöhen, um das Inflationsdifferential zum Süden zum Verschwinden zu bringen. Solche Vorschläge kollidieren jedoch mit den Entscheidungsregeln und Pflichten in der WWU. Deutschland etwa hat sich schon 2009 verfassungsmäßig zu einem ausgeglichenen Haushalt ohne nennenswerte strukturelle Defizite verpflichtet (konjunkturelle Defizite sind uneingeschränkt erlaubt). Auch ist es wirtschafts- und einkommenspolitisch kaum möglich, ausreichende Lohnsteigerungen und damit Inflation in Deutschland zu erzielen, ohne die öffentlichen Haushalte zu sprengen. Nur im öffentlichen Sektor könnte die Politik massive Lohnsteigerungen durchsetzen, nicht jedoch im Unternehmenssektor.

Kritik entzündet sich auch am Sparen in einer Rezession, weil die Minderausgaben

des öffentlichen Sektors über einen makroökonomischen Mechanismus, den Einkommensmultiplikator, bewirken, dass das BIP schrumpft. Allerdings ist das Sparen ein Korrektiv. Es begünstigt Leistungsbilanzüberschüsse und Wachstum, etwa indem die Exporte wieder anziehen. Die wachsende Exportnachfrage gleicht dabei die rückläufige Nachfrage des Staates aus. Auf diese Weise haben die baltischen Staaten und Bulgarien ihre Krise überwunden.

Ausblick

Es ist nicht gesichert, dass Athen die Rückkehr zum außenwirtschaftlichen Gleichgewicht und zu den internationalen Finanzmärkten bald schafft. Wenn ein WWU-Mitglied nicht real abwerten bzw. seine unhaltbaren Leistungsbilanzdefizite nicht glaubhaft abbauen kann, wird es in einer Dauerkrise verharren.

Deutschland sollte *kurzfristig*, das heißt bis zum Sommer 2015, dafür Sorge tragen, dass eine Insolvenz und damit ein ungeordneter Ausstieg Griechenlands aus der Eurozone vermieden werden. Im äußersten Fall müsste der komplette Schuldendienst eingefroren werden in der Hoffnung, dass der Haushalt ohne Kreditaufnahme auskommt, da inländische Sparer Bankeinlagen abziehen und das Geld horten oder im Ausland anlegen. Anhaltende Leistungsbilanzdefizite könnten über ein verlängertes ELA-Programm der EZB oder besser noch mit direkten EZB-Kreditfinanzierungen finanziert werden. Andernfalls müssten Finanztransfers aus dem ESM Athen über Wasser halten. Würde Syriza, die gerade die ersten Stabilisierungserfolge nach fünf Jahren zunichte macht, bei vorgezogenen Parlamentswahlen abgewählt, müsste sich zeigen, ob ihr Nachfolger die Reformanstrengungen neu aufgreift. Wenn nicht, wird es politisch schwierig werden, der deutschen Öffentlichkeit zu erläutern, warum ein unkooperativer Partner zu hohen Kosten in der WWU gehalten wird.

Davon wird auch die *langfristige Option* abhängen. Höchstwahrscheinlich wird

Athen nicht so bald zahlungsfähig sein, so dass es ab dem Sommer 2015 nach weiteren Finanzhilfen, vielleicht ohne Beteiligung des IWF, rufen dürfte. Dauertransfers an Athen nach dem Muster nationaler Finanzausgleichsmodelle wären zwar eine Lösung, weil Griechenland an institutioneller Schwäche leidet, die keine Troika reparieren kann. Wie sonst ist zu erklären, dass nach fünf Jahren Anpassung die Nettoauslandsposition des Landes um ein Viertel schlechter geworden ist? Vor allem hat das Wirtschaftswachstum jahrzehntelang an defizitfinanzierten Staatsausgaben gehangen, während der Unternehmenssektor wenig innovativ ist: Der Beitrag des technischen Fortschritts zum Wachstum war ab den 1970er Jahren negativ oder meistens schwach. Seit Einführung des Euro hat auch noch eine Deindustrialisierung stattgefunden. Auf der Doing-Business-Rangliste der Weltbank und dem Corruption Perception Index von Transparency International ist Griechenland weit unten platziert. In einem solchen Umfeld verpuffen internationale Rettungsprogramme weitgehend wirkungslos.

Langfristige Zahlungen an Griechenland sind nur dann zu bewerkstelligen, wenn andere WWU-Mitglieder wie Spanien, Portugal, Italien und wohl auch Frankreich im gemeinsamen Währungsraum dauerhaft wettbewerbsfähig bleiben. Damit hätte es die WWU weniger mit einem Griechenland-Problem zu tun, sondern mit Erfolg oder Misserfolg des Euro in der weiteren südlichen Peripherie der WWU. Wichtig ist es zu verstehen, dass die derzeitige Lage in der Südperipherie keine Ausnahmereignung, keine vorübergehende Wirtschaftskrise ist, sondern ein Dauerzustand der notwendigen realen makroökonomischen Anpassung. Diese ist deutlich schmerzhafter als die nominale Anpassung über Wechselkursverschiebungen. Wenn die Gesellschaften und die politischen Akteure der südlichen WWU-Mitgliedstaaten diesen ständigen Druck nicht ertragen können oder wollen, ist eine Neuordnung der WWU wahrscheinlich.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2015
Alle Rechte vorbehalten

Das Aktuell gibt ausschließlich die persönliche Auffassung des Autors wieder

SWP
Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4
10719 Berlin
Telefon +49 30 880 07-0
Fax +49 30 880 07-100
www.swp-berlin.org
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364