

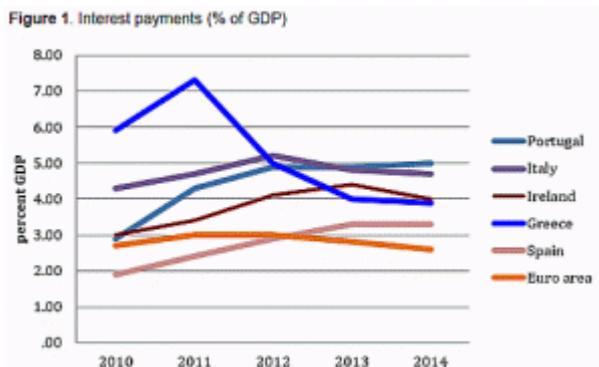
Griechenland – solvent, aber illiquide?

Description

[Paul de Grauwe untersucht](#) die Belastung von Mitgliedsländern der (südlichen) Peripherie durch ihre Schulden. Was Griechenland angeht, so hält er das Land im Prinzip für solvent, wenn auch illiquide. Hört, hört!

Bei dieser Einschätzung spielt eine wesentliche Rolle die explizite Restrukturierung der Schulden, als im Frühjahr 2012 private Gläubiger "Haircuts" über sich ergehen lassen mussten. Dadurch wurden die Schulden des griechischen Staates relativ zum BIP um etwa 30% reduziert. Zudem gab es eine Reihe von impliziten Restrukturierungen durch Verlängerung von Fälligkeiten und Reduktion der effektiven Zinsen. Dadurch sank die Zinslast seit 2011 fast um die Hälfte auf knapp 4% im Jahre 2014.

Die Zinslast anderer Länder der Peripherie veränderte sich hingegen kaum. Spitzenreiter ist auf Basis der Daten für 2014 gegenwärtig Portugal mit 5% vom BIP, gefolgt von Italien mit gut 4,7%, Irland kommt auf 4%, Portugal liegt knapp darunter, Spanien kommt auf gut 3,2%. Über alle Länder der Eurozone gemittelt wird knapp 2,7% des BIP erreicht.



Die Verzinsung der Schulden der einzelnen Problemländer stellt sich auf Basis der Daten für 2014 wie folgt dar: Portugal ist auch hier Spitzenreiter mit 3,8%, es folgen Italien und Irland mit je 3,6%, Spanien meldet 3,4% und Griechenland kommt auf 2,2%. Griechenlands Staatsschulden wiesen 2011 noch eine Verzinsung von mehr als 6,5% auf.

	Interest	nom. Growth	Difference
	r (%)	g (%)	r - g
Portugal	3,8	1,8	2,0
Italy	3,6	0,8	2,8
Ireland	3,6	4,0	-0,4
Greece	2,2	-1,0	3,2
Spain	3,4	2,2	1,2

Die Spalte (r – g) zeigt die Differenz zwischen Zinsen und nominalem Wachstum, je größer dieser Wert ist, je größer sind die Belastungen aus der effektiven Schuldenlast. Anders ausgedrückt, Griechenland etwa bräuchte ein nominales Wachstum von 2,2% (3,2% mehr als aktuell), um diese Belastungen zumindest zu kompensieren und sich zu stabilisieren. Nach dieser Rechnung bräuchte Italien ein Wachstum von 3,6%, 2,8% mehr als aktuell!



De Grauwe schließt: Griechenland ist schon dann solvent, wenn es zu relativ niedrigem nominalem Wachstum zurückfindet. Weil das Land keinen Zugang zum Kapitalmarkt hat, kann es seine Schulden nicht überwälzen auf eine günstigere Verzinsung, um die effektive Schuldenlast zu reduzieren. So bleibt nur Wachstum.

Austerität sei sicher nicht der richtige Weg, um dahin zu kommen, sagt de Grauwe – und das nicht trotz, sondern wegen einer BIP-Schuldenquote von 180%. Das Land hat seit 2009 ein kumulatives Wachstum des Primär-Überschusses von 18% des BIP erzielt und verzeichnet gleichzeitig eine kumulative Schrumpfung des BIP von 25%. Ausgehend von der relativ geringen effektiven Schuldenlast wird ein Programm gebraucht, das den Primärüberschuss bei etwas über Null hält. (Anm.: Aktuell liegt er bei 1,5 Mrd. Euro oder unter 1% des BIP, die Zielvorgaben der Troika lagen bei 4%).

Hinzu kommt, dass die EZB die Lage verschlimmert, schreibt de Grauwe. Sie folgt dem Prinzip, nur solventen Institutionen dann Geld zu leihen, wenn sie illiquide sind. Sie hält den griechischen Staat für insolvent, also nimmt sie griechische Anleihen nicht in ihre OMT- und QE-Programme auf. Aber sie kauft Staatsanleihen von Ländern in der Eurozone, die eine höhere effektive Schuldenlast als Griechenland haben. Das sei eine Fehleinschätzung, die dramatische Auswirkungen auf das griechische Bankensystem und darüber auf die griechische Wirtschaft insgesamt hat.

Die EZB sieht die griechischen Banken mit griechischen Staatsschulden in ihren Büchern nun selbst insolvent werden, weswegen sie ihr ELA-Programm nicht ausweitet, fährt de Grauwe fort. Da aber die griechischen Staatsschulden höchstwahrscheinlich tragbar sind, sollten die griechischen Banken gegen Hinterlegung von Sicherheiten in Gestalt griechischer Staatsschuldbriefe zusätzliche Liquidität bekommen können.

Indem die EZB dies ablehnt, verursacht sie eine unnötige Bankenkrise, die die Rezession vertieft, die Arbeitslosigkeit steigert und den griechischen Staatshaushalt durcheinander bringt. So verbleibt das Land auf der schiefen Bahn und das könnte es aus der Eurozone drängen. Daran hätte die EZB eine gewaltige Mitschuld, schreibt de Grauwe.

Und weiter: Die Gläubiger müssen die Realität akzeptieren – ihre Forderungen gegen den griechischen Staat sind signifikant weniger wert als auf dem Papier steht. Wenn man dann davon ausgeht, dass die (restrukturierten) griechischen Staatsschulden tragfähig sind, steht die Tür offen für eine Abschwächung der Sparanforderungen und erneuten Liquiditäts-Support der griechischen Banken durch die EZB.

Die griechische Bevölkerung hat sehr viel durchgemacht und einen sehr hohen Preis für frühere Fehler gezahlt. Jetzt sei es an der Zeit, dass die Politiker endlich der Realität ins Auge sehen und mit der Wahrheit herauskommen. Außerdem müssten sich einige von der Vorstellung verabschieden, eine ganze Nation für schlechtes Benehmen zu bestrafen, schließt de Grauwe.

Es nicht ganz klar, ob De Grauwe einen weiteren Schuldenschnitt für Griechenland fordert, aber es liegt nahe, dass er dies meint. Allerdings halte ich selbst bei einer Halbierung der Schulden die Aussicht, Griechenland könnte schnell auf 2% nominales Wachstum kommen, für sehr ambitioniert.

Ohne deutliche private und öffentliche Investitionen wird das kaum gelingen. Mag sein, dass ein Maßnahmenpaket, wie es de Grauwe sieht, hierzu gewisse Voraussetzungen schafft. Ich glaube weiterhin, ein Grexit wäre für das Land die mittelfristig beste Lösung.

Es lohnt sich darüber hinaus, den Blick auf andere „Kandidaten“ zu lenken, wie etwa auf das "kleine" Portugal und den "dicken Brocken" Italien. Hier liegen ausgehend von den öffentlichen Zinslasten die nächsten Krisenherde. Sie sind bezogen auf das BIP deutlich höher als die von

Griechenland!

Ergänzung:

Grundlage der Überlegungen von de Grauwe ist die folgende Formel.

$$\Delta D_t = \frac{(r-g)D_t}{1+g} - B_t$$

r: Effektive Verzinsung

g: nominales BIP-Wachstum

D: Schuldenquote zum Zeitpunkt t

B: Quote des Primärsaldos um Zeitpunkt t

Nachtrag:

(9.7.15) Ein [sehr schöner, bezeichnender Rückblick auf die Geschichte im Jahre 1998](#), als das Euro-Projekt in die heiße Phase kam. Schon damals war klar, dass die Schuldenkriterien für den Beitritt allerorten Makulatur waren. Und – dass die notwendige Folge eines solchen Währungsverbundes die Transferunion sein würde.