

»» No pain, no gain? Wirtschaftliche Anpassungsprogramme in Griechenland und Portugal

Nr. 146, 27. Oktober 2016

Autoren: Clemens Domnick, Stephanie Schoenwald, Telefon 069 7431-6446, research@kfw.de

Griechenland und Portugal wurden beide durch Rettungspakete der europäischen Partner und des IWF gestützt. Beide Länder standen zu Beginn der Programme vor ähnlichen wirtschaftlichen Herausforderungen, z. B. einer hohen (Neu-) Verschuldung und einem großen Leistungsbilanzdefizit. Die Programme sollten über Sparmaßnahmen und Strukturreformen die Wettbewerbs- und Schulden-tragfähigkeit wiederherstellen und eine baldige Rückkehr an die Kapitalmärkte ermöglichen. Dieser Anpassungsprozess war in Portugal erfolgreicher als in Griechenland, u. a. aufgrund sanfterer Sparvorgaben, schneller wachsender Exporte sowie größerer politischer Planungssicherheit. Der erfolgreiche Programmausstieg ist jedoch nur ein erstes Etappenziel zur Wiederherstellung von wirtschaftlicher Normalität, wie die aktuell angespannte Situation in Portugal verdeutlicht.

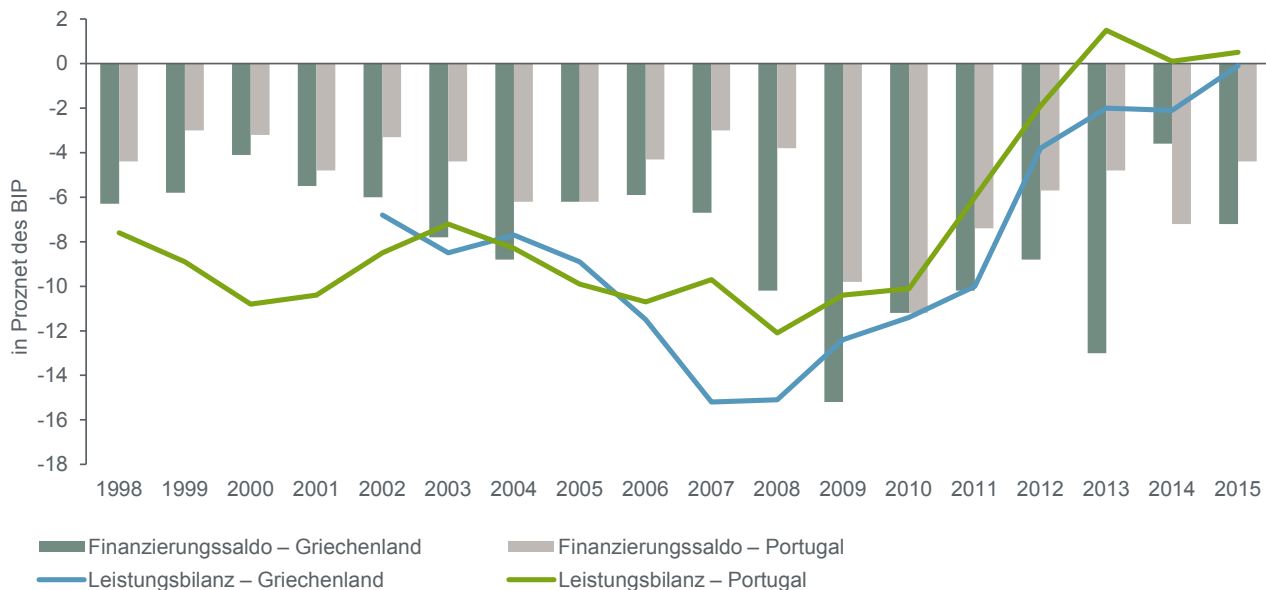
ten, seine öffentlichen Schulden zu refinanzieren und beantragte im April 2011 nach Irland als drittes Land finanzielle Unterstützung durch die Europäische Union und den IWF.

Auf den ersten Blick haben Portugal und Griechenland viele Gemeinsamkeiten. Beides sind „kleine“ Volkswirtschaften, beide liegen in der europäischen Peripherie und beide standen zum Zeitpunkt der Hilfsanträge vor ähnlichen wirtschaftlichen Herausforderungen; die öffentliche Verschuldung war hoch und der Zugang zum Kapitalmarkt eingeschränkt; beide Länder wiesen zudem ein „Zwillingsdefizit“ auf, also einen negativen Finanzierungssaldo und ein Leistungsbilanzdefizit (Grafik 1).

Ein wesentlicher Unterschied liegt jedoch in der Tatsache, dass Portugal das wirtschaftliche Anpassungsprogramm im Jahr 2014 früher als vorgesehen beenden und an die internationalen Kapitalmärkte zurückkehren konnte. Zu diesem Zeitpunkt wurde das portugiesische Anpassungsprogramm als Erfolg gewertet¹. Ein Blick auf angespannte Lage im Bankensektor und eine drohende Herabstufung der Kreditwürdigkeit zeigt, dass der Patient noch nicht über den Berg ist. Dennoch ist die Lage in Griechenland eine fundamental andere: Da das erste Hilfspaket nicht ausreichte, mussten

Griechenland war im Frühjahr 2010 das erste Land der Eurozone, welches finanzielle Unterstützung benötigte, um die Zahlungsverpflichtungen des Staates zur erfüllen. Die Hilfe war verbunden mit einem makroökonomischen Anpassungsprogramm der „Troika“ (Europäische Kommission, Europäische Zentralbank und Internationaler Währungsfond). In der beginnenden Eurokrise geriet auch Portugal in Schwierigkei-

Grafik 1: „Zwillingsdefizit“ in Portugal und Griechenland



Quelle: Eurostat, eigene Berechnung

Hinweis: Dieses Papier gibt die Meinung der Autoren wieder und repräsentiert nicht notwendigerweise die Position der KfW.

zwei weitere in den Jahren 2011 und 2015 geschnürt werden, begleitet von zahlreichen Krisengipfeln in Brüssel und dem drohenden „Grexit“. Um zu verstehen, warum Portugal im Gegensatz zu Griechenland der Ausstieg aus der Finanzhilfe (zunächst) geglückt ist, lohnt eine Gegenüberstellung der Programmannahmen und der wirtschaftlichen Realität besonders in der Phase zwischen 2010 und 2014.

Zielsetzung der ersten Programme

In der Konzeption ähneln sich die Anpassungsprogramme für Griechenland und Portugal stark. Als übergeordnete Programmziele werden angegeben: 1) das Wirtschaftswachstum anzukurbeln und (außenwirtschaftliche) Ungleichgewichte auszutarieren, 2) eine Rückkehr an den Kapitalmarkt durch Konsolidierung der öffentlichen Finanzen zu ermöglichen und 3) Finanzstabilität sowohl in den Programmländern als auch in der Eurozone zu gewährleisten. Um diese Ziele zu erreichen, werden die Finanzierungshilfen der Troika an konkrete Konditionen geknüpft. Diese umfassen z. B.:

- Sparmaßnahmen

Griechenland und Portugal hatten u. a. durch ihre hohe öffentliche (Auslands-) Verschuldung den Zugang zum Kapitalmarkt verloren. Eine Konsolidierung des Staatshaushaltes sollte das Vertrauen der Anleger wiederherstellen. Dafür wurden in den Programmen konkrete Ziele für das jährliche Defizit festgelegt. Durch eine ambitionierte und glaubhafte Sparpolitik sollte der hohe Schuldenstand auf ein nachhaltiges Niveau reduziert werden.

- Strukturreformen

Die Programme enthalten eine gezielte Liste an Strukturreformen; diese reichen von der Flexibilisierung des Arbeitsmarktes über die Öffnung von Produktmärkten und die Reform der Sozialversicherungssysteme bis zur effizienteren Ausgestaltung der öffentlichen Verwaltung. Die Reformen haben das Ziel, die Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen und die Voraussetzungen für mehr Exporte und Investitionen zu schaffen.

Erwartungen und Realität weichen voneinander ab

Obwohl sich die Programme gleichen, weichen die erzielten Ergebnisse erheblich voneinander ab. Dies zeigt sich bereits an der Diskrepanz zwischen den BIP-Prognosen, welche den ersten Programmen zu Grunde lagen und den tatsächlich realisierten Werten (Grafik 2).

Für beide Volkswirtschaften haben sich die Wachstumsannahmen im Nachhinein als zu positiv erwiesen. Dies gilt besonders für Griechenland: Dort lag das tatsächliche BIP im Jahr 2014 rund 20 % unter den Prognosewerten. Offensichtlich blieb das erste Griechenlandprogramm deutlich hinter den Erwartungen zurück. Doch wo hat es genau gehakt?

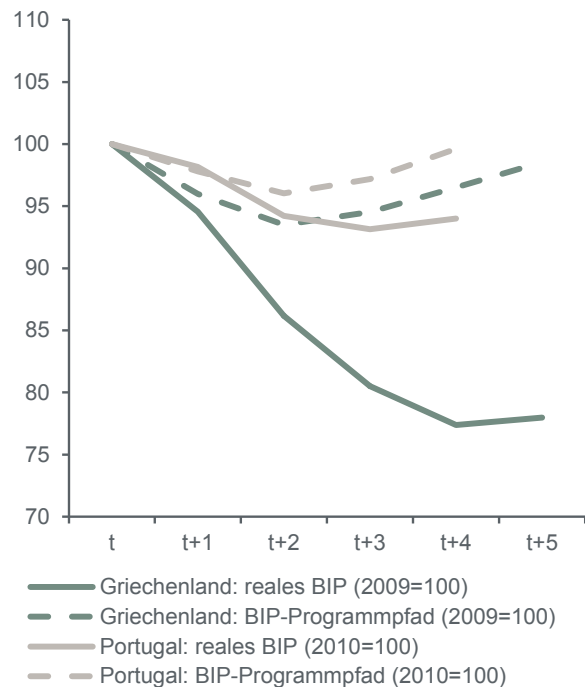
Sparen wir uns glücklich?

Portugal und Griechenland hatten den Zugang zum Kapitalmarkt auch aufgrund ihrer hohen Staatsverschuldung verloren. Um die angehäuften Schulden auf ein nachhaltiges Niveau zu drücken, wurden den Programmländern konkrete

Sparziele vorgegeben.

So sollten sich die Primärsalden, also die Differenz zwischen Staatseinnahmen und -ausgaben abzüglich der zu leistenden Zinszahlungen, verbessern und Überschüsse generiert werden. Unter dieser Betrachtung fallen die geplanten als auch die tatsächlichen Sparmaßnahmen für Griechenland höher aus (Grafik 3). Auch das strukturelle – also das um konjunkturelle Einflüsse bereinigte – Defizit als weiteres Maß für den Konsolidierungskurs bestätigt, dass besonders Hellas seinen Gürtel enger geschnallt hat: zwischen 2009 und 2012 fiel es für Griechenland um rund 13 Prozentpunkte, in Portugal dagegen nur um fünf.

Grafik 2: Pfad des tatsächlichen realen BIP und Programmpfad



Quellen: Eurostat, EU Kommission, eigene Berechnung

Eine Verringerung der staatlichen Nachfrage wirkt sich jedoch auf das Wirtschaftswachstum aus. Den genauen Zusammenhang misst der so genannte Fiskalmultiplikator. Generell gilt: Je höher der Wert des Multiplikators, desto stärker reagiert das BIP auf Änderungen der Staatsausgaben.

Die genaue Höhe des Multiplikators ist Gegenstand kontroverser Debatten unter Ökonomen. Fest steht, dass der Multiplikator über Länder hinweg variiert. Wahrscheinlich ist, dass er in Zeiten von wirtschaftlichen Abschwüngen² und Finanzkrisen³ höher ist. Eine Studie des IWF zeigt zudem, dass die Höhe des Fiskalmultiplikators zu Beginn der Krise stark unterschätzt wurde⁴. Zieht man makroökonomische Rahmenbedingungen, wie die Sparneigung, den Offenheitsgrad oder die Steuerbelastung, in Betracht, weist Griechenland einen relativ zu Portugal höheren Multiplikator⁵ auf.

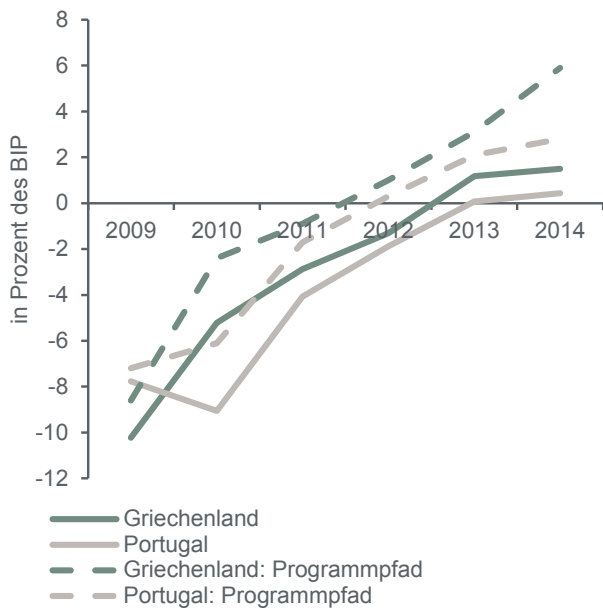
Als Folge hat sich die Austeritätspolitik in Griechenland durch zwei Faktoren stärker auf das Wirtschaftswachstum nieder-

geschlagen: a) die strikteren Sparziele und b) den (wohl) höheren – und von den Prognostikern unterschätzten – Multiplikator.

Ein Blick auf die Wachstumstreiber

Ein moderater Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität war in den Programmen bereits vorgesehen. Geplant war jedoch, dass der dämpfende Effekt einer reduzierten staatlichen Nachfrage durch andere Komponenten aufgefangen wird. So sollten Strukturreformen die Wettbewerbsfähigkeit erhöhen und das Exportwachstum ankurbeln. Somit lohnt ein Blick auf die Wachstumstreiber (Grafik 4).

Grafik 3: Primärsaldo (in Prozent des BIP)



Quellen: EU KOM, IMF WEO, eigene Berechnung

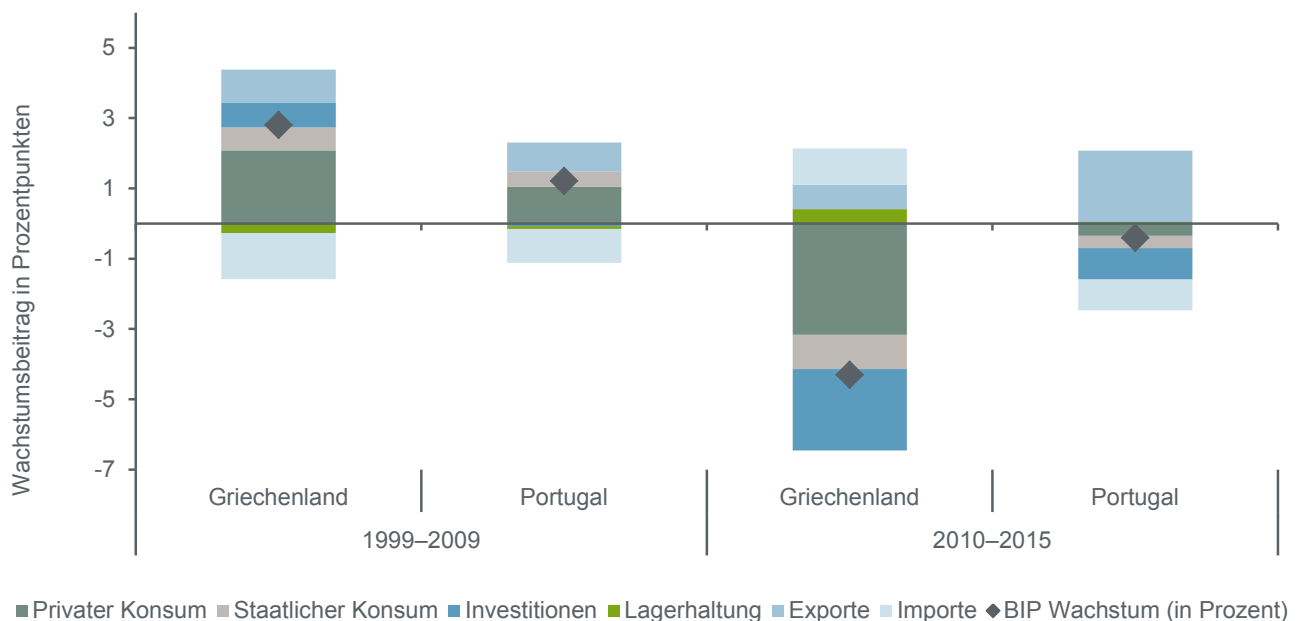
Das hohe Wirtschaftswachstum in der Vorkrisenzeit wurde in Portugal und Griechenland besonders durch den privaten Verbrauch und den Staatskonsum getrieben, während der Außenbeitrag, gemessen als Differenz zwischen dem Beitrag von Exporten und Importen, negativ war. In der Krise hat sich das Gewicht der Wachstumstreiber erwartungsgemäß verändert. Der Außenbeitrag hat das Vorzeichen gewechselt und ist für Portugal und Griechenland im Schnitt positiv. Vordergründig erscheint das Ziel der Programme, Wachstum durch einen verstärkten Export zu generieren, erfüllt. Bei genauer Betrachtung zeigt sich jedoch ein wesentlicher Unterschied: Während sich der Wachstumsbeitrag durch Exporte in Portugal mehr als verdoppelt hat, ist er in Griechenland im Schnitt leicht gefallen. Der positive Außenbeitrag erfolgte in Griechenland stattdessen durch den Einbruch der Importe.

Die griechischen Exporte stottern

Eine Volkswirtschaft mit eigener Währung kann durch eine Abwertung des nominalen Wechselkurses preisliche Wettbewerbsfähigkeit relativ zügig wiederherstellen und so das Exportwachstum ankurbeln. Portugal und Griechenland steht als Mitgliedsländern der Eurozone diese Option nicht zur Verfügung. Sie müssen den längeren und schwierigeren Weg über die interne Abwertung gehen: eine Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit durch die Anpassung der heimischen Preise und Löhne.

Erste Erfolge sind zu verzeichnen. Während die Lohnstückkosten in der Eurozone zwischen 2010 und 2015 um 5 % gestiegen sind, haben sie sich in Portugal um 5 %, in Griechenland sogar um 10 % verringert. Auch der reale effektive Wechselkurs hat im selben Zeitraum für die beiden Programmländer abgewertet: in Portugal um 2 %, in Griechenland um rund 8 %. Die Wettbewerbsfähigkeit hat sich somit verbessert.

Grafik 4: Durchschnittliche Entwicklung der Wachstumsbeiträge



Quelle: Ameco, eigene Berechnung

Im Gegensatz zu den portugiesischen Ausfuhren reagierten die griechischen Exporte von Waren und Dienstleistungen nur träge auf diese Veränderungen (Grafik 5). So blieben sie seit 2010 beinahe unverändert und zogen erst 2014 wieder leicht an. Dies steht im Kontrast zu den Annahmen des Programmes: Dort wird ein Exportwachstum von rund 5 % pro Jahr angenommen. Somit wurde – im Falle Griechenlands – die rückläufige Binnennachfrage nicht durch einen Impuls aus dem Ausland kompensiert, das Wachstum fiel daher geringer als erwartet aus. Das „Rätsel“ der fehlenden griechischen Exporte kann auf mehrere strukturelle Faktoren zurückgeführt werden.

Grafik 5: Griechenlands Exporte noch unter Vorkrisenniveau



Quelle: Eurostat

- Schwächere Exportbasis

Generell gilt: Eine bessere Einbindung in den Weltmarkt deutet auf Wettbewerbsvorteile im Exportsektor hin. Griechenlands Wirtschaft ist jedoch relativ geschlossen. So lag die Exportquote in 2010 bei nur 22 % des BIP, in Portugal um 8 Prozentpunkte höher. Zum Vergleich: In einem erfolgreichen Exportland wie Deutschland lag die Exportquote im Jahr 2010 bei 42 %. Demnach sind die Startvoraussetzungen für ein starkes Exportwachstum in Portugal prinzipiell besser als in Griechenland.

- Institutionelle Mängel

Legt man den „Ease of Doing Business“ Indikator zu Grunde, ein Indikator für die Qualität der Unternehmensregulierung, hat sich Griechenland weltweit von Rang 109 im Jahr 2010 auf Rang 60 im Jahr 2015 verbessert, Portugal von Rang 31 auf 23 im gleichen Zeitraum. Diese Erfolge sind beachtlich. Dennoch scheinen institutionelle Faktoren eine Bremse besonders für das Exportwachstum in Griechenland darzustellen.

Schätzungen gehen davon aus, dass Griechenland rund ein Drittel weniger exportiert als es die Fundamentaldaten des Landes eigentlich erwarten ließen⁶. Ein Großteil dieser Lücke kann durch die relativ schwachen institutionellen Faktoren

erklärt werden. So schneidet Griechenland bei Indikatoren zur Güte der Institutionen, Rechtsstaatlichkeit, oder Korruption generell schlechter als der EU-Durchschnitt ab. Auch im Hinblick auf die Produktmarktregulierung liegt Griechenland laut OECD deutlich über dem Durchschnitt der Eurozone. Eine eher wettbewerbsfeindliche und starre Regulierung verlangsamt die nötigen Anpassungsprozesse und verhindert u. a. den Markteintritt von neuen, dynamischen und exportorientierten Unternehmen.

- Mehr kleine Unternehmen

Für Firmen geht die Erschließung von Auslandsmärkten mit gewissen Fixkosten einher. Je kleiner das Unternehmen, desto schwieriger wird es, diesen Kostenblock zu stemmen. In Griechenland ist die Dichte an Kleinstunternehmen (kleiner als 10 Angestellte) mit 96,7 % weit über dem EU-Durchschnitt (92,7 %) und auch höher als in Portugal (95,2 %). Diese griechischen Kleinstunternehmen beschäftigen rund 60 % der Arbeitnehmer, in Portugal liegt dieser Wert nur bei rund 42 %.

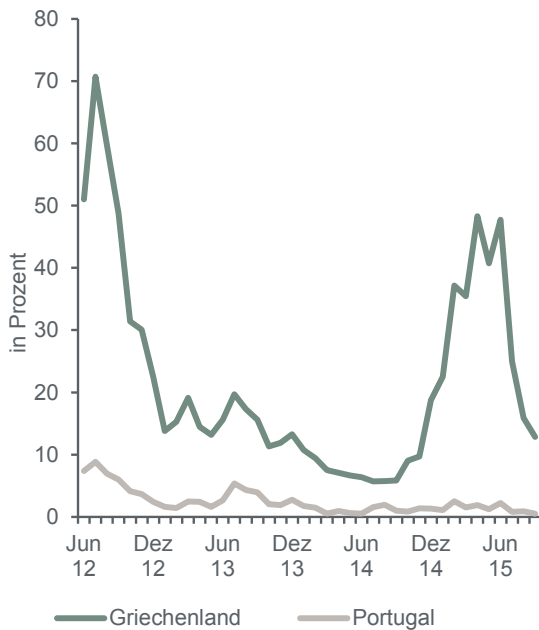
Auch die Politik hat Einfluss

Zu Beginn des Anpassungsprogrammes fand die Umsetzung der Programme in Portugal die Unterstützung der drei größten politischen Parteien. Im Laufe des Programmes fielen deren Umfragewerte nur leicht, gleichzeitig konnte sich keine radikale Partei etablieren. Trotz eines Regierungswechsels im Jahr 2015 und einer momentan angespannten politischen Lage erscheint die politische Situation während der Programmphase in Portugal stabiler als in Griechenland. Dort war der politische Prozess von heftigen Turbulenzen geprägt: darunter Vertrauensfragen, Regierungswechsel und ein Referendum. Diese Turbulenzen lassen sich auch auf den drastischen Einbruch der griechischen Wirtschaft zurückführen und verstärkten ihn ihrerseits.

Grafik 6 zeigt umfragebasierte Einschätzungen, wie wahrscheinlich der Verbleib von Portugal und Griechenland im Euroraum ist⁷. Insgesamt ist die Unsicherheit in Bezug auf einen Verbleib in der Währungsunion für Griechenland deutlich höher. Auffallend sind die Ausschläge des Index zum Zeitpunkt politischer Ereignissen, z. B. bei den Neuwahlen im Juni 2012 oder während des Referendums im Juni 2015. Die höhere Austrittswahrscheinlichkeit macht sich auch im Sprachgebrauch bemerkbar. Für den Austritt Griechenlands aus der Währungsunion wurden eigens Begriffe wie „Grexit“ oder „Graccident“ erfunden.

Generell wirkt sich politische Unsicherheit dämpfend auf die Realwirtschaft aus. Zum einen verunsichert sie die Unternehmer, sodass geplante Investitionen von In⁸- als auch Ausländern⁹ entweder verschoben oder ganz unterlassen werden. Zum anderen führt die Unsicherheit zu erhöhtem „Vorsichtssparen“ seitens der Haushalte, um für schlechte Zeiten vorzusorgen. Als Folge sinkt der Konsum. Beide Faktoren führen dazu, dass sich das Wachstum eintrübt.

Grafik 6: „Euro-Break-Up“ Index



Quelle: Sentix

Eine Abkühlung der Wirtschaft hat auch negative Auswirkungen auf den Bankensektor. So steigt der Bestand an notleidenden Krediten in den Büchern. Um die Bilanzen zu konsolidieren, schränken die betroffenen Institute die Kreditvergabe an ihre Kunden ein, mit Folgen für den Privatsektor. Derzeit ist der Zugang zu Finanzmitteln eines der drängendsten Probleme für griechische Unternehmer.¹⁰ Die Wechselwirkungen zwischen Politik, Wirtschaft und Bankensektor sind vielschichtig und schwierig voneinander abzugrenzen. Unstrittig ist jedoch, dass ein instabiles politisches Umfeld und Unklarheit über den geplanten wirtschaftspolitischen Kurs sich tendenziell negativ auf Wirtschaft und Banken auswirkt.

Der Erfolg von Anpassungsprogrammen wird somit nicht ausschließlich durch ökonomische, sondern auch durch politische Faktoren beeinflusst. Diese waren in Portugal generell stabiler als in Griechenland.

Fazit

Griechenland und Portugal beantragten beide ein Rettungsprogramm der Troika. Trotz der ähnlichen Konzeption der Programme unterscheiden sich die Ergebnisse deutlich: Während sich die Wirtschaft in Griechenland viel schlechter als in den Programmmaßnahmen entwickelte, blieb Portugal weitestgehend auf Kurs.

Mehrere Faktoren spielen für das bessere Abschneiden Portugals eine Rolle: 1) ein gemäßigerer Sparkurs, welcher sich weniger stark auf die Wirtschaft niedergeschlagen hat; 2) ein

dynamisch wachsender Exportsektor, bedingt durch eine bessere Verflechtung in die internationale Wirtschaft und bessere Institutionen, welcher die schrumpfende Binnen nachfrage gestützt hat sowie 3) politische Stabilität und Kontinuität. Portugal hat auch von einem Lerneffekt seitens der Troika profitiert. Die sanfteren Sparvorgaben resultierten wohl auch als Konsequenz aus dem fehlgeschlagenen Griechenlandprogramm.

Der Vergleich macht deutlich, dass vordergründig ähnliche Volkswirtschaften wie Portugal und Griechenland sehr unterschiedlich auf wirtschaftspolitische Maßnahmen reagierten. Die unterschiedliche Wirtschaftsstruktur hat einen großen Anteil daran. Dem muss in zukünftigen Programmen durch eine passgenaue Ausgestaltung, welche die länderspezifischen Gegebenheiten ausreichend berücksichtigt, Rechnung getragen werden. Zudem sollten die Anpassungsprogramme durch eine breite politische Mehrheit unterstützt werden.

Ein erfolgreicher Programmausstieg stellt einen ersten wichtigen Schritt zur Wiederherstellung von Normalität dar. Für eine generelle Entwarnung und ein „business as usual“ ist es jedoch zu früh. Dafür dient Portugal als warnendes Beispiel: Seit 2015 ist der Wille der Politik, Strukturreformen durchzusetzen, merklich erlahmt. Zudem werden einige bereits implementierte Reformen revidiert, was oftmals Mehrkosten verursacht. Im Hinblick auf die angespannte fiskalische Situation bereitet dies Sorge: So wurde Portugal seitens der EU Kommission bereits aufgefordert, 2016 zusätzliche Sparmaßnahmen zu implementieren, um die vereinbarten Haushaltsziele zu erreichen. Zusätzlich steht die langfristige Lösung einiger struktureller Probleme noch aus, darunter die Konsolidierung des Bankensektors, welcher durch schwache Profitabilität und durch eine hohe Quote an problembehafteten Krediten belastet wird. Eine weitere Verschärfung der Situation, in Kombination mit dem hohen öffentlichen Schuldenstand und einem Einbruch des Wirtschaftswachstums, könnte das fragile Gleichgewicht in Portugal schnell wieder kippen. Dies verdeutlicht, dass eine Neuausrichtung des Wirtschaftsmodells auf einen nachhaltigen Wachstumspfad ein langfristiger Prozess ist, welcher eher einem Marathon denn einem Sprint gleicht und folglich einen langen Atem und kontinuierlichen Einsatz erfordert. ■

¹ IMF (2015): "Portugal: Concluding Statements of the 2015 Article IV Mission", verfügbar unter: <https://www.imf.org/external/np/ms/2015/031715.htm>.

² Auerbach, A. J. and Y. Gorodnichenko (2011): "Fiscal Multipliers in Recession and Expansion," NBER Working Papers 17447, National Bureau of Economic Research.

³ Müller, G., Meier, A. and G. Corsetti (2012): „What determines government Spending Multipliers?“, IMF Working Paper No. 12/150.

⁴ Blanchard, O. and D. Leigh (2013): "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", IMF Working Paper No. 13/1.

⁵ Gros, D. and C. Alcidi (2012): "Why is the Greek economy collapsing? A simple tale of high multipliers and low exports", CEPS Commentary.

⁶ Bówer, U., Michou, V. and C. Ungerer (2012): "The Puzzle of the Missing Greek Exports", European Economy Economic Papers No. 518.

⁷ Die Autoren danken Sentix für die kostenlose Bereitstellung der Daten.

⁸ Bernanke, B. S. (1983): "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment.", Quarterly Journal of Economics, Vol. 97, No. 1, pp. 85–106.

⁹ Julio, B. and Y. Yook (2012): „Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles“, Journal of Finance, Vol. 67, No. 1, pp. 45–83.

¹⁰ Siehe World Economic Forum unter: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-index/country-profiles/#economy=GRC>