



2015

29. Mai 2015

ifo Schnelldienst

Sonderausgabe



Die griechische Tragödie

Hans-Werner Sinn

ifo Institut

Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung
an der Universität München e.V.

ifo Schnelldienst ISSN 0018-974 X (Druckversion)
ISSN 2199-4455 (elektronische Version)

Herausgeber: ifo Institut, Poschingerstraße 5, 81679 München, Postfach 86 04 60, 81631 München,
Telefon (089) 92 24-0, Telefax (089) 98 53 69, E-Mail: ifo@ifo.de.

Redaktion: Dr. Marga Jennewein.

Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hans-Werner Sinn, Annette Marquardt, Prof. Dr. Chang Woon Nam.

Vertrieb: ifo Institut.

Erscheinungsweise: zweimal monatlich.

Bezugspreis jährlich:

Institutionen EUR 225,-

Einzelpersonen EUR 96,-

Studenten EUR 48,-

Preis des Einzelheftes: EUR 10,-

jeweils zuzüglich Versandkosten.

Layout: Pro Design.

Satz: ifo Institut.

Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):

nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

Herkunft des Bildes auf der Titelseite: Wikipedia/Bibi Saint-Pol.

Sonderausgabe

Die griechische Tragödie

Inhalt

Zusammenfassung	2
1. Die öffentlichen Kredithilfen	3
2. Hat das Geld geholfen?	8
3. An wen flossen die Kredite?	12
4. Die Zinsnachlässe	18
5. Das Risiko der Geberländer	20
6. Der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit und vier Optionen für Griechenland	22
7. Vor- und Nachteile des Grexit	25
8. Zum Prozedere des Austritts	29
9. Schlussbemerkungen	31
Personen- und Autorenregister	34



Zusammenfassung

Griechenland hat bis Ende März 2015 insgesamt 325 Mrd. Euro an Krediten von den Rettungseinrichtungen der EU, dem IWF und der EZB erhalten, und doch ist die Arbeitslosenquote mehr als doppelt so hoch wie vor fünf Jahren, als die fiskalischen Rettungsaktionen begannen. Dies liegt an der sogenannten Holländischen Krankheit. Je mehr Geld fließt, desto geringer sind die Anreize, die exzessiven Preissteigerungen in den ersten Jahren des Euro wieder rückgängig zu machen und den steinigen Weg zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit zu gehen.

Auch die griechische Bevölkerung hat von den Rettungskrediten profitiert. Gerechnet vom Krisenbeginn, wurden die öffentlichen Kredite zu etwa einem Drittel zur Finanzierung des griechischen Leistungsbilanzdefizits, zu einem Drittel für die Schuldentilgung und zu einem Drittel für eine griechische Kapitalflucht ins Ausland eingesetzt. Griechenland hat zudem erhebliche Vorteile aus der künstlichen Absenkung der Zinsen für seine Auslandskredite erzielt. Diese Vorteile könnten in realer Rechnung für die Jahre 2008 bis 2014 bei etwa 50 Mrd. Euro gelegen haben. Im Jahr 2014 lag der griechische Gesamtkonsum im privaten und öffentlichen Sektor bei knapp 114% des Nettonationaleinkommens.

Die griechischen Banken haben in den letzten Monaten für etwa 80 Mrd. Euro ELA-Kredite der griechischen Notenbank erhalten. Die ELA-Kredite, die nur mit einer Zwei-Drittel-Mehrheit des EZB-Rates hätten verhindert werden können, gingen weit über das Maß hinaus, für das die griechische Notenbank bei einem Konkurs des Staates und einer Entwertung der von den Banken eingereichten Pfänder haften kann. Mit ihrer Hilfe gelang es, die Kapitalflucht griechischer Bürger, die ihr Vermögen im Ausland in Sicherheit brachten, durch öffentliche Kreditmittel der Staatengemeinschaft zu kompensieren und so den Drohpunkt bei den Verhandlungen mit eben dieser Staatengemeinschaft stark zu verbessern. Das könnte der Grund dafür sein, dass die griechische Regierung bei den Verhandlungen auf Zeit gespielt hat.

Sollte es zum Austritt kommen, wäre es wichtig, so rasch wie möglich ein neues gesetzliches Zahlungsmittel einzuführen, damit alle Preisschilder sowie alle Miet-, Kredit- und Lohnkontrakte im Gleichschritt abgewertet werden können, um die Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Wirtschaft wiederherzustellen. Ein schleichender Übergang zur neuen Währung auf dem Umweg über eine Verwendung staatlicher Schuldscheine, die nicht gesetzliches Zahlungsmittel sind, würde zwar die Zahlungsfähigkeit der griechischen Regierung notdürftig sichern, er wäre aber kein Beitrag zur Lösung des Wettbewerbsproblems. Verschiedene ökonomische Studien deuten darauf hin, dass ein Wirtschaftsaufschwung bereits ein bis zwei Jahre nach einer Abwertung und einem Schuldenschnitt beginnen könnte.

1. Die öffentlichen Kredithilfen

Im Jahr 2010 gab es bereits eine Grexit-Diskussion. Damals betonte die deutsche Bundeskanzlerin, dass man die No-Bail-Out-Regelung des Maastrichter Vertrages (Artikel 125 AEUV) ernst nehmen müsse und keine Rettungsschirme aufspannen solle. So sagte sie am 5. Mai 2010: »Ein guter Europäer ist nicht unbedingt derjenige, der schnell hilft. Ein guter Europäer ist der, der die europäischen Verträge und das jeweilige nationale Recht achtet und so hilft, dass die Stabilität der Eurozone keinen Schaden nimmt.«¹

Aber es kam bekanntlich anders. Am 11. April und 10. Mai beschloss die Staatengemeinschaft unter hohem Druck der US-Regierung, Frankreichs, des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Europäischen Zentralbank (EZB), Griechenland mit Krediten der Staatengemeinschaft zu helfen. Gleichzeitig beschloss der EZB-Rat (am 9. Mai 2010), das sogenannte Securities Markets Programme (SMP) aufzulegen, nach dem alle Zentralbanken der Eurozone die Staatspapiere der Krisenländer kaufen mussten.² Dieses Programm wurde später auch auf die anderen Krisenländer erweitert.

Christine Lagarde, damals französische Finanzministerin und heute Chefin des IWF, sagte dazu, man habe das Recht gebrochen, um den Euro zu retten: »We violated all the rules because we wanted to close ranks and really rescue the euro zone.«³ Tatsächlich ging es wohl vor allem um die Rettung der Banken und Finanzinvestoren, die sich in Griechenland engagiert hatten und öffentliche Anschlusskredite verlangten, mit denen Griechenland in die Lage versetzt werden sollte, seine Schulden zurückzuzahlen. Zu dem Zeitpunkt (Ende März 2010) hatten französische Banken ein Exposure von 53 Mrd. Euro gegenüber privaten und öffentlichen Instanzen in Griechenland, deutsche eines von

33 Mrd. Euro, US-amerikanische von 10 Mrd. Euro und britische von 9 Mrd. Euro.⁴

Seit dem Beginn des ersten Krisenjahres 2008 und schon lange vor den fiskalischen Rettungsprogrammen hatte sich Griechenland freilich schon selbst geholfen, indem seine Notenbank den griechischen Banken Kredite mit frisch geschaffenen Geld gewährte, mit denen diese Banken dann die Privatwirtschaft und den Staat finanzierten. Normalerweise gewährt eine nationale Zentralbank der jeweiligen Volkswirtschaft gerade so viel Kredit, wie nötig ist, um die Menge an Zentralbankgeld zu erwerben, die als Transaktionsmittel für den Wirtschaftskreislauf benötigt wird. Überweisungen ins Ausland für den Erwerb von Gütern finanziert man mit Geld, das selbst wiederum durch den Verkauf von Gütern, Vermögenswerten oder Schuldscheinen an andere Länder ins Inland fließt. In der Krise lockerte die EZB jedoch ihre Regeln für die nationale Kreditgewährung der lokalen Notenbanken, so dass in den Krisenländern ein Geldüberhang entstand, der verwendet wurde, um das Exportdefizit zu finanzieren, private Auslandsschulden zurückzuzahlen und im Ausland Vermögen zu erwerben.

Das wesentliche Instrument zur Lockerung der Kreditvergabe bestand in der Absenkung der Bonitätsanforderungen der Pfänder, die die Geschäftsbanken bei ihren Notenbanken für den Erhalt von frischen Geldschöpfungskrediten hinterlegen mussten. Man ging dabei sogar unter das Niveau BBB-, also unter das sogenannte Investment Grade in den Schrottbereich hinein. Schon als die Rating-Agenturen Fitch und Standard & Poor's Griechenland bei negativen Aussichten mit BBB+ bewerteten und die griechischen Banken die heimischen Staatspapiere, die sie erworben hatten, eigentlich nicht mehr als Pfänder für neue Refinanzierungskredite verwenden konnten, senkte der EZB-Rat seine Bonitätsanforderungen entsprechend ab und akzeptierte diese Staatspapiere weiterhin. Zudem senkte der EZB-Rat auch die erforderliche Pfandqualität für private Wertpapiere durch ein Sammelsurium von Einzelmaßnahmen immer weiter ab, um die Finanzierung der Banken mit frisch geschaffenen Geld der griechischen Notenbank zu sichern. Man erlaubte den Banken, Kreditforderungen zu ABS-Papieren zu bündeln, und akzeptierte sie als Sicherheiten für Refinanzierungskredite, obwohl diese Papiere gar nicht am Markt gehandelt wurden und somit objektive Wertansätze fehlten. Auf diese Weise wurden immer größere Teile der Aktiva, die die Banken besaßen, zu verwertbaren Pfändern für die lokale Kreditgewährung durch Geldschöpfung. Außerdem erlaubte man es den Banken, auf dem Wege der Bilanzverlängerung selbst als Pfand verwertbare Aktiva

* Der Verfasser dankt Marga Jennewein für das Lektorat, Wolfgang Meister für seine Mithilfe bei den Berechnungen, Anja Rohwer für die Mithilfe bei der Literatursuche und Christoph Zeiner für die Mithilfe bei der Erstellung der Abbildungen.

¹ A. Merkel, *Regierungserklärung: Griechenland helfen, den Euro sichern*, 5. Mai 2010, <http://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv/17/Artikel/2010/05/2010-05-05-regerkl-gr-bk.html>.

² Vgl. Europäische Zentralbank, »ECB Decides on Measures to Address Severe Tensions in Financial Markets«, Pressemitteilung, 10. Mai 2010, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>; Barclays Capital, »ECB SMP: Marking to Market«, *Interest Rates Research*, 6. Januar 2010.

³ Vgl. B. Carney und A. Jolis, »Toward a United States of Europe«, *The Wall Street Journal*, Bericht über ein Gespräch mit Christine Lagarde, 17. Dezember 2010, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704034804576025681087342502.html>. Vgl. auch C. Lagarde, »Wir werden bedingungslos sparen«, Wortlautinterview mit M. Kläsgen und S. Ulrich, *Süddeutsche Zeitung*, 23. Dezember 2010, <http://www.sueddeutsche.de/geld/christine-lagarde-ueber-deutschland-und-europa-wir-werden-bedingungslos-sparen-1.1039481>. Hier sagt Christine Lagarde wörtlich: »Im EU-Vertrag von Lissabon steht: Ein EU-Staat darf einem anderen EU-Staat, der sich in finanziellen Schwierigkeiten befindet, nicht helfen. Doch der Griechenland-Rettungsplan führt genau dazu. Auch der Euro-Rettungsschirm ist im Lissabon-Vertrag nicht vorgesehen. Trotzdem haben wir ein umfassendes Rettungssystem geschaffen – und sind dafür über die bestehenden Regeln hinausgegangen.«

⁴ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, *Consolidated Banking Statistics*, Table 9E, <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>. Beträge umgerechnet in Euro mit dem Wechselkurs vom 31. März 2010 (1 Euro = 1,3479 US-Dollar).

zu schaffen, indem sie im Ringtausch untereinander eigene Wertpapiere verkauften.⁵

Als die Krise um Griechenland im Herbst des Jahres 2011 an Schärfe gewann und dann im Frühjahr 2012 im ersten griechischen Staatskonkurs kulminierte, der mit einem Schuldenchnitt von 105 Mrd. Euro zu Lasten privater Gläubiger der bislang größte der Geschichte wurde, schaltete man auf sogenannte ELA-Kredite um (Emergency Liquidity Assistance). ELA-Kredite sind zwar Notkredite, aber sie sind doch auch Refinanzierungskredite wie andere auch – nur darf die jeweilige nationale Notenbank die Pfandqualität selbst definieren, da die Fiktion besteht, dass diese Notenbank bei einem Konkurs der Schuldnerbank und einem Ausfall der Pfänder selbst haftet, während sonst alle Notenbanken gemeinschaftlich haften. Viele ELA-Kredite wurden in Griechenland gegen Eigenwechsel, die vom griechischen Staat besichert wurden, begeben. Das so gewonnene Geld verwendeten die Banken größtenteils für den Kauf neuer Staatspapiere.

Die ELA-Kredite konnten von der griechischen Notenbank selbst beschlossen werden, und sie hätten vom Zentralbankrat nur mit einer Mehrheit von zwei Dritteln verhindert werden können. Da die sechs Krisenländer Griechenland, Italien, Portugal, Spanien, Irland und Zypern in den entscheidenden Jahren im EZB-Rat eine Stimme mehr als ein Drittel hatten, kam das Quorum für eine mögliche Blockade nicht zustande. Erst seit dem Beitritt von Lettland und Litauen haben sich die Stimmenverhältnisse so verändert, dass Begrenzungen der ELA-Kredite gegen den Willen der Krisenländer beschlossen werden konnten.

Griechenland hat von den weiten Spielräumen zur Selbstversorgung mit Zentralbankgeld weidlich Gebrauch gemacht. So hatte es bis zum Juni 2012 insgesamt für 154 Mrd. Euro Zentralbankgeld originär durch Kreditoperationen oder Offenmarktgeschäfte geschaffen,⁶ obwohl ihm nach seiner Landesgröße eigentlich nur 50 Mrd. Euro zu-

standen.⁷ Der überschießende Teil der Geldschöpfung war eine Art Überziehungskredit zu Lasten der Staatengemeinschaft. Er ermöglichte bis zum Juni 2012 im Umfang von 106 Mrd. Euro Nettoüberweisungen für Güterkäufe, Schuldentilgung und den Vermögenserwerb in andere Länder, was die Geldmenge in Griechenland wieder verringerte und die Notenbanken dieser anderen Länder zwang, neues Geld auszugeben, ohne dass sie dafür Wertpapiere oder Forderungen gegen die lokalen Banken bekamen. Stattdessen erhielten sie verzinsliche Target-Forderungen gegen das EZB-System, welches selbst solche Forderungen gegenüber der griechischen Notenbank erhielt. Die Target-Forderungen und -Verbindlichkeiten sind verzinsliche Kredite zwischen den Notenbanken, die aus einer asymmetrischen Geldschöpfung resultieren. Sie werden (manchmal etwas versteckt) in den Notenbankbilanzen verbucht und in der europäischen Zahlungsbilanzstatistik folgerichtig als griechische Auslandsschulden bzw. als entsprechende Forderungen der anderen Länder aufgeführt.⁸

⁷ Anteil Griechenlands am eingezahlten Kapital der Zentralbanken des Euro-raums mal Geldbasis der Euroländer insgesamt (jeweils Ende Juni 2010).

⁸ Vgl. H.-W. Sinn und T. Wollmershäuser, »Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility«, *International Tax and Public Finance* 19, 2012, S. 468–508, <http://www.cesifo-group.de/DocDL/sinn-itax-2012-target.pdf>; H.-W. Sinn, *The Euro Trap*, a.a.O., besonders Kap. 6.1. Für die Verbuchung in der Zahlungsbilanzstatistik

Box 1 Zur Bedeutung der Target-Salden

Wenn aus Griechenland Überweisungen in andere Länder des Eurogebietes vorgenommen werden, so bedeutet dies, dass die Notenbanken dieser Länder den dortigen Geschäftsbanken Depositen bei sich einräumen, über die die Banken bzw. indirekt die Empfänger der Überweisungen verfügen können. Die Einräumung der Depositen ist eine Kreditvergabe an die griechische Notenbank, die zur Verbuchung einer entsprechenden Target-Verbindlichkeit gegenüber dem Eurosystem bzw. der Verbuchung einer Target-Forderung der ausführenden ausländischen Notenbank in der jeweiligen Notenbankbilanz führt. Deswegen kann man auch von Target-Krediten sprechen. Die Target-Kredite sind das Spiegelbild und Ergebnis des überschüssigen Teils der Refinanzierungskredite durch die jeweilige nationale Notenbank, denn sie könnten ohne einen Bankencrash nicht zustande kommen, wenn die durch die Überweisungen eingezogene Liquidität nicht alsbald durch Refinanzierungskredite aufgefüllt würde. Sie werden in der Zahlungsbilanzstatistik als Teil der Nettoauslandsschulden bzw. -forderungen eines Landes verbucht und sind mit dem Hauptrefinanzierungszinssatz der EZB verzinst.

Bei den Target-Salden, die in den Bilanzen der Notenbanken ausgewiesen sind, handelt es sich nicht nur, wie manchmal gesagt wird, um Symptome einer Verzerrung im EZB-System, sondern tatsächlich um einen Überziehungskredit zwischen den Notenbanken. In den USA werden ähnliche Kredite, die bisweilen zwischen den zwölf Distrikt-Notenbanken des Federal-Reserve-Systems entstehen, regelmäßig durch die Übertragung marktfähiger Wertpapiere getilgt. Bis 1975 war in den USA sogar die interne Tilgung mit Gold vorgesehen. Ein solcher Tilgungsmechanismus existiert in Europa nicht. Stattdessen können die Target-Überziehungskredite unbegrenzt fortgeschrieben werden, weil die Gläubiger-Notenbanken sie nicht fällig stellen können.

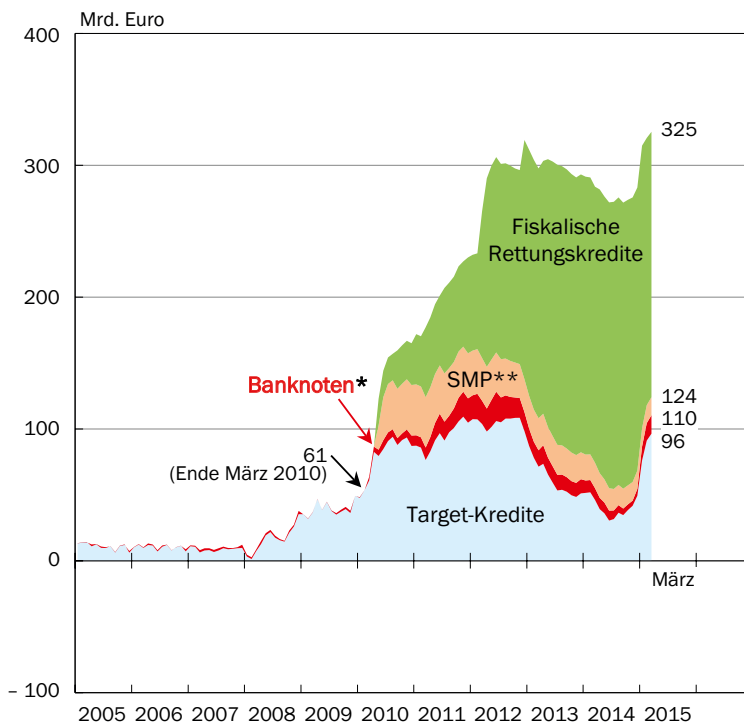
In der Regel kommt es durch die Target-Kredite nicht zu einer Ausweitung der Geldmenge im Eurosystem, denn die Banken zahlen in dem Land, in das die Überweisungen gehen, in entsprechendem Umfang eigene Refinanzierungskredite zurück, weil sie die zusätzliche Liquidität nicht benötigen. So hatte es in den Jahren 2012 und 2013 in der Bundesrepublik praktisch kein Zentralbankgeld mehr gegeben, das durch die Kreditvergabe oder Offenmarktoperationen der Bundesbank in Umlauf gekommen war. Die gesamte in Deutschland zirkulierende Geldmenge war durch Nettoüberweisungen aus anderen Euroländern entstanden, wie es durch die Target-Forderungen der Bundesbank gemessen wurde.¹ Diese Nettoüberweisungen hatten das deutsche Kreditgeld vollständig verdrängt. In der Spitze hatten die deutschen Target-Forderungen bei 751 Mrd. Euro (August 2012) gelegen. Sie waren danach (Juli 2014) auf 444 Mrd. Euro zurückgegangen und liegen nun (April 2015) wieder bei 532 Mrd. Euro.

¹ Vgl. H.-W. Sinn, *The Euro Trap*, a.a.O., S. 207, Abb. 6.8.

⁵ Zu diesem und dem folgenden Abschnitt vergleiche man H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, Kapitel 5: »The White Knight«.

⁶ Also statutarischer Banknotenumlauf plus Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten bei der Zentralbank plus Einlagefazilität plus überproportionale Banknotenausgabe plus Target-Verbindlichkeiten. Vgl. Bank of Greece, *Financial Statement*, 30. Juni 2012, http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/financialstat201206_en.pdf; Europäische Zentralbank, *Konsolidierter Ausweis des Eurosystems* zum 29. Juni 2012, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2012/html/fs120704.de.html>; dieselbe, *Jahresbericht 2011*, S. 215, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011de.pdf?ade=197949067667aef5bde055975da11>.

Abb. 1
Die Griechenland zur Verfügung gestellten öffentlichen Kredite der Staatengemeinschaft



* Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem wegen überproportionaler Banknotenausgabe.

** Im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP) von anderen Notenbanken des Eurosystems erworbene griechische Staatsanleihen abzüglich der durch die griechische Notenbank im SMP erworbenen Staatsanleihen anderer Länder. Es handelt sich um Buchwerte. Monatswerte wurden durch Interpolation der Jahresendstände und Anpassung an den Gesamtbestand an gehaltenen Staatsanleihen geschätzt. Angenommen wird ein entsprechender Fluss von Staatspapieren über die Grenzen.

Bemerkung: Die fiskalischen Rettungskredite sind als Nettogröße berechnet; berücksichtigt wurden die bis zum jeweiligen Monat ausgezahlten Finanzhilfen aus den beiden Hilfsprogrammen der Euroländer und des IWF. Die bereits erfolgten Rückzahlungen wurden subtrahiert, ebenso die Beiträge Griechenlands zu den Rettungsschirmen. Das ist zum einen der Anteil an den durch das EU-Budget finanzierten Hilfszahlungen des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus, zum anderen die Kapitaleinzahlung in den Europäischen Stabilitätsmechanismus. Vgl. auch Tabelle 1.

Quellen: Bank of Greece, *Financial Statements*; Europäische Zentralbank, *Weekly Financial Statements*; dieselbe, *Capital Subscription*; Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, *Lending operations*; Internationaler Währungsfonds, *Financial Activities*; derselbe, *SDR Exchange Rate Archives by Month*; Europäische Kommission, *The Economic Adjustment Programme for Greece: Fifth Review*; dieselbe, *EU Budget 2011*; Europäischer Stabilitätsmechanismus, *Governance, Shareholders*; Berechnungen des ifo Instituts.

Die Höhe der unteren Fläche in Abbildung 1 zeigt die Entwicklung im Zeitablauf. Man sieht, dass die Target-Kredite zwischenzeitlich wieder zurückgingen, was daran lag, dass andere Kredite zur Verfügung gestellt wurden. Doch bis zum März 2015 hatten die von Griechenland in Anspruch genommenen Target-Kredite schon wieder ein Niveau von 96 Mrd. Euro erreicht. Bis Ende April waren die Kredite auf fast genau 100 Mrd. Euro gestiegen.

Die griechische Notenbank hat freilich nicht nur Sonderkredite gewährt, um damit die Nettoüberweisungen der Wirtschaft ins Ausland zu finanzieren und dadurch zu ermögli-

Fortsetzung Fußnote 8:

vergleiche man z.B. Bank of Greece, »Balance of Payments: January 2015«, Pressemitteilung, 23. März 2015, http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Bank/News/PressReleases/Dispitem.aspx?Item_ID=4929&List_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdf83c66c95&Filter_by=DT.

chen, sondern auch um einen Ausgleich für zunehmende Bargeldabhebungen der griechischen Bevölkerung zu kompensieren. Am aktuellen Rand, im März 2015, hatte die griechische Notenbank um 14,0 Mrd. Euro mehr an Banknoten ausgegeben, als es ihrem Anteil am haftenden Kapital der EZB entsprach, der selbst als Mittelwert des griechischen Bevölkerungsanteils und BIP-Anteils definiert ist. Auch der Sonderkredit, der hinter der überproportionalen Ausgabe von Banknoten steht, wird in der Bilanz der griechischen Notenbank als Verbindlichkeit gegenüber dem EZB-System verbucht.

Wie der Target-Kredit ist dieser Kredit verwendbar, um im Ausland Güter und Vermögenswerte zu erwerben oder Schulden zu tilgen. In der Tat gibt es anekdotische Berichte, dass Griechen in großem Umfang Bargeld ins Ausland transferiert haben, um dort Vermögenswerte zu erwerben, so z.B. nach Bulgarien, wo sie als Immobilienkäufer in Erscheinung traten. Allerdings kann es auch sein, dass das Bargeld für den Aufbau von Geldhorten in Griechenland selbst verwendet wurde. Man vergräbt das Geld oder versteckt es unter der Matratze. Da es dafür an Statistiken fehlt, wird der Kredit in der Form der überproportionalen Bargeldausgabe im Gegensatz zum Target-Kredit in den offiziellen EU-Statistiken nicht als Teil der griechischen Nettoauslandsschuld gerechnet, obwohl auch er als Verbindlichkeit in der Bilanz der griechischen Zentralbank geführt wird.

Abbildung 1 zeigt mit der ockerfarbenen Fläche auch noch die Hilfen, die andere Länder dem griechischen Staat indirekt dadurch haben zukommen lassen, dass ihre Notenbanken im Rahmen des SMP der EZB per saldo mehr griechische Staatspapiere erwarben, als die griechische Notenbank umgekehrt an Staatspapieren der anderen Krisenländer (Italien, Portugal, Spanien, Zypern und Irland) kaufte. In der Spitze lag dieser Betrag bei rund 39 Mrd. Euro. Inzwischen ist er durch Tilgungen und Rückverkauf der EZB wieder auf knapp 14 Mrd. Euro zurückgegangen. Diese Käufe laufen letztlich auf eine öffentliche Kreditvergabe anderer Staaten an den griechischen Staat hinaus, weil dieser im Umfang der Käufe neue Papiere emittieren konnte, ohne dafür private Anleger in Anspruch nehmen zu müssen (was unter Umständen höhere Zinsen verlangt hätte). Die Käufe führten vermutlich zu einem privaten Kapitalfluss nach Griechenland, denn die Geschäftsbanken, die ihre Papiere an die jeweilige nationale Notenbank ver-

kaufte, mussten sich selbst letztlich wieder auf dem Heimatmarkt dieser Papiere bedienen. Dieser Kapitalfluss senkte die Target-Salden Griechenlands, weil er zu Nettoüberweisungen nach Griechenland führte. Der Kapitalfluss war, obwohl als privat in der Zahlungsbilanz verbucht, in Wahrheit ein öffentlich veranlasster Kredit der Staatengemeinschaft an den griechischen Staat.

Sodann wird in Abbildung 1, verdeutlicht durch die grüne Farbe, der Strom der fiskalischen Rettungskredite zugunsten Griechenlands dargestellt. Berücksichtigt sind hier die beiden Hilfspakete für Griechenland, die gemeinschaftlich von den Euroländern und dem IWF aufgelegt wurden. Im Rahmen des ersten Pakets erhielt Griechenland von den Euroländern insgesamt 52,9 Mrd. Euro in Form bilateraler Kredite. Vom IWF wurden 20,3 Mrd. Euro ausgezahlt. Das zweite Paket ist noch nicht abgeschlossen. Bisher wurden von der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) 130,9 Mrd. Euro überwiesen, vom IWF 11,7 Mrd. Euro. Vom IWF-Anteil des ersten Hilfspaketes wurden bis Ende März 11,5 Mrd. Euro zurückgezahlt. Außerdem hat Griechenland seinerseits ebenfalls zu Hilfsmaßnahmen beigetragen, indem es 2,3 Mrd. Euro zum Eigenkapital des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) beigesteuert hat und über den normalen EU-Haushalt an den Hilfgeldern für Irland und Portugal aus dem Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) mit insgesamt rund 0,7 Mrd. Euro beteiligt war, so dass sich der Nettobetrag Ende März 2015 auf 201,3 Mrd. Euro beläuft.⁹

In den Medien wurde für den gleichen Zeitpunkt des Häufigeren die Aussage kolportiert, dass die öffentlichen Kredite an Griechenland bis Ende März 2015 bei etwa 240 Mrd. Euro gelegen hätten. Aber dabei handelt es sich um Bruttozahlen und um die grundsätzlich zugesagten Beträge, auch wenn sie noch nicht abgerufen wurden. Außerdem sind dabei die Tilgungen, die Griechenland geleistet hat, sowie die Eigenbeteiligung Griechenlands an den Rettungskrediten an andere Länder nicht abgezogen. Tabelle 1 verdeutlicht, durch welche

⁹ Zusammenfassung:
52,9 + 20,3 + 130,9 + 11,7 = 215,8;
215,8 – 11,5 – 2,3 – 0,7 = 201,3.

Tab. 1
Die öffentlichen Kredite an Griechenland bis zum März 2015 –
Brutto- vs. Nettorechnung (Mrd. Euro)

	tatsächlich			nachrichtlich: IWF-Hilfen bewertet zum Wechselkurs vom 31. März 2015
	ursprünglich genehmigter Betrag ¹⁾	bereit- gestellter Betrag ²⁾	geleisteter Betrag bzw. Bestand ³⁾	
A Leistungen zugunsten Griechenlands				
1. Hilfspaket	110,0	73,2	73,2	
Anteil Euroländer	80,0	52,9	52,9	
Anteil IWF ⁴⁾	30,0	20,3	20,3	22,5
2. Hilfspaket	172,7	171,7	142,6	
Anteil EFSF	144,7	143,7	130,9	
Anteil IWF ⁴⁾	28,0	28,0	11,7	13,1
Fiskalische Rettungskredite (brutto)	282,7	244,8	215,8	219,4
Käufe von griechischen Staatsanleihen ⁵⁾			17,2	
Target-Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem			96,4	
Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem wegen überproportionaler Banknotenausgabe			14,0	
A Internationale Hilfen insgesamt brutto			343,5	347,1
B Zahlungen Griechenlands				
Rückzahlung von Kreditraten aus dem 1. Hilfspaket des IWF ⁶⁾			11,5	12,7
Kapitaleinzahlung in den ESM ⁷⁾			2,3	
Beitrag zu den EFSM-Hilfen an Irland und Portugal ⁸⁾			0,7	
Beitrag der griechischen Zentralbank zu den Käufen von irischen, portugiesischen, spanischen und italienischen Staatsanleihen ⁹⁾			3,6	
B Zahlungen Griechenlands insgesamt			18,1	19,3
Nettobetand der Hilfen (= A – B)			325,4	327,8

¹⁾ Laut Programm. ²⁾ 1. Hilfspaket: ausgezahlte Beträge zum Zeitpunkt der vorzeitigen Beendigung, 2. Hilfspaket: Von dem für den Schuldenschnitt zur Verfügung gestellten Betrag wurden bis zum Ende der Verfügbarkeitsfrist 0,95 Mrd. Euro nicht in Anspruch genommen. ³⁾ Bis zum 31. März 2015 tatsächlich bezahlte Beträge bzw. Bestand am 31. März 2015. ⁴⁾ Die in Sonderziehungsrechten angegebenen Auszahlungsbeträge wurden zum Wechselkurs des jeweiligen Termins in Euro umgerechnet. ⁵⁾ Ohne Anteil der griechischen Zentralbank; eigene Fortschreibung des Bestands vom 31. Dezember 2014. ⁶⁾ Für die Rückzahlungen wurde der gleiche Wechselkurs angesetzt wie für die entsprechende Auszahlung. ⁷⁾ Nach ESM-Vertrag. ⁸⁾ Gemäß dem Beitrag Griechenlands zu den Einnahmen des EU-Haushalts. ⁹⁾ Eigene Fortschreibung des Bestands vom 31. Dezember 2014.

Quellen: Bank of Greece, *Financial Statements*; Europäische Zentralbank, *Weekly Financial Statements*; dieselbe, *Capital Subscription*; dieselbe, »Abschlüsse der EZB für 2014«, Pressemitteilung, 19. Februar 2015; Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, *Lending Operations*; Internationaler Währungsfonds, *IMF Country Report No. 12/57*; dieselbe, *Financial Activities*; dieselbe, *SDR Exchange Rate Archives by Month*; Europäische Kommission, *The Economic Adjustment Programme for Greece*; dieselbe, *The Economic Adjustment Programme for Greece: Fifth Review*; dieselbe, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*; dieselbe, *EU Budget 2011*; Europäischer Stabilitätsmechanismus, *Governance, Shareholders*; Berechnungen des ifo Instituts.

Effekte die erwähnte Bruttozahl zu der in der Abbildung erwähnten Nettozahl der fiskalischen Hilfen reduziert wird.

Die erste Spalte der Tabelle zeigt die ursprünglich genehmigten Hilfsbeträge und die zweite die tatsächlich bereitgestellten Beträge. Beim ersten Hilfspaket erklärt sich der Unterschied zwischen diesen Kategorien unter anderem daraus, dass der Betrag von 80 Mrd. Euro für die intergouvernementalen Hilfen der Euroländer nicht gehalten werden konnte, weil sich die Slowakei von Anfang an nicht an den Hilfszahlungen beteiligte und weil auch Irland und Portugal, die selbst in Schwierigkeiten waren, als Geldgeber ausfielen. Auf diese Weise war die ursprüngliche Summe bereits auf 77,3 Mrd. Euro geschrumpft. Es kommt hinzu, dass ein Teil der Mittel, die ursprünglich aufgrund der intergouvernementalen Vereinbarung gezahlt werden sollten, anschließend zusammen mit weiteren Mitteln von der EFSF verrechnet und ausgezahlt wurden. Von diesen Mitteln wiederum wurden 0,95 Mrd. Euro nicht abgerufen. Zählt man die beim Regimewechsel bereits ausgezahlten Kredite des intergouvernementalen Programms und die neuen Mittel der EFSF sowie die proportional dazu genehmigten IWF-Mittel – bei denen es ebenfalls einen Übertrag von noch nicht ausgezahlten Krediten vom ersten auf das zweite Hilfspaket gab – zusammen, kommt man auf 244,8 Mrd. Euro. Dies ist in etwa der Betrag, der in der Presse häufig zitiert wird.

Man muss aber bedenken, dass die Zusage der Mittel mit Auflagen verbunden und somit die tatsächliche Auszahlung der Kredittranchen an die Erfüllung von Bedingungen geknüpft war. Da Griechenland mit der Erfüllung der Bedingungen in Verzug geriet und das zweite Hilfsprogramm seitens der Euroländer zweimal verlängert werden musste (das zweite Programm des IWF hat im Gegensatz dazu eine Laufzeit bis 2016), waren im März 2015 noch nicht alle zur Verfügung gestellten Mittel ausgezahlt. Dies erklärt den Unterschied zwischen der zweiten und der dritten Spalte. Tatsächlich hat Griechenland bis Ende März 2015 insgesamt 215,8 Mrd. Euro an fiskalischen Hilfen erhalten.

Bei dieser Rechnung sind die IWF-Mittel zum Wechselkurs zum Zeitpunkt der Auszahlung gerechnet. Die letzte Spalte zeigt die entsprechende Bewertung der IWF-Mittel zum Wechselkurs Ende März 2015.

Addiert man zu den fiskalischen Krediten die oben schon erläuterten Kredite aus dem EZB-System, also insbesondere die Target-Kredite und die Käufe griechischer Staatspapiere durch nicht-griechische Zentralbanken, so kommt man auf 343,5 Mrd. Euro.

Dies ist freilich ein Bruttobetrag der geleisteten Hilfen. Abziehen muss man davon noch die Rückzahlung von IWF-Krediten, die Kapitaleinzahlung Griechenlands in den

ESM, Griechenlands 1,6%igen Anteil an den EU-Mitteln, die unter der Rubrik des EFSM ausgezahlt wurden, sowie die Käufe von Staatsanleihen der anderen Krisenländer durch die griechische Notenbank. In der Summe sind das 18,1 Mrd. Euro. Zieht man diesen Betrag von der Bruttohilfe in Höhe von 343,5 Mrd. Euro ab, kommt man auf eine Endsumme der geleisteten Kredite von 325,4 Mrd. Euro zum 31. März 2015 (bzw. 327,8 Mrd. Euro zum tagesaktuellen Wechselkurs berechnet). Dies ist der in Abbildung 1 gezeigte Betrag am Ende der grünen Fläche.

Die Griechenland gewährte Kreditsumme betrug 182% des griechischen BIP des Jahres 2014, das selbst bei 179 Mrd. Euro lag. Interessanterweise ist das ein ähnlicher Prozentsatz wie die griechische Staatsschuldenquote, also die Relation von Staatsschuld und BIP, die Ende 2014 177% betrug. Die Ähnlichkeit dieser Ziffern sollte nicht darüber hinweg täuschen, dass sie unterschiedliche Dinge messen. Bei der in der Abbildung dargestellten Zahl geht es um Kredite ausländischer staatlicher Institutionen inklusive der ausländischen Notenbanken an griechische Banken und den griechischen Staat. Und bei der Schuldenquote geht es um Kredite privater und öffentlicher Kreditgeber innerhalb und außerhalb Griechenlands an den griechischen Staat ohne die griechische Notenbank. Dass die Ziffern recht ähnlich sind, ist dennoch kein Zufall, sondern liegt daran, dass Griechenlands private Gläubiger im Ausland mittlerweile größtenteils gegen öffentliche Gläubiger ausgetauscht sind (mehr dazu in Abschnitt 3) und dass die griechischen Banken letztlich nur in dem Maße Staatspapiere erwerben konnten, wie ihnen die griechische Notenbank dafür Kreditmittel durch Geldschöpfung zur Verfügung stellte, die zu Nettoüberweisungen ins Ausland und den Aufbau von Target-Verbindlichkeiten führten.

Von griechischer Seite wurden während der Diskussion um einen Schuldenschnitt mehrfach Reparationsforderungen gegen Deutschland erhoben. Es übersteigt den Rahmen dieses Beitrages, darauf näher einzugehen.¹⁰ Nur so viel sei gesagt: Die Reparationsforderungen aus einer angeblichen Anleihe¹¹ im Umfang von 476 Mio. Reichsmark betragen seinerzeit etwa 5,5% des griechischen BIP, was bezogen auf das aktuelle griechische BIP knapp 10 Mrd. Euro entspricht. Griechenland selbst kommt mit 11 Mrd. Euro auf einen ähnlichen Wert. Ob er eine rechtliche Basis hat,

¹⁰ Dazu vergleiche man u.a. F. Schorkopf, »Die Forderungen sind erfüllt«, *Der Spiegel* 12/2015, S. 36, und A. Ritschl, »Debatte um Zwangskredit ist Erbsenzählerei«, *Zeit Online*, 20. März 2015, <http://www.zeit.de/wirtschaft/2015-03/reparationen-griechenland-albrecht-ritschl>.

¹¹ Dass es sich dabei gar nicht um eine Anleihe, sondern um eine recht willkürliche Rechnung der deutschen Besatzung handelte, bei der viele Posten gegeneinander aufgerechnet wurden, wird von M. Martens dargelegt. Vgl. M. Martens, »Die Karriere einer Zahl«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 16. März 2015, S. 2, http://www.faz.net/aktuell/politik/ausland/europa/griechenlands-forderungen-warum-deutschland-zahlen-soll-13484948.html?printPagedArticle=true#pageIndex_2.

kann hier nicht kommentiert werden.¹² Jedenfalls ist das ein kleiner Betrag im Vergleich zu den Kredithilfen, die bislang an Griechenland geflossen sind.

Der ungewöhnliche Umfang der Griechenland gewährten Kredite kontrastiert auffällig mit dem von griechischer Seite vielfach erhobenen Vorwurf, die Troika, bestehend aus Vertretern des IWF, der EU und der EZB, hätte Griechenland Austeritätsprogramme aufgezwungen und das Land durch Sparauflagen in eine humanitäre Katastrophe getrieben. Das Gegenteil ist offenkundig der Fall, denn der Zwang zur Sparsamkeit kam von den Märkten, und nicht von der Troika. Die Staatengemeinschaft, die ihre Kontrolle über Griechenland durch die Troika ausübte, hat diesen Sparzwang mit ihren Krediten ganz im Gegensatz zum griechischen Vorwurf in einem Umfang gemildert, der ohne geschichtliche Parallelen ist.

2. Hat das Geld geholfen?

Angesichts der wahrhaft gigantischen Kredithilfen der Staatengemeinschaft, die mit netto 325 Mrd. Euro beim Dreifachen der ursprünglichen Berechnungen der EU-Kommission und des IWF (110 Mrd. Euro) anlässlich der Vereinbarung des ersten Hilfspaketes lagen,¹ sollte man meinen, dass die griechische Wirtschaft nun Zeit für eine Gesundung hatte. Immerhin hatten sich die EU-Länder auf die Sprachregelung geeinigt, dass man mit dem Geld Zeit für Reformen kaufe und eine Hilfe zur Selbsthilfe gewähre.² Auch erklärte die Bundeskanzlerin wiederholt und mit Nachdruck, dass es keine Verlängerung der Rettungsschirme geben werde.³

Doch ist die Realität ernüchternd. Wie Abbildung 2 zeigt, ist die Arbeitslosenquote Griechenlands vom ersten Quartal 2010, als die erste Grexit-Diskussion stattfand, bis zum ersten Quartal 2015⁴ von 11 % auf 26 % gestiegen und hat sich damit mehr als verdoppelt. Zugleich nahm die Jugendarbeitslosenquote von 30 % auf 50 % zu. Jeder zweite griechische Jugendliche im Alter von 15 bis 25 Jahren, der nicht in der Schule oder auf der Universität ist, ist arbeitslos. Wenn sich diese Situation nicht bald grundlegend verbessert, ist eine Generation von Griechen für den Arbeitsmarkt verloren.

Auch die griechische Wirtschaftsentwicklung im Allgemeinen kann man nur als katastrophal bezeichnen. Wie Abbildung 3 zeigt, ist die Industrieproduktion Griechenlands gegenüber dem Vorkrisenniveau (erstes Quartal 2008) bis zum ersten Quartal 2015 um 26 % gefallen, das BIP sogar um 27 %.

Wenngleich der größere Teil des Einbruchs vor der Gewährung der fiskalischen Kredithilfen stattfand, hatten diese Hil-

¹² 476 Millionen RM sind 0,435 % des deutschen BSP von 1939 (109,3 Mrd. RM; vgl. Statistisches Bundesamt, *Bevölkerung und Wirtschaft 1872–1972*, S. 260). Das griechische BIP war 1939 nach A. Maddison (in internationalen Dollar) 8,0 % des deutschen BIP. Demnach betrug der Anteil der deutschen Schulden am griechischen BIP $0,435\%/8,0\% = 5,46\%$. Vgl. A. Maddison, *Monitoring the World Economy 1820–1992*, OECD Publications, Paris 1995, S. 181–184.

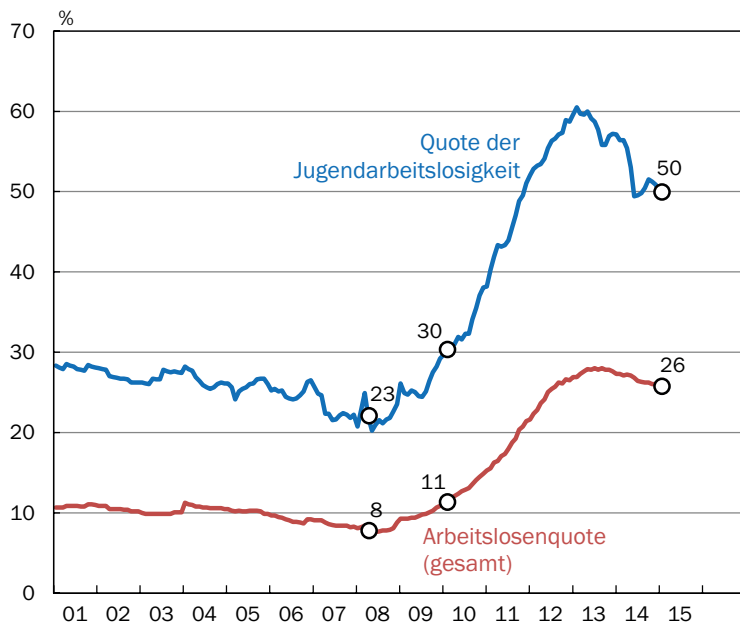
¹ Vgl. Europäische Kommission, »The Economic Adjustment Programme for Greece«, *European Economy*, Occasional Papers 61, S. 25. Der offizielle Schätzwert bezog sich auf die Finanzierungslücke im Zeitraum Mai 2010 bis Juni 2013, die durch die vereinbarte Gemeinschaftsleistung von Euroländern und IWF (jetzt als erstes Hilfspaket bezeichnet) geschlossen werden sollte. Griechenland wurden 80 Mrd. Euro von den Euroländern und 30 Mrd. Euro vom IWF zugesagt. Die Kredite sollten in Abhängigkeit vom Finanzierungsbedarf des griechischen Staates in einzelnen Tranchen ausgezahlt werden. Die Slowakei verweigerte ihre Leistungen von Anfang an. Nach der zweiten Tranche hat Irland und nach der vierten Tranche Portugal die Auszahlung eingestellt, weil sie selbst Finanzhilfen in Anspruch nahmen. Dies hatte zur Folge, dass das erste Rettungspaket der Euroländer faktisch nur noch 77,3 Mrd. Euro betrug.

² Vgl. A. Merkel: »Das Wichtige ist aber, dass wir dem Euro mit dem Rettungsschirm nur Zeit gegeben haben, dass alle Länder die notwendige Haushaltskonsolidierung durchführen – und wenn es notwendig ist, auch Strukturmaßnahmen durchführen.« Vgl. A. Merkel, »Merkel: Anstehende Aufgaben überzeugend umsetzen«, N24 – Sommerinterview, 7. Juli 2010, <http://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Interview/2010/07/2010-07-07-n24-sommerinterview.html>.

³ Vgl. A. Merkel am 16. September 2010: »Eine Verlängerung der jetzigen Rettungsschirme wird es mit Deutschland nicht geben.« Vgl. H. Janssen, »Merkel und Schäuble in der Euro-Krise: Die Schönredner – Teil 2: »Eine Verlängerung der jetzigen Rettungsschirme wird es mit Deutschland nicht geben.«, *Spiegel Online*, 19. November 2012, <http://www.spiegel.de/politik/deutschland/muenchhausen-check-merkel-und-schaeuble-ueber-die-euro-krise-a-867147-3.html>.

⁴ Errechnet als Durchschnitt der Monate Januar und Februar, da der Wert für März bei der Abfassung dieser Zeilen noch nicht verfügbar war.

Abb. 2
Die Entwicklung der Arbeitslosigkeit in Griechenland



Quelle: Eurostat, Datenbank, *Bevölkerung und soziale Bedingungen, Arbeitsmarkt, Beschäftigung und Arbeitslosigkeit*.

fen selbst keine erkennbar positiven Auswirkungen. So fiel das reale BIP vom ersten Quartal 2010 bis zum ersten Quartal 2015 um weitere 21%, und die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes fiel nochmals um 10%.

Wie Abbildung 4 zeigt, entsprach die Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit in keiner Weise den Prognosen und Erwartungen des IWF, der sich an der Finanzierung beteiligt hatte. Man sieht, dass der IWF immer viel zu optimistisch war. Dass dies ein Zweckoptimismus war, um die für die Fortführung der Kredithilfen an Griechenland rechnerisch notwendige Schuldentragfähigkeit zu schaffen, wurde im Juni 2013 von Vertretern des IWF selbst bestätigt und kritisiert.⁵

Die Abbildung erweckt den Eindruck, dass, nach den Fehlschlägen der ersten Prognosen, in den Jahren ab 2013 bessere Vorhersagen gemacht wurden. In der Tat war auch die Entwicklung in den Jahren 2013 und 2014 wieder günstiger, wie schon Abbildung 3 gezeigt hat. Indes ist angesichts der neuen Krise Griechenlands, die am aktuellen Rand in zwei Quartalen bereits wieder zu einer neuen Rezession geführt hat, zu be-

⁵ Vgl. IWF, »Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement«, *IMF Country Report No. 13/156*, Juni 2013, insbesondere S. 2, 21 und 33, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13156.pdf>.

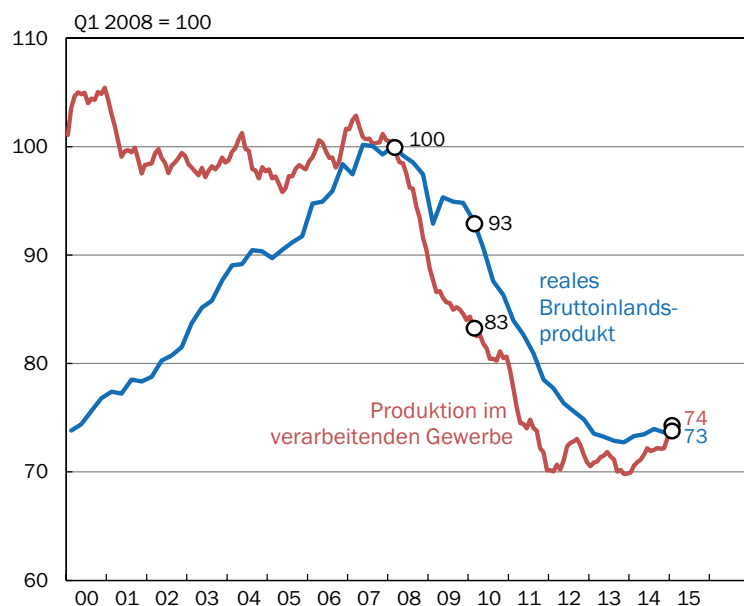
fürchten, dass sich auch diese Prognosen nicht als treffsicher erweisen werden.

Wie dem auch sei: Klar ist, dass das viele Geld nicht wirklich geholfen hat. Es hat zwar einen keynesianischen Schub bei der Binnennachfrage hervorgerufen, wie es stets möglich ist, wenn der Staat kreditfinanzierte Ausgabenprogramme realisiert. Das mag die leichte Verbesserung des Jahres 2014 erklären. Anzeichen für nachhaltige Verbesserungen der griechischen Situation gibt es jedoch nicht.

Das mag auch daran liegen, dass die Reformauflagen, die die Troika aus IWF, EU und EZB dem Land als Gegenleistung für die gewährten Rettungskredite abverlangt hatte, bislang nicht oder nur äußerst unzureichend erfüllt wurden. Es hat zwar Renten Kürzungen und maßvolle Steuererhöhungen gegeben, doch noch immer sind die Renten im Durchschnitt deutlich höher als in der Bundesrepublik,⁶ und besondere Erfolge bei der Eintreibung der

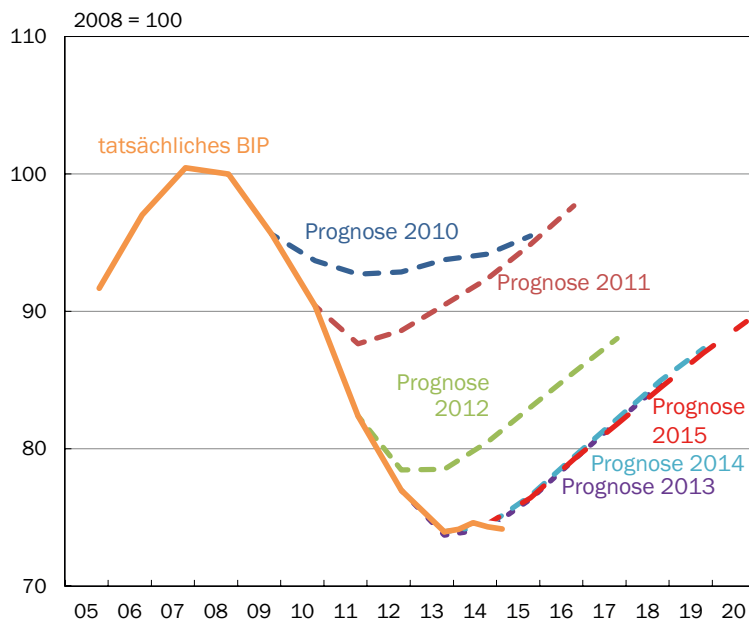
⁶ Vgl. *Spiegel Online*, 23. März 2015, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/warum-griechenland-kein-rentnerparadies-mehr-ist-a-1025159.html>. Bei dem vom Spiegel und anderen Medien genannten Betrag von 958,77 Euro als durchschnittliche Altersrente handelt es sich um eine Angabe des Athener Arbeitsministeriums. Die deutsche Durchschnittsrente pro Rentenbezieher (Versichertenrente wegen Alters) liegt hingegen bei 766 Euro (734 Euro in Westdeutschland, 896 Euro in Ostdeutschland). Vgl. Deutsche Rentenversicherung Bund, *Rentenversicherung in Zeitreihen*, Oktober 2014, S. 201.

Abb. 3
Der Einbruch der griechischen Wirtschaftstätigkeit



Quellen: Eurostat, Datenbank, *Industrie Handel und Dienstleistungen*, Konjunkturstatistik, Industrie; dieselbe, *Wirtschaft und Finanzen*, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (ESVG 2010), *Vierteljährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Hauptaggregate des BIP*; dieselbe, »Schnellschätzung für das erste Quartal 2015«, Pressemitteilung 84/2015, 13. Mai 2015; Produktion: Gleitender 5-Monatsdurchschnitt.

Abb. 4
Reales Bruttoinlandsprodukt Griechenlands: Vergleich der tatsächlichen Entwicklung^{a)} mit den Prognosen des IWF^{b)}



Ist-Entwicklung 2005 bis 1. Vierteljahr 2015 und Vergleich mit den IWF-Frühjahrsprognosen 2010 bis 2015.

^{a)} Tatsächliches Bruttoinlandsprodukt; 2005–2013: Jahresdaten; ab 1. Quartal 2014: Quartalsdaten; Rechenstand: Mai 2015. ^{b)} Jeweilige Frühjahrsprognose.

Quellen: Internationaler Währungsfonds, *World Economic Outlook Database*, April 2010 bis April 2015; Eurostat, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen*, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (ESVG 2010), *Vierteljährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Hauptaggregate des BIP*; dieselbe, »Schnellschätzung für das erste Quartal 2015«, Pressemitteilung 84/2015, 13. Mai 2015; Berechnungen des ifo Instituts.

Steuern sind bislang nicht zu verzeichnen.⁷ Stattdessen hat die Regierung säumigen Steuerschuldnern erlaubt, ihre Schulden verteilt über hundert Monate abzustottern.⁸ Der Mindestlohn liegt mit 684 Euro pro Monat über dem Durchschnittslohn der meisten osteuropäischen Länder.⁹ Im Verarbeitenden Gewerbe ist das durchschnittliche Lohnkostenniveau je Stunde mit 14,7 Euro fast exakt doppelt so hoch wie in Polen (7,4 Euro).¹⁰

Schon 2013 wurden Befürchtungen laut, dass Griechenland die versprochenen Reformen nicht ernsthaft angehen würde.¹¹ So ergibt eine Auswertung von 787 Auflagen

⁷ Vgl. S. Vogt, »Unter Druck – Griechenland im wirtschaftlichen, politischen und sozialen Reformprozess«, *KAS Auslandsinformationen* 6, 2013; *Zeit Online*, »Griechenland scheitert an Umsetzung der Sparauflagen«, 13. Juli 2012, <http://www.zeit.de/wirtschaft/2012-07/griechenland-sparauflagen-troika-bericht>.

⁸ Vgl. *Handelsblatt*, »Scharfe Kritik an Athener Steuerplänen«, 23. März 2015, <http://www.handelsblatt.com/politik/international/griechenland-scharfe-kritik-an-athener-steuerplaenen/11539706.html>; vgl. auch Hellenic Parliament, Legislative Work, Enacted Legislation, 20/03/2015, *Regulations for the restart of the economy*, http://www.hellenicparliament.gr/en/Nomothetiko-Ergo/Anazitisi-Nomothetikou-Ergou?law_id=a3a50719-b333-4010-86c5-a45e015c2576.

⁹ Vgl. Eurostat, Datenbank, *Bevölkerung und soziale Bedingungen, Arbeitsmarkt, Verdienste, Mindestlöhne*.

¹⁰ Vgl. Statistisches Bundesamt, »EU-Vergleich der Arbeitskosten 2014: Deutschland auf Rang acht« Pressemitteilung Nr. 160, 4. Mai 2015.

¹¹ Vgl. K. Hope und P. Spiegel, »Greece and Lenders Fall out over Firings«, *ft.com*, 14. März 2013, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3df71c6c-8c8b-11e2-aed2-00144feabdc0.html#axzz3YaTtuiJu>.

durch die Troika, dass nicht einmal die Hälfte erfüllt wurde. An 76 Auflagen arbeitete die griechische Regierung noch, und bei 357 Auflagen wurden keine Bemühungen zur Einleitung von Maßnahmen zu deren Erfüllung beobachtet.¹² Auch bei den Privatisierungen gab es kaum Fortschritte. So hatte sich Griechenland am 2. Juli 2011 verpflichtet, für 50 Mrd. Euro Staatsvermögen zu verkaufen, um so seinen Kreditverpflichtungen nachkommen zu können.¹³ In Wahrheit lagen die Privatisierungserlöse bis Dezember 2014 aber nur bei 3,1 Mrd. Euro.¹⁴ Der Verkauf von Hafenanlagen in Piräus an eine chinesische Investorengruppe und den chinesischen Staat wurde von der neuen Regierung unter Alexis Tsipras unterbrochen. Das Wahlprogramm seiner Partei Syriza basiert auf der offenen Ablehnung der Reformvereinbarungen mit der Troika. Versuche, die Regierung in Verhandlungen umzustimmen, erwiesen sich bislang als zäh bis ergebnislos.

Dass Griechenland trotz der riesigen Kreditmittel, die es von der Staatengemeinschaft erhielt, wirtschaftlich nicht vorangekommen ist und heute kränker denn je erscheint, mag auf den ersten Blick verblüffen. Dahinter

steckt aber ein harter ökonomischer Mechanismus, den Ökonomen als Holländische Krankheit bezeichnen.¹⁵ Als die Niederlande in den 1960er Jahren Erdgas gefunden hatten, kamen sie zu raschem Reichtum, der es ermöglichte, die Löhne schneller als die Produktivität der Wirtschaft zu erhöhen. Dadurch verlor die Industrie einen Teil ihrer Wettbewerbsfähigkeit und wurde in die Rezession getrie-

¹² Vgl. Europäische Kommission, »The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Fourth Review – April 2014«, *Occasional Papers* 192, April 2014, S. 79ff.

¹³ Vgl. Europäische Kommission, »The Economic Adjustment Programme for Greece, Fourth Review – Spring 2011«, *Occasional Papers* 82, Juli 2011, S. 16.

¹⁴ Vgl. Hellenic Republic Asset Development Fund, *Asset Development Plan – December 2014*, <http://www.hradf.com/sites/default/files/attachments/20141211-adp-december-2014-en.pdf>. Zum geschichtlichen Verlauf: Die Troika korrigierte bereits im Oktober 2011 die kumulierten Erlöse durch Privatisierungen für die Jahre 2011 bis 2013 nach unten. Es wurde aber weiterhin an dem Ziel festgehalten, dass bis Ende 2015 durch die Beteiligungen Erlöse in Höhe von 50 Mrd. Euro generiert werden. Vgl. Europäische Kommission, »The Economic Adjustment Programme for Greece, Fifth review – October 2011«, *Occasional Papers* 87, 2011, S. 32. 2012 nahm die Troika nochmals eine Korrektur vor. So wurden bis Ende 2015 nur noch Erlöse in Höhe von 19 Mrd. Euro erwartet. In dem Bericht wurde offen gelassen, bis wann der Rest der 50 Mrd. Euro erlöst sein soll. Vgl. Europäische Kommission, »The Second Economic Adjustment Programme for Greece, March 2012«, *Occasional Papers* 94, 2012, S. 31. Die Troika reduzierte ihre Erwartung für die Erlöse aus den bis 2020 anstehenden Privatisierungen inzwischen auf 22,3 Mrd. Euro. Vgl. Europäische Kommission, »The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Fourth«, a.a.O., S. 27.

¹⁵ Vgl. W.M. Corden und J. P. Neary, »Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy« *Economic Journal* 92, 1982, S. 825–848.

ben. Erst als die Gasförderung zurückging und die Tarifpartner mit dem Wassenaar-Abkommen von 1981 Lohnmoderation vereinbarten, gelang die Gesundung.

In Griechenland ist der Sachverhalt ganz ähnlich wie seinerzeit in den Niederlanden, denn ob ein Land Gas oder Schuldscheine verkauft und dadurch ein überzogenes Lohnniveau aufrechterhält, macht bezüglich der Wettbewerbseffekte kaum einen Unterschied. Je mehr öffentlicher Kredit dem Land zur Verfügung gestellt wird, desto länger lässt sich der Zustand der fehlenden Wettbewerbsfähigkeit aufrechterhalten, und zwar ungeachtet der politischen Reformauflagen, die mit der Gewährung der Hilfen verbunden sind. Erst wenn das öffentliche Geld nicht mehr zur Verfügung steht, kommt es unter dem Druck der Verhältnisse zu den schmerzlichen Anpassungseffekten bei Löhnen und Preisen, die die Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen.

Ein Vergleich zwischen Irland und den anderen Krisenländern verdeutlicht diese Aussage. Da die irische Wirtschaftsblase schon Ende 2006 platzte, als es noch keine Hilfen der Staatengemeinschaft gab, musste sich das Land selbst helfen. Während anderswo im Euroraum noch massive Lohnerhöhungen durchgesetzt wurden, senkte es seine Löhne im Staatssektor und in der Privatwirtschaft, was entsprechende Preissenkungen nach sich zog.¹⁶ Relativ zu den restlichen Ländern des Eurosystems senkte es seine Güterpreise (BIP-Deflator) von 2006 bis 2014 um 13%. Wegen dieser »realen Abwertung« wurde das Land wieder wettbewerbsfähig und erlebte einen starken Wirtschaftsaufschwung. Das irische BIP liegt mittlerweile (viertes Quartal 2014) um 9% über dem Niveau des ersten Quartals 2010, und die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe liegt sogar um 43% (erstes Quartal 2015) höher.¹⁷

Eine ähnliche Entwicklung fand bei den anderen Krisenländern der Eurozone nicht statt, weil sie erst nach Lehman, zwei Jahre später als Irland, in die Krise kamen und es vorzogen, sich das Geld zu drucken, das sie sich nicht mehr leihen konnten, anstatt die irische Ochsentour zu wiederholen. Das wurde im Zusammenhang mit Griechenland in Abschnitt 1 bereits diskutiert. Die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite und der staatlichen Defizite mit öffentlichen Krediten nahm den Anpassungsdruck aus der Wirtschaft, der in Irland Änderungen erzwungen hatte, und führte dazu, dass strukturelle Maßnahmen zur wirklichen Lösung der Wettbewerbsprobleme auf die lan-

ge Bank geschoben wurden, was eine Erscheinungsform der Holländischen Krankheit war. Irland erhielt zwar auch solche Kredite, doch den größten Teil seines schmerzlichen Anpassungsprozesses hatte es da schon hinter sich.

Das alles ist auch in Griechenland bekannt. So antwortete der frühere Wirtschaftsminister Michalis Chrysochoidis in einem Interview mit der FAZ im Februar 2012 auf die Frage, ob die Subventionen Griechenland zerstört haben: »Ja. Während wir mit der einen Hand das Geld der EU nahmen, haben wir es nicht mit der anderen Hand in neue und wettbewerbsfähige Technologien investiert. Alles ging in den Konsum. Das Ergebnis war, dass jene, die etwas produzierten, ihre Betriebe schlossen und Importfirmen gründeten, weil sich damit mehr verdienen ließ. Das ist das eigentliche Desaster dieses Landes.«¹⁸

¹⁶ Vgl. H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, insbesondere Kapitel 4: »The Competitiveness Problem«, Abschnitt »How Did Ireland Do It?«.

¹⁷ Vgl. Eurostat, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen (ESVG 2010), Vierteljährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; dieselbe, Datenbank, *Industrie, Handel und Dienstleistungen, Konjunkturstatistik, Industrie*. Zahlen für das irische BIP im ersten Quartal 2015 waren bei der Abfassung dieser Zeilen noch nicht verfügbar.

¹⁸ M. Chrysochoidis, »Die Gesellschaft ist reifer als ihr System«, Interview mit M. Martens, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 9. Februar 2012, <http://www.faz.net/aktuell/politik/europaeische-union/griechischer-wirtschaftsminister-diegesellschaft-ist-reifer-als-ihr-system-11642768.html>.

3. An wen flossen die Kredite?

Der griechische Finanzminister Yanis Varoufakis vertrat vor kurzem den Standpunkt, 90% der öffentlichen Kredithilfen, die Griechenland gewährt wurden, seien dafür verwendet worden, private Kredite internationaler Gläubiger Griechenlands zu bedienen, also unter anderem die Banken Europas zu retten.¹ Die Hilfen seien der griechischen Bevölkerung kaum zugutegekommen. Die Bevölkerung leide unter der Austeritätspolitik, also den Sparauflagen der Troika, die eine humanitäre Katastrophe herbeigeführt habe. Auch andere Ökonomen hatten in der Vergangenheit die angebliche Austeritätspolitik der Eurostaaten kritisiert² und argumentiert, die Kredithilfen hätten in erster Linie den ausländischen Gläubigern Griechenlands genutzt, die sonst ihr Geld nicht zurückbekommen hätten.³

Dass diese Aussagen den Sachverhalt nicht treffen, erkennt man schon an dem Verhältnis von Griechenlands privatem und öffentlichem Konsum auf der einen und dem griechischen Nettonationaleinkommen auf der anderen Seite, das in Abbildung 5 dargestellt ist. Während das entsprechende

Verhältnis in Deutschland vor zehn Jahren bei knapp über 90% lag und danach etwas unter diesen Wert abfiel, lag es in Griechenland in den Jahren nach dem Euro-Beitritt (2001) bei über 95% und sprang danach unter leichten Schwankungen auf Werte von über 110%, wo es bis zum aktuellen Rand verblieb. Im Jahr 2014 lag der Konsum mit 113,7% nach wie vor weit bei über 100% des Nettonationaleinkommens. Angesichts des Umstandes, dass eine Volkswirtschaft normalerweise nicht mehr als das Nettonationaleinkommen konsumieren kann, wenn sie nicht von der Substanz leben will, ist dies eine bemerkenswerte Entwicklung, die man nur schwer mit der griechischen These von der »humanitären Katastrophe« in Einklang bringen kann.

Hinter dem Überschießen des Konsums stand wohl im Wesentlichen die Zinssenkung, die der Euro-Beitritt Griechenland brachte. So fielen z.B. die Zinsen für griechische Staatspapiere, wie Abbildung 6 verdeutlicht, von 25% auf nur noch 5%. Im privaten Sektor war es ähnlich. Wie in Box 2 dargelegt wird, war die Zinssenkung durch Regulierungsfehler und durch den erwarteten Schutz, den das Eurosystem den Investoren bot, hervorgerufen worden. Sie brachte Griechenland zwar den Vorteil, dass Staat und Private weniger Geld an die ausländischen Kreditgeber abzuführen hatten. Das für sich genommen, vergrößerte das Nettonationaleinkommen und senkte den Konsumüberschuss. Dieser Effekt wurde aber dadurch überkompensiert, dass man sich mehr verschuldete. Angesichts der niedrigen Zinsen war es verlockend, den Lebensstandard durch Auslandsschulden aufzubauen, weil die Tragfähigkeit der zusätzlichen Schuldenlast gewährleistet zu sein schien. So stiegen

die Nettoauslandsschulden Griechenlands vom Zeitpunkt des Euro-Beitritts 2001 bis zum Vorkrisenjahr 2007 von 68 Mrd. Euro auf 214 Mrd. Euro,⁴ und die Relation von Nettoauslandsschulden und Bruttoinlandsprodukt stieg von 45% auf 92%.

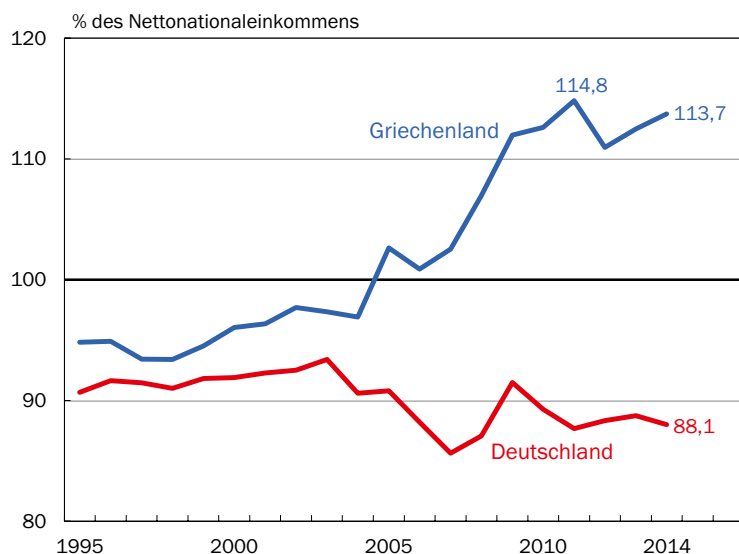
Hinter dieser Entwicklung stand wohl weniger der Staat, denn der hat seine Schuldenquote bezüglich des BIP in der gleichen Zeitspanne nur von 105% auf 107% vergrößert.⁵ Dem Staat kann man allerdings insofern einen Vorwurf machen, als er den gewaltigen Vorteil der Zinssenkung auf die ausstehenden Staatspapiere in den Jahren bis zum Beitritt – von etwa 7 Prozentpunk-

¹ Vgl. Y. Varoufakis, »Schluss mit Schwarzer Peter«, *Handelsblatt*, 30. März 2015, S. 48.

² Vgl. M. Fratzscher, »Fünf Thesen, fünf Irrtümer: Targetsalden«, *Handelsblatt*, 16./17./18. Januar 2015, S. 53 sowie P. De Grauwe, »The Creditor Nations Rule in the Eurozone«, in: S. Tilford und P. Whyte, *The Future of Europe's Economy – Disaster or Deliverance?*, Centre for European Reform, London, S. 11–23, <http://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/pdfs/CER-report-18.9.13.pdf>.

³ Vgl. D. Dittmer, »Jahrelange Insolvenzschiebung? Die Horror-Bilanz der Griechenland-Hilfen«, *n-tv*, 13. März 2015, <http://www.n-tv.de/wirtschaft/Die-Horror-Bilanz-der-Griechenland-Hilfen-article14690166.html>.

Abb. 5
Staatlicher und privater Konsum in Relation zum Nettonationaleinkommen

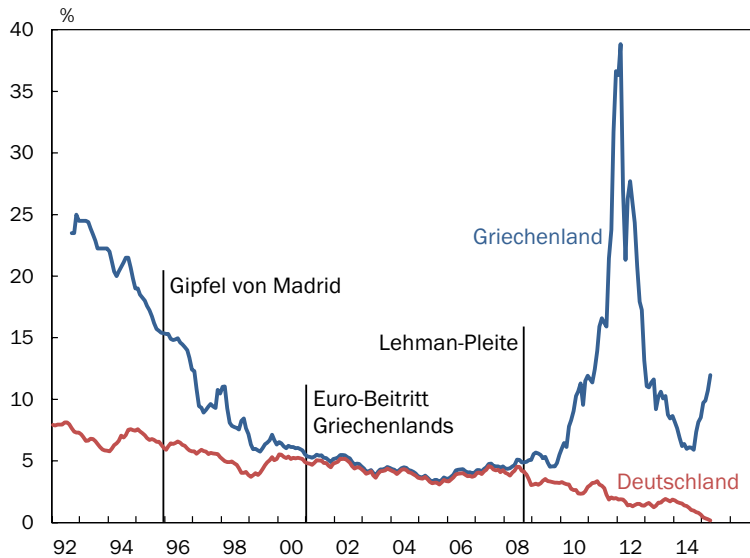


Quellen: Eurostat, Database, *Economy and Finance, National Accounts (including GDP), GDP and Main Components – Current Prices, Final Consumption Expenditures; and Income, Saving and Net Lending/Borrowing, Gross National Income at Market Prices*; Europäische Kommission, *Economic and Financial Affairs, Economic Databases and Indicators, AMECO – the annual macro-economic database, National Income*; Berechnungen des ifo Instituts.

⁴ Vgl. Eurostat, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen, Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen (bop), Auslandsvermögensstatus – Jährliche Daten*.

⁵ Vgl. Europäische Kommission, *General Government Data, Part I*, Spring 2014, S. 33. Diese Daten sind nach der früheren Systematik der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG 95) erstellt worden. Nach der neuen Systematik (ESVG 2010) liegen Daten zum Schuldenstand des griechischen Staates nur für den Zeitraum 2011 bis 2014 vor.

Abb. 6
Effektivzinssätze auf zehnjährige Staatspapiere



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Deutschland: BDBRYLD, Griechenland GRBRYLD (ab 04/1999) GRESEFIGR (ab 01/1996) GRESEFIGR (Daten abgerufen zuletzt am 10. Februar 2014; ab 09/1992).

ten des BIP seit 1995 – nicht zur Schuldentilgung verwendete, sondern seine Ausgaben entsprechend vermehrte.⁶ Er erhöhte die Löhne der Staatsbediensteten und stellte immer mehr von ihnen ein. Der Anstieg der Quote der Auslandsschulden kam vor allem durch die Verschuldung des privaten Sektors für Konsumzwecke und zum Teil auch für Bauinvestitionen zustande. Die Kreditfinanzierung der Ausgaben im Verein mit den ersparten Zinsen des Staates ermöglichten einen Anstieg der griechischen Löhne in der Zeit vom Beitritt im Jahr 2001 bis zum Jahr vor der Krise (2007) um 65%,⁷ während das griechische Bruttoinlandsprodukt nominal um 53% und real gar nur um 28% anstieg.⁸ Dabei muss man bedenken, dass das Bruttoinlandsprodukt nach den Regeln der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung teilweise aus Löhnen der Staatsbediensteten besteht und insofern automatisch mit ansteigt, wenn es Lohnerhöhungen gibt. Außerdem wird der Binnensektor einer Volkswirtschaft durch Lohnerhöhungen aufgeblasen. Insofern führt eine kreditfinanzierte Belebung der binnenwirtschaftlichen Nachfrage zu einer Unterschätzung der genannten Fehlentwicklungen. Wie Abbildung 5 zeigt, überschritt das Konsumniveau dennoch bereits im Jahr 2005 die Grenzmarke von 100% des Nettoneationaleinkommens und erreichte bereits vor dem Ausbruch der Krise, im Durchschnitt des Jahres 2007, ein Niveau von 103%.

⁶ Im Jahr 1995 musste der griechische Staat Zinszahlungen in Höhe von 11,3% des BIP leisten, im Jahr 2007 waren es nur noch 4,5%, vgl. Europäische Kommission, ebenda, S. 31.

⁷ Gesamtsumme der Arbeitnehmereinkommen, vgl. Eurostat, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen (ESVG 2010), Jährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Hauptaggregate des BIP*.

⁸ Vgl. Eurostat, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen (ESVG 2010), Jährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*.

Bemerkenswert ist dabei, dass der Konsumüberhang über das Einkommen noch weiter anstieg, als 2008 die weltweite Wirtschaftskrise ausbrach und auch Griechenland erfasste. Das lag nicht nur daran, dass man das Konsumniveau zu halten versuchte, obwohl die Wirtschaftskraft nachließ, sondern auch daran, dass man die Einkommen trotz der Krise kreditfinanziert weiter erhöhte. So stiegen die Löhne der griechischen Staatsbediensteten noch in den Jahren 2008 und 2009 um etwa 19%, obwohl das griechische Bruttoinlandsprodukt in dieser Zeit nominal nur um 2% stieg und real um 5% schrumpfte.⁹ Erst danach kam es zu Lohnsenkungen, die den Trend umkehrten.

Angesichts des Umstandes, dass Griechenland seit 2008 auf den Kapitalmärkten Kredit nur noch zu exorbitant hohen Zinsen bekam, fragt man sich, woher das

Land das Geld für den Konsumüberhang nahm. Die in Abschnitt 1 beschriebenen Kredite aus der lokalen Druckerpresse bieten die Erklärung. Nachdem es ihr durch den EZB-Rat in Form der dramatischen Absenkung der notwendigen Pfandqualitäten für die Refinanzierungskredite erlaubt worden war, gab die griechische Notenbank den Geschäftsbanken immer mehr Kredit mit frisch geschaffenenem Geld, den diese wiederum dafür verwendeten, Staatspapiere zu kaufen und dem privaten Sektor Kredit zu gewähren. Der Staat nahm das Geld und erhöhte die Löhne seiner Bediensteten, obwohl die Wirtschaftskraft sank, und die wachsenden Löhne führten zu wachsenden Konsumausgaben. Privatleute liehen sich das Geld von den Banken, um weiterhin einen hohen Konsumstandard zu finanzieren. Der solcherart vergrößerte Konsum schlug sich teilweise auch in Nettoüberweisungen für Güterkäufe in andere Länder nieder, die, wie in Abschnitt 1 erläutert wurde, neben den Überweisungen zur Schuldentilgung und zum Vermögenserwerb im Ausland durch die Target-Salden (vgl. Abbildung 1) gemessen werden.

Mit Target-Kreditfinanzierte sich Griechenland aber nur in der Anfangsphase. Nachdem die EZB in Vorlage gegangen war, blieb den Parlamenten der Eurozone nichts anderes übrig, als die Anschlussfinanzierung durch fiskalische Rettungskredite bereitzustellen. Die von der griechischen Notenbank vorfinanzierten und damit erzwungenen Rettungskredite ermöglichten es, den Konsum über 100% des Einkommens zu halten, obwohl Grie-

⁹ Vgl. Eurostat, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen (ESVG 2010), Jährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Detailgliederung der Hauptaggregate des BIP*.

Box 2

Die Ursachen der Zinssenkung

Vor dem Euro-Beitritt verlangten Investoren von Griechenland hohe Zinsaufschläge, weil sie stets damit rechnen mussten, dass die Rückzahlung der Kredite in einer inzwischen abgewerteten Drachme stattfinden würde. Mit der Annäherung an den Zeitpunkt des Euro-Beitritts Griechenlands wurde dieses Risiko immer geringer, und so sanken die Zinsaufschläge für griechische Staatspapiere, bis sie zum Zeitpunkt des Beitritts fast völlig verschwunden waren.

Es ist unklar, wann die Senkung der griechischen Zinsaufschläge begann, weil die statistischen Informationen für Griechenland nur bis zum Jahr 1993 zurückreichen. Allerdings markiert der Dezember 1995 ein wichtiges Datum, weil dort auf dem Gipfel von Madrid beschlossen wurde, dass der Euro als virtuelle Währung bereits 1999 eingeführt wird, so dass spätestens zu dem Zeitpunkt für die teilnehmenden Länder keine Wechselkursunsicherheit mehr bestehen würde. Zwar war damals nicht klar, ob und wann Griechenland teilnehmen würde. Die intensiven Verhandlungen dazu veranlassten die Investoren jedoch, einen baldigen Beitritt zu erwarten, so dass die Tendenz zur Reduktion der Zinsspreads zumindest verstärkt wurde.

Das Risiko des Staatsbankrotts, das ebenfalls Zinsaufschläge für Staatspapiere hätte begründen können, hielten die Investoren damals offenbar für bedeutungslos. Diese Einschätzung erwies sich im Nachhinein als Fehler, wie der griechische Schuldenschnitt des Jahres 2012 zeigte. Sie war indes nicht unplausibel, weil die Investoren zu Recht davon ausgehen konnten, dass die Zugehörigkeit der griechischen Notenbank zum Eurosystem dafür sorgen würde, dass dem griechischen Finanzsystem jederzeit frische Liquidität zur Verfügung gestellt werden würde, um einen Rückkauf der Kredite durch die Banken bzw. eine Anschlussfinanzierung für den griechischen Staat sicherzustellen. Zu Recht erwarteten sie, dass ihnen die Euromitgliedschaft des Landes im Notfall Fluchtmöglichkeiten verschaffen würde, denn sie wussten ja um die Möglichkeit der griechischen Notenbank, das eigene Finanzsystem nach Belieben mit Notfallkrediten stützen zu können. Verschätzt haben sich die Investoren allenfalls in der Größe der griechischen Ausfälle, weil die griechische Verschuldung den Rahmen dessen überstieg, was die anderen Länder und die EZB zu tragen bereit waren.

Zu der Bereitschaft, Kredite auch ohne nennenswerte Zinsaufschläge zu vergeben, trug bei, dass das Basel-System der Bankenregulierung von den Banken keinerlei Eigenkapitalunterlegung für den Kauf von Staatspapieren verlangte, wenn sie ihre Risiken nach dem sogenannten Standardansatz, also einer vorgegebenen Kategorie von Risikogewichten, dokumentierten. Es kam hinzu, dass die EU den Banken ganz im Gegensatz zu den Basel-Vorschriften auch dann die Möglichkeit gab, auf eine Eigenkapitalunterlegung von erworbenen Staatspapieren zu verzichten, wenn sie die Risikobilanzierung nach eigenen Risikomodeln vornahmen. Die Banken konnten sich also die für sie vorteilhaften Elemente aus zwei Bilanzierungsansätzen herausuchen.¹ Da auch Bankvorstände häufig nur kurzfristig optimieren und nur die in ihrer eigenen Amtszeit auftretenden Risiken angemessen bei ihren Entscheidungen berücksichtigen, ist es kein Wunder, dass man bereit war, das Griechenlandgeschäft für winzige Risikoaufschläge zu machen, wenn es die Aufsicht nicht verbat, ja geradezu dazu ermunterte. Wer sollte dem Management einer Bank schon den Vorwurf machen, leichtfertig zu handeln, wenn es sich doch im Rahmen der Regulierungsvorschriften bewegte und die Aufsichtsbehörde selbst signalisierte, dass nach ihrer Meinung griechische Staatspapiere risikofrei waren.

Nicht nur die Vorstände der Banken, sondern auch jene der Versicherungen haben in diesem Sinne leichtfertig auf die Erzielung kurzfristiger Gewinne gesetzt, denn auch die Solvency-Regulierung, die sie zu beachten hatten, verlangte ebenfalls keinerlei Eigenkapitalunterlegungen, falls man griechische und andere Staatspapiere des Eurosystems erwarb. So gesehen ist die Zinskonvergenz, die Griechenland veranlasste, über seine Verhältnisse zu leben, auch von Vorständen der Finanzinstitute und der Politik, die fehlerhafte Regulierungssysteme installiert hat, zu verantworten und nicht nur Griechenland anzulasten.

¹ Regulation Governing the Capital Adequacy of Institutions, Groups of Institutions and Financial Holding Groups, § 26 Nr. 2 littera b in Verbindung mit § 70 section 1 littera c: Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 Relating to the Taking Up and Pursuit of the Business of Credit Institutions (Recast), § 80 Nr. 1 in Verbindung mit § 89 Nr. 1 littera d. Soweit man weiß, haben sämtliche Euroländer diese Regeln in nationales Recht implementiert. Deutschland tat es zum Beispiel mit der Verordnung über die angemessene Eigenmittelausstattung von Instituten, Institutsgruppen und Finanzholding-Gruppen, § 26 Nr. 2 littera b in Verbindung mit § 70 Nr. 1 littera c; Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (Neufassung), § 80 Nr. 1 in Verbindung mit § 89 Nr. 1 littera d.

chenland seit 2008 weitgehend von den Kapitalmärkten abgeschnitten war.

Die öffentlichen Kreditmittel flossen indes nicht allein in den Konsum. Da sie den Griechen (insbesondere den Banken) die Möglichkeit gaben, ihre privaten Auslandsschulden zurückzuzahlen, halfen sie auch den ausländischen Kapitalanlegern und Vermögensbesitzern, die sonst vermutlich das an Griechen verliehene Geld nie wiedergesehen hätten. Insofern hat Yanis Varoufakis Recht, auch wenn er sich in der Größenordnung erheblich verschätzt hat. Dies zeigt Abbildung 7. Die Abbildung wiederholt die Information von Abbildung 1, ergänzt sie aber um die (blaue) Kurve der seit Anfang 2008 akkumulierten Leistungsbilanzdefizite Griechenlands und die (rote) Kurve der Nettoauslandsschuld (negative Nettovermögensposition) Griechenlands.¹⁰

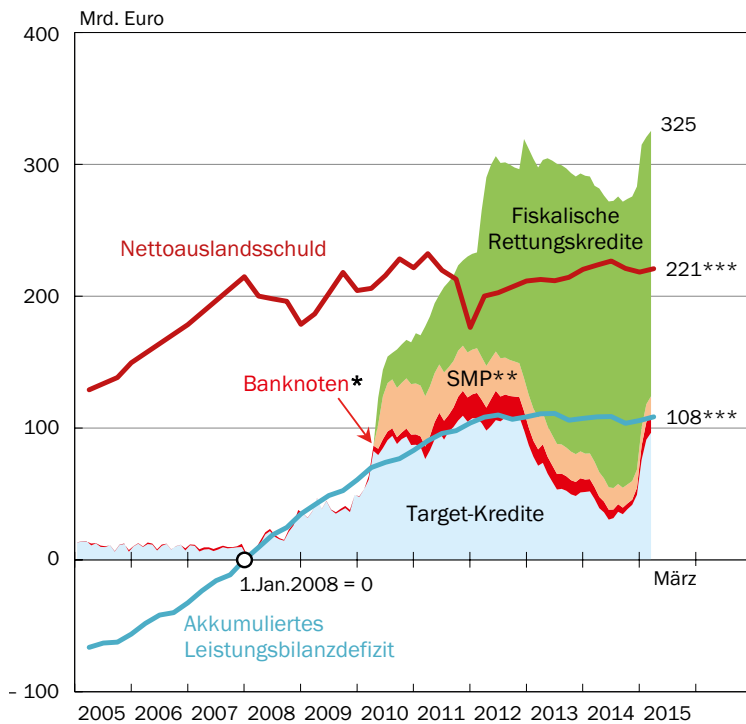
¹⁰ Zu beachten ist, dass die Leistungsbilanzstatistiken seit 2014 international nach einer neuen Methodik und Systematik (Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition: BPM6) erstellt werden. Da für Griechenland die Ergebnisse nach der neuen Systematik erst ab 2009 vorliegen, wurden für die Jahre bis einschließlich 2008 die nach dem alten Standard ermittelten Daten verwendet. Wie ein

Betrachten wir zunächst die Kurve des akkumulierten Leistungsbilanzdefizits. Ein Leistungsbilanzdefizit ist im Wesentlichen als Überschuss der Importe und Nettoszinszahlungen an das Ausland über die Exporte und die Einnahmen aus Transfers (wie z.B. Gastarbeiterüberweisungen oder EU-Mittel) definiert. Das Defizit ist identisch mit dem Kapitalimport eines Landes, der im Wesentlichen durch eine Nettokreditaufnahme bei privaten und staatlichen Gläubigern und Nettoverkäufe von Vermögensobjekten an Ausländer realisiert wird. Die Kreditaufnahme bei staatlichen Gläubigern kann z.B. in Form eines fiskalischen Rettungskredits erfolgen, oder sie kann die Form eines Target-Kredits zwischen den Notenbanken des Eurosystems annehmen.

Die Steigung der blauen Kurve in der Abbildung zeigt das Leistungsbilanzdefizit vor und nach dem Bezugspunkt Anfang 2008, und ihr Niveau gibt die Summe der Defizite an, die sich bis zum jeweiligen Betrachtungszeitpunkt seit die-

Datenvergleich im Überlappungsbereich der alten und neuen Systematik zeigt, resultieren daraus keine starken Effekte.

Abb. 7
Öffentliche Kredite, akkumulierte Leistungsbilanzdefizite und Außenschulden



* Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem wegen überproportionaler Banknotenausgabe.
 ** Im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP) von anderen Notenbanken des Eurosystems erworbene griechische Staatsanleihen abzüglich der durch die griechische Notenbank im SMP erworbenen Staatsanleihen anderer Länder.
 *** Schätzung: Januar bis März 2015.
 Quellen: Vgl. Abbildung 1 sowie: Eurostat, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen, Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen*; Schätzung des ifo Instituts.

sem Bezugspunkt errechnet. Im negativen Bereich zeigt der Abstand der Kurve des akkumulierten Leistungsbilanzdefizits von der Nulllinie die Summe der Leistungsbilanzdefizite von dem jeweiligen Zeitpunkt bis zum Beginn des Jahres 2008.

Man erkennt in der Abbildung sehr deutlich, dass die Leistungsbilanzdefizite vor 2008 mit privaten Kapitalimporten finanziert wurden, weil die Target-Kurve flach in der Nähe der Nullachse verlief, aber von Anfang 2008 bis Anfang 2010 praktisch vollständig durch Target-Kredite finanziert wurden, also durch eine zusätzliche Geldschöpfung der griechischen Notenbank, die über den internen Liquiditätsbedarf der griechischen Wirtschaft hinausgingen. Der private Kapitalimport war in dieser Zeit vollständig zum Erliegen gekommen. Warum das so war, ist nicht ganz klar. Es kann sein, dass sich die internationalen Kreditgeber Griechenland verweigerten und die EZB in die Bresche sprang. Es kann aber auch sein, dass griechische Schuldner darauf verzichteten, im Ausland mehr Kredit aufzunehmen, weil es die EZB der griechischen Notenbank erlaubte, den Banken des Landes die Kredite günstiger zur Verfügung zu stellen, als die zunehmend nervös reagierenden Anleger es taten. Die erwähnten Lohnerhöhungen des Staates in den Jahren

2008 und 2009 sowie der Umstand, dass die jährlichen Leistungsbilanzdefizite zunächst unvermindert beibehalten wurden (gemessen durch die Steigung der Kurve der akkumulierten Leistungsbilanzdefizite), zeigen, dass die Geldschöpfungskredite der griechischen Notenbank großzügig genug waren, das Versiegen der privaten Auslandskredite zu kompensieren.

Vor 2008 spielten die Target-Kredite keine Rolle, weil die EZB damals noch eine restriktive Geldpolitik vertrat, die eine asymmetrische Geldmengenausweitung zugunsten einzelner Länder ausschloss. Target-Kredite wurden als temporäre Überziehungskredite des Eurosystems angesehen, die stets durch eine restriktive lokale Geldschöpfung auszugleichen waren, so dass die Marktteilnehmer gezwungen waren, sich direkt oder indirekt über ihre Banken an ausländische Gläubiger zu wenden, wenn sie über die inländische Ersparnis hinaus Kredit brauchten.¹¹

Da der Zuwachs der griechischen Target-Verbindlichkeiten in den Jahren 2008 und 2009 dem Zuwachs der akkumulierten Leistungsbilanzdefizite Griechenlands annähernd gleich, wurden in diesen zwei Jahren per Saldo auch keine öffentlichen Kredite verwendet, um Anleger aus anderen Ländern auszusuchen. Der Anteil der öffentlichen Kredite, der zur Tilgung privater Auslandskredite verwendet wurde und auf den Yanis Varoufakis in seiner Stellungnahme abstellt, war in dieser Zeit somit praktisch null. Alle öffentlichen Kredite waren Kredite des EZB-Systems, und sie dienten in der Summe dieser beiden Jahre praktisch ausschließlich der Finanzierung des griechischen Leistungsbilanzdefizits und damit dem Erhalt und dem Ausbau des griechischen Lebensstandards. Die griechische Notenbank lieh das frisch geschaffene Geld den Banken, und die liehen es den Privaten und dem Staat. Die Privaten finanzierten damit Konsum- und Investitionsgüter, die zum Teil aus dem Ausland kamen, und der Staat finanzierte damit seine Löhne und andere Ausgaben. Die Lohnbezieher sowie die anderen Empfänger staatlicher Mittel wiederum verwendeten das Geld, um sich Importgüter zu kaufen. Das ist die vereinfachte, aber im Kern zutreffende Skizze des Geschehens in den ersten beiden Krisenjahren.

Die Situation änderte sich dramatisch, als die Notenbanken des Eurosystems im Jahr 2010 mit dem asymmetrischen

¹¹ Vgl. H. Schlesinger, »Die Zahlungsbilanz sagt es uns«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 2011, S. 9–11.

Aufkauf von Staatspapieren (SMP) begannen und die Staaten des Eurosystems die fiskalischen Rettungsschirme aufspannten, denn nun wuchs die Gesamtsumme der öffentlichen Kredite über die akkumulierten Leistungsbilanzdefizite hinaus. Zwar diente ein Teil der fiskalischen Mittel ab etwa 2013 offenkundig dazu, die Kredite der griechischen Notenbank an die Geschäftsbanken zu ersetzen und insofern die Leistungsbilanzdefizite der zurückliegenden Jahre nachzufinanzieren. Das sieht man an dem gleichzeitigen Rückgang der Target-Salden. Doch ein anderer Teil – jener, der oberhalb der blauen Kurve der akkumulierten Leistungsbilanzdefizite liegt – diente dazu, eine private Kapitalflucht zu ersetzen und damit zu ermöglichen.

Ein erheblicher Teil der Kapitalflucht wurde durch ausländische Anleger, vor allem französische, aber auch deutsche Banken, verursacht, die bei Fälligkeit ihrer Kredite auf einer Tilgung bestanden, statt weiterhin einer Ablösung alter Kredite durch neue zuzustimmen, wie sie es bis dato getan hatten.¹² Doch auch griechische Anleger selbst flohen mit ihrem Vermögen, indem sie Wertpapiere an die heimischen Banken verkauften oder sich bei ihnen verschuldeten, um die so gewonnene Liquidität im Ausland anzulegen.

Ende März 2015 lag die Summe der seit Anfang 2008 akkumulierten Leistungsbilanzdefizite mit einem Wert von 108 Mrd. Euro bei einem Drittel der insgesamt aus dem Ausland zur Verfügung gestellten öffentlichen Kredite in Höhe von 325 Mrd. Euro. Zwei Drittel der öffentlichen Kredite dienten bis dahin also offenbar der Finanzierung der Kapitalflucht und ein Drittel der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits, also letztlich wohl im Wesentlichen des Lebensstandards, der aus dem Einkommen der Griechen nicht mehr zu finanzieren war. Somit kann auch über die gesamte Krisenzeit gerechnet keine Rede davon sein, dass – wie Finanzminister Varoufakis meinte – gerade einmal 10% der öffentlichen Kredite den Griechen selbst zugutekamen. Tatsächlich kam ihnen ein Drittel der Kredite zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite unmittelbar zugute. Davon abgesehen profitierten die griechischen Schuldner ja auch davon, dass ihnen die Staatengemeinschaft dabei half, ihre privaten Zahlungsverpflichtungen gegenüber ausländischen Gläubigern zu erfüllen und ihr eigenes Vermögen im Ausland in Sicherheit zu bringen.

Wie sich die öffentlichen Mittel, die Griechenland von der Staatengemeinschaft erhielt, per Saldo auf eine griechische Kapitalflucht und eine Tilgung von griechischen Auslandsschulden aufteilten, zeigt ein Blick auf die rote Kurve der gesamten Nettoauslandsschuld des Landes, die am aktuellen Rand einen Wert von 221 Mrd. Euro aufweist. Läge die Summe der öffentlichen Kredite unter diesem Wert, gäbe es per Saldo noch ein Exposure privater ausländi-

scher Anleger in Griechenland. Es ist aber umgekehrt, denn die erwähnte Summe an öffentlichen Krediten in Höhe von insgesamt 325 Mrd. Euro übersteigt die griechische Nettoauslandsschuld um etwa 100 Mrd. Euro. Das ist nur möglich, wenn griechische Anleger per Saldo um diese 100 Mrd. Euro mehr Vermögenswerte im Ausland als Ausländer Vermögenswerte in Griechenland besitzen. So gesehen kann man grob gesprochen davon ausgehen, dass von den öffentlichen Kreditmitteln, die Griechenland während der Krise bekommen hat, ein Drittel der Finanzierung der griechischen Leistungsbilanzdefizite, ein Drittel der Tilgung von griechischen Auslandsschulden und ein Drittel der Vermögensanlage von Griechen im Ausland diente.

Dass gerade auch dieser letzte Posten von Bedeutung ist, wird durch vielfache anekdotische Evidenz belegt. So haben griechische Anleger schon seit Jahren einen starken und viel diskutierten Einfluss auf den Londoner und den Berliner Immobilienmarkt ausgeübt.¹³ Und während der neuerlich aufflackernden Griechenlandkrise häuften sich die Berichte in den Zeitungen, dass griechische Kontoinhaber ihre Depositionen räumten, um ihr Geld in Sicherheit zu bringen. So dürfte der starke Anstieg der Target-Salden, den Abbildung 6 am aktuellen Rand zeigt, im Wesentlichen auf eine Kapitalflucht griechischer Bürger und Institutionen zurückzuführen sein, die sich im Inland beim Bankensystem verschuldeten, um im Ausland Vermögenswerte zu erwerben. Diese ausländischen Vermögenswerte sollte man mit in den Blick nehmen, wenn es darum gehen sollte, nach einem eventuellen Austritt einen Schuldenschnitt für den griechischen Staat und die griechische Notenbank zu vereinbaren.

Ermöglicht wurde die aktuelle Kapitalflucht durch die im ersten Abschnitt schon erwähnten ELA-Kredite, also Notkredite der griechischen Notenbank an die griechischen Banken. Bis Ende März 2015 hatte die griechische Notenbank den Geschäftsbanken für 68,5 Mrd. Euro ELA-Kredite vergeben,¹⁴ und die Kreditsumme stieg auch danach fortwährend an. Mitte Mai lag der Wert der ELA-Kredite laut Zeitungsberichten bei 80 Mrd. Euro.¹⁵ Ohne die ELA-Kredite wäre die Kapitalflucht nicht möglich, weil sie eine Überweisung in andere Länder und insofern den Einzug von Zentralbankgeld in Griechenland und die Wiederausgabe desselben in den Zielländern der Überweisung verlangte.

¹² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Statistics, *Consolidated Banking Statistics* und H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, insbesondere Kapitel 5: »The White Knight«, Abschnitt »The Crash«.

¹³ Vgl. *Focus Online*, »Reiche Griechen fliehen nach London«, 4. November 2011, http://www.focus.de/immobilien/kaufen/schuldenkrise-reiche-griechen-fliehen-nach-london_aid_681162.html; sowie *faz.net*, »Reiche Griechen kaufen Wohnungen in Berlin«, 17. Dezember 2012, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/steigende-immobilienpreise-reiche-griechen-kaufen-wohnungen-in-berlin-11996780.html>.

¹⁴ Da die ELA-Kredite nicht direkt in der Bilanz der Bank of Greece genannt wurden, wird hier die Position »Other claims on euro area credit institutions denominated in euro« als Näherungswert herangezogen.

¹⁵ Vgl. *faz.net*, »EZB erhöht Ela-Notkredite für Griechenland um 200 Millionen Euro«, 20. Mai 2015, <http://www.faz.net/agenturmeldungen/adhoc/kreise-ezb-erhoeht-ela-notkredite-fuer-griechenland-um-200-millionen-euro-13603818.html>.

Würde nicht so viel Zentralbankgeld qua ELA nachgeschoben, wie durch die Überweisung vernichtet wird, kämen die Banken alsbald in eine gefährliche Liquiditätskrise, die sich nur durch einen Stopp der Überweisungen auf dem Wege von Kapitalverkehrskontrollen lindern ließe.

Bei der Kommunikation der EZB bezüglich der ELA-Kredite wird der Eindruck erweckt, die EZB habe Griechenland diese Kredite genehmigt. Das ist freilich nur die halbe Wahrheit, denn, wie es schon in Abschnitt 1 erläutert wurde, müssen die ELA-Kredite nicht genehmigt, sondern nur angekündigt werden. Es ist die griechische Notenbank selbst, die ihrem Land diese Kredite genehmigt, nicht der EZB-Rat. Der EZB-Rat kann den Krediten mit einer Mehrheit von zwei Dritteln widersprechen, und wenn er das unterlässt, sind die ELA-Kredite rechtmäßig. Indem die griechische Notenbank mit den ELA-Krediten die Kapitalflucht finanziert und ermöglicht, zwingt sie die anderen Notenbanken des Eurosystems, ihr selbst Target-Überziehungskredite einzuräumen, weil diese anderen Notenbanken die Überweisungen zugunsten griechischer Staatsbürger ausführen müssen, also Geld herstellen müssen, ohne dafür Forderungen gegen die Geschäftsbanken ihres Hoheitsgebietes aufzubauen, wie es normalerweise der Fall ist, wenn Geld geschaffen wird. Solche Forderungen sind nämlich schon gegenüber den griechischen Geschäftsbanken entstanden.

Formell werden die ELA-Kredite, wie erläutert, auf Risiko der griechischen Notenbank ausgegeben. Wenn die Banken bankrott und die Pfänder wertlos sind, teilen sich die Notenbanken nicht wie sonst die Lasten der ewig fehlenden Zinsrückflüsse aus den abzuschreibenden Krediten. Vielmehr besteht die Fiktion, dass die griechische Notenbank stattdessen die Zinsen an den Rest des Eurosystems weiterzahlt. Das ist freilich bei der genannten Summe insofern eine reine Fiktion, als die griechische Notenbank am 31. März 2015 nur ein Eigenkapital (einschließlich Bewertungsreserven) von 4,5 Mrd. Euro sowie einen eigentumsähnlichen Anteil am verzinslich verliehenen Teil der Zentralbankgeldmenge des Eurosystems (Zentralbankgeldmenge abzüglich Mindestreserve) in Höhe von 36,5 Mrd. Euro hatte. Ihre mögliche Haftung gegenüber dem Rest des Eurosystems war deshalb auf 41 Mrd. Euro beschränkt. 27,5 Mrd. Euro von der bis Ende März gewährten ELA-Kreditsumme von 68,5 Mrd. Euro fielen im Gegensatz zur Rechtsfiktion doch wieder in die Haftung der anderen Zentralbanken.¹⁶

Jeder Euro an zusätzlichen ELA-Krediten, den die griechische Zentralbank heute schafft und über die Banken an

einen griechischen Kapitalflüchtling verleiht, der ihn dann über das Target-System in ein anderes Euroland überweist, ist ein Kredit der entsprechenden ausländischen Notenbank an die griechische Notenbank, weil sie einer Geschäftsbank ihres Hoheitsgebiets im Auftrag der griechischen Notenbank Zentralbankgeld zur Verfügung stellen muss. Während privates griechisches Kapital ins Ausland wandert, bewegt sich öffentliches Kapital in Form der Kredite des EZB-Systems nach Griechenland. Für diese Kredite kann die griechische Notenbank mangels Masse nicht mehr haften, wenn die Banken ihres Hoheitsgebiets in Konkurs gehen und die eingereichten Pfänder ausfallen. Vielmehr liegt die Haftung anteilig (nach dem haftenden Kapitalanteil) bei den anderen Notenbanken des Eurosystems.

Die EZB selbst geht bei ihren Berechnungen des Haftungsrahmens davon aus, dass eine mögliche Haftung bei den ELA-Krediten nur jenen Teil betrifft, der nicht durch Pfänder besichert ist, wobei sie nach ihren eigenen Regeln Sicherheitsabschläge bei den eingereichten Pfändern vornimmt. Mit dieser Überlegung stützt sie die Fiktion, dass selbst die 80 Mrd. Euro an ELA-Krediten, die bis Mitte Mai 2015 vergeben worden waren, sicher sind. Indes bestehen die Pfänder großenteils aus Staatsanleihen und staatlich garantierten Bankschuldverschreibungen, die ihre vermeintliche Sicherheit von einem Staat erhalten, den der griechische Finanzminister selbst als insolvent bezeichnet hat.¹⁷

¹⁶ Vgl. H.-W. Sinn, *The Euro Trap, a.a.O.*, insbesondere Kapitel 5: »The White Knight«, Abschnitt »ELA Credit«; vgl. auch H.-W. Sinn, »Die EZB betreibt Konkursverschleppung«, *Süddeutsche Zeitung*, 10. Februar 2015, S. 18, www.ifo.de/de/EZB_Konkursverschleppung_SZ/w/3LBbmg4mN.
Gekürzte Fassung erschienen als: »Impose Capital Controls in Greece or Repeat the Costly Mistake of Cyprus«, *Financial Times*, 16. Februar 2015, www.ifo.de/de/Capital_Controls_Greece_FT/w/4Ai2ZqZUP.

¹⁷ »The disease that we're facing in Greece at the moment is that a problem of insolvency for five years has been dealt with as a problem of liquidity.«, Y. Varoufakis, »Greek finance minister: 'It's not about who will blink first'«, *BBC Newsnight*, 31. Januar 2015, <http://www.bbc.com/news/world-europe-31070329>.

4. Die Zinsnachlässe

Griechenland wurde nicht nur durch öffentliche Kredite in Höhe von 182% des BIP oder 325 Mrd. Euro geholfen. Es kam zudem in den Genuss erheblicher Zinsnachlässe auf die Kredite, die ihm von den internationalen Institutionen gewährt wurden. So wurden im Herbst 2012 die Zinsen für die bilateralen Kredite der Euroländer aus dem ersten Hilfsprogramm um einen Prozentpunkt abgesenkt; gleichzeitig wurde die Kreditlaufzeit um 15 Jahre bis 2041 verlängert. Die Laufzeit der EFSF-Kredite wurde ebenfalls um 15 Jahre verlängert, und die Zinszahlung wurde für zehn Jahre gestundet. Außerdem wurden die Gebühren auf die EFSF-Kredite gesenkt. Diese Maßnahmen summieren sich auf barwertmäßig 43 Mrd. Euro.¹ Sie sind ein versteckter Schuldenschnitt in dieser Höhe.

Des Weiteren vereinbarte Griechenland im Frühjahr 2012 einen offenen Schuldenschnitt auf seine Staatspapiere im Umfang von 105 Mrd. Euro.² Dieser offene Schuldenschnitt war der bis dahin größte in der Geschichte. Man kann in dem Zusammenhang durchaus von einem Staatskonkurs sprechen, denn ein Schuldenschnitt ist das wesentliche Kennzeichen eines solchen Konkurses, auch wenn nicht ganz klar ist, was ein Staatskonkurs eigentlich ist. Im handelsrechtlichen Sinne ist ein Staatskonkurs nicht definiert, und es gibt auch kein Gericht, das ihn feststellt.

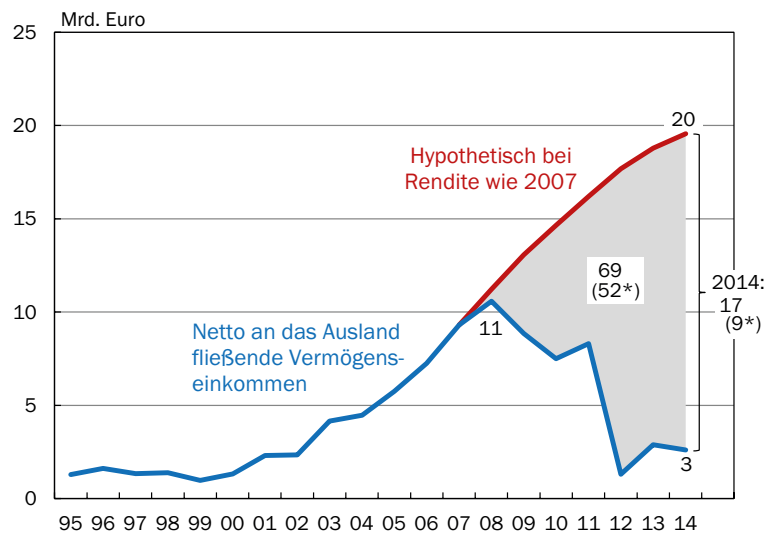
Bei den Zinsen, die bei den abbeschriebenen Papieren seinerzeit bei etwa 4,6% gelegen haben dürften, entspricht der Schuldenschnitt von 105 Mrd. Euro einer dauerhaften Budgetentlastung von etwa 2,5% des BIP.³ Man beachte allerdings, dass der Schuldenschnitt nur zu einem Teil eine Entlastung Griechenlands gegenüber dem

Ausland bedeutete, weil die griechischen Banken und andere griechische Vermögensbesitzer zu den Gläubigern des Staates gehörten.

Außerdem profitierte Griechenland von dem Umstand, dass die Target-Überziehungskredite, die es in Anspruch nahm, nur zum Hauptrefinanzierungssatz der EZB verzinst werden, der derzeit gerade einmal bei 0,05% liegt.

Abbildung 8 zeigt, welche Entlastungseffekte die Zinssenkungen in ihrer Gesamtheit hatten. Die blaue Kurve zeigt zunächst die netto von Griechenland an das Ausland gezahlten Vermögenseinkommen, gemäß der Zahlungsbilanzstatistik, also einer Art von breit definierter Zinslast der gesamten griechischen Wirtschaft gegenüber dem Ausland. Man sieht, dass Griechenlands Zinslast von etwa 2 Mrd. Euro im Jahr des Euro-Beitritts auf 11 Mrd. Euro im Krisenjahr 2008 anstieg, danach aber bis zum Jahr 2014 auf nur 3 Mrd. Euro fiel. Während der Anstieg angesichts der riesigen griechischen Leistungsbilanzdefizite und des entsprechenden Aufbaus von Auslandsschulden zu erwarten war, ist der Rückgang nach 2008 bemerkenswert, weil

Abb. 8
Die Zinsgewinne Griechenlands



* In realer Rechnung.

Legende: Ausgangspunkt für die Berechnungen ist der Durchschnittszins, den Griechenland im Jahr 2007 an seine ausländischen Gläubiger zahlen musste. Er ist als Quotient aus dem netto in diesem Jahr an das Ausland fließende Vermögenseinkommen in Höhe von 9,32 Mrd. Euro und der zum Jahresbeginn vorhandenen Nettoauslandsschuld (negatives Nettoauslandsvermögen) in Höhe von 178,2 Mrd. Euro definiert und beträgt 5,2%. Dieser Zinssatz wurde auf die sich in den Folgejahren ergebende Nettoauslandsschuld angewendet, wie sie sich durch die Akkumulation der Leistungsbilanzdefizite ergeben hätte. Dabei wurde berücksichtigt und korrigiert, dass die tatsächlich realisierten Leistungsbilanzdefizite bereits wegen der Zinssenkungen im Vergleich zum Jahr 2007 kleiner waren, als sie bei konstantem Zinssatz gewesen wären. (Internationale Zinszahlungen sind Teil des Leistungsbilanzdefizits.) Alternativ wurde eine analoge Rechnung auf der Basis eines realen inflationsbereinigten Zinssatzes durchgeführt, bei dem die jährliche Steigerungsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex für die Eurozone als Inflationsrate verwendet wurde. Die dabei erzielten Ergebnisse stehen in Klammern und sind mit einem Stern gekennzeichnet. Zu beachten ist, dass die Leistungsbilanzstatistiken seit 2014 international nach einer neuen Methodik und Systematik (Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition: BPM6) erstellt werden. Da für Griechenland die Ergebnisse nach der neuen Systematik erst ab 2009 vorliegen, wurden für die Jahre bis einschließlich 2008 die nach dem alten Standard ermittelten Daten verwendet, was aber vermutlich nur einen vernachlässigbaren Einfluss auf das Ergebnis hat.

Quellen: Eurostat, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen, Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen (bop) (bis 2008)*; dieselbe, Datenbank, *Wirtschaft und Finanzen, Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen (BPM6) (ab 2009)*; Berechnungen des ifo Instituts.

¹ Der Barwert wurde vom ifo Institut ursprünglich auf 47 Mrd. Euro geschätzt, vgl. ifo Institut, »Die Rettung Griechenlands bedeutet Schuldenschnitt zulasten öffentlicher Gläubiger in Höhe von 47 Mrd. Euro«, Pressemitteilung, 30. November 2012, www.ifo.de/de/w/4P68BdYmJ. Als später die genaueren Konditionen für die Kreditrückzahlung bekannt waren, wurde der Wert um 4 Mrd. Euro nach unten korrigiert, vgl. ifo Institut, »Weitere Entlastung für Griechenlands Hilfskredite geplant«, Pressemitteilung, 11. Februar 2014, www.ifo.de/de/w/4FkaFLFVw.

² Anleihen in Höhe von 205,6 Mrd. Euro wurden zum Umtausch angeboten, davon wurden 95,7% tatsächlich umgetauscht, vgl. Europäische Kommission, Economic and Financial Affairs, *Financial assistance in EU Member States, Greece*, http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm. Der Schuldenschnitt betrug 53,5%, woraus sich eine Verminderung der Schuldenlast um 105,3 Mrd. Euro errechnet.

³ Gerechnet auf der Basis der durchschnittlichen Zinsen, die der griechische Staat auf alle ausstehenden Schulden zahlte.

Griechenland, wie im letzten Abschnitt diskutiert wurde, bis zum Jahr 2012 weiterhin Leistungsbilanzdefizite hatte und weil, wie Abbildung 6 zeigte, die Marktzinsen für griechische Staatspapiere in der Krise stets höher lagen als in den Jahren nach dem Euro-Beitritt von 2001, ja bis 2012 regelrecht explodierten. So gesehen hätte die Zinslast Griechenlands eigentlich nach 2008 weiterhin stark ansteigen, wenn nicht explodieren müssen.

Die wesentliche Erklärung für dieses Phänomen liegt vermutlich darin, dass Griechenland die Marktzinsen gar nicht gezahlt hat, wegen den drei beschriebenen Effekten: dem Zinserlass auf die fiskalischen Kredite, den Niedrigzinsen auf Geldschöpfungskredite der griechischen Notenbank und den Zinsausfällen wegen des Schuldenschnitts. Allerdings kann zum Rückgang der Nettovermögenseinkommen auch beigetragen haben, dass Tochtergesellschaften ausländischer Unternehmen, die in Griechenland tätig waren, weniger Gewinne an die Muttergesellschaften überwiesen haben, denn die Nettovermögenseinkommen sind breit definiert und schließen alle Arten von grenzüberschreitenden Kapitaleinkommen ein.

Mit der roten Kurve, die in Abbildung 8 eingezeichnet ist, wird versucht, eine Abschätzung des Zinsvorteils vorzunehmen, den Griechenland durch die Summe der genannten Effekte erzielt hat. Sie gibt nämlich eine fiktive Nettozinslast an, die sich ergeben hätte, wenn Griechenland auf seine wachsende Nettoauslandsschuld weiterhin den Durchschnittszins gezahlt hätte, den es im Jahr 2007, also vor dem Ausbruch der Krise, tatsächlich zahlte. Man sieht, dass sich zwischen dieser fiktiven Nettozinslast und der tatsächlichen Last ein immer größerer Abstand entwickelt. Summiert man die Abstände für die Jahre 2008 bis 2014 auf, wie es durch die schattierte Fläche gekennzeichnet ist, ergibt sich ein Unterschied von 69 Mrd. Euro. Dieser Betrag gibt einen groben Anhaltspunkt für den Zinsvorteil, den Griechenland durch die Niedrigzinsen sowie die Zins- und Schuldenerlasse in den ersten sieben Jahren der Krise erzielt hat.

Die Zinssenkung, in deren Genuss Griechenland kam, hat für sich genommen ganz erheblich zur Verbesserung der griechischen Leistungsbilanz beigetragen. In der Zeit von 2007 bis 2014 verbesserte sich der griechische Leistungsbilanzsaldo von – 32,6 Mrd. Euro auf + 1,6 Mrd. Euro. Wäre der Zinssatz so hoch geblieben wie im Jahr 2007, so hätte der Saldo unter sonst gleichen Umständen bei – 15,4 Mrd. Euro gelegen.

Vermutlich wäre das Leistungsbilanzdefizit aber noch schlechter ausgefallen, wäre Griechenland gezwungen gewesen, sich auf den Märkten zu verschulden, denn zumindest für griechische Staatspapiere (vgl. Abbildung 6) lagen ja während der ganzen Krise die Zinsen höher als im Durch-

schnitt des Jahres 2007, obwohl die Schutzmaßnahmen und Garantien der EZB und der Staatengemeinschaft die Marktzinsen zumindest ab 2012 ganz erheblich gesenkt haben, indem sie für die Investoren kostenlosen Versicherungsschutz bedeuteten. Insofern führt die Verwendung des tatsächlichen Durchschnittszinses von 2007 als Vergleichsmaßstab sicherlich zu einer Unterschätzung der Vorteile, die die griechische Wirtschaft durch die Zinssenkungen erzielte.

Man muss bei der Rechnung allerdings noch berücksichtigen, dass die Inflationsrate des Euroraums in der betrachteten Zeitspanne von 2007 bis 2013 schwankte und auch leicht abnahm. Das kann einen Teil der Zinssenkung erklären. Unter Berücksichtigung dieses Effekts kommt man auf eine reale Zinersparnis Griechenlands in den sieben Jahren von 2008 bis 2014 in Höhe von 52 Mrd. Euro statt der 69 Mrd. Euro, die sich bei der nominalen Rechnung ergaben. Dabei betrug die Ersparnis im letzten dieser Jahre 9 Mrd. Euro statt 17 Mrd. Euro. Diese beiden Zahlen sind in der Graphik in Klammern genannt.

5. Das Risiko der Geberländer

Mit der Kreditvergabe an Griechenland sind erhebliche Risiken für die anderen Länder der Eurozone verbunden, weil sie im Falle eines griechischen Staatskonkurses einen Teil ihrer Forderungen verlieren werden. Griechenland hat bislang zwei Hilfspakete bekommen, wie es im Abschnitt 1 schon erläutert wurde, und zwar in Höhe von 73,2 Mrd. Euro und 142,6 Mrd. Euro. Davon entfielen 52,9 Mrd. Euro bzw. 130,9 Mrd. Euro auf die Euroländer und der Rest auf den IWF. Falls Griechenland seine Kredite nicht zurückzahlt, werden die einzelnen Euroländer je nach Kreditart gemäß spezifischen Verteilungsschlüsseln getroffen.

Für die bilateralen Kredite des ersten Hilfsprogramms galt zunächst der EZB-Kapitalschlüssel der Euroländer ohne Griechenland der Jahre 2009 und 2010 als Maßstab.¹ Auch für das zweite Hilfsprogramm aus EFSF-Mitteln war der EZB-Kapitalschlüssel vorgesehen, nun allerdings für den Zeitraum Januar 2011 bis Juni 2013. De facto gab es aber noch Änderungen an den anfangs festgelegten Anteilen. Am ersten Hilfsprogramm, also den bilateralen Krediten, beteiligte sich die Slowakei gar nicht. Irland (nach der ersten Kredittranche) und Portugal (nach der vierten Kredittranche) fielen dabei als Kreditgeber aus, als sie selbst EFSF- und EFSM-Mittel beantragen mussten. Das bedeutet, dass Deutschland mit seinen Krediten von 15,17 Mrd. Euro 28,7% der gesamten bilateralen Kreditsumme von 52,9 Mrd. Euro geleistet hat.² Auch bei den EFSF-Hilfen wurde der Schlüssel mehrfach angepasst, weil die Länder, die ihrerseits in einem Hilfsprogramm stecken (Griechenland, Irland, Portugal, Zypern), als Garantiegeber ausfielen. Im Moment trägt Deutschland an den EFSF-Mitteln einen Anteil von 29,1%.³ An den IWF-Krediten ist Deutschland demgegenüber nur im Umfang seines Kapital- und Stimmrechtsanteils am IWF in Höhe von 6,1% beteiligt.⁴

Für Kredite des dauerhaften Rettungsschirms ESM haftet Deutschland zu 27,0%, doch sind diese Kredite bislang noch nicht für Griechenland eingesetzt worden. Bei einem in Frage stehenden dritten Hilfspaket, über das noch verhandelt werden müsste, würden vermutlich die Mittel des ESM in Anspruch genommen. Das hätte dann auch zur Folge, dass sich der Schutz des OMT-Programms der EZB, also des unbegrenzten Ankaufversprechens der EZB für die Staatspapiere von Krisenländern, welches einen nachhaltig zinsenkenden Effekt für die Staatspapiere ausübt, auch auf griechi-

sche Staatspapiere erstreckt. Derzeit kommt Griechenland noch nicht in den Genuss dieses Schutzversprechens.

Die deutsche Haftung nach heutigem Stand erstreckt sich allerdings nicht nur auf die fiskalischen Kredite. Vielmehr werden bei einem Staatskonkurs ohne weitere Stützungsmaßnahmen auch die griechischen Banken in Konkurs gehen, weil sie viele Staatspapiere halten und viele Kredite der Zentralbank nur deshalb bekamen, weil der griechische Staat die privaten Wertpapiere, die die Banken als Pfänder einreichten, garantiert hat. Grundsätzlich treffen Bankenkonkurse im Euroraum unmittelbar alle Notenbanken des Eurosystems, weil die Erträge aus der Vergabe der Geldschöpfungskredite und aus dem Erwerb von Wertpapieren mit selbst geschaffenen Geld, man spricht hier vom sogenannten Seignorage, auf der Basis des EZB-Kapitalschlüssels zwischen den Notenbanken des Eurosystems sozialisiert werden. Mittelbar treffen die Konkurse die nationalen Finanzministerien, an die die Erträge auszuschütten sind, und damit letztlich auch die nationalen Steuerzahler.

Der Sachverhalt wird bisweilen mit dem Hinweis verneint, dass die Staaten des Eurosystems keine Nachschusspflicht für ihre Notenbanken haben, falls Verluste entstehen. Aber darauf kommt es gar nicht an, denn auch ein Aktionär verliert Vermögen, wenn seine Aktiengesellschaft Verluste macht, obwohl er keine Nachschusspflicht hat.⁵ Wenn eine nationale Notenbank das selbst geschaffene Geld verzinslich an die Banken ihres Hoheitsgebietes verleiht oder mit ihm verzinsliche Wertpapiere von den Banken erwirbt, stehen die Zinsen anteilig allen Notenbanken des Eurosystems gemäß ihrem jeweiligen haftenden Kapitalanteil zu. Die Zinsen müssen die nationalen Notenbanken an die jeweiligen Finanzministerien weiterleiten, wo sie zur Finanzierung des Staatsbudgets verwendet werden. Genauso werden die möglichen Abschreibungsverluste aus solchen Ausleihungen und Wertpapierkäufen sozialisiert, wenn die Geschäftsbanken oder die Emittenten der von der Notenbank erworbenen Papiere in Konkurs gehen und ihre Kredite nicht bedienen können. Auch diese Verluste schlagen grundsätzlich auf alle nationalen Finanzministerien durch. Deutschland trägt nach dem derzeitigen Anteilsschlüssel 25,6% der möglichen Abschreibungsverluste. Frankreich trägt 20,1%, Italien 17,5% und Spanien 12,6%.

Der Gegenwartswert (oder potenzielle Marktwert) der Gewinnausschüttungen aus den heute schon vorhandenen Ausleihungen und Vermögensobjekten, über die Notenbanken verfügen, ist gerade gleich der vorhandenen Zentralbankgeldmenge abzüglich der Mindestreserve der Banken, weil die Banken dafür keine Zinsen zahlen müssen. Ende

¹ Der EZB-Kapitalschlüssel ist prinzipiell als einfacher Mittelwert des Bevölkerungsanteils und des BIP-Anteils der Euroländer definiert.

² Vgl. Europäische Kommission, »The Second Economic Adjustment Programme for Greece«, March 2012, *Occasional Papers* 94, 2012, S. 6, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp94_en.pdf.

³ Vgl. Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, *EFSF Investor Presentation*, S. 31, <http://www.esm.europa.eu/pdf/EFSF%20ESM%20New%20Investor%20presentation%2024%20April%202015.pdf>.

⁴ Vgl. Internationaler Währungsfonds, *IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors*, <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx#total>.

⁵ Vgl. H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, insbesondere Kapitel 1: »Wish and Reality«, Abschnitt »The European Central Bank«, sowie Kapitel 8: »Stumbling Along«, Abschnitt »No Risk to Taxpayers?«; vgl. auch H.-W. Sinn, »Das Eurosystem ist wie eine Aktiengesellschaft«, *Der Tagesspiegel*, 11. Februar 2015, S. 16; und H.-W. Sinn, »Das Geld der EZB fällt nicht wie Manna vom Himmel«, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, 15. März 2015, S. 20.

März 2015 lag dieser Wert bei 1 259 Mrd. Euro. Rechnet man noch die Ausweitungen der Geldmenge hinzu, die im Zuge der Inflation und des wirtschaftlichen Wachstums in der Zukunft möglich sein könnten, so kommt man gar auf einen Schätzwert in der Gegend von 3 Billionen Euro.⁶ Dieser Wert gibt die maximal mögliche Haftung aus dem Verbrauch der Seignorage-Gewinne des gesamten Eurosystems an. Er ist in etwa so groß wie das gesamte jährliche Bruttoinlandsprodukt der sechs Krisenländer oder etwas größer als das deutsche Bruttoinlandsprodukt (3 230 Mrd. Euro bzw. 2 904 Mrd. Euro im Jahr 2014).

Diese Aussagen sind insofern einzuschränken, als die EZB die Geldversorgung in Griechenland im Januar 2015 wie schon zu früheren Zeitpunkten wieder auf ELA-Kredite umgestellt hat, also auf die in Abschnitt 1 beschriebenen Notfallkredite, die Ende März ein Volumen von 68,5 Mrd. Euro erreicht hatten. Formell sind die ELA-Kredite von der Gemeinschaftshaftung ausgeschlossen. Auf den ersten Blick begrenzt dies die Inanspruchnahme des Seignorage-Vermögens der anderen Zentralbanken.

Allerdings kann niemand mit einem größeren Vermögen haften, als er besitzt. Das gilt, wie in Abschnitt 3 schon erläutert wurde, auch für eine nationale Notenbank. Die nationale Notenbank kann ihre Zahlungsverpflichtungen gegenüber den anderen Notenbanken nicht mit dem Druck neuen Geldes erfüllen, sondern nur durch die Abtretung von Zinseinnahmen, die sie im privaten Sektor ihres Hoheitsgebietes durch die ihr erlaubte Geldschöpfung verdient, oder durch Hergabe von Eigenkapital. Faktisch ist deshalb die Haftung der griechischen Notenbank auf ihr Eigenkapital und ihren Anteil an den Zinsen auf jenen Teil der Euro-Zentralbankgeldmenge beschränkt, der die Mindestreserveverpflichtungen der Banken übersteigt. Nur die hierauf entfallenden Ansprüche aus dem gemeinsamen Zinspool lassen sich zur weiteren Erfüllung der Zinsverpflichtungen gegenüber dem Rest der Eurozone einsetzen, falls die Forderungen aus der nationalen Geldschöpfung ausfallen, aber das sind genau jene Zinseinnahmen, die die griechische Notenbank erzielt hätte, wenn sie nicht über-

proportional viel Bargeld ausgegeben hätte und wenn sie nicht überproportional viel Buchgeld geschaffen hätte, das netto ins Ausland überwiesen wurde und zum Aufbau der Target-Schulden führte. Der Rest der von den Beziehern des Geldschöpfungskredits geschuldeten Zinszahlungen an die griechische Notenbank steht den anderen Notenbanken zu, aber die griechische Notenbank hat im Falle eines Konkurses der griechischen Banken und eines Ausfalls der von ihnen eingereichten Pfänder für Refinanzierungskredite bzw. der von ihnen an die Notenbank verkauften Wertpapiere keine Möglichkeit, diese Zinsen abzuliefern, von den geringfügigen Erträgen ihres Eigenkapitals einmal abgesehen.

Man könnte daran denken, dass nun der griechische Staat stattdessen für die Ausfälle aufkommt. Aber das kann und muss er nicht. Er kann es nicht, weil er im betrachteten Szenarium selbst bankrott ist, und er muss es nicht, weil er keine Nachschusspflicht hat.

Deshalb erstrecken sich die möglichen Verluste der restlichen Notenbanken des Eurosystems auf jenen Teil der originär in Griechenland entstandenen Geldmenge, der das (durch den griechischen Kapitalanteil definierte) Normalmaß um mehr als

Tab. 2
Mögliche Verluste anderer Euroländer im Falle eines Konkurses des griechischen Staates und der griechischen Geschäftsbanken (Ende März 2015; in Mrd. Euro)

	DE	FR	IT	ES	NL	BE	AT	FI	PT	SK	IE	SI
1. Rettungspaket Euroländer (abgeschlossen)	15,2	11,4	10,0	6,7	3,2	1,9	1,6	1,0	1,1	0,0	0,3	0,2
1. Rettungspaket IWF (abgeschlossen; Rückzahlungen bis einsch. März 2015 sind berücksichtigt)	0,5	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Rettungspaket Euroländer (EFSF)	38,1	28,6	25,2	16,7	8,0	4,9	3,9	2,5	0,0	1,4	0,0	0,7
2. Rettungspaket IWF	0,7	0,5	0,4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0
EZB-Käufe griechischer Staatsanleihen*	4,5	3,6	3,1	2,2	1,0	0,6	0,5	0,3	0,4	0,2	0,3	0,1
Target-Forderungen und Forderungen wegen überproportionaler Banknotenausgabe	29,1	22,9	19,9	14,3	6,5	4,0	3,2	2,0	2,8	1,2	1,9	0,6
abzüglich Eigenkapital der griechischen Zentralbank	-1,2	-0,9	-0,8	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Summe	87,0	66,5	58,0	39,6	18,9	11,7	9,2	5,9	4,3	2,8	2,5	1,6

* Im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP) von anderen Notenbanken des Eurosystems erworbene griechische Staatsanleihen; eigene Fortschreibung des Bestands von Ende 2014.

Bemerkung: Die Anteile der einzelnen Länder an den einzelnen Positionen der Finanzhilfen ergeben sich wie folgt: Erstes Rettungspaket der Euroländer: Tatsächlich vergebene Kredite. Erstes und zweites Paket des IWF: Anteil am IWF-Kapital. Zweites Paket der Euroländer: Neuer Beitragsschlüssel nach opting out von Griechenland, Irland, Portugal und Zypern. Kapitaleinzahlung ESM: Hier wird unterstellt, dass die Kapitaleinzahlung Griechenlands den anderen ESM-Eignern nach ihrem Kapitalschlüssel zufällt. Käufe griechischer Staatsanleihen durch die anderen Notenbanken, Target-Verbindlichkeiten, überproportionale Banknotenausgabe sowie Forderungen der griechischen Notenbank gegenüber dem griechischen Bankensystem: Aufteilung nach dem derzeitigen Anteil am EZB-Kapital der Euroländer ohne Griechenland.

Quellen: Vgl. Abbildung 1 sowie Internationaler Währungsfonds, *IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors*; Europäische Kommission, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*; Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, *EFSF Investor Presentation*; Europäischer Stabilitätsmechanismus, *ESM Treaty, consolidated version following Lithuania's accession to the ESM*; Europäische Zentralbank, *Kapitalzeichnung*; Berechnungen des ifo Instituts.

⁶ Vgl. W. Buiter und E. Rahbari, »Looking into the Deep Pockets of the ECB.« Citi Economics, *Global Economics View*, 27. Februar 2012, <http://blogs.rft-data.co.uk/money-supply/files/2012/02/citi-Looking-into-the-Deep-Pockets-of-the-ECB.pdf>. Der dort genannte Wert von 3,4 Billionen Euro wurde vermindert um das Eigenkapital (einschließlich Ausgleichsposten aus Neubewertung) des Eurosystems von 411 Mrd. Euro zum damaligen Zeitpunkt, vgl. Europäische Zentralbank, *Jahresbericht 2010*, Frankfurt am Main, S. 269.

das Eigenkapital der griechischen Notenbank überschreitet. Die möglichen Verluste entsprechen deshalb der Summe aus der griechischen Target-Verbindlichkeit (Ende März: 96,4 Mrd. Euro) und der Verbindlichkeit aus der überproportionalen Ausweitung der Banknotenausgabe (14,0 Mrd. Euro) abzüglich des Eigenkapitals (4,5 Mrd. Euro), also 105,9 Mrd. Euro. Deutschland trägt davon 26,3% oder 27,9 Mrd. Euro, Frankreich 20,7% oder 22,0 Mrd. Euro.

Tabelle 2 bietet eine Übersicht über die maximal möglichen Verluste einiger ausgesuchter Euroländer im Falle eines griechischen Konkurses, der auch die Banken und die Emittenten der von ihnen an die griechische Notenbank verkauften oder verpfändeten Wertpapiere (die sie häufig selbst waren) betrifft.

Diese Rechnungen gelten streng genommen für den Fall, dass Griechenland trotz seines Konkurses in der Eurozone verbleibt und die Kreditversorgung der Banken über ELA läuft. Tritt das Land aus, ist der Sachverhalt komplizierter. Zwar sind die möglichen Verluste aus den ausfallenden fiskalischen Rettungskrediten identisch. Doch ist nicht klar, wie genau die Währungsumstellung geschieht. Auf jeden Fall erlischt nun die wegen der Umstellung auf ELA ohnehin schon eingeschränkte Geschäftsbeziehung zwischen dem EZB-System und den griechischen Geschäftsbanken, und es verbleibt der auf Euro lautende Target-Anspruch des EZB-Systems gegenüber der griechischen Notenbank als Maß jener Geldschöpfungskredite an die griechischen Banken, die für Güterkäufe, Schuldentilgung oder Vermögenserwerb im Ausland verwendet wurden. Ist die griechische Notenbank außerstande, diese Forderungen zu erfüllen, teilen sich die anderen Notenbanken die Verluste nach dem EZB-Kapitalschlüssel, wie es in der Tabelle dargestellt ist.

Nun kommt es aber noch darauf an, was mit den Euro-Banknoten und den Konten der Banken bei der griechischen Notenbank geschieht. Werden sie in Drachme umgetauscht, so entfallen die Verluste aus Refinanzierungskrediten für die überproportionale Banknotenausgabe. So gesehen wäre der Austritt für die Staatengemeinschaft billiger, ganz abgesehen davon, dass ein Austritt vermutlich eine fortwährende Aufblähung der Rettungskredite und damit immer größere Verluste der Staatengemeinschaft in der Zukunft vermeiden würde.

Werden die Euro-Banknoten nicht in Drachme umgetauscht, sondern bleiben im Eigentum der griechischen Bevölkerung, weil ein Parallelwährungsszenarium realisiert wird, entsteht dem Rest des Eurosystems in dem Maße ein Verlust, wie diese Banknoten durch die Drachme-Banknoten verdrängt und für Käufe im Rest der Eurozone eingesetzt werden, denn einerseits gehen Güter verloren, die nicht mehr verbraucht werden können, andererseits reduziert sich die mögliche Geldschöpfung durch eine Kreditvergabe an die Banken. Euro-Banknoten, die dauerhaft in Griechenland zirkulieren, führen für sich genommen nicht zu Verlusten des Eurosystems.

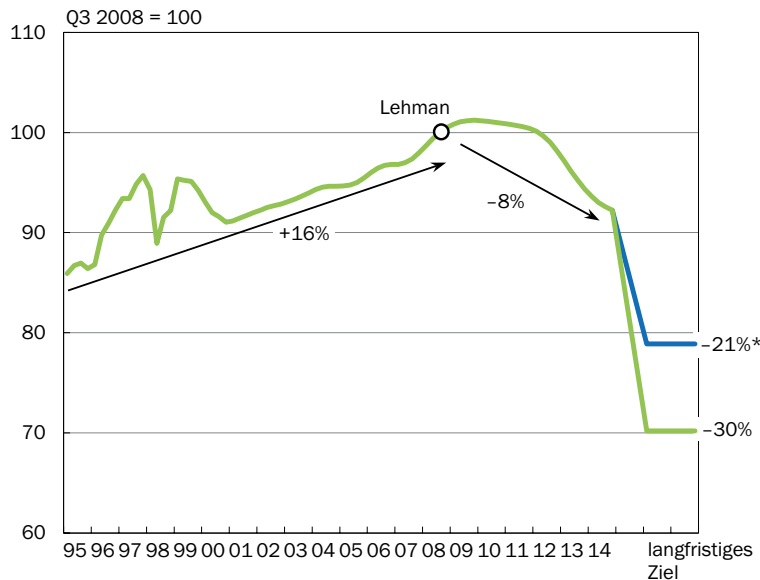
6. Der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit und vier Optionen für Griechenland

Wie es auch bei anderen Euro-Krisenländern der Fall war, entstand die griechische Krise aus einer Kreditblase, die der Euro hervorrief. Wie Abbildung 6 zeigte, waren die griechischen Zinsen vom Jahr 1992 bis zum Euro-Beitritt im Jahr 2001 von 25% auf 5% gefallen. Das lag, wie in Box 2 erläutert wurde, daran, dass die Investoren nun kein Abwertungsrisiko mehr sahen und dass das Risiko einer Staatsinsolvenz durch Fehler in den Regulierungssystemen ausgeblendet wurde. Die Kredite, die der griechischen Wirtschaft zufließen, haben, wie beschrieben, gewaltige Lohnerhöhungen ausgelöst, aber da diese Lohnerhöhungen über die Produktivitätszuwächse der Wirtschaft hinausgingen, erhöhten sie die Güterpreise. Dies wiederum zerstörte die Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Wirtschaft, mit der es auch schon vor dem Euro-Beitritt nicht allzu gut bestellt war.

Die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes hängt einerseits von seiner Produktivität ab, wie sie durch die Standortbedingungen in Form der Infrastruktur, der Lage, der Ausbildung der Bevölkerung und der Qualität der Institutionen bestimmt wird. Andererseits hängt sie von den Faktorkosten ab, also den Kosten des Kapitals, des Bodens und der menschlichen Arbeit. Auch das unproduktivste Land der Erde kann wettbewerbsfähig sein, wenn seine Faktorkosten hinreichend niedrig sind. Da die Kapitalkosten durch den internationalen Kapitalmarkt definiert werden und sich die Landpreise meistens endogen durch die anderen Verhältnisse einstellen, kommt es entscheidend auf die Lohnkosten an, die häufig nicht wettbewerbsfähig, sondern politisch bestimmt sind. Sind sie gemessen an den anderen Faktoren zu hoch, ist das Land zu teuer. Es hat chronische Außenhandelsdefizite, und ausländische Direktinvestoren machen einen Bogen um das Land. Die so entstehende Finanzierungslücke muss durch Kredite privater Gläubiger aus dem Ausland oder ausländischer staatlicher Instanzen (inklusive anderer Notenbanken) geschlossen werden.

Abbildung 9 zeigt die Entwicklung des griechischen Preisniveaus, welches die Resultante aus Produktivität und Faktorkosten ist, in Relation zum Rest der Eurozone. Dabei ist der gezeigte relative Preisindex so normiert, dass er zum Zeitpunkt der Lehman-Krise den Wert 100 erreicht. Man sieht, dass das griechische Preisniveau vor der Krise schneller als das Preisniveau der anderen Länder stieg. Vom Beginn des Jahres 1995 bis zum Zeitpunkt der Lehman-Krise gerechnet erlebte Griechenland eine reale Aufwertung von 16%. Es war, als hätte Griechenland nach wie vor die Drachme und hätte sie um 16% aufgewertet.

Abb. 9
Das Preisniveau der in Griechenland hergestellten Güter in Relation zum Rest der Eurozone (Indexwerte)



* Revidierte Berechnung nach dem Schuldenschnitt vom Frühjahr 2012.

Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Originalwerte zu den realen effektiven Wechselkursen, wie sie von der Europäischen Kommission veröffentlicht werden. Grundsätzlich messen diese Werte das Verhältnis des Preisniveaus der im Inland produzierten Güter (BIP-Deflator) relativ zum handelsgewichteten Durchschnitt der Preisniveaus der Handelspartner im Euroraum, wobei offene Wechselkursänderungen aus der Zeit vor der Euro-Einführung mit erfasst sind. Der letzte Datenpunkt in der Graphik stammt vom 4. Vierteljahr 2014.

Quellen: Europäische Kommission, Economic and Financial Affairs, *Economic Databases and Indicators, Price and Cost Competitiveness, Quarterly Real Effective Exchange Rates Compared to the (Rest of) Euro Area, Price Deflator GDP, Market Prices*; L. H. W. Nielsen, Goldman Sachs Global Economics, »Achieving Fiscal and External Balance (Part 1): The Price Adjustment Required for External Sustainability«, *European Economics Analyst*, Issue No. 12/01, 15. März 2012; derselbe, »External Rebalancing: Progress, but a Sizeable Challenge Remains«, *European Economics Analyst*, Issue No. 13/03, 17. Januar 2013; Berechnungen des ifo Instituts.

Der dargestellte relative Preisindex umschließt freilich auch die offenen Abwertungen der Drachme, die in der Zeit vor dem Beitritt, so insbesondere in den Jahren 1995 und 1998, stattfanden. Ohne die Wechselkursänderungen hätte sich sogar eine reale Aufwertung von 31% ergeben. Indes sind Wechselkursänderungen genauso relevant für die Wettbewerbsfähigkeit wie Preisänderungen im engeren Sinne.

Bemerkenswert ist, dass das relative Preisniveau erst im Jahr 2009 seinen Höhepunkt erreichte, weil die Löhne der Staatsbediensteten, wie in Abschnitt 3 beschrieben wurde, in den Jahren 2008 und 2009 extrem stark erhöht wurden, obwohl die Krise schon wütete. Von Anfang 1995 bis Ende 2009 hatte Griechenland effektiv um 18% aufgewertet.

Erst ab 2012 ist das relative Preisniveau wieder spürbar gefallen, weil die Staatengemeinschaft nach dem großen Schuldenschnitt mit den Sparauflagen Ernst machte. Der Rückgang der relativen Preise vom Zeitpunkt der Lehman-Krise bis zum aktuellen Rand (viertes Vierteljahr 2014) beträgt 8% (9% vom Zeitpunkt des Höchststandes im vierten Vierteljahr 2009).

Man beachte, dass die Graphik nichts über das absolute Niveau der griechischen Preise aussagt, sondern nur darüber, wie sich dieses Niveau relativ zu den anderen Ländern verändert hat. Absolute Niveauvergleiche sind wegen der unterschiedlichen Warenbündel, die in die Preisindices eingehen, schwierig. Auch sind nur die Preise der anderen Euroländer zum Vergleich herangezogen worden, denn die Preise der Nicht-Euroländer werden durch den Wechselkurs des Euro mitbestimmt. Da sich der Wechselkurs frei auf den Märkten bildet, kann es schwerlich sein, dass der Euroraum im Ganzen ein chronisches Problem der fehlenden Wettbewerbsfähigkeit hat. Implizit wird bei der nachfolgenden Diskussion angenommen, dass sich der Eurokurs so bildet, dass nach außen hin Wettbewerbsfähigkeit hergestellt bleibt.

Im Übrigen ist es wichtig zu beachten, dass das verwendete Preisniveau der BIP-Deflator ist, der die selbst erzeugten Güter des Landes erfasst, und nicht etwa die Preise der Konsumgüter, denn die umschließen gerade im Falle Griechenlands viele Importprodukte, die man nicht berücksichtigen darf, wenn man die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes beurteilen will.

Manchmal wird statt auf das Preisniveau auch auf die Lohnstückkosten abgestellt. Das ist zwar anschaulich, weil es Stundenlohnkosten und Produktivität in Relation setzt. Indes ist bei einer Ökonomie, die eine Massenarbeitslosigkeit entwickelt, die Produktivität der in der Statistik verbleibenden Stellen meistens schon deshalb erhöht, weil die minderproduktiven Stellen wegrationalisiert wurden oder weil minderproduktive Firmen in Konkurs gingen. Ein Vergleich auf der Basis von Lohnstückkosten ist deshalb nur dann sinnvoll, wenn man den Entlassungseffekt auf die Produktivität herausrechnet, was aber schwierig ist und deswegen kaum gemacht wird.

Zusätzlich zum tatsächlichen Verlauf der relativen Preise werden in der Abbildung auch noch alternative Schätzwerte für die über einen Zeitraum von 20 Jahren erforderlichen Preisänderungen für Griechenland eingetragen, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten und für unterschiedliche Schuldenstände von der volkswirtschaftlichen Abteilung von Goldman Sachs errechnet und hier so umgerechnet wurden, dass sie mit den Eurostat-Daten vergleichbar sind, die selbst im Kurvenverlauf zum Ausdruck kommen. Danach müsste Griechenland um etwa 20% bis 30% bezogen auf den Lehman-Zeitpunkt abwerten, um wieder

wettbewerbsfähig zu werden und eine langfristige Schuldentragfähigkeit für die Gesamtkononomie (also nicht nur für den Staat) zu erreichen.¹ Wie man sieht, ist Griechenland durch die in den Jahren seit 2012 geübte Preiszurückhaltung oder »Disinflation« auf dem richtigen Weg. Aber es hatte bis Ende 2014 erst 8 Prozentpunkte dieser Wegstrecke zurückgelegt.

Grundsätzlich gibt es vier letztlich unangenehme Optionen, um auf die fehlende Wettbewerbsfähigkeit des Landes zu reagieren. Davon stellen drei unterschiedliche Wege zur Erreichung der notwendigen relativen Preisanpassungen dar, und der erste besteht aus einem Verzicht darauf.

Erstens, will man die fehlende Wettbewerbsfähigkeit hinnehmen, muss man bereit sein, Griechenland weiterhin durch andere Länder alimentieren zu lassen. Das ist der Weg in die Transferunion. Man hält den Lebensstandard durch immer mehr öffentliche Kredite der Staatengemeinschaft aufrecht, während die Kredite durch die Verlängerung der Laufzeit und Absenkung der Zinsen gegen null allmählich zu reinen Transfers mutieren. Nicht einmal für Griechenland ist dieser Weg wirklich attraktiv, weil er das Land in die schon in Abschnitt 2 diskutierte Holländische Krankheit treibt.

Zweitens kann man Griechenland zu einer Deflation zwingen. Eine solche Deflation würde aber zu Massenkonkursen führen, weil die Schuldner nicht mehr in der Lage wären, ihren Schuldendienst zu leisten. Immerhin ist Griechenland ja über eine Kreditblase in seine vertrackte Situation gekommen. Im Gegensatz zu den baltischen Staaten, die eine reale Abwertung durchgeführt haben, sind in Griechenland Haushalte, Firmen und Staat über beide Ohren verschuldet. Auch gäbe es erhebliche Probleme bei Mietern, die durch langfristige Kontrakte gebunden sind. Außerdem würde eine solche Politik wegen der parallelen Lohnsenkungen, die sie erfordert, bei den Gewerkschaften auf prohibitive Widerstände stoßen.

Die sich stellenden Probleme würden jenen ähneln, die Deutschland während der Weltwirtschaftskrise Ende der

1920er, Anfang der 1930er Jahre erlebt hat. Während England den Goldstandard 1931 verließ und abwertete, war Deutschland wegen der Pläne von Dawes und Young, die Reparationsleistungen in nicht abgewerteter Reichsmark verlangten, an ihn gebunden und musste durch die Brüningssche Austeritätspolitik eine interne Abwertung realisieren. So fielen die deutschen Preise von 1929 bis 1933 um 23%,² und die Löhne gar um 27%.³ Die Austeritätspolitik trieb das Land an den Rand des Bürgerkriegs, und was 1933 kam, war dann noch schlimmer. Dennoch gab es zur Austeritätspolitik keine Alternative, wie der Wirtschaftshistoriker Borchardt betont.⁴

Drittens kann man die nordeuropäischen Länder inflationieren. Die EZB versucht derzeit, mit ihrer Nullzinspolitik und speziell auch der Politik des Quantitative Easing eine solche Inflation im Umfang von 2% pro Jahr für den Durchschnitt der Eurozone herbeizuführen. Wenn die Südländer klug sind, entscheiden sie sich gleichwohl für eine gemäßigte Austeritätspolitik, um selbst nicht bei der Inflation mitzumachen. Dann müsste Deutschland freilich umso rascher inflationieren. Wenn z.B. Deutschland für zehn Jahre um 4% pro Jahr inflationieren würde, während die Krisenländer inklusive Griechenlands (aber ohne Irland) bei 0% verharren, Frankreich mit 1% und die anderen Euroländer (einschließlich Irlands) mit durchschnittlich 2% inflationieren, wäre die nötige Anpassung der relativen Güterpreise nach zehn Jahren im Großen und Ganzen erreicht. Ob die Toleranz der Bevölkerung der Krisenländer ausreicht, eine solche zehnjährige Stagnation hinzunehmen, und ob Deutschland umgekehrt die Erhöhung seines Preisniveaus um die Hälfte akzeptieren würde, steht in den Sternen.

Viertens kann Griechenland aus dem Euroverbund austreten, zur Drachme zurückkehren und die Drachme dann abwerten. Dieser Weg geht zwar schnell, doch im Vorfeld besteht die Gefahr eines Bank-Runs und einer massenhaften Kapitalflucht wie in Zypern in den Jahren 2012 und 2013. Man müsste dann, wie dort, Kapitalverkehrskontrollen verhängen, die eine Überweisung von Geldern ins Ausland sowie die Räumung von Bankkonten begrenzen.

Keine der Alternativen ist wirklich attraktiv, doch da es weitere nicht gibt, wird sich die Politik entscheiden müssen.

¹ Die Zielmarke für die erforderliche Abwertung und die daraus resultierende Verbesserung der Handelsbilanz ist so definiert, dass die Nettoauslandsschulden über einen Zeitraum von 20 Jahren unter 25% des BIP fallen. Bei einer ersten Berechnung resultierte eine notwendige Preissenkung um rund 30% gegenüber dem 3. Vierteljahr 2010, vgl. L. H. W. Nielsen, Goldman Sachs Global Economics, »Achieving Fiscal and External Balance (Part 1): The Price Adjustment Required for External Sustainability«, *European Economics Analyst*, Issue No. 12/01, 15. März 2012. Nach den zinsenkenden Rettungsmaßnahmen und dem Schuldenschnitt des Jahres 2012 wurde die Rechnung aktualisiert, was eine notwendige Preissenkung um 15% bis 25% gegenüber dem 3. Vierteljahr 2012 ergibt. L. H. W. Nielsen, Goldman Sachs Global Economics, »External Rebalancing: Progress, but a Sizeable Challenge Remains«, *European Economics Analyst*, Issue No. 13/03, 17. Januar 2013. Hier wurde für die aktualisierte Berechnung der Mittelwert von 20% für die notwendige Preisanpassung gegenüber dem 3. Vierteljahr 2012 angesetzt. Da das relative Preisniveau Griechenlands vom 3. Vierteljahr 2008 bis zum 3. Vierteljahr 2012 bereits um rund 1% gefallen war, bedeutet das eine notwendige Preisanpassung um 21% verglichen mit dem 3. Vierteljahr 2008.

² Vgl. Statistisches Bundesamt, *Fachserie 17, Preise*, Reihe 7, S. 2.

³ Vgl. J. H. Müller, *Nivellierung und Differenzierung der Arbeitseinkommen in Deutschland seit 1925*, Duncker & Humblot, Berlin 1954.

⁴ Vgl. K. Borchardt, »Zwangslagen und Handlungsspielräume in der großen Wirtschaftskrise der frühen dreißiger Jahre: Zur Revision des überlieferten Geschichtsbildes«, *Festrede vom 2. Dezember 1978, Jahrbuch der Bayerischen Akademie der Wissenschaften*, Beck, München 1979, S. 85–132.

7. Vor- und Nachteile des Grexit

Unter den genannten vier Optionen könnte der Austritt Griechenlands und die Rückkehr zur Drachme das kleinste Übel sein, denn die Periode der Kapitalflucht und der möglichen Kapitalverkehrskontrollen nach zyprischem Muster wäre mit einer Währungsumstellung und einer Freigabe des Wechselkurses sofort beendet, weil die neue Währung abwerten und neues privates Kapital anlocken würde. Je niedriger der Drachme-Kurse, desto billiger werden griechische Aktien und Immobilien, desto größer die Zahl der Investoren, insbesondere auch der geflohenen griechischen Vermögensbesitzer, die einen erneuten Einstieg als attraktiv empfinden. Halten sich gewünschter Kapitalimport und Kapitalexport die Waage, ist ein neues Gleichgewicht auf dem Devisenmarkt erreicht.

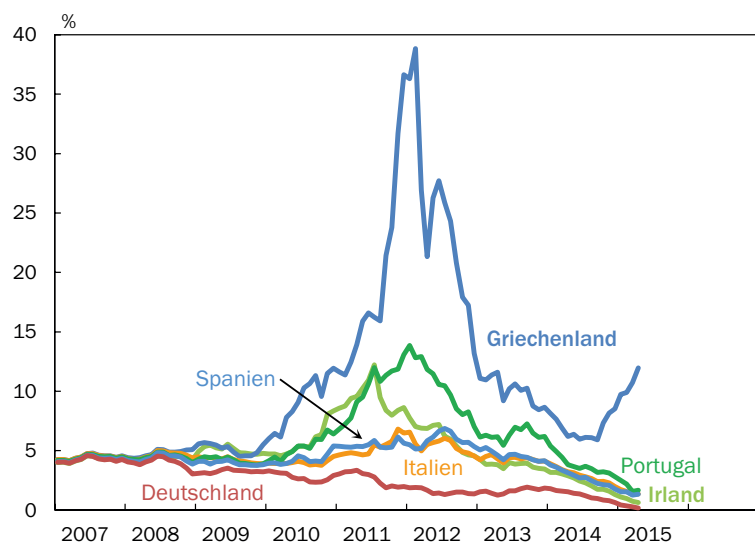
Gegen den Austritt ist eingewandt worden, dass er zu einer Destabilisierung des Euro führt, weil die anderen Länder dann zum Gegenstand der Spekulation werden und quasi herausgeschossen werden. Obgleich diese Gefahr nicht völlig von der Hand zu weisen ist, sprechen doch die Zinsen für die Staatspapiere der anderen Krisenländer dagegen. Sie sind, wie Abbildung 10 zeigt, in der letzten Zeit allesamt gefallen, während die griechischen Zinsen stark anzogen. Offenkundig gehen die Kapitalmärkte von keiner besonderen Ansteckungsgefahr für die anderen Krisenländer aus. Dazu ist der griechische Fall doch durch zu viele Besonderheiten gekennzeichnet.

Ansteckungseffekte wird es indes mit Sicherheit im politischen Bereich geben, wenn Griechenland nicht austritt. Wie anhand von Abbildung 1 gezeigt wurde, hat Griechenland öffentliche Hilfskredite im Umfang von 182% des BIP erhalten. Wenn man den Krisenländern Irland, Portugal, Spanien, Italien und Zypern, die zusammen über ein BIP von 3,05 Billionen Euro verfügen, eine ähnliche Hilfe angedeihen lassen möchte, wären das insgesamt 5,5 Billionen Euro, also zusätzlich zu den bereits geleisteten Hilfen an diese Länder noch einmal 5,0 Billionen Euro. Unterstellt man, dass von den zusätzlichen Hilfen wie im Falle Griechenlands 38% über die EZB laufen und der Rest über den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), müsste Deutschland davon ca. 1,6 Billionen Euro stemmen (knapp 41% der EZB-Hilfen und etwa 27% der ESM-Hilfen), was in etwa 75% seiner bereits vorhandenen Staatsschuld (2,17 Billionen Euro) entspricht. Ein solches Volumen sprengt jegliche Vorstellungskraft, und es könnte ganz Europa in den Abgrund reißen.

Würde Griechenland demgegenüber austreten, müssten alle Beteiligten einsehen, dass eine maßstabsgetreue Wiederholung der Griechenlandhilfen nicht in Frage kommt, und sie würden durch entsprechende Reformen – konkret: eine Politik des Maßhaltens und der Sparsamkeit – dagegen ankämpfen, dass sie in eine ähnliche Situation wie Griechenland geraten. Das würde den notwendigen Prozess der Disinflation, wenn nicht gar Deflation, einleiten, ohne den im Euroraum eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit nicht zu haben ist. Man kann die Einsicht in das Notwendige nicht durch Deklarationen und Verträge wachsen lassen, sondern nur durch konkrete Handlungen. Die Art, wie man jetzt in der Griechenlandkrise reagiert, wird die Zukunft des Europrojekts definieren. Jetzt entscheidet sich, ob der Euroraum zu einer Transfer- und Haftungsgemeinschaft wird, bei der große Teile dauerhaft alimentiert werden und so die Holländische Krankheit bekommen, oder ob er eine Währungsunion mit funktionierenden Volkswirtschaften wird, die sich im weltweiten Wettbewerb behaupten können, weil sie auch im Inneren wettbewerbsfähig aufgestellt sind.

Die politischen Ansteckungseffekte, die aus einer Kollektivierung der Anlagerisiken der Investoren à la Griechenland resultieren, sind immens, denn eine solche Kollektivierung hält die Zinsspreads auch dann niedrig, wenn sich die Länder im Übermaß verschulden, weil die Anleger ja wissen, dass man sie jederzeit freikauf, wenn Gefahr im Verzug ist. Die Kollektivierung der Anlagerisiken eliminiert die natürliche Schuldenbremse der Kapitalmärkte und lässt den Hang zur Überschuldung immer mehr wachsen. Das hat man in den Jahren nach den Rettungsaktionen von 2012, insbesondere der Ankündigung des OMT-Programms der EZB und der Einführung des dauerhaften Rettungsschirms ESM, deut-

Abb. 10
Die Zinssätze* der Krisenländer und Deutschlands



* Effektivrendite für zehnjährige Staatsanleihen.

Quelle: Datastream.

lich beobachten können. Wegen der Senkung der Zinsen und der damit einhergehenden Entlastung der Staatsbudgets stiegen die Schuldenquoten, obwohl im Fiskalpakt das Gegenteil vereinbart worden war. Die Verschuldungsneigung kann im Falle einer fortgesetzten Sozialisierung der Risiken so stark werden, dass alle Dämme brechen, denn die gemeinsame Staatlichkeit und Macht einer Zentralgewalt, die als Gegenkraft für die Verschuldungsneigung nötig wäre, wird von den Völkern Europas nicht gewollt und nicht toleriert.

Die Wirkungslosigkeit von bloßen Verträgen wurde durch die Geschichte des Stabilitäts- und Wachstumspaktes eindringlich vor Augen geführt. Der Pakt wurde nach den ursprünglichen Regeln hundert Mal strafbar verletzt, aber er führte nie zu den vorgesehenen Strafen, weil man den Pakt rechtzeitig änderte und seine Aussagen wie ein Gummiband dehnte.¹ Den Fiskalpakt hatte Deutschland im Jahr 2012 als Bedingung für seine Beteiligung am dauerhaften Rettungsschirm ESM durchgesetzt. Danach hätte jedes EU-Land, beginnend mit dem Jahr 2013, seine Schuldenquote über einen Dreijahreszeitraum pro Jahr um durchschnittlich ein Zwanzigstel des Abstandes zu 60% reduzieren müssen. Tatsächlich ist die Schuldenquote nicht nur in allen Krisenländern, mit Ausnahme Irlands, sondern auch in einer Reihe weiterer Länder gestiegen. Ende 2011, bei den Verhandlungen über den Fiskalpakt, lag die durchschnittliche Staatsschuldenquote der Krisenländer bei 104,4%. Nur drei Jahre später, Ende 2014, lag sie bei 121,8%.²

Die Gefahr, dass Europa immer weiter im Schuldensumpf versinkt, ist viel größer als die Gefahr einer Finanzkrise. Der eingeschlagene Weg kann in Staatskrisen münden, die nur sehr schwer zu beherrschen sind und die Völker Europas dauerhaft gegeneinander aufbringen. Die schlechten Erfahrungen, die die USA in der Zeit vor dem Sezessionskrieg mit der Schuldensozialisierung gemacht haben, sollten eine Warnung sein, diese Gefahr nicht auf die leichte Schulter zu nehmen und dem Wunsch nach kurzfristiger Linderung zu widerstehen, wie er unisono von der Finanzindustrie und ihren Gläubigern geäußert wird.

Der erste amerikanische Finanzminister, Alexander Hamilton, hatte 1791 die Schulden der Einzelstaaten zu Bundesschulden gemacht, also sozialisiert, um die neue Nation zu zementieren, wie er sagte. Aber von einer Zementierung konnte leider nicht die Rede sein. Die exzessive Kreditaufnahme, die die Schuldensozialisierung durch Hamilton sowie eine zweite Sozialisierung im Jahr 1813 beim zweiten Krieg gegen Britannien auslöste, trieb die USA in eine Kreditblase, die 1837 platzte und in den fünf folgenden Jahren

neun von 29 Staaten und Territorien in den Konkurs trieb. Nichts als Hass und Streit war durch die Schuldensozialisierung entstanden.³ Der in Princeton lehrende Historiker Harold James sagt dazu, die Schuldensozialisierung sei kein Zement für die neue Nation gewesen, wie Hamilton meinte, sondern Sprengstoff, und er zieht eine direkte Linie vom Platzen der Kreditblase zum Sezessionskrieg von 1861. Der Krieg sei zwar durch die Sklavenfrage ausgelöst, aber durch die ungelöste Schuldenproblematik verstärkt worden.⁴ Erst nach dem Sezessionskrieg fand Amerika zu einem Regime der Selbsthaftung der Einzelstaaten, das dem amerikanischen Föderalismus bis zum heutigen Tage Stabilität gebracht hat.

Für Griechenland würde eine Rückkehr zur Drachme Nachteile und Vorteile bringen. Der offenkundige Nachteil ist, dass das Land dann keine Währung mehr herstellen kann, die anderswo als gesetzliches Zahlungsmittel akzeptiert wird. Damit fehlt die wichtigste Finanzquelle der letzten Monate.

Vor allem aber fehlt dem Land dann ein Druckmittel, mit dem es anschließend fiskalische Ersatzkredite der Staatengemeinschaft erzwingen kann. Dass Griechenland keine Kapitalverkehrskontrollen zur Eindämmung der Kapitalflucht verhängt, sondern die dadurch schwindende Liquidität der Banken lieber über ELA-Ersatzkredite nachfüllt, kann man auch damit erklären, dass der griechische Staat und seine Notenbank (und mit ihnen die Vertreter von Ländern in einer ähnlichen Position) ein wachsendes Drohpotenzial für den Fall eines Austritts aufbauen möchte. In Falle eines solchen Austritts würde man vermutlich jenen Teil der ELA-Kredite und der anderen durch Absenkung der Pfandqualitäten möglich gewordenen Refinanzierungskredite, der über den inländischen Liquiditätsbedarf hinausging und durch Auslandsüberweisungen zu Target-Schulden wurde, erlassen müssen, wie es im Abschnitt 5 diskutiert wurde. Die Vermögensobjekte, die die Griechen damit im Ausland erworben haben, blieben dann dauerhaft in griechischer Hand. Auch die Auslandsschulden, die griechische Bürger mit dem Geldschöpfungskredit zurückgezahlt haben, blieben dauerhaft getilgt. Demgegenüber müsste die EZB ihre Euro-Forderungen gegen die griechische Notenbank vermutlich abschreiben, weil die griechische Notenbank nur noch Drachme-Aktiva hätte und in Konkurs ginge. Weil das jeder weiß, ist die Bereitschaft der Staatengemeinschaft, den Austritt durch neue fiskalische Rettungskredite zu verhindern, umso größer, je höher die ELA- respektive Target-Kredite sind.

Vom Jahresbeginn 2015 bis Mitte Mai 2015 hat die griechische Notenbank den Geschäftsbanken des Landes

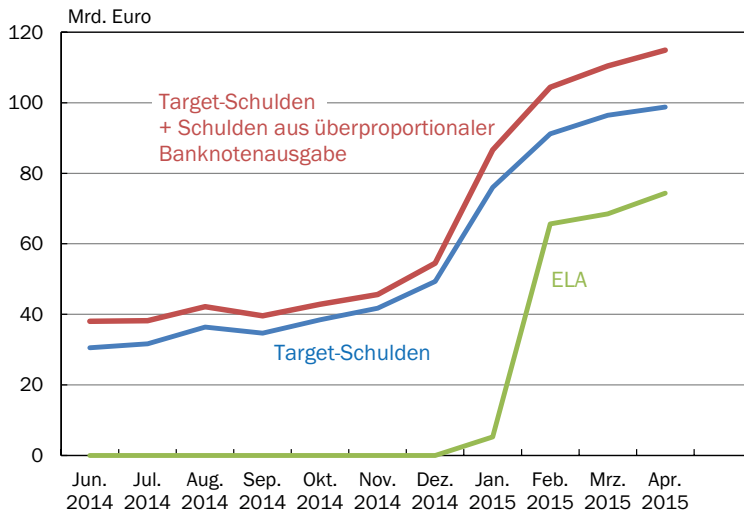
¹ Vgl. H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, Kapitel 2: »Bubbles in the Periphery«, Abschnitt »The Lack of Fiscal Discipline«.

² Vgl. Eurostat, Pressemitteilung 62/2012, 23. April 2012 bzw. Eurostat, Pressemitteilung 72/2015, 21. April 2015.

³ Vgl. H.-W. Sinn, *The Euro Trap*, a.a.O., insbesondere Kapitel 9: »Rethinking the Eurosystem«, Abschnitt »Learning from the United States«, sowie B. U. Ratchford, *American State Debts*, Duke University Press, Durham 1941.

⁴ Vgl. H. James, »Lessons for the Euro from History«, *Julius-Rabinowitz Center for Public Policy and Finance*, 19. April 2012, http://www.princeton.edu/jrc/events_archive/repository/inaugural-conference/Harold_James.pdf.

Abb. 11
Griechische Target-Salden, überproportionale Banknotenausgabe und ELA-Kredite



Quelle: Bank of Greece, *Financial Statements*.

ELA-Kredite im Umfang von 80 Mrd. Euro gewährt. Ein Teil davon diente dem Ersatz von Refinanzierungskrediten, deren Pfänder die EZB nicht mehr akzeptierte. Ein anderer Teil diente der Gegenfinanzierung der durch die Target-Salden gemessenen Kapitalflucht sowie der Bargeldabhebungen, mit denen die Griechen ihr Vermögen für den Fall des Falles in Sicherheit bringen wollen. Derzeit steigt der Rahmen für die ELA-Kredite wöchentlich um ca. 1 bis 2 Mrd. Euro, und so ähnlich wächst auch die Summe aus den griechischen Target-Salden und der überproportionalen Banknotenausgabe. Dennoch kommt im EZB-Rat die für eine Blockade der ELA-Kredite nötige Zwei-Drittel-Mehrheit nicht zustande.

Nicht nur für die griechische Regierung, auch für die Regierungen der Länder, die Griechenland direkt oder über die EZB Kredit gewähren, kann es, wenn man so will, kommunikative Vorteile bringen, wenn Griechenland im Euro bleibt, obwohl es dafür mit weiteren Krediten aus öffentlichen Kassen gestützt werden muss. Neue Rettungskredite ersetzen nämlich die Kredite aus Geldschöpfung und reduzieren die Target-Salden unmittelbar durch den Überweisungsakt. Das hilft, die Öffentlichkeit zu beruhigen. Auch helfen neue Kredite den Finanzministern der Gläubigerstaaten, jetzt noch keine Abschreibungen auf ihre fiskalischen Griechenlandkredite verbuchen zu müssen. Dies würde nämlich die Defizitzahlen verhegeln, die Illusion der kostenlosen Griechenlandhilfe zerstören und das Wahlvolk verunsichern. Dass neue fiskalische Kredite Griechenland umgekehrt dazu verleiten würden, die Gesamtsumme der Kredite von Krise zu Krise immer weiter zu erhöhen, müssen die Gläubigerländer zwar als Nachteil hinnehmen. Doch Regierungen, die auf kurzfristige Wahl- und Kommunikationserfolge aus sind, müssen dies nicht unbedingt berücksichtigen.

Aber zurück zu Griechenlands Erwägungen. Als handfesten Nachteil eines Austritts muss das Land in Rechnung stellen, dass die Importe wegen der Abwertung der Drachme teurer werden und deshalb der Lebensstandard der Bevölkerung sinkt. Es kann sogar zu Versorgungsengpässen bei medizinischen Produkten und Energieimporten kommen, die die Staatengemeinschaft zu weiteren Hilfsaktionen zwingen würden.

Die Abwertung der Drachme bietet aber genau wegen der Verteuerung der Importe den Anreiz, nun verstärkt Waren von heimischen Produzenten zu kaufen, allen voran von den Bauern, die bei den heutigen Löhnen gegenüber der Konkurrenzware aus dem Rest der Eurozone, insbesondere Frankreich, nicht mehr wettbewerbsfähig sind. Griechenland ist im Euro ja paradoxerweise zu einem Nettoimporteureur von Agrarprodukten geworden, obwohl es angesichts günstiger klimatischer Bedingungen und guter Böden gerade bei der Landwirtschaft seine Stärken ausspielen könnte. Die griechischen Importe von Agrarprodukten lagen bis zuletzt (Jahr 2013) um etwa ein Viertel über den entsprechenden Exporten.⁵ Die Nachfrageerhöhung, der sich die Bauern nach einem Euroaustritt gegenüber sehen, würde zur Einstellung von mehr Arbeitskräften führen, die ihre Löhne wiederum für den Kauf griechischer Produkte verwenden würden. Möglicherweise würde auch die alte Baumwollindustrie wieder aufleben, die den Bauern und den Textilarbeitern Beschäftigung gegeben hatte und die durch die Lohnerhöhungen, die der Euro gebracht hatte, dezimiert worden war.

Eine echte Abwertung hätte gegenüber einer realen Abwertung durch Preis- und Lohnsenkungen im Übrigen den Vorteil, dass sie Konkurse der Mieter und Schuldner vermeiden würde, denn nicht nur ihre Einkommen würden nun auf Drachme lauten, sondern auch ihre Zahlungsverpflichtungen. Dass die Bilanzen der Unternehmen und der privaten Haushalte intakt bleiben, ist der entscheidende Vorteil gegenüber einer realen Abwertung durch Lohn- und Preis-senkungen.

Dieser Vorteil der Schuldner und Mieter bei einer echten im Vergleich zu einer realen Abwertung erstreckt sich freilich nicht auf griechische Instanzen, die Auslandsschulden haben. Da diese Schulden in Euro definiert sind, würden die betroffenen griechischen Schuldner, seien es Unternehmen, Banken oder der Staat, sehr wohl in Schwierigkeiten kommen. Indes kämen sie in exakt dieselben Schwierigkeiten, wenn man die Abwertung durch Preis-

⁵ Vgl. World Trade Organization, Statistics database, Time series on international trade.

und Lohnsenkungen herbeiführen wollte. Insofern gibt es keinen Unterschied.

Um dieses Problem zu lösen, müssen die ausländischen Gläubiger möglicherweise abermals, wie schon im Jahr 2012, auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten. Aber das müssen sie vermutlich ohnehin. Die in Abschnitt 5 berechneten Verluste der anderen Staaten sind weitgehend unabhängig davon, ob die griechischen Institutionen innerhalb oder außerhalb des Euro in Konkurs gehen. Der Unterschied zu 2012 besteht nun darin, dass die ausländischen Schuldner Griechenlands heute fast ausschließlich staatliche Instanzen einschließlich der EZB sind, denn die meisten privaten Anleger haben die letzten fünf Jahre genutzt, sich aus dem Staube zu machen.

Es ist zu betonen, dass die Probleme eines Schuldenschnitts nicht erst durch eine Abwertung Griechenlands entstünden, sondern bestehen, weil das Land insolvent ist. Wenn überhaupt, so werden sich die Verluste der ausländischen Gläubiger durch eine Abwertung nicht vergrößern, sondern verkleinern, denn obwohl eine solche Abwertung rechnerisch die Schulden in Relation zu den Einkommen erhöht und insofern unmittelbare Bilanz- und Liquiditätsprobleme schafft, führt sie mittelfristig doch zu einer Verbesserung der griechischen Handelsbilanz, die selbst den realen Cashflow der griechischen Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland misst. Nur wenn sich dieser Cashflow, der das Pendant des Primärüberschusses für den Staat ist, verbessert, ist Griechenland überhaupt in der Lage, wenigstens einen Teil der Forderungen der Gläubiger zu bedienen. Das sollten diejenigen bedenken, die aus den Auslandsschulden ein Argument gegen eine offene Abwertung herleiten wollen.

Angesichts der Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Wirtschaft und der Erleichterung der Schuldenproblematik durch eine echte Abwertung im Vergleich zu Lohn- und Preissenkungen spricht vieles dafür, dass die griechische Bevölkerung trotz der Verteuerung der Importe von der Abwertung profitieren wird. Insbesondere hätte die junge Generation der Griechen, die durch die vom Euro hervorgerufene reale Aufwertung zur Massenarbeitslosigkeit gezwungen wurde (vgl. Abbildung 2), bei einem Euroaustritt und einer Abwertung Vorteile, weil sich der Arbeitsmarkt spürbar beleben würde.

Wahrscheinlich würde die gesamte griechische Wirtschaft nach einem Austritt rasch wieder in Schwung kommen. Eine schon im Jahr 2012 veröffentlichte Studie des ifo Instituts hat etwa 70 Länder untersucht, die in der Nachkriegszeit Staatskonkurse hatten und anschließend abwerteten. Das Ergebnis war, dass in fast allen Fällen bereits nach ein bis zwei schwierigen Jahren ein neuer Wirtschaftsauf-

schwung einsetzte.⁶ Genau das gleiche Resultat wurde unabhängig von der ifo-Studie vor kurzem in einer Studie von Oxford Economics erzielt, über die in der Presse vielfach berichtet wurde.⁷

Selbst Argentinien, das im Jahr 2001 in Konkurs ging und anschließend seine Dollarbindung aufgab, florierte, wie in der ifo-Studie gezeigt wurde, bereits im zweiten Jahr nach der Abwertung und fand zu einem Jahrzehnt neuen Wachstums.⁸ Ebenso war es z.B. bei den asiatischen Ländern, die Ende der 1990er Jahre Staatskonkurse und Abwertungen erlebten.

⁶ Vgl. B. Born, T. Buchen, K. Carstensen, C. Grimme, M. Kleemann, K. Wohlrabe, T. Wollmershäuser, »Austritt Griechenlands aus der Europäischen Währungsunion: Historische Erfahrungen, makroökonomische Konsequenzen und organisatorische Umsetzung«, *ifo Schnelldienst* 65(10), 2012, S. 9–37.

⁷ Vgl. A. Slater, »Must Grexit Be a Disaster? Some Lessons from History«, *Oxford Economics Research Briefing*, 28. April 2015; *Welt Online*, »Lehren für Griechenland aus dem Scheitern von 70 Währungsunionen«, 13. Mai 2015, <http://www.welt.de/newsticker/bloomberg/article140879994/Lehren-fuer-Griechenland-aus-dem-Scheitern-von-70-Waehrungsunionen.html>.

⁸ Vgl. B. Born, T. Buchen et al., op. cit. Ähnlich R. Fernández und J. Portes, »Argentina's Lessons for Greece«, *Project Syndicate*, 9. Februar 2015, <http://www.project-syndicate.org/print/greece-lessons-from-argentina-by-raquel-fernandez-and-jonathan-portes-2015-02>.

8. Zum Prozedere des Austritts

Wie muss man sich das Prozedere bei einem Austritt vorstellen? Als Auslöser würde vermutlich die Entscheidung der EZB wirken, den griechischen Banken weitere ELA-Kredite aus nationaler Geldschöpfung zu verbieten. Obwohl ein solches Verbot, wie erwähnt, eine Mehrheit von zwei Dritteln im EZB-Rat verlangt, würde es wohl verhängt werden, wenn Griechenland keine weiteren Rettungsmittel vom ESM bekäme, weil man dann einen Konkurs der eng mit dem Staat verbandelten Banken unterstellen müsste, der die ELA-Kredite umgehend in Verluste verwandeln würde. Der Widerstand gegen die ELA-Kredite ist ohnehin schon erheblich, weil die Banken Griechenlands chronisch unterkapitalisiert sind und mit zweifelhaften Buchungstricks arbeiten. So weisen sie in großem Umfang (ca. 40% bis 60% des Eigenkapitals) Steuerforderungen aus Abschreibungen in ihrer Bilanz aus, die sie im Falle fortwährender Verluste gar nicht wahr machen könnten.¹ Auch muss man bedenken, dass, wie in Abschnitt 3 gezeigt wurde, die rechtliche Fiktion der EZB, die griechische Notenbank könne für ihre eigenen ELA-Kredite haften, wegen der überschüssigen originären Krediterschöpfung, die sich u.a. in Target-Salden äußerte, keine ökonomische Basis hat. Angesichts der labilen Situation der griechischen Banken und des griechischen Staates formulierte Bundesbankpräsident Weidmann kürzlich: »Dass Banken ohne Marktzugang Kredite gewährt werden, die damit Anleihen des eigenen Staates finanzieren, der selbst ohne Marktzugang ist, finde ich mit Blick auf das Verbot der monetären Staatsfinanzierung nicht in Ordnung.«²

Formal könnte jedes größere Land, aber auch eine Reihe kleinerer Länder gemeinsam die Mittel des ESM blockieren, weil dort für Hilfskredite eine Sperrminorität von 15% besteht anstelle der Sperrminorität von zwei Dritteln bei den ELA-Krediten selbst. Die Sperrung der ELA-Kredite auf dem Umweg über eine Verweigerung der ESM-Kredite würde den griechischen Staat zwingen, Kapitalverkehrskontrollen einzuführen, weil die Banken sonst sehr schnell in eine Liquiditätskrise kämen.

Aber auch mit solchen Kontrollen wären die Banken nicht in der Lage, dem griechischen Staat weitere Kredite zu geben, weil ein Teil der von ihm verausgabten Gelder nicht wieder an die Banken zurückflösse, sondern in Koffern versteckt außer Landes gebracht oder für Importe verwendet würde. Die Kreditknappheit würde den Staat zwingen, die Löhne und Gehälter seiner Staatsbediensteten sowie seiner Lieferanten mit Schuldscheinen zu finanzieren.

¹ Vgl. S.H. Hanke, »Yet another Greek Secret: The Case of Phantom Assets«, *Cato Library*, 5. Mai 2015, <http://www.cato.org/blog/yet-another-greek-secret-case-phantom-assets>.

² J. Weidmann, »So weit hätte es nicht kommen müssen«, Interview, *Handelsblatt*, 15.–17. Mai 2015, S. 7.

Ähnlich war es in den Jahren 2009 und 2010 in Kalifornien gewesen, das am Rande des Konkurses stand und weder vom US-Bundesstaat noch von der Federal Reserve Bank unterstützt wurde. Anders als die EZB kauft die US-Notenbank keinerlei Staatspapiere der Gliedstaaten, und sie erlaubt es den lokalen Notenbanken (hier der Notenbank von San Francisco) auch nur sehr eingeschränkt, der eigenen Ökonomie durch Kredite aus der Druckerpresse zu helfen. Kommt es nämlich durch solche Kredite zu Nettoüberweisungen in andere Wirtschaftsgebiete, müssen die resultierenden Target-Verbindlichkeiten (in den USA ISA-Verbindlichkeiten genannt) durch Abtretung von verzinslichen Wertpapieren getilgt werden.³ Deswegen war der Staat Kalifornien gezwungen, sich durch die Ausgabe von Schuldscheinen, IOUs genannt, zu helfen. Die IOUs waren ein Geldersatz, denn man konnte sie für manche Zahlungsvorgänge, so z.B. die Begleichung der Stromrechnung, einsetzen.

Kalifornien kam aus seiner misslichen Lage wieder heraus, weil es sich dort nur um Liquiditätsprobleme handelte. Immerhin lag die kalifornische Staatsschuldenquote selbst auf dem Höhepunkt der Krise noch unter 10%. Auch hatte Kalifornien kein Wettbewerbsproblem und musste keinen Prozess der realen Abwertung durchlaufen.

Im Falle Griechenlands wäre die Ausgabe von Schuldscheinen möglicherweise schon der erste Schritt zur eigenen Währung, weil die Versuchung wachsen würde, die Wettbewerbsfähigkeit durch eine volle Währungsumstellung wieder herzustellen. In der Tat wäre dieser Schritt Griechenland zu raten, denn erst, wenn die neue Währung ein gesetzliches Zahlungsmittel ist, kann sie dazu verwendet werden, die gemeinsame Abwertung aller Wirtschaftskontrakte in einer Weise zu orchestrieren, wie es innerhalb einer Währungsunion schon aus rechtlichen Gründen kaum möglich wäre. Eine bloße Parallelwährung, die aus Schuldscheinen des griechischen Staates besteht, wäre bei der Orchestrierung der Abwertung noch nicht ausreichend. Die Umstellung der Altkontrakte auf die neue Währung muss zwingend hinzukommen, wenn die Aktion Erfolg haben soll.

Konkret würde die Einführung des neuen gesetzlichen Zahlungsmittels bedeuten, dass alle Bankkonten, Preisschilder, Lohnkontrakte, Mietkontrakte und internen Kreditkontrakte auf Drachme umgestellt werden. Die Ziffern könnten erhalten bleiben, nur würden sie nun auf Drachme statt Euro lauten. Eine solche Umstellung könnte über Nacht oder an einem Wochenende geschehen.

Die Staatengemeinschaft müsste Griechenland zusätzlich entgegenkommen, indem sie ihm den nicht mehr tragba-

³ Vgl. H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*. Oxford University Press, Oxford 2014, insbesondere Kapitel 9: »Rethinking the Eurosystem«.

ren Teil der Auslandsschulden erlässt. Plausibel wäre es, alle griechischen Staatsschulden in Drachme umzubewerten, so dass die Abwertung der neuen Währung automatisch zu einem Schuldenschnitt für ausländische Gläubiger würde. Da es sich bei diesen Gläubigern heute weitaus überwiegend um staatliche Instanzen handelt, sollte dieser Schritt möglich sein, obwohl die griechischen Staatsschuldkontrakte bei letztem Schuldenschnitt im Jahr 2012 dem englischen Recht unterworfen wurden. Dass Griechenland seine Schulden nicht tragen kann, ist seit langem klar. Insofern ist es an der Zeit, dass die Gläubigerländer der Wahrheit ins Auge schauen. Auch der IWF hatte nach dem Treffen der Eurogruppe in Riga am 24. April den Standpunkt vertreten, dass nun ein Schuldenschnitt zu erwägen sei.⁴ Die Auslandsschulden der Geschäftsbanken und der griechischen Notenbank wird man ebenfalls zum Teil erlassen müssen.

Gegen eine solche Lösung sträuben sich die Finanzminister der Eurozone, weil sie die Abschreibungsverluste defizitrelevant verbuchen müssten. Aber das ist letztlich nur ein optisches Problem, auf das es nicht ankommen sollte, denn wenn man dem alten Geld neues hinterherwirft, um die Verluste nicht zeigen zu müssen, steigen die Lasten, statt zu fallen. Es ist ohnehin an der Zeit, mehr Klarheit und Wahrheit in die öffentlichen Finanzen zu bringen, denen angesichts der gewaltigen Schattenhaushalte, die im Zuge der Euro-Rettungsarchitektur aufgebaut wurden, die enge Beziehung zur Realität abhandengekommen sind.

Es ist daran zu denken, im Zuge eines Schuldenerlasses auch die umfangreichen Vermögensbestände der Griechen im Ausland in das Kalkül mit aufzunehmen, die, wie in Abschnitt 3 berichtet wurde, Ende März netto nach Abzug ausländischen Eigentums in Griechenland bei 104 Mrd. Euro lagen. Brutto gerechnet sind die Auslandsanlagen griechischer Bürger sicherlich noch sehr viel höher. Es ist dem griechischen Staat zuzumuten, im Zusammenhang mit einem Schuldenschnitt Maßnahmen zur Belastung dieses Auslandsvermögens zu ergreifen, zumal es sich dabei zum Teil um schwarze Gelder handeln dürfte und ausländische Regierungen dem griechischen Staat bereits ihre Hilfe zur Aufdeckung der Beträge angeboten haben.⁵

Desgleichen kann die Staatengemeinschaft von Griechenland erwarten, die Privatisierung von Staatsvermögen im Umfang von 50 Mrd. Euro, zu der sich Griechenland im Zusammenhang mit dem ersten Rettungspaket verpflichtet

hatte, nun endlich wahr zu machen, um so einen Teil seiner Schuldenlast abzutragen.⁶

Man wird Griechenland auch insofern helfen müssen, als lebenswichtige Produkte, deren Import nach der Abwertung teurer wird, eine Zeit lang durch die Staatengemeinschaft subventioniert werden. Denn man könnte es sicherlich nicht verantworten, wenn z.B. die Krankenhäuser nicht mehr in der Lage wären, lebenserhaltende Medikamente zu kaufen.

Ins Gewicht wird fallen, dass man den griechischen Bürgern wohl trotz einer Rückkehr zur Drachme die Euro-Banknoten belassen muss, die sie besitzen. Banknoten kann man im Fall einer Währungsumstellung faktisch nur unter erheblichen technischen Schwierigkeiten umtauschen, wenn die Abwertung der Drachme droht, weil jeder versuchen würde, Euro-Banknoten zu verstecken oder außer Landes zu bringen.

Ein Verzicht auf den Umtausch der Euro-Banknoten bietet sich auch deshalb an, weil es eine Weile dauern würde, bis Drachme-Banknoten gedruckt sind. Die Euros könnten in der Zwischenzeit weiterhin für Barzahlungen in Griechenland verwendet werden, nur wären sie kein gesetzliches Zahlungsmittel mehr. Eine jede Rechnung wäre in Drachme definiert. Sie würde entweder mit einer Kreditkarte in Drachme oder bar in Euro bezahlt, wobei sich der Umrechnungskurs entsprechend der täglichen Marktsituation ergäbe. Entsprechend würde eine Barabhebung vom Drachme-Konto zunächst nur in Euro geschehen können, die zum herrschenden Wechselkurs ausgegeben würden, ähnlich wie es heute der Fall ist, wenn man mit seiner Kreditkarte ausländische Währung aus dem Automaten holt, aber eine Lastschrift in heimischer Währung erhält.

In Griechenland auf Euro lautende Konten zu halten, mit griechischen Landsleuten auf Euro lautende Kontrakte zu schließen oder sich in Euro zu verschulden, sollte strikt verboten werden, sobald die Drachme gesetzliches Zahlungsmittel ist, damit die Bevölkerung nicht trotz eines formellen Austritts faktisch im Euro bleibt und so die zur Herstellung der Wettbewerbsfähigkeit notwendige Abwertung unterläuft. Viele osteuropäische Staaten haben nach ihrem EU-Beitritt den Fehler gemacht, dass sie der Bevölkerung Fremdwährungskredite und -konten erlaubten. Das wirkt derzeit wie eine Blockade gegen die notwendigen Abwertungen, und wenn die Abwertungen doch vorgenommen werden, zwingt es die Staaten zu hohen Ausgleichszahlungen an die Banken, wie es im Falle Ungarns geschah. Um solche Schwierigkeiten zu vermeiden, wäre es besser, z.B. der Entscheidung der Türkei zu folgen, solche Fremdwäh-

⁴ Vgl. *FAZ.net*, »IWF fordert von Eurozone Schuldenschnitt für Griechenland«, 5. Mai 2015, <http://www.faz.net/agenturmeldungen/adhoc/iwf-fordert-von-eurozone-schuldenschnitt-fuer-griechenland-13575551.html>.

⁵ Vgl. *Handelszeitung.ch*, »Athen-Reise: Bern will Steuerabkommen«, 22. April 2015, <http://www.handelszeitung.ch/politik/athen-reise-bern-will-steuerabkommen-772389#>.

⁶ Vgl. Europäische Kommission, »The Economic Adjustment Programme for Greece, Fourth Review – Spring 2011«, *Occasional Papers* 82, Juli 2011, S. 16.

rungskonten und -kontrakte zu verbieten. Auch zur Zeit der D-Mark waren Fremdwährungskontrakte in Deutschland verboten; Ausnahmen mussten einzeln von der Bundesbank genehmigt werden, damit der Spielraum der Geldpolitik nicht unterhöhlt wurde.

Wenn die neuen Drachme-Banknoten gedruckt sind, können die Banken vollends auf Drachme umstellen und sie bei Bedarf auszahlen. So würde allmählich auch ein Teil der Euro-Banknoten durch Drachme-Banknoten verdrängt. Die verdrängten Banknoten würden größtenteils für Kaufakte in die anderen Euroländer wandern. Ein anderer Teil würde als zweite Zirkulationswährung im Land verbleiben, ähnlich wie das in Osteuropa oder der Türkei heute der Fall ist. All diese Länder haben ja im Grunde inoffizielle Parallelwährungssysteme, wobei nur die heimische Währung gesetzliches Zahlungsmittel ist.

Das Euro-Bargeld, das netto ins Ausland strömt, würde zu Lasten der Staatengemeinschaft zu einem echten Ressourcentransfer nach Griechenland führen, weil das Geld einerseits für Güterkäufe, den Erwerb von Vermögensobjekten und die Tilgung von Schulden verwendet würde und andererseits den Spielraum der anderen Notenbanken, Geld inflationsneutral verzinslich verleihen zu können, einengen würde. Geht man beispielsweise davon aus, dass die Hälfte der von der griechischen Notenbank ausgegebenen Euro-Bargeldmenge in Höhe von 41 Mrd. Euro auf diese Weise Griechenland verlässt, während der andere Teil dort dauerhaft weiter zirkuliert, so hätte die Staatengemeinschaft einen Verlust in Höhe der halben griechischen Bargeldmenge, also 20,5 Mrd. Euro oder 11,4% des griechischen BIP (0,2% des BIP der Euroländer ohne Griechenland). Angesichts der 325 Mrd. Euro oder 182% des BIP an öffentlichen Krediten, die bis Ende März bereits per saldo geflossen waren und die man großenteils wird erlassen müssen, ist dies ein überschaubarer Betrag.

9. Schlussbemerkungen

Vom erschwindelten Euro-Beitritt über die Selbstversorgung mit der Druckerpresse bis hin zu den Rettungsschirmen, die dem Land die Holländische Krankheit bescherten, ist die Entwicklung Griechenlands eine wahre Tragödie. In dem halben Jahrzehnt vom Frühjahr 2010, als die Politik unter Missachtung des Maastrichter Vertrages mit groß angelegten Rettungsaktionen begann, bis zum März 2015 wurden die öffentlichen Hilfskredite für Griechenland um 264 Mrd. Euro oder 174% des BIP erhöht, und doch kollabierte die Wirtschaftsleistung. Die Arbeitslosigkeit stieg auf mehr als das Doppelte.

Vor fünf Jahren gab es sehr unterschiedliche Meinungen darüber, ob man Griechenlands Gläubiger retten solle. Während sich die Politik zu einer solchen Rettung durchrang, wohl auch unter erheblichem Druck aus Amerika und wegen einer Austrittsdrohung Sarkozys,¹ hatten Ökonomen vor einem solchen Schritt gewarnt.² Der ehemalige Bundesbankpräsident Weber und der EZB-Chefvolkswirt Stark hatten ihre Ämter wegen der Richtungsentscheidungen, die sie für falsch hielten, niedergelegt, auch wenn sie die Umsetzung ihres Beschlusses dann noch um ein Jahr vertagten.³ Es wurde spekuliert, dass auch der Rücktritt von Bundespräsident Köhler, der seinerzeit als Staatssekretär im Finanzministerium an der Aushandlung des Maastrichter Vertrags beteiligt war und als Ex-IWF-Chef wohl gerne in die Entscheidungen eingebunden worden wäre, wegen dieser Entscheidungen zurücktrat.⁴ Die Vertreter der Rettungsstrategie hatten damals wegen der möglichen Rückwirkungen auf die in Griechenland engagierten Banken der Eurozone und Großbritanniens ernst zu nehmende Gründe vorzuweisen. Heute erkennen indes auch viele von ihnen an, dass sich die gehegten Erwartungen zumindest nicht in allen Fällen bewahrheitet haben. Irland ist zwar wieder auf die Beine gekommen, aber wohl nicht wegen der Rettungsbeschlüsse, sondern weil seine Blase schon zwei Jahre vor Lehman platzte und es zu einer extremen Austeritätspolitik gezwungen war, durch die es in

¹ Vgl. J. Casqueiro, »Zapatero: »Sarkozy amenazó con salirse del euro«, *El País*, 14. Mai 2010, http://elpais.com/diario/2010/05/14/espana/1273788002_850215.html.

² Vgl. W. Franz, C. Fuest, M. Hellwig und H.-W. Sinn, »Zehn Regeln zur Rettung des Euro«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18. Juni 2010, Nr. 138, S. 10. Vgl. H.-W. Sinn, »Euro-Krise: Die Bedeutung des Gewährleistungsgesetzes für Deutschland und Europa«, Sonderheft, *ifo Schnelldienst* 63, 2010, http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-10-10_0.pdf.

³ Dies wurde von Jürgen Stark anlässlich einer öffentlichen Vorlesung der Hanns-Seidel-Stiftung am 22. Februar 2013 in München erklärt. Weber machte seine Opposition bereits am 11. Mai 2010 öffentlich; vgl. A. Weber, »Kaufprogramm birgt erhebliche Risiken«, Interview mit J. Schaaf, *Börsen-Zeitung*, 11. Mai 2010, http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/Publicationen/interview_mit_bundesbankpraesident_axel_weber.pdf?blob=publicationFile; vgl. ebenfalls *Der Spiegel*, »Brandbrief: Ex-Währungshüter Stark attackiert EZB-Kurs«, Nr. 3, 14. Januar 2012, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/brandbrief-ex-waerungshueter-stark-attackiert-etz-kurs-a-809199.html>.

⁴ Vgl. Deutscher Bundestag, 17. Wahlperiode, Anfrage Peter Gauweiler, Drucksache 17/2223, S. 56–57.

Relation zum Rest der Eurozone durch Preisrückhaltung um 13% abwertete (vgl. Abschnitt 2). Von diesen 13% waren 12 Prozentpunkte bereits bis zum Ende 2010 realisiert, bevor im Januar 2011 die ersten Rettungsgelder für Irland ausgezahlt wurden. Spanien hat Arbeitsmarktreformen durchgeführt und um 6% abgewertet, muss aber noch einen langen Weg zurücklegen. Portugal und Italien haben dank einer fortgesetzten Verschuldung weiterhin so schnell inflationiert wie die restlichen Euroländer und konnten ihre Wettbewerbsfähigkeit noch nicht steigern, aber zumindest in Italien sind Reformen unterwegs.⁵ In Griechenland ist die Rettung offenkundig misslungen, obwohl auch dort einiges passiert ist. Die Zeche zahlen die Steuerzahler der Eurozone und die griechische Bevölkerung, die unter einer Massenarbeitslosigkeit leidet.

Die fehlende Wettbewerbsfähigkeit mit Geld ausgleichen zu wollen, erwies sich als wirkungslose Strategie, die letztlich nur dazu führte, dass die Lösung der Probleme hinausgeschoben wurde, während sich bei den Arbeitslosen Griechenlands und den Steuerzahlern der anderen Länder eine zunehmende Frustration breitmachte. Das war das Klima, in dem sich radikale politische Kräfte entwickelten, die die Staatengemeinschaft heute mit extremen Forderungen und aggressiven öffentlichen Verlautbarungen traktieren.

Es ist nun an der Zeit, den Plan B zu realisieren. Warum und wie dies geschehen könnte, hat dieser Beitrag versucht darzulegen. Ob Griechenland ausscheiden sollte, ist einzig und allein seine eigene Entscheidung. Man kann und sollte nicht versuchen, das Land herauszustoßen. Griechenland ist ein integraler Bestandteil der EU und eine Wiege der europäischen Kultur. Es muss politisch und ökonomisch im europäischen Verbund gehalten werden.

Griechenlands Führung kann freilich nicht davon ausgehen, dass das Land mit immer mehr Geld anderer Länder durchfinanziert wird, so als gäbe es einen europäischen Finanzausgleich und als sei mit dem Maastrichter Vertrag ein Bundesstaat mit einem Haftungsverbund gegründet worden. Beteuerungen, man komme auch so zurecht, wenn nur die Schulden erlassen würden, stehen so lange auf tönernen Füßen, wie Sparmaßnahmen zur Senkung der Ansprüche auf ein Niveau unterbleiben, das mit der Produktivität des Landes kompatibel ist. Erst wenn diese Ansprüche so weit gesenkt sind, dass Arbeitsplätze wieder wettbewerbsfähig werden und auch bei einem hohen Beschäftigungsstand und einer Überwindung der Krise kein Handelsbilanzdefizit entsteht, ist zu vermuten, dass das Land allein zurecht kommen kann, ohne wieder neue Auslandsschulden machen zu müssen. Wie gezeigt, setzt das eine weitere, ganz erhebliche reale Abwertung durch relative Lohn- und Preissenkungen voraus, die mindestens im

Bereich des zweieinhalbfachen dessen liegen, was das Land schon geleistet hat.

Wenn es nicht zu einer stark asymmetrischen Inflation im Euroraum kommt, ist eine solche reale Abwertung ohne Austritt nur durch eine harte Sparpolitik möglich, die die griechische Gesellschaft noch über Jahre hinaus einer hohen Belastung aussetzen wird. Angesichts der griechischen Klagen über eine »humanitäre Katastrophe«, die in den letzten Jahren trotz der riesigen Kredithilfen der Staatengemeinschaft empfunden wurde, kann man ausschließen, dass die Bereitschaft dazu vorhanden ist.

Sicher, man kann die Ansprüche des Landes auf einem Niveau tolerieren wollen, das mit einer Wettbewerbsfähigkeit nicht kompatibel ist. Aber dann bedarf es eines Finanzausgleichs zwischen den Ländern. Ein solcher Finanzausgleich ist freilich ein Versicherungsvertrag auf Gegenseitigkeit, der einer Bindungskraft bedarf, wie sie nur durch eine Staaten Gründung gewährleistet werden kann.⁶ Dazu fehlt bei den Völkern Europas bislang jede Bereitschaft.

Griechenland muss also selbst überlegen, ob es ohne Kredithilfen der Staatengemeinschaft, also ohne neue fiskalische Rettungskredite und ohne weitere Sonderkredite aus der Druckerpresse seiner Notenbank, im Euro zurechtkommt.

Wenn es sich für den Euroaustritt entscheidet, werden sich die anderen Länder der Eurozone nicht widersetzen, so dass eine einvernehmliche Änderung des Lissabon-Vertrages sehr rasch möglich sein wird. Möglicherweise kann der Austritt auch ohne eine Vertragsänderung geschehen, wenn Griechenland formell Mitglied der Eurozone bleibt. Unter keinen Umständen impliziert der Euroaustritt den Austritt aus der EU, wie häufig von Politikern behauptet wird, denen die ökonomischen Argumente fehlen.

Gesetzliches Zahlungsmittel muss die neue Währung aber sein, damit auch die Miet- und Kreditkontrakte mit ihr abgewertet werden können. Bloß eine Zweitwährung in Form modifizierter Schuldscheine einzuführen, würde zwar das Liquiditätsproblem des griechischen Staates lösen, jedoch weder einen Beitrag zur Lösung des Wettbewerbsproblems leisten noch die Gefahr einer Konkurswelle bei einer realen Abwertung bannen. Der Vorteil, den eine offene Abwertung gegenüber einer realen Abwertung durch Preissenkungen bietet, ist nur zu haben, wenn man die neue Währung zum gesetzlichen Zahlungsmittel macht. Das wird manchmal bei der Diskussion um die Rolle von Zweitwährungen übersehen. Der Euro selbst kann zumindest in einer Übergangszeit bis zum Druck der Drachmen eine

⁵ Vgl. H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, S. 124, Abb. 4.8.

⁶ Vgl. EEAG, *The EEAG Report on the European Economy: Rebalancing Europe*, CESifo, München 2013, <https://www.cesifogroup.de/DocDL/EEAG-2013.pdf> sowie H.-W. Sinn, *The Euro Trap*, a.a.O., insbesondere Kapitel 9: »Rethinking the Eurosystem«.

Zweitwährung zur Durchführung von Transaktionen mit Bargeld sein.

Griechenland sollte die Möglichkeit erhalten, den Euro nach einer Gesundung und nach einer Herstellung eines wettbewerbskonformen Wechselkurses wieder einzuführen. Man kann sich gut vorstellen, dass das Land nach einer Wartezeit von vielleicht einem Jahrzehnt wieder in den Euroverbund zurückkehrt, wenn es dann entsprechende Reformen realisiert hat. Die Tür zum Euro sollte man Griechenland auf jeden Fall offenhalten.

Die Möglichkeit der Rückkehr würde der griechischen Bevölkerung klar machen, dass sie nicht verstoßen, sondern dass ihrer Wirtschaft die Möglichkeit der Genesung gegeben wird. Man sollte den temporären Austritt wie einen Hospitalsaufenthalt sehen. Man klinkt sich temporär aus, regeneriert sich und kehrt dann gesund wieder zurück.

Die Rückkehrmöglichkeit hätte auch insofern Vorteile, als sie zusammen mit der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch eine Abwertung und dem vermutlich rasch beginnenden Wirtschaftsaufschwung (Abschnitt 7) Anreize böte, die nötigen Reformen wirklich zu realisieren. Die Strategie, Griechenland mit immer mehr öffentlichem Geld zu solchen Reformen bringen zu wollen, hat sichtlich nicht funktioniert. Die Rückkehrmöglichkeit könnte ein stärkerer und glaubhafterer Anreiz sein, das Versäumte nachzuholen.

Vor allem bedeutet die Rückkehrmöglichkeit, dass Griechenland gegenüber den Verlockungen einer stärkeren Kooperation mit Russland gefeit wäre. Da es scheint, dass sich die Politik derzeit wieder einmal von US-amerikanischen Hinweisen auf außenpolitische Gefahren eines Euroaustritts beeindruckend lässt, ist dies ein besonders wichtiger Aspekt. Das Russland-Argument ist auch deshalb nicht überzeugend, weil Griechenland nach dem Euroaustritt EU-Mitglied bliebe und wie viele andere EU-Mitgliedsländer eine eigene Währung hätte. Man kann nicht all diese Länder zu Euromitgliedern machen, bloß um sie davon abzuhalten, mit Russland zu liebäugeln.

Die nötigen Entscheidungen sollten schnell gefasst werden, denn die griechische Regierung spielt bei den Verhandlungen sichtlich auf Zeit. Je mehr Zeit verstreicht, desto mehr Vermögen haben griechische Bürger für den Fall eines Euroaustritts durch Auslandsüberweisungen und Bargeldabhebungen vor Abwertungsverlusten gesichert und desto teurer wird der Staatskonkurs für die anderen Länder. Bereits Ende April verfügten die Bürger über Bargeldbestände von 43 Mrd. Euro, und der Bestand der netto ins Ausland überwiesenen Geldbeträge lag bei 100 Mrd. Euro. Beide Beträge wachsen Woche für Woche zusammen um etwa 1 bis 2 Mrd. Euro, was ½% bis 1% des BIP entspricht. So gesehen verbessert sich die griechische Verhandlungsposi-

sition, je länger die griechische Regierung es schafft, die Einigung hinauszuziehen. Um diese Strategie zu durchkreuzen und eine weitere Akkumulation von Haftungsrisiken der anderen europäischen Länder zu vermeiden, gibt es nur das Mittel, die ELA-Kredite zu verweigern, was die griechische Regierung zur Verhängung von Kapitalverkehrskontrollen zwingen würde.

Ein letzter Punkt: Es ist gegen den Austritt eingewendet worden, dass er für Griechenland so gut gelingen könnte, dass andere Länder ihn nachahmen wollen. Das ist ein eigenartiges Argument, stellt es doch die Mitgliedschaft im Euro über die wirtschaftliche Prosperität eines Landes. Der Euro wurde eingeführt, um Frieden und Prosperität für die Länder Europas zu sichern. Er war ein Instrument der europäischen Wirtschaftspolitik, aber kein Ziel. Auch der Sozialismus galt einmal als Instrument der Wirtschaftspolitik. Man wollte mit ihm Freiheit, Gleichheit und Wohlstand sichern. Als sich herausstellte, dass das nicht gelang, erhob ihn die Partei kurzerhand selbst zum Ziel. Der Euro hat genug Vorteile für Europa, um ihn nicht durch eine ähnliche Ideologisierung diskreditieren zu müssen.

Personen- und Autorenregister**B**

Borchardt, Knut 24
Born, Benjamin 28
Buchen, Teresa 28
Buiter, Willem H. 21

C

Carney, Brian M. 3
Carstensen, Kai 28
Casqueiro, Javier 31
Chrysochoidis, Michalis 11
Corden, W. Max 10

D

De Grauwe, Paul 12
Dittmer, Diana 12

F

Fernández, Raquel 28
Franz, Wolfgang 31
Fratzscher, Marcel 12
Fuest, Clemens 31

G

Grimme, Christian 28

H

Hamilton, Alexander 25
Hanke, Steve H. 29
Hellwig, Martin 31
Hope, Kerin 10

J

James, Harold 26
Janssen, Hauke 8
Jolis, Anne 3

K

Kleemann, Michael 28
Köhler, Horst 31

L

Lagarde, Christine 3

M

Maddison, Agnus 8
Martens, Michael 7, 11
Merkel, Angela 3, 8
Müller, J. Heinz 24

N

Neary, J. Peter 10

P

Portes, Jonathan 28

R

Rahbari, Ebrahim 21
Ratchford, Benjamin Ulysses 26
Ritschl, Albrecht 7

S

Sarkozy, Nicolas 31
Schlesinger, Helmut 15
Schorkopf, Frank 7
Sinn, Hans-Werner 4, 11, 16, 17, 20, 26, 29, 31, 32
Slater, Adam 28
Spiegel, Peter 10
Stark, Jürgen 31

T

Tsipras, Alexis 10

V

Varoufakis, Yanis 12, 14, 15, 16, 17
Vogt, Susanna 10

W

Weber, Axel 31
Weidmann, Jens 29
Wohlrabe, Klaus 28
Wollmershäuser, Timo 4, 28

ifo Institut

im Internet:

<http://www.cesifo-group.de>

