

Austritt Griechenlands aus der Europäischen Währungsunion: Historische Erfahrungen, makroökonomische Konsequenzen und organisatorische Umsetzung

9

Benjamin Born, Teresa Buchen, Kai Carstensen, Christian Grimme,
Michael Kleemann, Klaus Wohlrabe und Timo Wollmershäuser

In dieser Studie wird untersucht, ob ein Austritt Griechenlands aus der Währungsunion, verbunden mit einer externen Abwertung der neuen Währung, eine gangbare Alternative zur derzeitigen Strategie der internen Abwertung, verbunden mit öffentlichem Kapitaltransfer, darstellt. Dazu vergleichen wir die makroökonomischen Konsequenzen von drei möglichen Zukunftsszenarien. In unserem ersten Szenario tritt Griechenland aus dem Euro aus und führt die Neue Griechische Drachme (NGD) als offizielles Zahlungsmittel ein. Im zweiten Szenario verbleibt Griechenland in der Währungsunion und schafft es, die notwendige interne Abwertung zu erreichen. Im dritten Szenario schließlich wird angenommen, dass Griechenland zwar in der Währungsunion verbleibt, die notwendige interne Abwertung jedoch misslingt und durch öffentliche Subventionen aus der EU ausgeglichen wird. Während das letzte Szenario die aktuelle Situation fortschreibt, wird für die ersten beiden Szenarien anhand von historischen Beispielen untersucht, wie sich wichtige volkswirtschaftliche Größen nach großen Abwertungen entwickelten. Zudem werden für diese beiden Szenarien mögliche negative Bilanzeffekte für Griechenland analysiert. Solche Bilanzeffekte können resultieren, wenn sich die Verschuldung des öffentlichen und privaten Sektors infolge einer (internen oder externen) Abwertung erhöht. In Szenario 3 ist keine weitreichende Bilanzkorrektur zu erwarten. Im letzten Teil dieser Studie beschäftigen wir uns mit der technischen Umsetzung des Austritts Griechenlands aus der Eurozone.

Griechenland ist bankrott. Der griechische Staat hat seine Gläubiger durch die Umschuldung vom 9. März 2012 in großem Umfang enteignet und wird zur Begleichung seiner Defizite auf absehbare Zeit auf internationale Hilfsprogramme angewiesen sein. Der griechische Bankensektor refinanziert sich praktisch ausschließlich über das Europäische Zentralbankensystem, da ihm die privaten Kapitalmärkte versperrt sind. Die griechische Volkswirtschaft insgesamt verschuldet sich daher weiterhin im Ausland. Eine schnelle Umkehr der Leistungsbilanz, die dazu führen würde, dass Griechenland seine Auslandsschulden abtragen kann, ist derzeit nicht in Sicht, denn die griechische Wirtschaft hat seit dem Beitritt zur Währungsunion erheblich an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt. Eine interne Abwertung – also eine Senkung des Lohn- und Preisniveaus – wurde bisher nur in geringem Umfang erreicht. Sie müsste zudem ein Ausmaß annehmen, das innenpolitisch nur schwer durchsetzbar erscheint. Ohne eine deutliche Verbilligung der griechischen Produkte ist jedoch nicht mit einer durchgreifenden Besserung der Lage zu rechnen. Es stellt sich daher die Frage, ob ein Austritt Griechenlands aus der Währungsunion verbunden mit einer externen Abwertung der neuen Währung eine gangbare Alternative zur derzeitigen Strategie

der internen Abwertung verbunden mit öffentlichem Kapitaltransfer darstellt.

Aus historischer Sicht ist es nicht ungewöhnlich, wenn sich Währungsverbände auflösen oder einzelne Mitgliedsländer austreten. Dies geschah zumeist in politischen Umbruchphasen. So hat der Zerfall der Sowjetunion zur Gründung neuer, unabhängiger Staaten mit einer eigenen Währung geführt. Den gleichen Prozess machten die Nachfolgestaaten Jugoslawiens und der Tschechoslowakei durch. Weiter zurückliegende Episoden umfassen das Auseinanderbrechen Österreich-Ungarns sowie das Scheitern der Lateinischen und der Skandinavischen Münzunionen in Folge des Ersten Weltkriegs. Häufiger zu beobachten waren Währungskrisen, in denen das betroffene Land seinen zu einer Ankerwährung fixierten Wechselkurs freigeben musste. Das wichtigste europäische Beispiel hierfür ist der Austritt Italiens aus dem Europäischen Währungssystem im Jahr 1992, dem eine Abwertung um über 30% gegenüber den wichtigsten Handelspartnern folgte. Instruktiv mit Blick auf die griechische Problemlage ist die Argentinienkrise. Argentinien hatte im Jahr 1991 seine Währung fest an den US-Dollar gekoppelt und zunächst einen Boom erlebt, dem aber ab Mitte der 1990er Jahre ein deutlicher An-

stieg der Staatsverschuldung und der Auslandsverschuldung sowie eine Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit folgten; zwischen 1999 und Ende 2001 wertete Argentinien real um 14% auf. Trotz einer tiefen Rezession ab 1998 scheiterte der Versuch einer internen Abwertung. Im Januar 2002 gab die Regierung den Wechselkurs frei, der daraufhin um über 70% abwertete.

All dies legt nahe, dass ein Austritt Griechenlands aus der Europäischen Währungsunion und eine nachfolgende Abwertung nicht als grundsätzlich unmöglich oder absurd betrachtet werden müssen. Vielmehr sollten die Folgen sorgsam untersucht und die möglichen Vor- und Nachteile mit Bedacht abgewogen werden. Die vorliegende Studie liefert hierzu einen Beitrag, beschränkt sich allerdings auf die ökonomische Analyse. Explizit unberücksichtigt bleiben juristische Probleme, die z.B. darin begründet sind, dass ein Austritt aus der Währungsunion bei gleichzeitigem Verbleib in der EU in den europäischen Verträgen nicht vorgesehen ist. Im Vordergrund stehen vielmehr zwei ökonomische Fragen: Welche makroökonomischen Konsequenzen hätte ein Austritt Griechenlands aus der Währungsunion? Und wie könnte ein Austritt organisatorisch umgesetzt werden? Zu Beantwortung dieser Fragen werden jeweils zunächst historische Erfahrungen diskutiert, bevor die spezifische Situation in Griechenland und dem Euroraum analysiert wird.

Bei der Abwägung der Vor- und Nachteile eines Austritts ist der Vergleich mit relevanten Alternativszenarien von zentraler Bedeutung. Es ist wenig aussagekräftig, allein mit der Summe der vermuteten Ausstiegskosten zu argumentieren. Vielmehr müssen sie mit den Kosten eines Verbleibs in der Währungsunion verglichen werden. Im Folgenden werden daher drei Szenarien betrachtet.

Szenario 1: Austritt aus der Währungsunion mit externer Abwertung. Der Austritt aus der Währungsunion bei gleichzeitiger Einführung einer nationalen Währung, der Neuen Griechischen Drachme (NGD), eröffnet Griechenland die Möglichkeit, gegenüber dem Euro und den Währungen anderer Partnerländer durch eine Wechselkursanpassung abzuwerten. Diese sogenannte externe Abwertung würde die internationale Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Wirtschaft verbessern und damit dazu beitragen, dass die derzeit sehr hohen Leistungsbilanzdefizite abgebaut werden. Insbesondere würden Exportwaren und -dienstleistungen (hierzu zählt der Griechenlandtourismus) preislich attraktiver, während sich Importgüter verteuerten. Dies birgt die Chance, einen Außenhandelsüberschuss zu erzielen, der dazu genutzt werden könnte, die gegenüber dem Ausland fälligen Zinsen zu bezahlen. Zwei wesentliche Problemfelder werden üblicherweise als Argumente gegen einen Austritt ins Feld geführt. Zum einen führt eine Abwertung zu negativen Bilanzeffekten, wenn ein hoher Anteil der Verbindlichkeiten des Staat-

tes und des Privatsektors weiterhin in Euro denominiert bleibt, wie es bei den meisten Auslandsschulden der Fall sein dürfte, die Forderungen aber auf die neue Währung umgestellt werden. Die zu erwartende Konsequenz wäre ein Anschwellen der Insolvenzzraten, die vor allem dem Bankensystem zusetzen könnten, wenn dieses sich in großem Umfang im Ausland verschuldet, Kredite aber primär im Inland vergeben hat. Zum anderen ist die Organisation des Austritts zu bedenken, denn es geht nicht nur um die Einführung einer neuen Währung sondern auch darum, die in der Umstellungsphase zu erwartende Kapitalflucht einzudämmen.

Szenario 2: Verbleib in der Währungsunion mit interner Abwertung. Eine Alternative zum Austritt aus der Währungsunion mit externer Abwertung ist der Verbleib mit interner Abwertung. Darunter wird die Senkung der internen Löhne und Preise relativ zu denen der Partnerländer verstanden, bis die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Wirtschaft wiederhergestellt ist. Im Grunde ist dies der Weg, den Griechenland nach dem Willen der europäischen Geldgeber einschlagen soll. Die Preissenkungen würden, analog zum Austrittsszenario, eine Verbesserung des Außenbeitrags bewirken, wodurch Griechenland in die Lage versetzt werden soll, seine Auslandsschulden zu bedienen. Die Hindernisse, die auf diesem Weg überwunden werden müssen, sind jedoch ebenfalls groß. Dass die griechischen Preise trotz einer mehr als drei Jahre andauernden Rezession bislang immer noch nicht gefallen sind (selbst wenn man sie um Steueranhebungen und Energiepreise bereinigt), zeigt, dass die notwendigen massiven Preissenkungen eines sehr langen Atems bedürfen, der möglicherweise politisch nicht durchzuhalten ist. Denn in einer deflationären Abwärtsspirale steigt die Arbeitslosigkeit typischerweise stark an – schon jetzt liegt sie in Griechenland bei rund 21%. Zudem umgeht die interne Abwertung letztlich nicht das im Austrittsszenario offensichtliche Bilanzproblem. Sinken die Löhne und Preise in dem Ausmaß, in dem bei einem Austritt der Wechselkurs abwerten würde, so stehen nominal unveränderten Schulden deutlich gesunkene nominale Einkommen gegenüber, aus denen Zins und Tilgung bestritten werden müssen. Da dieses Problem nicht nur für Auslandsschulden sondern auch für inländische Verbindlichkeiten zutrifft, dürfte die interne Abwertung bei Verbleib im Euroraum ebenfalls zu einem Anstieg der Insolvenzen führen.

Szenario 3: Verbleib in der Währungsunion ohne interne Abwertung. Die mit einer internen Abwertung verbundenen ökonomischen wie politischen Schwierigkeiten könnten bewirken, dass sie zumindest im erforderlichen Umfang unterbleibt, z.B. indem die Gewerkschaften Lohnkürzungen dauerhaft abwehren. Ohne Preisanpassungen fallen die Mengenanpassungen jedoch noch stärker aus. Es lässt sich argumentieren, dass Griechenland derzeit genau diesen Weg geht: Im Zuge der Rezession sind die Mengen der produzierten Güter und Dienstleistungen sowie die dazu benötig-

te Anzahl an Arbeitskräften deutlich eingebrochen, während die Preise sich noch kaum bewegt haben. Aufgrund der rezessionsbedingten Importrückgänge ist es zwar auch zu einer relativen Verbesserung des Außenbeitrags gekommen, ohne dass aber Überschüsse erzielt wurden. Die Finanzierungslücke wird momentan durch öffentliche Kapitaltransfers im Rahmen von Rettungspaketen oder Zentralbankoperationen geschlossen, da ausländisches privates Kapital für Griechenland nicht mehr zur Verfügung steht. Ohne Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit ist aber damit zu rechnen, dass Griechenland langfristig von europäischen Transfers abhängen wird. Dies würde den Einstieg in eine europäische Transferunion zementieren.

Historische Erfahrungen

Um die möglichen makroökonomischen Konsequenzen eines Austritts Griechenlands aus der Europäischen Währungsunion abzuschätzen, werden zunächst vergleichbare Ereignisse der Wirtschaftsgeschichte beschrieben und hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit der Situation in Griechenland evaluiert. Begonnen wird mit einem kurzen Überblick über historische Austritte aus Währungsunionen. Es zeigt sich jedoch, dass diese vielmehr politisch als ökonomisch verursacht waren und damit nur bedingt mit der Situation Griechenlands vergleichbar sind. Daher werden anschließend die Folgen von Währungskrisen untersucht, in denen es zu deutlichen Abwertungen kam – wie es auch für Griechenland im Austrittsfall zu erwarten wäre. Zu diesem Zweck werden zunächst die Ergebnisse einer Mehrländeranalyse vorgestellt, die sich als stilisierte Fakten einer durchschnittlichen Währungskrise interpretieren lassen. Um die ökonomischen Mechanismen im Detail zu verstehen, werden danach drei mit Blick auf Griechenland besonders relevant erscheinende historische Episoden vorgestellt: die Argentinienkrise, die in einen Staatsbankrott und eine nominale Abwertung um mehr als 70% mündete, die Asienkrise am Beispiel Thailands, dessen Währung fast die Hälfte ihres Werts verlor, sowie die Krise des Europäischen Währungssystems (EWS) am Beispiel Italiens, das nach seinem Austritt aus dem EWS um mehr als 30% abwertete. Zudem werden mit

Irland und Lettland zwei Länder beleuchtet, die – im Gegensatz zu Griechenland – seit dem Beginn der Finanzkrise im Jahr 2008 deutlich intern abgewertet haben.

Austritte aus Währungsunionen

Das klassische Verständnis einer Währungsunion ist, dass mindestens zwei souveräne Länder eine gemeinsame Zentralbank sowie eine gemeinsame Währung besitzen oder die jeweilige Währung uneingeschränkt als Zahlungsmittel in den anderen teilnehmenden Ländern gilt. Zieht man diese Definition heran, gab es bisher nur wenige Währungsunionen und dementsprechend kaum Beispiele für Austritte aus Währungsunionen. In der Literatur werden jedoch oft breitere Definitionen zugrunde gelegt. Bordo und Jonung (1999) geben einen Überblick über die Gründung und Auflösung von Währungsunionen. Unter ihre Definition von Währungsunionen fallen aber auch Länder, die keine gemeinsame Zentralbank besaßen, wie die Lateinische und die Skandinavische Münzunion, oder die kein Zusammenschluss souveräner Staaten waren, wie die Sowjetunion oder Jugoslawien. Glick und Rose (2002) benutzen in ihrer Studie eine noch breitere Definition. Danach bilden mindestens zwei Länder eine Währungsunion, wenn sie entweder die gleiche Währung benutzen oder ein fester Wechselkurs von 1:1 besteht. Aufbauend auf dieser Definition zählt Nitsch (2004) 128 bilaterale Austritte aus Währungsunionen von 1948 bis 1997. Er findet auf Basis seines Datensatzes keine ökonomischen Indikatoren, die erklären, ob und wann eine Währungsunion auseinanderbricht. Rose (2007) findet darüber hinaus, dass es in den beteiligten Ländern vor, während und nach einem Austritt aus einer Währungsunion kaum zu einer höheren makroökonomischen Volatilität (z.B. des Bruttoinlandsprodukts) gekommen ist. Die Ursachen für Auflösungen von Währungsunionen lagen demnach nicht vorrangig in ökonomischen Faktoren, sondern in politischen Umbrüchen wie Kriegen, Revolutionen, Staatsauflösungen oder der Dekolonialisierung (vgl. Tab. 1 für eine Auswahl).

Zwar können die Erfahrungen in vergangenen Auflösungsprozessen Hinweise liefern in Bezug auf die organisatorische

Tab. 1
Historische Auflösungen von Währungsunionen

Währungsunion	Zeitpunkt der Auflösung	Gründe
Österreich-Ungarn	1919–1927	Kriegsniederlage, Gründung neuer Staaten
Russland	1918–1920	Gründung neuer Staaten
Sowjetunion	1992–1994	Politische Unruhen, Gründung neuer Staaten
Jugoslawien	1991–1994	Politische Unruhen, Bürgerkrieg, Gründung neuer Staaten
Tschechoslowakei	1993	Politische Divergenzen, Gründung neuer Staaten
Lateinische Währungsunion	1914–1927	Erster Weltkrieg, unterschiedliche Geldpolitik
Skandinavische Währungsunion	1914–1924	Erster Weltkrieg, unterschiedliche Geldpolitik

Quelle: Bordo und Jonung (1999).

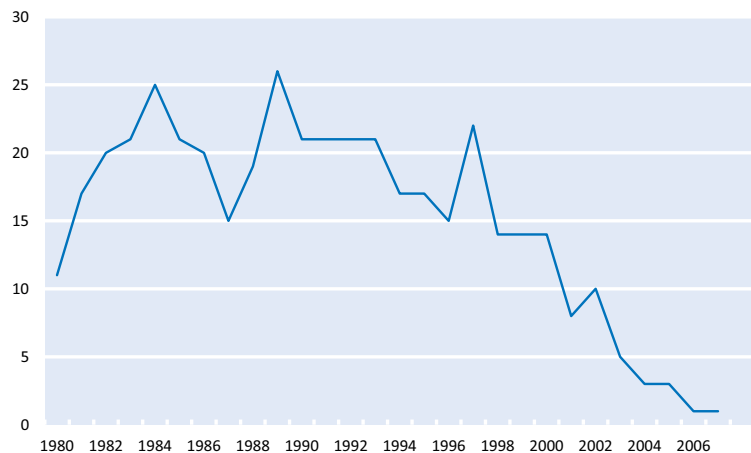
Abwicklung.¹ Geht es jedoch um die makroökonomischen Konsequenzen, können sie nur schwerlich auf die heutige Situation Griechenlands übertragen werden. Denn die politischen Umwälzungen, mit denen die Austritte aus Währungsunionen einhergingen, könnten für sich genommen gesamtwirtschaftliche Folgen besessen haben, von denen der Austrittseffekt nur schwer zu isolieren ist.

Stilisierte Fakten von Währungskrisen

Besser als Austritte aus Währungsunionen bieten sich historische Beispiele für Währungskrisen an, denn nach einem Austritt Griechenlands aus der Eurozone würde die neue griechische Währung deutlich abwerten. Ziel dieses Kapitels ist es, stilisierte Fakten zusammenzutragen, die illustrieren, wie sich wichtige makroökonomische Variablen während und nach einer größeren Abwertung entwickelt haben. Dabei folgen wir dem Ansatz von Reinhart und Rogoff (2009), einen umfangreichen Länderquerschnitt über einen langen Zeitraum zu betrachten, um möglichst verlässliche Durchschnittsergebnisse berechnen zu können. Der Nachteil dieses Verfahrens besteht darin, dass Mittelungen über viele historische Episoden die erheblichen Unterschiede im Detail verdecken. Insofern erlauben die stilisierten Fakten nur eine erste Annäherung, die im folgenden Kapitel um detailliertere Länderstudien ergänzt wird.

Als Grundlage für unsere Analyse verwenden wir die von Reinhart und Rogoff (2009) sowie von Reinhart (2010) bereitgestellten Informationen über Währungskrisen in 70 Ländern.² Diesen Autoren folgend, ist eine Währungskrise definiert als eine Abwertung von mindestens 15% innerhalb eines Jahres gegenüber der jeweiligen Ankerwährung (historisch meist der US-Dollar, das britische Pfund oder die DM).³ Wir beschränken uns auf den Zeitraum nach 1980, für den mit der *World-Economic-Outlook*-Datenbank des Internationalen Währungsfonds (IWF) eine einheitliche makroökonomische Datenbasis vorliegt. In Tabelle A1 im Anhang werden alle Währungskrisen alphabetisch und chronologisch aufgeführt. Abbildung 1 stellt die Anzahl der Länder dar, die sich jeweils zwischen 1980 und 2007 in einer Krise befanden. Wie bereits in Reinhart und Rogoff (2009) dokumen-

Abb. 1
Historische Häufigkeit von Währungskrisen
Anzahl der Länder mit einer Währungskrise



Quelle: Reinhart (2010), eigene Berechnungen.

tiert, sind Währungskrisen keine Seltenheit. Ihre Häufigkeit hat jedoch im Laufe der Zeit abgenommen.

Die untersuchten makroökonomischen Größen umfassen den nominalen und realen effektiven Wechselkurs⁴, das Bruttoinlandsprodukt, die Exporte, und den Leistungsbilanzsaldo (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt). Analysiert wird ein Zeitraum von vier Jahren: das Jahr T des Krisenbeginns sowie die drei Folgejahre T + 1 bis T + 3. Da die betrachteten Länder sehr heterogen sind – beispielsweise muss in einem Schwellenland selbst ein starker Konjunkturerinbruch nicht mit einer Schrumpfung der Wirtschaftsleistung einhergehen, wie es in einem Industrieland zu erwarten wäre –, dokumentieren wir, wie die makroökonomische Entwicklung im Krisenzeitraum von der durchschnittlichen Entwicklung der fünf Vorkrisenjahre abweicht. Zu diesem Zweck berechnen wir für das Bruttoinlandsprodukt die Differenz zwischen der tatsächlichen Wachstumsrate und der durchschnittlichen Wachstumsrate über die fünf Vorkrisenjahre. Für die Exporte verfahren wir genauso. Im Falle der Leistungsbilanz, die typischerweise keine trendbehaftete Variable ist, vergleichen wir die Salden der Krisenjahre mit dem Wert im Vorkrisenjahr. Lediglich beim nominalen und realen Wechselkurs berechnen wir einfach die Wachstumsrate relativ zum Vorkrisenjahr T – 1.

Mit dieser Vorgehensweise fallen einige der in Tabelle A1 aufgeführten Krisen aus der Analyse heraus, und zwar all

¹ Siehe Kapitel Fallstudie: Aufspaltung der Tschechoslowakei 1993.

² Die Daten wurden von der Webseite <http://www.carmenreinhart.com/data/browse-by-topic/topics/7/> abgerufen.

³ Gemäß dieser Definition gab es im Jahr 2008 eine Währungskrise des Euroraums, als der US-Dollar gegenüber dem Euro zum Jahresende stark aufwertete. Um die Effekte von Abwertungen einzelner Länder – und nicht in einer Währungsunion zusammengeschlossenen Ländergruppen – zu isolieren, wurden die Eurostaaten ab 1999 aus dem Datensatz ausgeschlossen.

⁴ Der reale effektive Wechselkurs (Quelle: IWF) auf Basis der Verbraucherpreise liegt für 21 Länder unseres Datensatzes nicht vor, so dass sich die Anzahl der Beobachtungen für diese Variable entsprechend reduziert. Gleiches gilt für den nominal effektiven Wechselkurs, der für zehn Länder nicht zur Verfügung steht. Datenquellen für den nominal effektiven Wechselkurs sind die BIZ, der IWF und die Zentralbank von Sri Lanka.

diejenigen, die vor 1986 oder nach 2008 beginnen. Denn für sie liegen keine Informationen über die Entwicklung im Vorkrisenzeitraum bzw. in den drei Jahren nach Beginn der Krise vor. Darüber hinaus schließen wir alle Länder aus dem Datensatz aus, die sich vor oder zu Beginn der Krise in einer Hyperinflationsphase⁵ befanden und sich damit deutlich von der aktuellen Situation in Griechenland unterscheiden. Insgesamt verbleiben für die Analyse 71 Währungskrisen.

Die Ergebnisse der Untersuchung werden in Tabelle 2 dargestellt. Die stilisierten Fakten spiegeln die durchschnittliche Entwicklung in 71 historischen Währungskrisen wider. Sie geben damit wichtige Hinweise darauf, welche makroökonomischen Folgen nach einem Austritt Griechenlands aus der Währungsunion mit anschließender Freigabe des Wechselkurses zu erwarten wären. Bei der Interpretation ist zu berücksichtigen, dass die Ergebnisse rein deskriptiv sind. Daher können aus den stilisierten Fakten keine kausalen Schlussfolgerungen gezogen werden, d.h. die Änderungen in den jeweiligen makroökonomischen Größen müssen nicht durch die jeweilige Krise hervorgerufen worden sein. Zudem sind die untersuchten Episoden sehr heterogen. Inwieweit sie daher nicht nur als qualitativer, sondern möglicherweise auch als quantitativer Maßstab für Griechenland taugen, ist daher schwer zu beurteilen.

Im Durchschnitt wertete der nominale effektive Wechselkurs zu Krisenbeginn im Jahr T um rund 10% ab. Im Verlauf der folgenden drei Jahre stieg dieser Wert auf rund 21%. Folglich wertete die Währung dauerhaft nominal effektiv ab, Gegenreaktionen erfolgten nicht.

Auch der reale Wechselkurs wertete infolge einer Währungskrise deutlich ab; die inländische Inflation konterkarierte aber die nominale Abwertung teilweise. Der reale Wechselkurs verlor im Krisenjahr T und im Folgejahr T + 1 jeweils rund 6% seines Wertes, um sich danach zu stabilisieren. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit nahm also dauerhaft um durchschnittlich 12% zu.

Die Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts lag im Krisenjahr zwar nur 0,4 Prozentpunkte unter dem Vorkrisentrend, im Jahr T + 1 waren es aber fast 2 Prozentpunkte. Dies bedeutet nicht zwangsläufig, dass die Wirtschaft eines betroffenen Landes schrumpfte, wenn das Trendwachstum hoch genug war. Es lässt sich aber festhalten, dass Währungskrisen typischerweise mit einem Konjunkturrein-

Tab. 2
Durchschnittliche makroökonomische Effekte bei Währungskrisen

Zielvariable	Zeitpunkt (T ist das Jahr des Krisenbeginns)			
	T	T + 1	T + 2	T + 3
Bruttoinlandsprodukt ^{a)}	- 0,4	- 1,8	0,1	0,3
Exporte ^{a)}	0,4	- 0,2	2,6	1,8
Leistungsbilanzsaldo in Prozent des BIP ^{b)}	0,2	2,4	2,7	2,0
Nominaler effektiver Wechselkurs ^{c)}	- 10,1	- 18,4	- 20,2	- 21,4
Realer effektiver Wechselkurs ^{c)}	- 6,3	- 12,4	- 11,9	- 11,8

^{a)} Abweichung der Veränderungsrate in Prozentpunkten im Vergleich zum Vorkrisentrend. – ^{b)} Abweichung in Prozentpunkten im Vergleich zum Vorkrisenjahr. – ^{c)} Abweichung in Prozent relativ zum Vorkrisenniveau (T – 1).

Quelle: IWF; Berechnungen des ifo Instituts.

bruch von ein bis zwei Jahren einhergingen, dem eine Rückkehr zum Trendwachstum folgte.

Die Exporte wurden im Zuge einer Währungskrise insbesondere ab dem Jahr T + 2 gegenüber dem Vorkrisentrend ausgeweitet. Hierzu dürfte vor allem die im Zuge der Abwertung gestiegene preisliche Wettbewerbsfähigkeit beigetragen haben. Drei Jahre nach Krisenbeginn lagen die Exportwachstumsraten im Durchschnitt gut 2 Prozentpunkte über dem Vorkrisentrend.

Der Leistungsbilanzsaldo verbesserte sich im Jahr der Krise nur minimal, um dann im ersten Jahr nach Krisenbeginn um 2,4 Prozentpunkte im Vergleich zum Vorkrisenniveau anzusteigen. Zwei Jahre nach der Krise ist der Effekt auf die Leistungsbilanz mit 2,7 Prozentpunkten am größten. Aber auch nach drei Jahren betrug die Verbesserung noch 2 Prozentpunkte. Den betroffenen Ländern gelang es also, durch die Abwertung im Durchschnitt ihre außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte abzubauen.

Setzt man die Veränderung der Leistungsbilanz ins Verhältnis zur Veränderung des realen Wechselkurses, so lässt sich eine durchschnittliche Wechselkurselastizität des Leistungsbilanzsaldos errechnen. Im Ergebnis ging bis zum Jahr T + 2 eine reale Abwertung von 4,4% einher mit einer Verbesserung der Leistungsbilanz um einen Prozentpunkt. Die nominale Abwertung war um das 1,7-fache höher. Übertragen auf das aktuelle griechische Leistungsbilanzdefizit von 9,8% (2011) impliziert dies einen verbleibenden Abwertungsbedarf von real rund 40% und nominal gut 70%, um eine ausgeglichene Bilanz vorzulegen. Es sei an dieser Stelle allerdings noch einmal darauf hingewiesen, dass eine derartige kausale Interpretation der stilisierten Fakten mit Problemen behaftet ist und mit Vorsicht behandelt werden sollte. Aus diesem Grund führen wir weiter unten andere Berechnungsmethoden zum erforderlichen Ausmaß der Abwertung an.

⁵ Hyperinflation ist gegeben, wenn die durchschnittliche Inflationsrate in den drei Vorkrisenjahren über 25% lag.

Wichtige historische Währungskrisen im Detail

Um die Folgen eines Austritts Griechenlands aus der Eurozone noch besser einschätzen zu können, werden im Folgenden die Gemeinsamkeiten und Unterschiede im Vergleich zu drei ausgewählten Ländern untersucht, die ihren festen Wechselkurs aufgeben mussten. Damit wird die Durchschnittsbetrachtung des vorangegangenen Abschnitts um konkrete Länderstudien ergänzt. Argentinien wird zum Vergleich herangezogen, da seine wirtschaftliche Entwicklung während des Jahrzehnts nach der Kopplung des Peso an den US-Dollar bis zur Schulden- und Währungskrise 2002 einige Parallelen zu der Griechenlands seit dem Beitritt zur Eurozone aufweist. Zusätzlich beschreiben wir zwei weitere Fälle von Währungskrisen, die ohne einen staatlichen Zahlungsausfall vorstattengingen, nämlich die Abwertung des thailändischen Baht 1997 im Rahmen der Asienkrise und als europäisches Beispiel den Austritt Italiens 1992 aus dem Europäischen Währungssystem. Als aktuelle Beispiele für eine interne Abwertung führen wir Irland und Lettland an. Da diese Volkswirtschaften deutlich flexibler sind als Griechenland, gelang es ihnen, seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 massiv die Löhne und Preise zu senken und so ihre Leistungsbilanzdefizite zurückzuführen.

Griechenland profitierte von seinem Beitritt zur Eurozone im Jahr 2001, denn Kapitalimporte und Zinskonvergenz zwischen den Mitgliedsländern lösten in Griechenland einen Bau- und Investitionsboom aus. Zwischen den Jahren 2001 und 2007 wuchs die gesamtwirtschaftliche Produktion um durchschnittlich 4,6%. Dies führte zu einer beschleunigten Teuerung, so dass Griechenland gleichzeitig an Wettbewerbsfähigkeit verlor (vgl. Sinn et al. 2011). Von Anfang 2001 bis zum Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2008 wertete Griechenland real um über 20% gegenüber seinen wichtigsten Handelspartnern auf; bis Ende 2009 waren es sogar 28%. Dementsprechend betrug das Leistungsbilanzdefizit im Jahr 2009 immer noch über 11%. Dies war nur durch den massiven Zufluss von ausländischem Kapital möglich, so dass die Auslandsverschuldung bis 2009 auf 180% in Relation zum BIP anstieg.

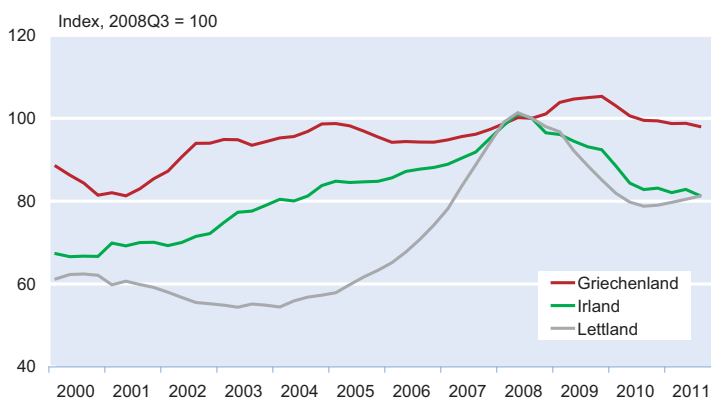
Seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 steckt Griechenland nun in der Rezession; die Wirtschaftsleistung ist seither um rund 18% eingebrochen. Sowohl die Staats- als auch die Auslandsverschuldung beläuft sich inzwischen auf über 170%. Angesichts eines Leistungsbilanzdefizits von 9,8% im Jahr 2011 hat eine interne Abwertung bislang nicht in ausreichendem Maße stattgefunden. Selbst die um die Effekte von Verbrauchsteuern, die zu Konsolidierungszwecken angehoben wurden, bereinigte In-

flationsrate betrug von Mitte 2008 bis Herbst 2011 noch durchschnittlich 1,6%. Zwar hat der reale effektive Wechselkurs seit Anfang 2010 um 7% abgewertet, damit liegt er jedoch nur 2% unter dem Niveau von Mitte 2008.

Im Gegensatz zu Griechenland gelang es Irland und den baltischen Staaten, seit dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 intern deutlich abzuwerten. Lettland und Litauen blieben bei ihrem festen Wechselkurs zum Euro, und Estland trat Anfang 2011 sogar der Eurozone bei. Neben Irland wird im Folgenden beispielhaft die Entwicklung in Lettland dargelegt, denn es ging mit einer ähnlich großen Auslandsverschuldung in die Krise wie Griechenland; im Jahr 2007 betrug sie 128%. Nur mit Hilfe des IWF, der EU und der nordischen Nachbarländer, die zwischen 2009 und 2011 7,5 Mrd. Euro beisteuerten, konnte Lettland vor der Insolvenz bewahrt werden (vgl. Lindner 2011).

Sowohl in Irland als auch in Lettland sind die Löhne seit Herbst 2008 massiv gefallen; der reale effektive Wechselkurs auf Basis der Lohnstückkosten sank in beiden Ländern bis Herbst 2011 um 19% (vgl. Abb. 2). Auch der Preisauftrieb verlangsamte sich deutlich und zwischen Frühjahr 2009 und Herbst/Ende 2010 deflationierten die Länder sogar. In der Folge konnten sie innerhalb kurzer Zeit ihre Leistungsbilanzdefizite abbauen. Während Lettland bis 2008 sogar noch größere Defizitquoten als Griechenland verzeichnet hatte – 2006 und 2007 betrug sie über 22% – erzielte es bereits 2009 einen Überschuss von 8,6%. Irland konnte im Jahr 2010 einen leichten Überschuss in Höhe von 0,5% erreichen. Die Verbesserung der Leistungsbilanzen gelang in beiden Ländern jedoch vor allem durch Importsubstitution. Dass sie ihren Exportanteil so deutlich steigern konnten, lag am starken Einbruch des Bruttoinlandsprodukts in Folge der tiefen Rezession. Zwischen Ende 2007 und Herbst/Ende 2009 sank die gesamtwirtschaftliche Produktion in Irland um 13% und in Lettland sogar um 24%. Kei-

Abb. 2
Reale effektive Wechselkurse vor und nach internen Abwertungen
auf Basis der Lohnstückkosten



Quellen: Europäische Kommission/DG ECFI; eigene Berechnungen.

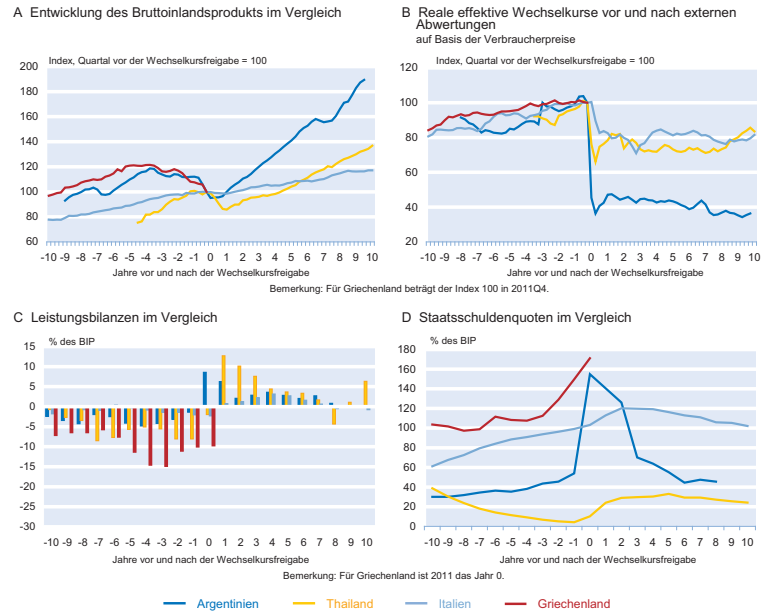
nes der Länder hat das Vorkrisenniveau wieder erreicht. Während Irland sich seit Mitte 2011 erneut in der Rezession befindet, wuchs Lettland im Jahr 2011 um 5%. Beide Länder haben jedoch noch Arbeitslosenquoten von über 14%. Zudem waren die Leistungsbilanzenerfolge nur von kurzer Dauer; im Jahr 2011 verzeichnete Lettland wieder ein Defizit von 1,2% und Irland nur noch einen Überschuss von 0,1%.

Die interne Abwertung in Irland und Lettland war also mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden; der historische Vergleich legt nahe, dass sich Länder nach externen Abwertungen deutlich schneller erholen haben (vgl. auch Weisbrodt und Ray 2011). Für Griechenland scheint die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch interne Abwertung nicht erreichbar, denn dies erfordert einen deutlich höheren Grad an Flexibilität als er in der griechischen Volkswirtschaft vorhanden ist. Im Folgenden werden nun drei historische Beispiele für externe Abwertungen betrachtet.

Argentiniens Schulden- und Währungskrise von 2002 bietet sich zum Vergleich an, da sich das lateinamerikanische Land nach der Kopplung des Peso an den US-Dollar 1991 ähnlich wie Griechenland seit seinem Eurobeitritt entwickelte. Dies zeigt sich bereits am Verlauf des Bruttoinlandsprodukts, der in Abbildung 3A für Griechenland, Argentinien, Italien und Thailand verglichen wird. Dabei wird das Quartal, in dem die drei Vergleichsländer ihren Wechselkurs freigaben, als Zeitpunkt 0 normiert. Das Quartal zuvor entspricht für Griechenland dem letzten verfügbaren Wert vom vierten Quartal 2011. Zunächst boomte Argentinien; das Wachstum betrug von 1991 bis 1998 durchschnittlich 4,9%, in den ersten vier Jahren sogar 9%. Ab 1999 verlor Argentinien an Wettbewerbsfähigkeit und wertete bis Ende 2001 real um rund 14% auf (vgl. Abb. 3B). Dies lag jedoch hauptsächlich an der Abwertung Brasiliens, des wichtigsten Handelspartner Argentiniens, um rund 50% gegenüber dem Dollar. Während Argentinien 1990 noch einen Leistungsbilanzüberschuss von 3,2% erreicht hatte, baute es bereits ab 1991 Leistungsbilanzdefizite auf. Diese blieben mit durchschnittlich 3% jedoch deutlich unter denen Griechenlands (vgl. Abb. 3C). Auch die Höhe der Staatsschulden- und Auslandsschuldenquote von 54% bzw. 57% im Jahr 2001, obwohl seit 1994 deutlich gestiegen, sind mit der Verschuldungssituation Griechenlands heute nicht vergleichbar (vgl. Abb. 3D und 4A).

Als Argentinien 1998 in die Rezession rutschte, brach die Wirtschaftsleistung bis Ende 2001 in ähnlichem Ausmaß wie

Abb. 3

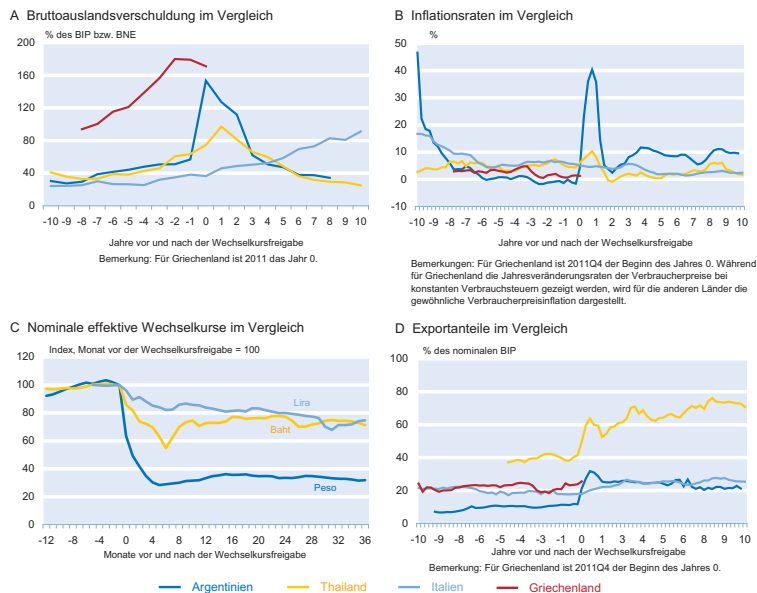


Quelle: Argentinisches Wirtschaftsministerium, Office of the National Economic and Social Development; Board/Thailand, griechisches statistisches Amt; IWF; BIZ; Weltbank; OECD Economic Outlook; Eurostat; Reinhart und Rogoff (2009), This time is different, Princeton University Press, <http://www.carmenreinhart.com/data/browse-by-topic/>; Berechnungen des ifo Instituts.

in Griechenland heute ein (- 16%). Dies verminderte den Preisauftrieb; ab dem Frühjahr 1999 deflationierte Argentinien sogar (vgl. Abb. 4B). Obwohl auch die Lohnstückkosten schon seit 1994 gesunken waren (bis Ende 2001 um insgesamt 1,6%), reichte diese interne Abwertung nicht aus, um die Wettbewerbsfähigkeit deutlich zu verbessern. Nachdem Argentinien im Dezember 2001 seine Zahlungsunfähigkeit erklärt hatte, sah sich die Regierung im Januar 2002 gezwungen, den Wechselkurs freizugeben. In den folgenden fünf Monaten wertete der argentinische Peso effektiv um insgesamt 72% ab (vgl. Abb. 4C).

Nach der Freigabe des Wechselkurses dauerte die Rezession noch ein Quartal an, während dem die gesamtwirtschaftliche Produktion um 4,9% sank. Dann aber begann sich die Wirtschaftsleistung bereits zu erholen und befand sich nach gut einem Jahr wieder auf dem Niveau von Ende 2001. Von 2003 bis 2007 konnte Argentinien ein robustes Wachstum von durchschnittlich 8,8% verzeichnen. Da sich die nominale Abwertung auch in einer starken realen Abwertung von 64% niederschlug, verbesserte sich die Leistungsbilanz bereits innerhalb eines Jahres um 10 Prozentpunkte auf + 8,6% in Relation zum BIP. Argentinien konnte aufgrund steigender Weltmarktpreisen bei den landwirtschaftlichen Erzeugnissen den Anteil der Exporte am nominalen Bruttoinlandsprodukt von durchschnittlich 11% in den drei Jahren vor der Abwertung auf 27% in den drei Jahren danach steigern (vgl. Abb. 4D). Die enorme Verbesserung der Leistungsbilanz war jedoch nur durch gleichzeitige Importsubstitution zu erreichen; die realen Importe

Abb. 4



Quelle: Argentinisches statistisches Amt, argentinisches Wirtschaftsministerium, thailändisches Handelsministerium, Office of the National Economic and Social Development, Board/Thailand, griechisches statistisches Amt; griechische Zentralbank; OECD; Eurostat; BIZ; Reinhart und Rogoff (2009), *This time is different*, Princeton University Press, <http://www.carmenreinhardt.com/data/browse-by-topic/>; Berechnungen des ifo Instituts.

sanken in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2002 um insgesamt fast 40%.

Zudem hatte die Abwertung auch negative Effekte. Die hauptsächlich in Fremdwährung denominierten Auslandsschulden stiegen sprunghaft auf fast das Dreifache an und konnten erst nach jahrelangen schwierigen Umschuldungsverhandlungen mit den ausländischen Gläubigern zurückgeführt werden. Außerdem schnellte die Inflationsrate aufgrund der höheren Importpreise temporär von $-1,1\%$ im Jahr 2001 auf $25,9\%$ im Jahr 2002. Schließlich kollabierte das Bankensystem, denn ein panisches Abheben der Einlagen konnte nicht verhindert werden, und es folgten enorme soziale Unruhen mit 20 Toten sowie Jahre der politischen Instabilität (vgl. Cavallo 2011; Cavallo und Cottani 2010).

In Thailand unterschied sich die Wirtschaftslage vor der Abwertung 1997 von der Situation Griechenlands heute, denn das südostasiatische Schwellenland war in den drei Jahren vor der Krise durchschnittlich noch um über 8% gewachsen. Durch die Blasenbildung an den Aktien- und Immobilienmärkten hatte sich die Inflation beschleunigt und in der Folge der reale Wechselkurs aufgewertet, allein zwischen Frühjahr 1995 und Sommer 1997 um mehr als 13% . Die Leistungsbilanzdefizite hatten bereits seit zehn Jahren stark zugenommen, von $0,7\%$ im Jahr 1987 auf $8,1\%$ im Vorkrisenjahr. Zwar fiel die Staatsverschuldungsquote in diesem Zeitraum kontinuierlich und betrug im Jahr 1996 nur noch rund 4% , problematisch war aber die private Verschuldung im Ausland. Von 1990 bis 1996 verdoppelte sich die Brutto-

tauslandsverschuldung, die auch die öffentlichen Verbindlichkeiten umfasst, auf 64% .

Als die Asienkrise mit spekulativen Attacken auf den Baht ihren Anfang nahm, wurde die feste Bindung an den US-Dollar im Juli 1997 aufgegeben. Diese hatte faktisch seit 1963 bestanden, auch wenn der Baht seit 1987 offiziell an einen Korb von Währungen gekoppelt war. Die thailändische Währung wertete in den folgenden sieben Monaten gegenüber den wichtigsten Handelspartnern nominal um 45% und real um 42% ab. Da sich die Asienkrise Ende 1997 ausweitete, stürzte Thailand in eine Rezession, die fünf Quartale nach der Freigabe des Wechselkurses ihren Tiefpunkt erreichte und während der das Bruttoinlandsprodukt insgesamt um rund 14% einbrach. In den folgenden Jahren wuchs die thailändische Wirtschaft mit deutlich geringeren Raten als vor 1997, daher erreichte sie das Vorkrisenniveau erst Anfang 2002 wieder. Die stark exportgetriebene Erholung unterstreicht die Flexibilität des asiatischen Landes, die deutlich über die der griechischen Volkswirtschaft hinausgehen dürfte.

Der Exportanteil am thailändischen Bruttoinlandsprodukt stieg von durchschnittlichen 41% drei Jahre vor der Krise auf 60% in den drei Jahren danach. Die Leistungsbilanzquote verbesserte sich bis 1998 im Vergleich zum Vorkrisenjahr um $20,8$ Prozentpunkte auf $12,7\%$. Aber auch hier führte die Abwertung zu sprunghaft ansteigenden Schuldenquoten und einer temporär deutlich gestiegenen Inflation mit Spitzenwerten von über 10% .

Ein wichtiges europäisches Beispiel für eine große Abwertung ist der Austritt Italiens aus dem Europäischen Währungssystem, zu dessen Gründungsmitgliedern es 1979 gehört hatte. Während es im EWS bis 1987 immer wieder Leitkursänderungen gab, wurden in den Jahren bis 1992 keine weiteren Anpassungen vorgenommen, um das Vertrauen in die Stabilität der Wechselkurse zu stärken. Da Italien jedoch von Anfang 1987 bis August 1992 real um 9% aufgewertet hatte und sich seit dem Frühjahr 1992 in einer Rezession befand, geriet seine Währung unter Spekulationsdruck. Als es im September zur Pfundkrise kam und Großbritannien aus dem EWS austrat, entluden sich die Spannungen im System und auch Italien gab seinen Wechselkurs frei.

Der effektive Lira-Wechselkurs erreichte erst nach über zweieinhalb Jahren im Frühjahr 1995 seinen Tiefpunkt; bis dahin wertete die Währung nominal um 32% und real um knapp 30% ab. Italien konnte seine Leistungsbilanz hauptsächlich durch eine in Folge der Rezession geringere Importnach-

frage verbessern; 1993 betrug der Überschuss 0,8% in Relation zum BIP. Der Anpassungsbedarf war, verglichen mit Griechenland heute, weitaus geringer, denn das italienische Leistungsbilanzdefizit hatte seit 1987 zwar zugenommen, hielt sich mit 2,3% im Jahr 1992 aber in Grenzen. Die Rezession dauerte insgesamt eineinhalb Jahre, während der die gesamtwirtschaftliche Produktion um 1,5% schrumpfte. Das Vorkrisenniveau war ein halbes Jahr nach dem Tiefpunkt bereits wieder erreicht und während der folgenden fünf Jahre (1994–1998) wuchs die italienische Volkswirtschaft mit durchschnittlich knapp 2% recht robust, wenn auch langsamer als in den fünf Jahren vor der Krise (+ 2,8%). Während die Auslandsverschuldung in den zehn Jahren vor der Währungskrise nur mäßig von 24% auf 38% angestiegen war, hatte die Staatsverschuldungsquote deutlich größere Dimensionen angenommen und betrug im Vorkrisenjahr knapp 100%. Sie stieg noch bis 1994 deutlich auf 120% an, da sich die Abwertung über einen langen Zeitraum hinzog. Die Inflationsraten waren trotz höherer Importpreise nach dem Austritt aus dem EWS weiter rückläufig.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die hier betrachteten Länder von der Abwertung profitierten, wenn auch in unterschiedlichem Maße. Während die Rezession in Argentinien bereits ein Quartal nach der Freigabe des Wechselkurses überstanden war, hielt sie in Thailand und Italien noch über ein Jahr an, bevor sich die Volkswirtschaften erholten. Alle drei Länder konnten bereits im Jahr der Abwertung oder im Folgejahr Leistungsbilanzüberschüsse realisieren. Obwohl deutliche Parallelen vor allem zwischen der Entwicklung der argentinischen Volkswirtschaft damals und der griechischen während des vergangenen Jahrzehnts erkennbar sind, sind die Ungleichgewichte, mit denen Griechenland zu kämpfen hat, ungleich größer. Keines der angeführten Beispiele hatte zum Zeitpunkt der Krise derart hohe Leistungsbilanzdefizite und Staats- sowie Auslandsverschuldungsquoten. Dies spricht dafür, dass Griechenland im Fall eines Austritts aus der Europäischen Währungsunion ein längerer Anpassungsprozess bevorsteht. Aufgrund der enormen Auslandsverschuldung Griechenlands sind zudem mögliche negative Bilanzeffekte eines Austritts aus der Währungsunion von großer Relevanz. Diese werden in Kapitel 3 behandelt.

Trotz aller Unterschiede der griechischen Situation zu den hier ausgeführten historischen Beispielen, können diese als Orientierung dienen, in welchem Rahmen sich die nötige Abwertung Griechenlands bewegen dürfte, um eine ausgeglichene Leistungsbilanz zu erreichen. Während Argentinien und Italien eine reale Abwertung von 6,4% bzw. 6,2% benötigten, um eine Verbesserung der Leistungsbilanz von einem Prozentpunkt zu erreichen – wobei der Anpassungszeitraum in Italien deutlich länger war – reichte dafür in Thailand trotz des ungünstigen makroökonomischen Umfelds eine Abwertung von 2% aus. Als durchschnittlicher Richt-

wert ergibt sich damit eine reale Abwertung von rund 5%, um eine Verbesserung der Leistungsbilanz um einen Prozentpunkt zu erzielen. Im Gegensatz zu den aggregierten Ergebnissen in vorherigen Kapitel liegt die durchschnittlich benötigte nominale Abwertung mit 5,5% nur unwesentlich höher. Daher ergibt sich ein deutlich geringerer nominaler Abwertungsbedarf von gut 50%, um das griechische Leistungsbilanzdefizit von 9,8% auszugleichen.

Neben der Auswirkung einer Abwertung auf die Wettbewerbsfähigkeit und auf die Schuldenlast des betroffenen Landes geben die ausgewählten Beispiele auch Aufschluss über mögliche Ansteckungseffekte. In Anlehnung an Kaminsky et al. (2003) verstehen wir unter Ansteckung starke und sofortige Kettenreaktionen auf Abwertungen oder staatliche Insolvenzerklärungen, die sich innerhalb von Stunden oder Tagen in einer größeren Anzahl von Ländern entfalten. Die argentinische Schulden- und Währungskrise wirkte sich nur temporär auf die internationalen Finanzmärkte aus. Negative längerfristige Effekte auf andere Länder der Region ergaben sich vielmehr dadurch, dass sich die Wettbewerbsposition der wichtigsten Handelspartner, vor allem Uruguays, verschlechterte. Die Währungskrisen in Thailand und Italien hingegen weiteten sich sehr schnell auf andere Länder der Region aus. Die Abwertung des Baht löste Aufruhr an den Finanzmärkten in ganz Ostasien aus, wobei Indonesien, Korea, Malaysia und die Philippinen am stärksten betroffen waren. Dies hatte zur Folge, dass auch dort die Währungen abwerteten, die Vermögenspreise verfielen, die Finanzierungskosten sprunghaft anstiegen, die Länder in Rezessionen fielen und der Zugang zu den internationalen Finanzmärkten für Jahre beschränkt war (vgl. Kaminsky et al. 2003). In Europa geriet das gesamte Währungssystem in eine Krise, nachdem Italien und Großbritannien im September ausgetreten waren, die dazu führte, dass auch Norwegen, Schweden und Finnland ihren Wechselkurs freigaben.

Nur wenn hohe Finanzverflechtungen zwischen Ländern bestehen, ist eine Ansteckung wahrscheinlich. Nach Kaminsky et al. (2003) sind drei Faktoren, die sogenannte »unheilige Dreifaltigkeit«, maßgeblich dafür, ob sich eine Schulden- oder Währungskrise auf andere Länder überträgt. Erstens erfolgte historisch eine Ansteckung oft, wenn bis zum Zeitpunkt der Ankündigung einer Abwertung oder Insolvenz ein starker Anstieg in den Kapitalzuflüssen zu verzeichnen war. In diesem Fall kam es meist wie in Thailand 1997 zu einem sogenannten »sudden stop«, einem plötzlichen Kapitalabfluss. In Argentinien hingegen kehrten sich die Kapitalströme bereits im Jahr 2001 um. Zweitens kam eine Ankündigung, die eine Kettenreaktion in Gang setzte, meist überraschend für die Finanzmärkte. Die Investoren hatten somit keine Zeit, ihr Portfolio frühzeitig anzupassen. So hatte Thailand während der zwölf Monate vor der Abwertung keine Änderung des Ratings, während Argentinien von Oktober 2000 bis Juli 2001 fünf Mal von den Ratingagenturen

herabgestuft wurde. Drittens war meist ein gemeinsamer Gläubiger involviert. Während der gemeinsame Gläubiger in den Ländern des EWS Hedge Fonds waren, waren es im Fall der Asienkrise vor allem japanische und europäische Geschäftsbanken, die ihr Kapital nach der Abwertung des Baht aus den asiatischen Schwellenländern abzogen.

Auch von einem Austritt Griechenlands aus dem Euro könnten Ansteckungseffekte, vor allem auf Portugal und Spanien, ausgehen. Allerdings ist die Kapitalzuflussblase bereits geplatzt; in den Jahren 2010 und 2011 flossen 46 Mrd. bzw. 38 Mrd. Euro privaten Kapitals aus Griechenland ab (vgl. Abb. 17). Die Gläubiger haben also bereits ihre Portfolios neu ausbalanciert und ihre Forderungen in Griechenland und auch anderen risikobehafteten Ländern in Europa zurückgefahren. Es ist allerdings schwierig zu beurteilen, wie überraschend ein Austritt Griechenlands aus der Eurozone für die Finanzmärkte wäre. In Russland zum Beispiel erwarteten die Märkte Ende der 1990er Jahre zwar eine Abwertung; dass der IWF nicht einsprang, um dem Land aus seiner Schuldenkrise zu helfen, kam jedoch als Überraschung. In der Folge hatte die Krise große Ansteckungseffekte vor allem auf die früheren Sowjetrepubliken, aber auch auf Hongkong, Brasilien und Mexiko (vgl. Kaminsky et al. 2003). Neben der Ansteckung durch die Finanzmärkte besteht eine große Gefahr in einem Ansturm auf die Banken in anderen Ländern der Eurozone, der zu einem Zusammenbruch des Bankensystems in den betroffenen Ländern führen könnte.

Der Anpassungsbedarf in Griechenland und seine Konsequenzen

Die Erfahrungen in anderen Ländern zeigen, dass außenwirtschaftliche Ungleichgewichte häufiger mittels starker nominaler Abwertungen der Krisenwährung gegenüber anderen wichtigen Währungen korrigiert wurden als durch interne Abwertungen.

In diesem Kapitel wird zunächst untersucht, wie hoch der Anpassungsbedarf in Griechenland ist. Dabei steht die Frage im Mittelpunkt, ob über eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit (sei es intern durch eine Senkung der Löhne und Preise, oder sei es extern durch einen Austritt aus der Währungsunion und eine nominale Abwertung der Neuen Griechischen Drachme) eine Korrektur der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte erreicht werden kann und wie hoch die erforderliche reale Abwertung ausfallen muss. Anschließend werden die Konsequenzen einer solchen Korrektur diskutiert. Dabei konzen-

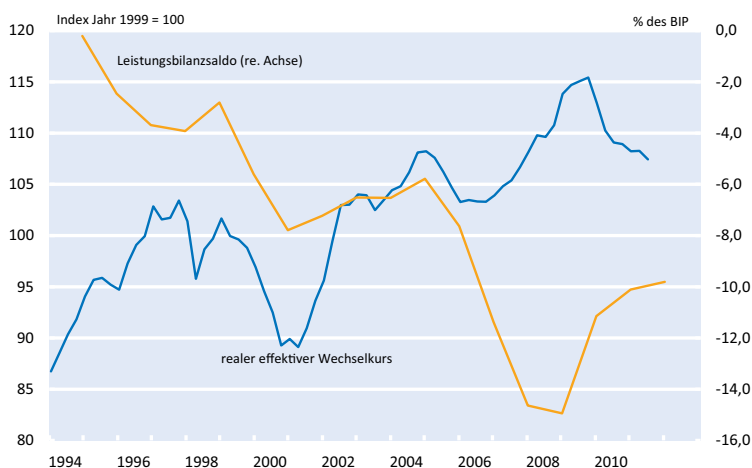
trieren wir uns auf die Effekte der Abwertung (wiederum sowohl im Falle der internen als auch der externen Abwertung) auf die Verschuldung des Staates und des Privatsektors. Insbesondere die Erfahrungen mit der Asienkrise haben gezeigt, dass solche Bilanzeffekte in hoch verschuldeten Volkswirtschaften hohe realwirtschaftliche Kosten mit sich bringen können.

Korrektur der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte

Griechenlands preisliche Wettbewerbsfähigkeit hat sich seit der Einführung des Euros im Jahre 2001 kontinuierlich verschlechtert. Gegenüber den 36 wichtigsten Handelspartnern nahm der reale effektive Wechselkurs, berechnet auf Basis der Lohnstückkosten, bis Ende 2009 um 28% zu (vgl. Abb. 5). Die Ursache für die Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit waren vor allem Lohnsteigerungen in Griechenland, die deutlich höher ausfielen, als die realisierten Produktivitätszuwächse.

Die Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit hat deutliche Spuren beim griechischen Leistungsbilanzsaldo hinterlassen. Zwischen 2001 und 2008 hat sich das Leistungsbilanzdefizit von 7,2% in Relation zum BIP auf 14,9% mehr als verdoppelt. Mit der Eurokrise und der damit einhergehenden tiefen Rezession in Griechenland hat sich diese Entwicklung umgekehrt. Seit Anfang 2010 nahm die Wettbewerbsfähigkeit wieder zu; der reale effektive Wechselkurs sank bis zum dritten Quartal 2011 um 7% und machte damit ein Viertel der Aufwertung aus den ersten neun Eurojahren wieder wett. Gleichzeitig reduzierte sich das Leistungsbilanzdefizit um 5,1 Prozentpunkte auf 9,8% des BIP. Dieser Rückgang war nahezu ausschließlich auf eine deutliche Verbesserung der Handels- und Dienstleistungsbilanz zurückzuführen. Ihr Defizit belief sich noch im Jahr 2008 auf 11,6%

Abb. 5
Realer effektiver Wechselkurs und Leistungsbilanz



Bemerkung: Realer effektiver Wechselkurs gegenüber 36 Handelspartnern in Abgrenzung des Deflators für Lohnstückkosten.
Quelle: DG ECFIN; OECD; eigene Berechnungen.

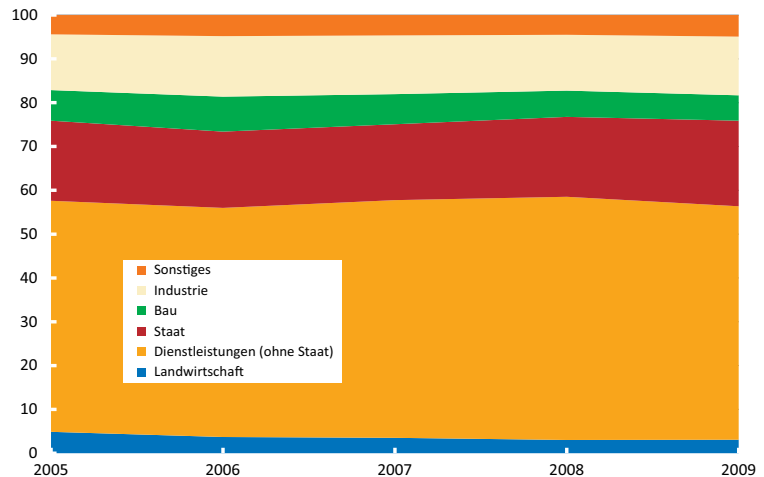
in Relation zum BIP, dem höchsten Wert seit 1990, und ging bis 2011 auf 5,9% zurück. Das ist vor allem Ausdruck eines sehr starken Rückgangs der Wareneinfuhr, die zwischen 2008 und 2011 um 26% fiel.⁶ Weniger nachgefragt wurden insbesondere Maschinen und Fahrzeuge, verschiedene Fertigwaren (wie Möbel, Kleidung, optische Instrumente) und bearbeitete Waren (wie Leder, Papier, Metalle). Der Rückgang der Importe begründet sich zum einen in schwierigeren Kreditbedingungen, zum anderen in einer starken Rezession, die belastend auf die Binnennachfrage wirkt. Mit einem Zuwachs von 2% zwischen 2008 und 2011 wirkte sich der Warenexport ebenfalls leicht positiv auf die Handels- und Dienstleistungsbilanz aus. Der Gesamtexport (Waren und Dienstleistungen) als Anteil des BIPs ist in diesem Zeitraum ungefähr konstant geblieben, während der Anteil der Gesamtimporte deutlich um 6 Prozentpunkte gefallen ist.

Ein Austritt Griechenlands aus dem Währungsraum könnte es dem Land ermöglichen, gegenüber seinen Handelspartnern sehr schnell abzuwerten. Diese Abwertung würde zum einen bewirken, dass sich die Exporte erhöhen, da griechische Produkte im Ausland günstiger und verstärkt nachgefragt würden. Zum anderen würden die Importe zurückgehen, da ausländische Güter für Griechen teurer würden. Beide Effekte würden das Leistungsbilanzdefizit reduzieren.⁷ Die Größe dieser Effekte sollen im Folgenden untersucht werden.

Exportstruktur

Um die Effekte einer Abwertung auf die Exporte abzuschätzen, ist es hilfreich, die Struktur der griechischen Exporte näher zu betrachten. Zwei Drittel der Exporte bestehen aus Dienstleistungen. Innerhalb der Dienstleistungen stellt der Transport mit 50% die wichtigste Komponente dar, gefolgt vom Reiseverkehr mit 40%. Das Gastgewerbe – als Indikator für Reiseverkehr – macht knapp 6% an der griechischen Bruttowertschöpfung aus. Berücksichtigt man einerseits, dass ein Teil der Leistungen im Gastgewerbe auf die Inländer entfallen, und andererseits, dass das Gastgewerbe nur einen Teil des Tourismus ausmacht, so schätzt Brenke (2012), dass der Auslandstourismus ungefähr ein Achtel der Wertschöpfung Griechenlands ausmacht. Der Reiseverkehr ist generell sehr konjunkturabhängig. Der griechische Umsatz aus dem Reiseverkehr hat zwischen 2008 und 2010 einen deutlichen Rückgang um 17,4% verbucht; insbesondere die

Abb. 6
Bruttowertschöpfung (zu Herstellungspreisen)
 % der Bruttowertschöpfung aller Wirtschaftszweige



Quelle: Eurostat; eigene Berechnungen.

Türkei konnte in diesem Zeitraum Marktanteile hinzugewinnen. Ein Vergleich der Arbeitskosten pro Stunde im Gastgewerbe im Jahr 2008 zeigt laut Eurostat, dass Griechenland mit 11,4 Euro relativ teuer ist, die Türkei (4,0 Euro) und Bulgarien (1,6 Euro) sind hier wesentlich günstiger.⁸

Auch ein Vergleich der Arbeitskosten in anderen Dienstleistungsbereichen (zum Beispiel dem staatlichen), die eher zu nicht handelbaren Dienstleistungen zählen, zeigen, dass Griechenland deutlich teurer ist als Bulgarien oder die Türkei. Die Arbeitskosten im Verkehrswesen sind in Griechenland sogar fast auf Höhe des EU-27-Durchschnitts.

Waren machen ein Drittel am griechischen Export aus. Bei den Warengruppen stechen besonders Nahrungsmittel (Anteil am Warenexport 2010: 22%), chemische Erzeugnisse (15%), Maschinen und Fahrzeuge (12%) sowie verschiedene Fertigwaren und bearbeitete Waren (30%) heraus. Gerade Maschinen und sonstige Waren werden aber in noch viel stärkerem Maße importiert. Hier findet also ein großer Teil der Wertschöpfung im Ausland statt. Auch in der Industrie und am Bau lagen die Arbeitskosten 2008 mit 17,3 Euro bzw. 15,4 Euro deutlich höher als in der Türkei (6,4 bzw. 3,5 Euro) oder in Bulgarien (2,5 bzw. 2,0 Euro). Die Industrie spielt mit knapp 13% an der griechischen Wertschöpfung keine dominierende Rolle (vgl. Abb. 6).

⁸ Die griechischen Arbeitskosten könnten im Vergleich zu denen anderer Länder stärker verzerrt sein, da die Arbeitskosten nicht die Einkommen für die Selbständigen enthalten. Diese machen allerdings die Hälfte aller Beschäftigten im Gastgewerbe aus; im Vergleich zu anderen Ländern ist das relativ hoch. Gründe hierfür dürften die hohen Lohnkosten und die saisonal bedingte Nachfrage nach Arbeitskräften sein, die beide dazu führen, dass relativ wenig festangestellt wird. Zur Saisonalität ist anzumerken, dass der griechische Tourismus im Vergleich zur Türkei und zu Bulgarien relativ starken saisonalen Schwankungen unterliegt – in den Sommermonaten ist er fünfmal so groß wie im restlichen Jahr, in der Türkei ist er nur zweimal, in Bulgarien dreimal so groß. Das könnte den Vergleich der Arbeitskosten zwischen Griechenland und der Türkei bzw. Bulgarien erschweren.

⁶ Die Wareneinfuhr war 2008 etwas mehr als dreimal so groß wie die Warenausfuhr.

⁷ Dieser Effekt könnte durch einen Einkommensanstieg, der sich durch höhere Exporte ergibt, reduziert werden; höheres Einkommen kann zu höheren Importen führen. Dieser Zweitrundeeffekt soll hier vernachlässigt werden.

Tab. 3
Bruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe 2009
 Anteile in Prozent

Nahrungsmittel, Getränke, Tabak	27,9
Textilien, Bekleidung, Leder, Lederwaren	6,7
Holz, Papier, Druckerzeugnisse	6,4
Mineralöl	7,6
Chemische Erzeugnisse	4,8
Pharmazeutische Erzeugnisse	3,8
Gummi-, Kunststoffwaren, Glas, Keramik, Steine, Erde	12,4
Metall, Metallzeugnisse	14,2
Datenverarbeitungsgeräte, elektronische, optische Erzeugnisse	0,8
Elektrische Ausrüstungen	2,3
Maschinen	3,4
Kraftwagen, -teile, sonstiger Fahrzeugbau	3,1
Möbel, Schmuck, Musikinstrumente, Spielwaren, Reparaturen	6,6

Quelle: Eurostat; Berechnungen des ifo Instituts.

Brenke (2012) weist darauf hin, dass sich das Verarbeitende Gewerbe auf die Produktion von einfachen Gütern konzentriert, die vor allem regional gehandelt werden. Innerhalb des Verarbeitenden Gewerbes fällt über ein Viertel der Produktion auf Nahrungsmittel (vgl. Tab. 3). Relevant ist auch die Herstellung von Waren aus Gummi, Kunststoff, Glas und Keramik sowie Metalle und Metallzeugnisse.

Die relativ geringe Bedeutung des Verarbeitenden Gewerbes zeigt sich auch an der Anzahl von Beschäftigten pro Unternehmen in diesem Sektor, wie Brenke (2012) betont (vgl. Tab. 4). Fast die Hälfte aller Erwerbstätigen arbeitet in Unternehmen mit weniger als zehn Beschäftigten, während große Firmen mit mehr als 250 Beschäftigten nur ein Fünftel ausmachen. In Kombination mit Produkten, die kein Alleinstellungsmerkmal besitzen, ist aufgrund von Skalenerträgen davon auszugehen, dass nur größere griechische Unternehmen in der Lage sind, Handel mit dem Ausland zu betreiben. Da diese nur einen kleineren Anteil ausmachen, ergibt sich ein weiteres Indiz, dass der Absatz des Verarbeitenden Gewerbes eher regional ausgerichtet ist.

Ein Indiz für den geringen Innovationsgehalt griechischer Exportgüter liefern Felipe und Kumar (2011). Sie teilen griechische Exportgüter nach ihrem Grad der Komplexität ein und zeigen, dass 33% der Gruppe mit der niedrigsten Komplexität zuzurechnen sind. Für Deutschland macht diese Gruppe lediglich 3% aus und auch für Länder wie Portugal, Italien, Spanien, die Niederlande und Belgien liegt dieser

Tab. 4
Verteilung der Erwerbstätigen im Verarbeitenden Gewerbe auf Beschäftigtengrößenklassen 2008

	Beschäftigtengrößenklassen				
	0–9	10–19	20–49	50–249	> 250
Anteil in Prozent	46	6	11	18	19

Quelle: Eurostat; Berechnungen des ifo Instituts.

Wert mit 11 bis 22% deutlich niedriger. Da davon auszugehen ist, dass die Nachfrage nach solchen Gütern besonders preiselastisch ist, könnte eine Verringerung der griechischen Exportpreise durch Abwertung in einem deutlichen Exportplus resultieren.

Importstruktur

Eine Abwertung verteuert die Einfuhren Griechenlands. Folgt auf die Preiserhöhung eine Mengenreduktion, ergibt sich ceteris paribus eine Verbesserung der Leistungsbilanz. Zumindest kurzfristig ermöglicht dies Griechenland, sein Leistungsbilanzdefizit hauptsächlich über die Importseite zu reduzieren,

wie es aktuell in Lettland und Irland der Fall ist und auch in Italien Anfang der 1990er Jahre geschah. Mittelfristig stellt sich die Frage, ob eine ausreichende Importsubstitution, also eine Verlagerung von der Einfuhr bestimmter Güter hin zur Eigenproduktion, möglich ist.

Ein Blick auf die Importstruktur zeigt, dass drei Viertel der Einfuhren Waren sind. Innerhalb jeder Warengruppe wird mehr aus dem Ausland nachgefragt als dorthin verkauft. Maschinen und Fahrzeuge (Anteil am Import 2010: 24%) sowie mineralische Brennstoffe (24%) werden für den Eigenbedarf eingekauft und können schwer substituiert werden. Fertigwaren und bearbeitete Waren (22%), chemische Erzeugnisse (15%) und Nahrungsmittel (12%) werden ebenfalls aus dem Ausland recht stark nachgefragt. Auffallend ist, dass Griechenland selbst bei Nahrungsmitteln Nettoimporteur ist; lediglich bei Fischen, Früchten, Fetten und Ölen und bei Tabak wird mehr im Ausland abgesetzt als dort gekauft. Bei chemischen Erzeugnissen werden insbesondere pharmazeutische Produkte aus dem Ausland nachgefragt (durchschnittlich 6% der gesamten Warenimporte). Innerhalb der Fertigwaren und der bearbeiteten Waren sind vor allem Papier, Pappe, Eisen und Stahl beliebte ausländische Güter.

Kann eine Abwertung die griechische Leistungsbilanz verbessern?

Die Abwertung verteuert die Einfuhr von Gütern und Dienstleistungen und lässt hier bereits kurzfristig eine deutliche Verbesserung der Leistungsbilanz zu. Wie sieht es im weiteren Verlauf mit einer möglichen Importsubstitution aus? Potenzial besteht vor allem in den Gruppen, die bereits heute den Löwenanteil der Wertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe in Griechenland ausmachen, also Güter, für deren Produktion bereits das nötige Wissen vorhanden ist: Nahrungsmittel (insbesondere Milch, Gemüse, Getreide, Zucker und Getränke), Produktion von einfachen Waren (aus Kunststoff, Gummi, Steinen) und Produktion von Metallwaren (aus Ei-

sen, Stahl und Kupfer). Um die Produktion dieser Waren anzukurbeln, muss aber zunächst der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der Bruttowertschöpfung deutlich gesteigert werden. Die industrielle Basis Griechenlands mit ihrer kleinteiligen Beschäftigungsstruktur spricht zunächst nicht dafür, deutlich mehr im Inland produzieren zu können. Die durch eine Abwertung induzierte Verteuerung solcher Güter aus dem Ausland sollte aber Anreiz genug sein, verstärkt in eine Eigenproduktion zu investieren, zumal das Wissen zur Produktion solcher Waren mit niedriger Komplexität bereits vorhanden ist. Die Voraussetzungen für eine Importsubstitution hoch komplexer Produkte wie Maschinen und Fahrzeuge sind allerdings wenig vielversprechend. Es fehlt sowohl an Erfahrung in der Produktion solcher Güter, als auch an damit verbundenen qualifizierten Arbeitskräften. Zum anderen ist die Produktion solcher Güter vor allem Großbetrieben vorbehalten, die in Griechenland keinen großen Anteil ausmachen.

Die Effekte einer Abwertung auf den Warenexport werden voraussichtlich erst einmal klein ausfallen. Waren, die jetzt schon im nennenswerten Umfang netto exportiert werden, sind Früchte, Nüsse und Gemüse, Baumwolle und Aluminium. Diese Produkte sind sicherlich sehr preiselastisch, die Frage bleibt aber, ob Griechenland die notwendigen Ressourcen besitzt, diese Güter in großem Umfang zu exportieren, so dass es zu signifikanten Effekten auf die Handelsbilanz kommt.

Bei den Dienstleistungsexporten dürften die Folgen einer Abwertung deutlich zu spüren sein. Dazu müssen sich in Griechenland produktive Faktoren von nicht handelbaren Dienstleistungen (hier vor allem die staatlichen Dienstleistungen) zu handelbaren bewegen. Es muss also zu einem Aufbau entsprechender Kapazitäten im handelbaren Dienstleistungssektor kommen, vor allem im Tourismus. Dies ist mittelfristig zu bewerkstelligen durch einen Rückgang der Löhne und Preise im nicht handelbaren Sektor relativ zum handelbaren. Anastasatos und Malliaropulos (2011) führen an, dass es in Griechenland zwischen 2000 und 2009 zu einem Anstieg der Preise nicht handelbarer Güter und Dienstleistungen im Vergleich zu handelbaren um 13,5% kam.⁹ Dies resultierte in einen Transfer von Arbeit und Kapital von handelbaren hin zu nicht handelbaren Gütern und Dienstleistungen (Staat, Bau).¹⁰ Eine Abwertung würde die Dienstleistungen und damit den Tourismus wieder wettbewerbsfähiger machen; wie im nächsten Abschnitt gezeigt wird, hat der griechische Tourismus gerade im Vergleich mit seinem größten Konkurrenten, der Türkei, in den letzten Jahren deutlich an Boden verloren.

⁹ Nach Anastasatos und Malliaropulos (2011) trug dieser Anstieg 70% zum Gesamtverlust der Wettbewerbsfähigkeit bei.

¹⁰ Der Bericht der EEAG (2011) geht der These nach, dass sich die Tendenz eher nicht handelbare Güter zu produzieren als handelbare aus dem griechischen Steuersystem ableitet, da Steuerhinterziehung für exportierende Firmen deutlich schwieriger ist.

Eine Abwertung – ob interner oder externer Natur – kann die griechische Leistungsbilanz verbessern. Dies wird zum einen durch einen starken Rückgang der Importe geschehen, mittelfristig außerdem durch eine einsetzende Importsubstitution durch Eigenproduktion. Zum anderen dürften die Dienstleistungsausfuhren zunehmen.

Abschätzung des Abwertungsbedarfs

Die Nettoauslandsverschuldung Griechenlands hat sich zwischen 2001 und 2010 von 46,5% in Relation zum BIP auf 92,5% verdoppelt. Gelingt es Griechenland nicht, sein Leistungsbilanzdefizit deutlich zu senken, wird die Verschuldung weiter ansteigen und die Abhängigkeit von den internationalen Kapitalmärkten weiter zunehmen. Seit nunmehr vier Jahren verlangen internationale Kapitalgeber von griechischen Schuldner hohe Risikoprämien für die Bereitstellung von Kapital oder verweigern die Geldleihe sogar gänzlich, da sie an der Nachhaltigkeit der griechischen Verschuldung zweifeln. Eine nachhaltige Verschuldungsposition bedeutet nicht zwangsläufig, dass ein Land eine ausgeglichene Leistungsbilanz aufweisen und somit keine neuen Auslandsschulden akkumulieren sollte. Vielmehr muss bei einer Beurteilung der Nachhaltigkeit der aktuelle Schuldenstand berücksichtigt werden. Nielsen (2012) definiert daher Nachhaltigkeit anhand einer Nettoauslandsverschuldung, die langfristig unter 25% in Relation zum BIP liegen muss. Um diesen Wert zu erreichen, muss Griechenland Leistungsüberschüsse erwirtschaften, deren Ausmaß von den Annahmen über die erwartete zukünftige Entwicklung des nominalen BIP (also des Nenners der Schuldenquote) sowie der Preise für Vermögens- und Schuldtitel abhängt. In einem Basisszenario geht Nielsen (2012) mittelfristig von einem durchschnittlichen nominalen BIP-Wachstum in Höhe von 2% aus; die unterstellten Bewertungsänderungen der Vermögens- und Schuldtitel leitet er aus Beobachtungen in der Vorkrisenperiode ab. Um innerhalb von 20 Jahren eine nachhaltige Nettoauslandsvermögensposition zu erreichen, müsste Griechenland demnach jährliche Leistungsüberschüsse in der Größenordnung von 7% des BIP erwirtschaften und somit unmittelbar eine Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos um 17 Prozentpunkte erreichen. Soll hingegen die Auslandverschuldung konstant auf dem derzeitigen Niveau gehalten werden, reduziert sich der unmittelbare Anpassungsbedarf um 4 Prozentpunkte; der erforderliche Leistungsüberschuss läge bei knapp 3% in Relation zum BIP.¹¹

Um diese Anpassungen der Leistungsbilanz zu erreichen, muss die griechische Volkswirtschaft real abwerten, d.h. Löhne und Preise müssen gegenüber den griechischen Han-

¹¹ Bei einem mittelfristigen nominalen BIP-Wachstum von nur 0,5% lägen die erforderlichen Leistungsüberschüsse entsprechend höher bei 7,6 bzw. 4,1% des BIP.

delspartnern sinken. Schätzungen über das Ausmaß der Abwertung hängen naturgemäß vom unterstellten Zusammenhang zwischen realen Wechselkursänderungen und dem Leistungsbilanzsaldo sowie vom Korrekturbedarf beim bestehenden Leistungsbilanzdefizit Griechenlands ab.

Die Studie von Nielsen (2012) schätzt die mit der Leistungsbilanzanpassung einhergehende reale Abwertung auf Basis eines einfachen stilisierten Zwei-Ländermodells von Obstfeld und Rogoff (2007). Hierbei müssen insbesondere Annahmen über die Substituierbarkeit von handelbaren und nicht handelbaren Gütern sowie von heimisch produzierten und importierten handelbaren Gütern gemacht werden. Wird ein einfacher Ausgleich der Leistungsbilanz unterstellt, ergibt sich nach diesen Schätzungen eine reale Abwertung von 18%. Bei einer Verbesserung der Leistungsbilanz auf 4% des BIP (Szenario mit konstanter Verschuldungsquote) erhöht sich der Abwertungsbedarf auf 22%; soll gar ein Leistungsbilanzüberschuss in Höhe von 7% des BIP (Szenario mit einer mittelfristigen Reduktion der Verschuldungsquote auf 25%) erreicht werden, steigt die reale Abwertung auf 28%.

Im Bericht der EEAG (2011) wird der reale Abwertungsbedarf ermittelt, der zu einer ausgeglichenen Leistungsbilanz führt. Im Fokus dieser Überlegungen steht die Importseite der Leistungsbilanz; Effekte einer Abwertung auf die Exporte werden ausgeblendet. Unter der Annahme, dass die Einkommenselastizität der griechischen Importe gleich eins ist, würde ein Rückgang des nominalen griechischen BIPs um 1% den Nominalwert der griechischen Importe um 1% reduzieren. Um ein Leistungsbilanzdefizit von 10% auszugleichen, müsste das nominale BIP um 10% dividiert durch m sinken, wobei m für den Importanteil am BIP steht und im Falle Griechenlands ungefähr ein Drittel beträgt. Daraus ergibt sich eine erforderliche nominale Kontraktion in der Größenordnung von 30%, die zu einem Ausgleich der griechischen Leistungsbilanz führen würde.¹² Würde diese Kontraktion ausschließlich über die Preise ablaufen (und nicht über das reale BIP), entsprächen diese 30% der relativen Abwertung Griechenlands gegenüber seinen Handelspartnern.

Roubini (2011) berechnet den Abwertungsbedarf auf Basis der realen Aufwertung seit Beginn der Währungsunion; für die Peripherieländer im Allgemeinen errechnet er eine Korrektur der Löhne und Preise in der Größenordnung von 30%; für Griechenland im speziellen ergäbe sich nach dieser Rechnung ein Abwertungsbedarf in Höhe von 28%. Davon ist schon ein Viertel in den vergangenen 2 Jahren über eine interne Abwertung erreicht worden; das Leistungsbilanzdefi-

zit reduzierte sich um ein Drittel, von 15% des BIP 2008 auf 10% im Jahr 2011. Roubini (2011) unterstreicht in seinem Beitrag die sozialen und ökonomischen Kosten einer internen Abwertung, die in Griechenland bereits zu erkennen sind. So stieg die Arbeitslosenquote von 7% Mitte 2008 auf 21% Ende 2011. Gleichzeitig fiel das reale BIP zwischen dem zweiten Quartal 2008 und dem vierten Quartal 2011 um 18%; das nominelle BIP ging im selben Zeitraum um knapp 12% zurück.

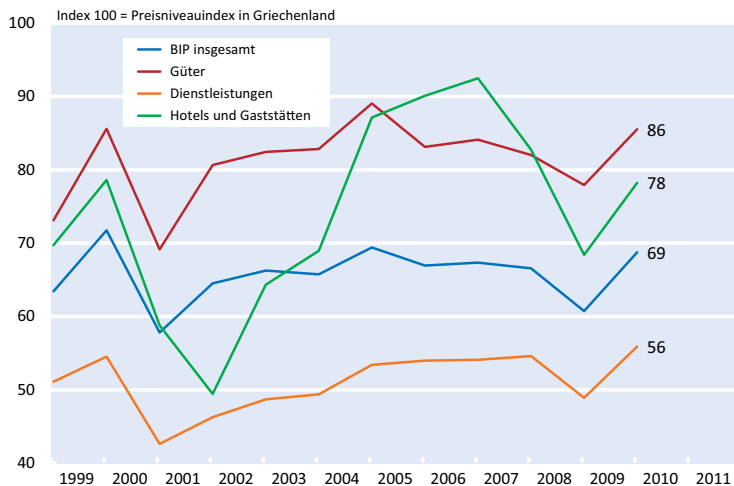
Alternativ schlägt Sinn (2012) vor, den Abwertungsbedarf Griechenlands auf Basis anderer historischer Erfahrungen zu ermitteln. So schaffte es beispielsweise Irland, innerhalb von vier Jahren sein Leistungsbilanzdefizit vollständig abzubauen. Während es 2008 noch 5,6% des BIPs betrug, erzielte Irland im Jahr 2011 einen geringfügigen Überschuss in Höhe von 0,1%. Dieser Ausgleich der Leistungsbilanz ging mit einer Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im selben Zeitraum um 17% einher. Somit erforderte eine Verbesserung der Leistungsbilanz um 1 Prozentpunkt eine reale Abwertung um 3%. Unterstellt man dieselben Anpassungsmechanismen für Griechenland, ergibt sich ausgehend von einem Leistungsbilanzdefizit von 10% im Jahr 2011 ein Abwertungsbedarf in der Größenordnung von 30%, um einen Ausgleich der Leistungsbilanz zu erzielen. Überträgt man diese Vorgehensweise auf die drei geschilderten Beispiele mit erfolgreichen externen Abwertungen (Argentinien, Italien, Thailand), die oben vorgestellt wurden, ergibt sich im Durchschnitt ein realer Abwertungsbedarf in Höhe von 5%, um eine Verbesserung der Leistungsbilanz um 1 Prozentpunkt zu erzielen. Demnach müsste Griechenland real um 50% abwerten, um seine Leistungsbilanz auszugleichen. Wenn man bei dieser Berechnung auf die Erfahrungen aus den untersuchten 71 historischen Währungskrisen zurückgreift, errechnet sich ein realer Abwertungsbedarf von gut 40% für Griechenland.

Die Analyse vergleichender Preisniveaus gibt zusätzlich Aufschluss über den Abwertungsbedarf Griechenlands. Vergleichende Preisniveaus werden in Form von Preisniveauindizes ausgedrückt, die Aufschluss über das Preisniveau einzelner Länder im Verhältnis zum Durchschnitt der EU-27 geben.¹³ Für die vorliegenden Überlegungen ist es zweckmäßig, an Stelle der EU-27 die Türkei als Vergleichsland heranzuziehen, da die wirtschaftlichen Strukturen dieser beiden Länder vergleichbar sind, und beide Länder mit ähnlichen handelbaren Gütern und Dienstleistungen konkurrieren. Abbildung 7 zeigt, dass die Preise in der Türkei im Jahr 2010 im Schnitt um 31% niedriger waren. Besonders hoch ist der Preisunterschied mit 44% im Dienstleistungssektor, während die eher handelbaren Güter nur um 14% teurer wa-

¹² Der EEAG-Bericht führt an, dass die Einkommenselastizität der Importe auch größer als eins sein könnte; würde sie zwei betragen, wäre der für einen Ausgleich der Leistungsbilanz notwendige Rückgang des BIP nur halb so groß.

¹³ Der Preisniveauindex (PNI) für ein Land wird berechnet, indem man die Kaufkraftparitäten durch den jährlichen durchschnittlichen Wechselkurs des Landes zum Euro teilt. Liegt der PNI über 100, ist das betreffende Land im Vergleich zum EU-Durchschnitt relativ teuer und umgekehrt.

Abb. 7
Vergleichende Preisniveaus
 Türkei relativ zu Griechenland



Quelle: Eurostat.

ren in Griechenland. Die Preise für Dienstleistungen des Hotel- und Gaststättengewerbes, die als ein Indikator für die Wettbewerbsfähigkeit der Tourismusbranche herangezogen werden können, zeigen einen Abwertungsbedarf in Höhe von 22% an, um mit der Türkei – bei ähnlicher Qualität – adäquat konkurrieren zu können.

Insgesamt kommt man auf Basis der unterschiedlichen Herangehensweisen zu dem Schluss, dass in Griechenland eine enorme reale Abwertung notwendig ist, um eine deutliche Verbesserung der Leistungsbilanz zu erzielen und damit einhergehend die Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung zu gewährleisten. Die meisten Schätzungen liegen in der Größenordnung von 20 bis 30%; nach den historischen Erfahrungen mit externen Abwertungen könnte der reale Abwertungsbedarf sogar auf 50% steigen. Wenn Griechenland in der Währungsunion bleibt, müssen die Löhne und Preise in Griechenland in dieser Größenordnung sinken (Szenario 2). Wenn Griechenland aus der Währungsunion austritt, wird die neue griechische Währung gegenüber dem Euro und den anderen wichtigen Weltwährungen nominal abwerten (Szenario 1). Wie hoch die nominale Abwertung ausfallen muss, um die genannte reale Abwertung zu erreichen, kann anhand der im vorhergehenden Kapitel behandelten historischen Beispiele ermittelt werden. Typischerweise wird davon ausgegangen, dass nach nominalen Abwertungen die Inflationsrate temporär ansteigt, da importierte Güter teurer werden und deshalb auch die Löhne ansteigen. Die reale Abwertung könnte deshalb geringer ausfallen als die nominale. Allerdings zeigen gerade die jüngsten Beispiele, dass dieser Effekt allenfalls kurzfristiger Natur ist. Über mehrere Jahre betrachtet lag die nominale effektive Abwertung nach den Währungskrisen in Argentinien, Italien und Thailand nur um 10% über der realisierten realen effektiven Abwertung. Geht

man beispielsweise von einem realen Abwertungsbedarf in Höhe von 30% in Griechenland aus, könnte dies mit einer nominalen Abwertung der neuen griechischen Währung um 33% realisiert werden.

Beide Szenarien sind mit erheblichen Kosten verbunden. Die nominale Abwertung der neuen griechischen Währung kann zu einem massiven Anstieg der in Euro lautenden Verbindlichkeiten führen. Aber auch bei einer internen Abwertung, die nur über eine langjährige Depression (Deflation mit Rezession) bewerkstelligt werden kann, bleibt Griechenland von solchen Bilanzeffekten nicht verschont.

Negative Bilanzeffekte nach einem Währungsaustritt

Nach einem Währungsaustritt und der Einführung der NGD als offiziellem Zahlungsmittel werden die Bilanzen der Haushalte und Unternehmen sowie des Staates in der neuen Währung aufgestellt. Ob und in welchem Umfang die zu erwartende Abwertung der Währung zu negativen Bilanzeffekten führt, hängt entscheidend davon ab, ob die Verbindlichkeiten weiterhin in Euro bestehen bleiben und in Euro zurückbezahlt werden müssen.

Stilisiertes Beispiel

Abbildung 8 zeigt zunächst die stilisierte Bilanz eines griechischen Akteurs vor dem Währungsaustritt. Alle Aktiva und Passiva sind in Euro denominated. Die Aktiva belaufen sich auf 200 Euro, auf der Passivseite der Bilanz befinden sich Schulden in Höhe von 100 Euro und Eigenkapital in Höhe von 100 Euro.

Nach dem Währungsaustritt werden alle Bilanzposten in der neuen griechischen Währung ausgewiesen. Dies wird in Abbildung 9 dargestellt. Dabei wurde unterstellt, dass der Konversionskurs bei Einführung der neuen Währung – also vor der zu erwartenden anschließenden Abwertung – bei 1 NGD = 1 Euro liegt.

Nach Einführung der neuen Währung dürfte es zu einer starken nominalen Abwertung gegenüber dem Euro kommen. Wenn die Verbindlichkeiten des Staates und des Privatsek-

Abb. 8
Bilanz vor dem Währungsaustritt

Aktiva	Passiva
200 Euro	100 Euro
	EK: 100 Euro

Abb. 9
Bilanz nach dem Währungsaustritt, aber vor der Abwertung

Aktiva	Passiva
200 NGD	100 NGD
	EK: 100 NGD

tors bei der Währungsumstellung vollständig in NGD umgewandelt werden können, erfolgt die Rückzahlung der Kredite und Anleihen in NGD. Somit bleiben Bilanzeffekte nach einer Abwertung vollkommen aus, da sich die Guthaben und Schulden ausgedrückt in NGD nicht verändern.

In welcher Währung die bestehenden Verbindlichkeiten zurückbezahlt werden, hängt ganz entscheidend von der Rechtsgrundlage ab, auf Basis derer in der Vergangenheit Anleihen emittiert bzw. Kreditverträge geschlossen wurden. Unterliegen sie internationalem Recht, können Gläubiger die Rückzahlung in der ursprünglichen Währung, in unserem stilisierten Beispiel also in Euro, einklagen. Verschiedene Quellen verweisen darauf, dass beispielsweise Unternehmens- und Bankanleihen typischerweise nach internationalem Recht emittiert werden (vgl. Buiter und Rahbari 2012). Somit ist davon auszugehen, dass diese Verbindlichkeiten von griechischen Banken und Unternehmen in Euro zurückbezahlt werden müssen. Wurden Schuldverträge hingegen nach nationalem Recht ausgehandelt, müssen Gläubiger die Währungsumstellung akzeptieren, da nationale Gerichte, vor denen entsprechende Klagen der Gläubiger verhandelt werden würden, sich auf das neue Währungsgesetz, in dem das offizielle Zahlungsmittel Griechenlands festgelegt werden würde, stützen dürften. Dieses sog. Währungsstatut (*lex monetae*) ist ein allgemein anerkannter internationaler Rechtsgrundsatz, der einer Regierung das Recht verleiht, die gültige Währung des Landes festzulegen (vgl. Schwirz 1999).

Abbildung 10 zeigt den eigentlichen Bilanzeffekt unter der Annahme, dass die NGD um 50% gegenüber dem Euro abwertet, so dass 1 NGD einen Gegenwert von 0,5 Euro besitzt. Unterstellt wird zudem der Grenzfall, dass der gesamte Forderungsbestand nach nationalem Recht in NGD umgewandelt wird, während alle Verbindlichkeiten nach internationalem Recht in Euro zurückbezahlt werden müssen.

Abb. 10
Bilanz nach Abwertung bei Verschuldung in Euro

Aktiva	Passiva
200 NGD	200 NGD

Aufgrund der Abwertung müssen die – in Euro gerechnet unveränderten – Schulden auf 200 NGD umbewertet werden. Die Forderungen bleiben davon unberührt, da sie eins zu eins in NGD umgewandelt wurden. Der so realisierte Bewertungsverlust in Höhe von 100 NGD führt zu einer Minderung des Eigenkapitals in entsprechender Höhe. Im Ergebnis ist das Eigenkapital aufgezehrt und das Unternehmen müsste Insolvenz anmelden. Ein solches Szenario war insbesondere kennzeichnend für die Asienkrise in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre. Viele Banken und Unternehmen hatten sich damals in US-Dollar verschuldet und mussten nach den zum Teil beträchtlichen Abwertungen der heimischen Währungen gegenüber dem US-Dollar Insolvenz anmelden.

Verschuldung des Staates (vor Schuldenschnitt)

Die Gesamtverschuldung des griechischen Staates belief sich Ende 2011 auf 368 Mrd. Euro. Davon entfielen 260 Mrd. Euro auf emittierte Schuldverschreibungen (Staatsanleihen), 15 Mrd. Euro auf Geldmarktpapiere und 93 Mrd. Euro auf bilaterale Kredite (vgl. Tab. 5). Der größte Teil (241 Mrd. Euro) der umlaufenden Staatsanleihen wurde vom griechischen Staat unter nationalem Recht emittiert. Vor dem Schuldenschnitt wäre also davon auszugehen gewesen, dass dieser Teil der Verbindlichkeiten des Staates nach einem Währungsaustritt in der neuen griechischen Währung hätte zurückbezahlt werden müssen. Lediglich 19 Mrd. Euro an Wertpapieren wurden unter internationalem Recht emittiert. Bei den bilateralen Krediten wurde der größte Teil der Schuld auf Basis von internationalem Recht vergeben. Der wichtigste Posten mit 73 Mrd. Euro ist die Griechenland-Fazilität, die nach einem Währungsaustritt ebenfalls in Euro zurückbezahlt werden müsste. Insgesamt hätte der griechische Staat vor Vereinbarung des Schuldenschnitts nach einer Währungsumstellung 75% seiner Verbindlichkeiten in NGD und 25% in Euro zurückzahlen müssen.

Verschuldung des Staates (nach Schuldenschnitt)

Mit dem im März dieses Jahres vollzogenen Schuldenschnitt erließen private Gläubiger, die Wertpapiere im Umfang von 200 Mrd. Euro hielten, dem griechischen Staat Schulden in Höhe von 107 Mrd. Euro. Für die verbleibenden 93 Mrd. Euro wurde eine Umschuldung vereinbart, welche die alten Anleihen in neue umwandelt, die nach internationalem Recht emittiert werden. Im Falle eines Währungsaustritts müssen diese Anleihen in Euro zurückbezahlt werden und können den Staatshaushalt bei einer starken Abwertung der neuen Währung zusätzlich belasten. Somit nehmen die zu erwartenden negativen Bilanzeffekte durch den Schuldenschnitt zu.¹⁴

¹⁴ Zeitgleich mit dem Schuldenschnitt verabschiedeten die EU-Finanzminister am 14. März 2012 ein zweites Rettungspaket für Griechenland, das öffentliche Hilfszahlungen bis zum Jahr 2014 in Höhe von 130 Mrd. Euro vorsieht. Dieses Hilfspaket bleibt in den vorliegenden Berechnungen unberücksichtigt, da bislang noch keine Kredite gewährt wurden.

Tab. 5
Griechische Staatsverschuldung in Mrd. Euro
 (Stand: Ende Dezember 2011)

Wertpapiere	Wertpapiere (nationales Recht)	274,8
	Wertpapiere (internationales Recht)	240,9
	Verbriefte Kredite	18,5
	Geldmarktpapiere	0,3
Kredite	Griechische Notenbank	15,1
	Andere heimische Kredite	93,2
	Zweckgebundene Kredite	5,7
	Griechenlandfazilität	0,8
	Andere ausländische Kredite	7,3
	Kurzfristige Kredite	73,2
Insgesamt		368,0

Quelle: Griechisches Finanzministerium.

Bei den Unternehmen kommen als weitere Form der Verschuldung Unternehmensanleihen hinzu. Sie werden typischerweise nach internationalem Recht emittiert. Am Ende des vierten Quartals 2011 betrug der Nennwert der emittierten Unternehmensanleihen laut BIS Securities Statistics 8,2 Mrd. Euro; der in der EZB Finanzierungsrechnung erfasste Marktwert belief sich auf 2,8 Mrd. Euro. Nach der Außenwirtschaftlichen Bestandsstatistik (Zahlungsbilanzstatistik) befindet sich der größte Teil davon (2,5 Mrd. Euro) in den Händen ausländischer Anleger, die mit Sicherheit nach einer Währungsumstellung eine Rückzahlung in Euro durchsetzen können.

Verschuldung der Unternehmen und Haushalte

Der größte Teil der Verschuldung der Unternehmen und der privaten Haushalte sind Kreditverbindlichkeiten. Diese Kredite wurden in erster Linie von heimischen Banken vergeben und dürften deshalb nach einer Währungsumstellung in NGD konvertiert werden. Laut der von der EZB veröffentlichten Bilanzstatistik der MFIs (Monetäre Finanzinstitute) betrug die Kreditvergabe griechischer Banken an inländische Nichtbanken (ohne Staat) 260 Mrd. Euro am Ende des vierten Quartals 2011. Laut EZB Finanzierungsrechnung betragen zu diesem Zeitpunkt die Kreditverbindlichkeiten griechischer Nichtbanken (ohne Staat) 264 Mrd. Euro. Die Differenz dürfte in etwa ihren Auslandskrediten entsprechen. Tatsächlich belief sich nach der Außenwirtschaftlichen Bestandsstatistik (Zahlungsbilanzstatistik) die Auslandsverschuldung griechischer Nichtbanken (ohne Staat) auf 6,6 Mrd. Euro am Ende des vierten Quartals 2011 (vgl. Abb. 11). Da nur die ausländischen Kreditinstitute eine Rückzahlung in der ursprünglichen Währung Euro durchsetzen dürften, wären die Bilanzeffekte bei den Kreditverbindlichkeiten durch die Auslandsschulden griechischer Nichtbanken (ohne Staat) begrenzt.

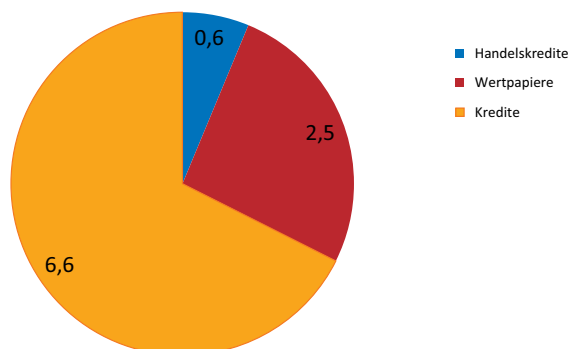
Bilanzpositionen der Banken

Die Bilanz einer Bank unterscheidet sich von der der übrigen Akteure zum einen dadurch, dass sich auf der Passivseite neben den emittierten Schuldtiteln auch die Einlagen des Privatsektors befinden. Zum anderen hält der Bankensektor einen Großteil der finanziellen Forderungen in Form von Krediten und Schuldverschreibungen gegenüber dem Rest der Ökonomie und dem Ausland. In diesem Kapitel sollen die Einlagen des inländischen Privatsektors zunächst unberücksichtigt bleiben, da unmittelbare Bilanzeffekte infolge einer Abwertung der neuen griechischen Währung ausgeschlossen werden können. Die möglichen Gefahren eines Einlagenabzugs infolge eines Währungsaustritts werden später gesondert betrachtet.

Verbindlichkeiten – Bankanleihen

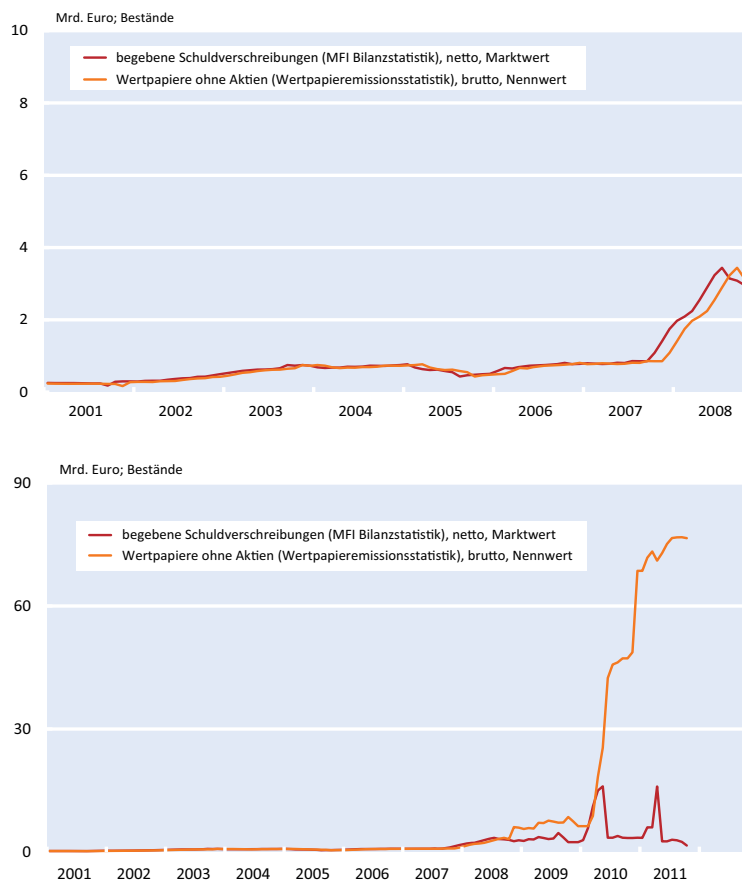
Die Verbindlichkeiten griechischer Banken, die sich durch die Emission von Bankanleihen ergeben, erreichten gemäß MFI Bilanzstatistik der EZB Ende Q4 2011 einen Wert von 1,6 Mrd. Euro. Hierbei handelt es sich um eine Nettoposition, die den Marktwert ausstehender Anleihen abzüglich der von den MFIs selbst als Aktiva gehaltenen Wertpapiere misst. Vor Ausbruch der Finanzkrise entsprachen diese Verbindlichkeiten im Schnitt dem im Rahmen der EZB-Statistik über Wertpapieremissionen erfassten Nominalwert ausstehender Bankanleihen; Abweichungen ergaben sich lediglich aus den unterschiedlichen Bewertungsansätzen der Wertpapiere (vgl. Abb. 12, oberes Diagramm). Mit der Finanz- und Eurokrise stieg die Emission neuer Wertpapiere durch griechische Banken signifikant an, sodass das ausstehende Volumen Ende Q4 2011 laut EZB-Statistik über Wertpapieremissionen 86,7 Mrd. Euro erreichte. Da der von den MFIs gehaltene Nettobestand an Bank-

Abb. 11
Bruttoauslandsverschuldung griechischer Nicht-Banken (ohne Staat)
 Mrd. Euro; Stand: Ende Q4 2011



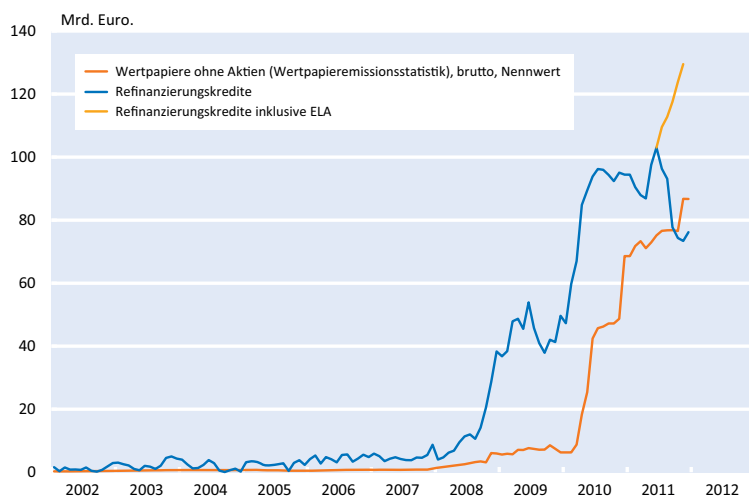
Bemerkungen: Gesamtverschuldung 9,7 Mrd. Euro.
 Quelle: Griechische Notenbank.

Abb. 12
Wertpapieremission griechischer MFIs



Quelle: Europäische Zentralbank.

Abb. 13
Wertpapieremission griechischer Banken und Refinanzierungskredite



Quellen: Europäische Zentralbank; griechische Notenbank.

anleihen im Großen und Ganzen unverändert blieb, haben diese Wertpapiere den griechischen Bankensektor allerdings nie verlassen und wurden von den Banken selbst gehalten (vgl. Abb. 12, unteres Diagramm).

Eine der Ursachen für den sprunghaften Anstieg bei der Neuemission von Bankanleihen dürfte die Sicherheitenpolitik des Eurosystems sein. Da griechische Banken von den internationalen Kapitalmärkten weitgehend abgeschnitten sind und auch Einlagen heimischer Unternehmen und Haushalte im großen Stil aus dem Bankensystem abgezogen wurden, erfolgt die Refinanzierung des Aktivgeschäfts der Banken nahezu ausschließlich über die griechische Zentralbank. Das Volumen der regulären Refinanzierungsgeschäfte nahm von 9 Mrd. Euro Ende 2007 auf über 100 Mrd. Mitte 2011 zu (vgl. Abb. 13). Zwar setzte in der zweiten Jahreshälfte 2011 ein Rückgang auf zuletzt 73 Mrd. Euro (November 2011) ein; dieser wurde aber Schätzungen zufolge durch einen starken Anstieg der Notfallkredite der griechischen Zentralbank mehr als kompensiert.¹⁵

Um an den Refinanzierungsgeschäften der Zentralbank teilnehmen zu können, müssen die Geschäftsbanken Sicherheiten bei der Zentralbank hinterlegen. Solche Sicherheiten bestehen typischerweise aus marktfähigen Wertpapieren (wie z.B. Staatsanleihen oder Bankschuldverschreibungen), auf deren Marktwert je nach Bonität des Schuldners, der Restlaufzeit und anderer Kriterien ein Risikoabschlag angewendet wird. Da das Volumen der Refinanzierungsgeschäfte in den Krisenländern des Euroraums aufgrund des starken Misstrauens gegenüber dem dortigen Bankensektor erheblich anstieg und da der Marktwert sowie die Bonität vieler Sicherheiten zum Teil beträchtlich einbrachen, lockerte das Eurosystem kontinuierlich die Sicherheitenerfordernisse für ihre Refinanzierungskredite. So wurde im Oktober 2008 der Bonitätsschwellenwert für notenbankfä-

¹⁵ Die nationalen Zentralbanken des Eurosystems können ihren Banken in besonderen Situationen Notfallkredite (Emergency Liquidity Assistance, kurz ELA) zur Verfügung stellen. Diese Kredite entziehen sich weitgehend der Kontrolle des ansonsten entscheidungsbefugten Zentralbankrates des Eurosystems und können von den nationalen Zentralbanken in Eigenregie vergeben werden. Da die Zinsen dieser Notfallkredite typischerweise höher liegen als bei den regulären Refinanzierungskrediten, kann ihre Inanspruchnahme nur mit einer deutlichen Absenkung der Sicherheitenerfordernisse seitens der nationalen Zentralbanken erklärt werden (vgl. Buijter et al. 2011). In der Bilanz der griechischen Zentralbank werden die Notfallkredite unter der Position »Andere Aktiva« ausgewiesen. Diese Position stieg von Juni bis Dezember 2011 um 55 Mrd. Euro, nachdem sie vorher seit 2008 nahezu konstant bei 2 Mrd. Euro lag.

hige Sicherheiten von A- auf BBB- gesenkt und im Mai 2010 dieser Schwellenwert für vom griechischen Staat emittierte bzw. garantierte Anleihen ausgesetzt. Zwar gilt grundsätzlich weiterhin, dass eine Geschäftsbank keine Sicherheiten nutzen darf, die von ihr selbst begeben worden sind. Eine Ausnahme hiervon bilden aber gedeckte Bankschuldverschreibungen und Wertpapiere, deren Rückzahlung vom Staat garantiert wurde. Um die Versorgung der griechischen Banken beim Eurosystem zu gewährleisten, wurden deshalb im Laufe des vergangenen Jahres die staatlichen Garantien für von Banken vergebene Schuldverschreibungen auf 60 Mrd. Euro ausgeweitet.

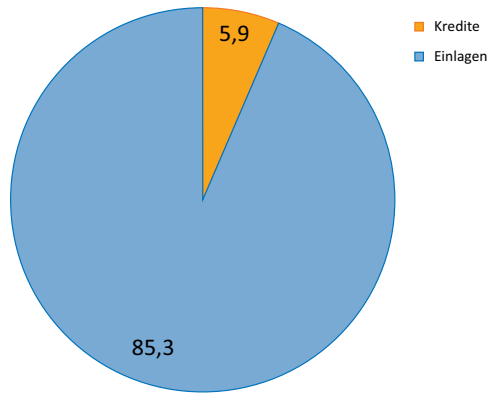
Dies erklärt einen Großteil der Diskrepanz zwischen Bruttowertpapierbeständen in der Wertpapieremissionsstatistik und den Nettowertpapierbeständen in der MFI Bilanzstatistik (vgl. Abb. 13). Die griechischen Geschäftsbanken emittieren Bankschuldverschreibungen, die mit staatlichen Garantien ausgestattet sind, halten diese Wertpapiere selber und schaffen sich dadurch Sicherheiten, die von der griechischen Zentralbank im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte (inkl. Notfalkredite) akzeptiert werden. Ein Austritt Griechenlands aus der Währungsunion hätte für diesen Teil der Verbindlichkeiten der griechischen Geschäftsbanken keine unmittelbaren Konsequenzen, da die Rückzahlung der Anleihen mit großer Wahrscheinlichkeit in der neuen griechischen Währung stattfinden dürfte.

Um die unmittelbaren Bilanzeffekte der von Banken gehaltenen Wertpapiere abzuschätzen, wird unterstellt, dass diese nach internationalem Recht emittiert wurden. Allerdings zeigt die Außenwirtschaftliche Bestandsstatistik (Zahlungsbilanzstatistik), dass die Verschuldung griechischer Banken gegenüber dem Ausland in Form von Wertpapieren Ende Q4 2011 gleich null war. Daraus kann geschlossen werden, dass sich der größte Teil der von griechischen Banken emittierten Wertpapiere, die von Nichtbanken gehalten werden, in den Händen inländischer Gläubiger befinden. Dies spricht dafür, dass diese Verbindlichkeiten bei Fälligkeit mit hoher Wahrscheinlichkeit in der neuen griechischen Währung zurückbezahlt werden dürften und somit keinerlei unmittelbare Bilanzeffekte zu erwarten sind.

Verbindlichkeiten – ausländische Einlagen

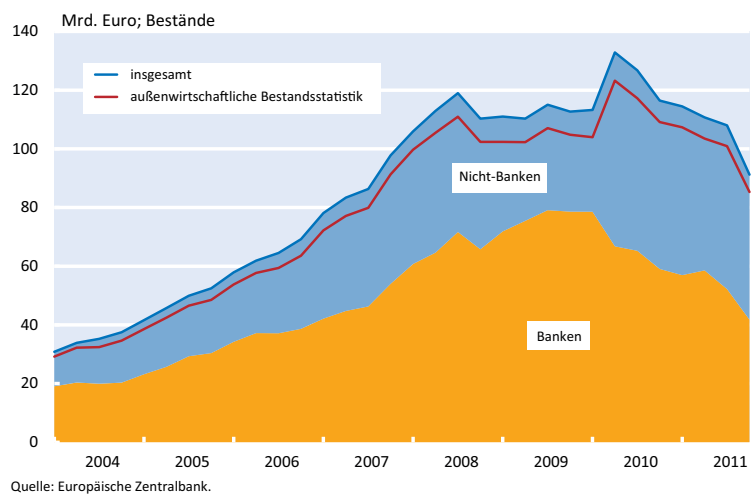
Der größte Teil der Verschuldung des griechischen Bankensektors gegenüber dem Ausland ergibt sich durch Einlagen

Abb. 14
Bruttoauslandsverschuldung griechischer Banken
Mrd. Euro; Stand: Ende Q4 2011



Bemerkungen: Gesamtverschuldung 91,2 Mrd. Euro.
Quelle: Griechische Notenbank.

Abb. 15
Ausländische Einlagen im griechischen Bankensystem



ausländischer Banken und Nichtbanken (vgl. Abb. 14). Zu diesen Einlagen zählen nicht nur die Konten der Bankkunden (in Form von Sicht-, Termin- oder Spareinlagen), sondern jegliche Form der kurzfristigen Finanzierung der Banken, die unter anderem Geldmarktgeschäfte umfassen. Im Zuge der Finanzkrise haben sich die Einlagen von ausländischen Banken seit 2009 in etwa halbiert und betragen Ende 2011 knapp 40 Mrd. Euro (vgl. Abb. 15). Die Einlagen von ausländischen Nichtbanken, insbesondere von außerhalb des Euro-Währungsgebiets, sind hingegen relativ konstant geblieben und beliefen sich zuletzt auf knapp 50 Mrd. Euro.

Bei einer Währungsumstellung ist zum einen davon auszugehen, dass die Einlagen im Bankensystem nach dem *lex monetae* in die neue griechische Währung konvertiert werden würden. Die zu erwartende Abwertung hätte demnach keinerlei Effekte auf die Verschuldung des Banken-

systems. Da die internationalen Einleger eine solche Währungsumstellung antizipieren dürften, ist allerdings zum anderen davon auszugehen, dass sie den bereits heute beobachtbaren Einlagenabzug beschleunigen dürften, um dem Abwertungsverlust zu entgehen (siehe dazu mehr in Kapitel Ein möglicher Ablaufplan für Griechenland).

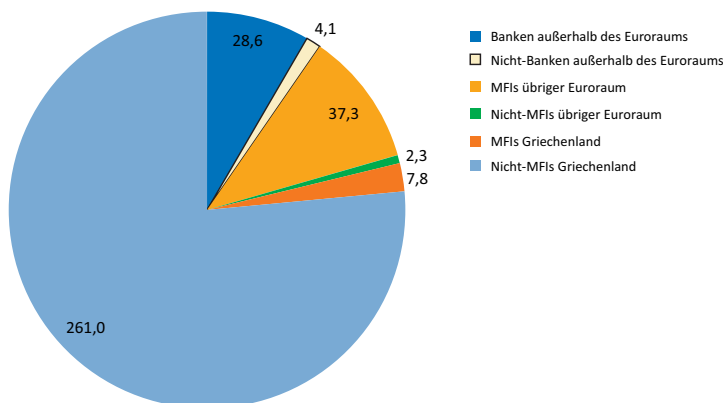
Verbindlichkeiten – Kredite

Eine weitere Verbindlichkeit des Bankensystems, die nach einer Währungsumstellung unmittelbare Bilanzeffekte mit sich bringen dürfte, sind Kreditverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland, die sich Ende Q4 2011 gemäß Außenwirtschaftlicher Bestandsstatistik auf 5,9 Mrd. Euro beliefen (vgl. Abb. 14). Da diese internationalen Kreditverträge ursprünglich in Euro oder einer anderen Währung abgeschlossen wurden, ist davon auszugehen, dass diese Verbindlichkeiten in der ursprünglich vereinbarten Währung zurückbezahlt werden müssen und demnach unmittelbare Bilanzeffekte mit sich bringen dürften.

Forderungen

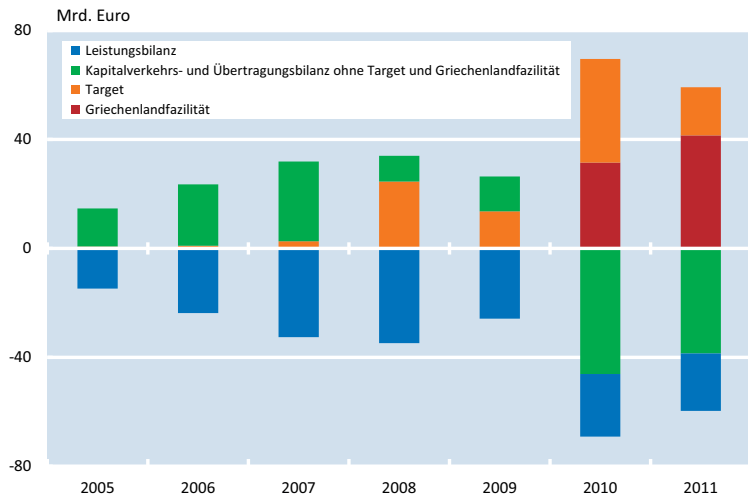
Die Forderungen griechischer Banken in Form von Krediten betrug Ende 2011 insgesamt 341,2 Mrd. Euro. Ein Großteil der Kredite (78,8%) wurde an inländische Sektoren vergeben (vgl. Abb. 16). Eine Währungsumstellung würde keinen unmittelbaren Bilanzeffekt mit sich bringen. Die übrigen Kreditforderungen richten sich an Banken und Nichtbanken im Rest des Euroraums (11,6%) bzw. außerhalb des Euroraums (9,6%). Wenn die griechischen Banken die Rückzahlung dieser Kredite in der ursprünglich verhandelten Wäh-

Abb. 16
Kreditforderungen griechischer Banken
Mrd. Euro; Stand: Ende Q4 2011



Bemerkungen: gesamte Kreditforderungen 341,2 Mrd. Euro.
Quelle: Europäische Zentralbank.

Abb. 17
Griechische Zahlungsbilanzkrise



Bemerkung: Ein positives Vorzeichen bedeutet einen Zahlungsstrom vom Ausland nach Griechenland.
Quelle: Griechische Notenbank; griechisches Finanzministerium; Sinn und Wollmershäuser (2011).

rung durchsetzen können, würde es nach einer Abwertung der neuen griechischen Währung zu positiven Bilanzeffekten kommen, da der Wert der Forderungen ausgedrückt in NGD steigen würde und die Banken somit Bewertungsgewinne realisieren könnten.

Target-Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank

Die griechische Volkswirtschaft steckt in einer tiefgreifenden Zahlungsbilanzkrise. Im Jahr 2011 betrug das Leistungsbilanzdefizit 21 Mrd. Euro oder 10% des Bruttoinlandsprodukts (vgl. Abb. 17). Da griechisches Kapital ins Ausland transferiert wurde (z.B. in Form von Einlagen) und ausländisches Kapital nicht mehr bereit war, nach Griechenland zu fließen (z.B. ins griechische Bankensystem oder an den griechischen Staat), war die Finanzierung eines solchen Defizits nur noch durch öffentliches Kapital zu gewährleisten. Eine Form des Kapitalimports waren die Hilfszahlungen der Staatengemeinschaft (EU und IWF) im Rahmen der Griechenlandfazilität, die sich auf 41,5 Mrd. Euro im Jahr 2011 und 31,5 Mrd. Euro im Jahr 2010 summieren.¹⁶ Da diese Hilfszahlungen nur einen Teil des privaten Nettokapitalexports in den vergangenen beiden Jahren kompensieren konnten, kam als weiterer öffentlicher Kapitalimporteur das Eurosystem hinzu. Die griechische Zentralbank akkumulierte seit 2008 Target-Verbindlichkeiten gegenüber dem restlichen Eurosystem in Höhe von 104 Mrd. Euro.

¹⁶ Die mit diesen 73 Mrd. Euro verbundenen Bilanzeffekte wurden bereits bei der Betrachtung der Verbindlichkeiten des griechischen Staates berücksichtigt.

Der Aufbau der Target-Verbindlichkeiten in Griechenland (und in anderen Krisenländern der Währungsunion) lässt sich wie folgt erklären. Kommt es zu einem Abfluss privaten Kapitals aus einem Mitgliedsland bei gleichzeitig unverändertem Leistungsbilanzdefizit gegenüber den Überschussländern der Währungsunion, wird die Finanzierung der Überschussnachfrage dieses Mitgliedslandes über seine inländische Produktion durch eine Ausweitung der Refinanzierungskredite der nationalen Zentralbank an das Bankensystem des Mitgliedslandes substituiert. Das neu geschaffene Zentralbankgeld wird dann im Rahmen des Target-Systems über die Europäische Zentralbank an die Zentralbanken der Überschussländer überwiesen, die eine Target-Forderung gegenüber dem Eurosystem erhalten. Im vom Kapitalabfluss betroffenen Defizitland findet eine entsprechende Gegenbuchung als Target-Verbindlichkeit gegenüber dem Eurosystem statt. Der Aufbau der Target-Verbindlichkeiten in den Defizitländern wird in der Zahlungsbilanz als Kapitaleinfuhr seitens der Zentralbank verbucht, die den privaten Kapitalabfluss kompensiert. In den Überschussländern wird entsprechend eine Kapitalausfuhr der Zentralbank bilanziert. Die Defizitländer können die Target-Verbindlichkeiten nahezu beliebig ausweiten und durch eine Zunahme der Refinanzierungsgeschäfte finanzieren. Die Überschussländer tauschen entsprechend ihre Refinanzierungsgeschäfte gegen Target-Forderungen und ermöglichen den Geschäftsbanken, sobald die Refinanzierungskredite auf null sinken, eine Einlage von überschüssigem Zentralbankgeld (vgl. Sinn und Wollmershäuser 2011). Die einzige Restriktion, der die Defizitländer unterliegen, ist letztendlich der Bestand an Sicherheiten, die von den Geschäftsbanken bei der Nationalen Zentralbank bei Aufnahme eines Refinanzierungskredites hinterlegt werden.

Über die Konsequenzen eines Austritts Griechenlands aus der Währungsunion für die Target-Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank kann nur spekuliert werden. Da es sich bei einer Währungsunion nach dem Verständnis der Europäischen Zentralbanker um ein System unwiderruflich fester Wechselkurse handelt, wird »ein Auseinanderbrechen der Währungsunion schlichtweg für absurd« (Weidmann 2012) gehalten und ist daher in den Satzungen des Eurosystems auch nicht vorgesehen. Sicher ist, dass die auf Euro lauten-

den Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem auf die neue griechische Zentralbank übertragen werden. Ob und in welcher Form die Verbindlichkeiten beglichen werden, wird sicherlich Teil der Verhandlungen sein müssen, die das verbleibende Eurosystem und die EU mit Griechenland führen werden. Aus unserer Sicht ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass die Zentralbanken des Eurosystems anteilig Abschreibungen in Höhe der gesamten Forderungen des Eurosystems gegenüber der griechischen Zentralbank vornehmen müssen. Denkbar wäre auch ein Ausgleich der Target-Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank mit den Sicherheiten, die die griechischen Geschäftsbanken im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte hinterlegt haben. Da diese aber, wie oben beschrieben, größtenteils in NGD umgewandelt würden, ist mit erheblichen Abschreibungen zu rechnen.

Zusammenfassung

Tabelle 6 fasst die unmittelbar von einer Abwertung betroffenen Bilanzpositionen der griechischen Wirtschaft zusammen. Der stärkste Bilanzeneffekt wäre im öffentlichen Sektor (Staat und Notenbank) zu verzeichnen, der Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland in Höhe von 270 Mrd. Euro aufweist, die mit großer Wahrscheinlichkeit in Euro zurückbezahlt werden müssten. Die entsprechenden Verbindlichkeiten des Privatsektors fallen mit 23 Mrd. Euro deutlich geringer aus. Insgesamt belaufen sich somit die potentiell gefährdeten Bilanzpositionen auf 293 Mrd. Euro oder 136% des griechischen BIP. Positive unmittelbare Bilanzeneffekte wären allenfalls für das griechische Bankensystem zu erwarten, das Kreditforderungen gegenüber dem Ausland in Höhe von 72 Mrd. Euro hat. Allerdings wäre gerade das Bankensystem weiteren, bislang nicht quantifizierten, Risiken ausgesetzt, wenn die unmittelbaren Bilanzeneffekte bei Unternehmen und Haushalten zu deren Zahlungsunfähigkeit führt und in der Folge die Rückzahlung heimischer Kredite unwahrscheinlicher macht.

Negative Bilanzeneffekte bei einem Verbleib in der Währungsunion

Aus den beschriebenen negativen Bilanzeneffekten eines Austritts wird häufig gefolgert, dass Griechenland in der Währungsunion verbleiben sollte. Diese Schlussfolgerung setzt

Tab. 6
Unmittelbare Bilanzeneffekte nach einer Abwertung

Sektor	Nennwert in Mrd. Euro	Verbindlichkeit	Forderung
Staat (nach Schuldenschnitt)	93 (Q1 2012) 73 (Q4 2011)	Staatsanleihen Griechenlandfazilität	
Notenbank	104 (Q4 2011)	Target-Verbindlichkeiten	
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	8 (Q4 2011)	Unternehmensanleihen	
MFIs	2 (Q4 2011) 6 (Q4 2011) 72 (Q4 2011)	Bankanleihen Auslandskredite	Kredite ans Ausland
Nicht-MFIs ohne Staat	7 (Q4 2011)	Auslandskredite	

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

jedoch voraus, dass der Verzicht auf einen Austritt zu einer weniger problematischen Situation führen würde. Um dies zu untersuchen, werden nun die direkten und indirekten Bilanzeffekte in den beiden Alternativszenarien beschrieben.

Szenario 2 unterstellt, dass Griechenland in der Währungsunion verbleibt und es dabei schafft, die notwendige interne Abwertung zu erreichen. In Ermangelung einer Wechselkursanpassung müssten die Preise und Löhne in Griechenland massiv sinken. Unterstellt man, dass eine reale Abwertung um 30% notwendig wäre, dann müssten die Preise die fehlende Abwertung des Wechselkurses übernehmen. Selbst wenn Griechenland einen Anpassungszeitraum von fünf Jahren hätte und die Partnerländer mit durchschnittlich 2% pro Jahr inflationieren, müssten die griechischen Preise in dieser Zeit um 20% sinken, also um 4% pro Jahr. Eine derartige Deflation wäre wohl nur als Konsequenz einer anhaltenden Rezession zu erreichen, in deren Zuge die Arbeitslosigkeit weiter anstiege. Zwar würde sich in einem solchen Szenario die Leistungsbilanz verbessern, da die Importe wegen der anhaltenden Rezession und der relativen Verteuerung der eingeführten Güter und Dienstleistungen einbrächen, aber auch weil die Exporte aufgrund der relativen Verbilligung der ausgeführten Güter und Dienstleistungen zunehmen. Allerdings würden die Bilanzeffekte keineswegs ausbleiben. Während bei einer externen Abwertung vor allem die Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland nominal (in der neuen griechischen Währung) direkt zunehmen würden, wären bei einer internen Abwertung alle bestehenden Schulden des Staates und des privaten Nichtbankensektors indirekt betroffen. Laut EZB Finanzierungsrechnung belief sich der Marktwert der Bruttoverschuldung der griechischen Wirtschaft (Kredite und Wertpapiere ohne Aktien) Ende Q4 2011 auf 500 Mrd. Euro (oder 233% des BIP)¹⁷ und lag damit um 200 Mrd. Euro (was knapp 100% des BIPs entspricht) über dem im vorigen Kapitel geschätzten Nennwert der unmittelbar von Bilanzeffekten betroffenen Verbindlichkeiten.

Zwar bliebe der Wert der Gesamtverschuldung aus nominaler Sicht unverändert, doch müssten der Zinsdienst und die Rückzahlung der Schulden aus deutlich sinkenden Einkommen geleistet werden. Aufgrund des sinkenden Preisniveaus würde also die reale Verschuldung steigen. Betroffen davon wäre nicht nur die Auslandsverschuldung, sondern die gesamte Verschuldung der griechischen Wirtschaft. Freilich würden die Gläubiger dieser Schulden entsprechend von einer Deflation profitieren. So könnte sich das griechische Bankensystem aus nominaler Sicht konstante und damit aus realer Sicht steigende Rückflüsse aus ihrem Kreditgeschäft erhoffen. Allerdings würde im Privatsektor aufgrund der realen Überschuldung die Anzahl der Konkurse zunehmen und

Kredite würden ausfallen. Auch weitere Schuldenschnitte der öffentlichen Hand wären unausweichlich. Verschärft würde die Schulden-Deflationsspirale (vgl. Fisher 1933) außerdem bei einer breit angelegten Deflation, in der auch die Vermögenspreise zurückgehen. In einem solchen Fall wäre davon auszugehen, dass auch die bei der Kreditvergabe hinterlegten Sicherheiten nominal an Wert verlieren. Dies würde zu einer Beschleunigung der Kreditausfälle führen. Banken würden in der Folge ihre Kreditvergabebereitschaft zunehmend einschränken bzw. Kredite nur noch zu verschärften Konditionen vergeben. Die griechische Volkswirtschaft könnte in eine immer tiefere Rezession abgleiten.

In Szenario 3 wird dagegen angenommen, dass Griechenland zwar in der Währungsunion verbleibt, die notwendige interne Abwertung jedoch misslingt und durch öffentliche Subventionen aus der EU ausgeglichen wird. Dies impliziert, dass keine weitreichende Bilanzkorrektur vorgenommen wird. Vielmehr würden letztlich Transferzahlungen die für die griechischen Unternehmen und Haushalte untragbare Belastung durch den Zins- und Schuldendienst übernehmen. Die unterbleibende Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit würde die Fähigkeit Griechenlands, den internen Verbrauch durch eigene Produktion zu decken, langfristig untergraben. Die Erfahrungen mit anderen Transfergemeinschaften legen nahe, dass Griechenland auf lange Sicht auf zwischenstaatliche Finanzhilfen angewiesen bliebe. Die Bilanzeffekte würden letztlich auf die europäischen Steuerzahler ausgelagert.

Der Vergleich der drei Szenarien verdeutlicht, dass die negativen Bilanzeffekte nicht maßgeblich von der Entscheidung abhängen, in der Währungsunion zu verbleiben oder nicht, denn sie reflektieren die Überschuldung der griechischen Volkswirtschaft: hohen Verbindlichkeiten steht eine geringe Wirtschafts- und damit Rückzahlungskapazität gegenüber. Bei einem Austritt werden die internen Schulden über die Wechselkursanpassung faktisch mit abgewertet und so der internen Leistungskraft angepasst: Halbiert sich der Wechselkurs, so reduziert sich auch der gütermäßige Gegenwert aller in neuer griechischer Währung festgeschriebenen Forderungen. Dagegen bleiben die externen Schulden in realer Rechnung unverändert bestehen, weshalb sich ihr in neuer griechischer Währung ausgedrückter Nominalwert erhöht. Durch die Abwertung zeigt sich also das tatsächliche Ausmaß der Auslandsverschuldung.

Bei einem Verbleib Griechenlands in der Währungsunion und gleichzeitigen Preis- und Lohnsenkungen wird dagegen auch die interne Verschuldung nicht angepasst. Einer sinkenden nominalen Rückzahlungskapazität stehen unveränderte nominale Verbindlichkeiten gegenüber. Aus Sicht der Schuldner ist dieser Weg daher noch schwieriger zu bewältigen als der Austritt. Daraus ist zu schlussfolgern, dass die Bi-

¹⁷ Der Nennwert dürfte deutlich darüber liegen.

lanzeffekte eher für als gegen einen Austritt sprechen. Dem kann zwar entgegengehalten werden, dass die externe Abwertung und die damit einhergehende Belastung der ausländischen Gläubiger schlagartig erfolgen würde, während sich die interne Abwertung wohl über Jahre hinzöge. Träfe man jedoch Vorsorge, z.B. durch Rekapitalisierungshilfen für betroffene Gläubiger, so erscheint eine schnelle Krisenbereinigung wünschenswerter als eine langwierige rezessive Schulden-Deflationsspirale.

Sowohl Gläubiger als auch Schuldner präferieren wahrscheinlich das dritte Szenario, nämlich den Verbleib in der Währungsunion mit internationalen Transfers. Dies würde allerdings die negativen Bilanzeffekte auf die europäischen Steuerzahler verlagern und zudem für die Zukunft auf einzelwirtschaftlicher wie auf europäischer Ebene in hohem Maße adverse Anreize setzen.

Organisatorische Umsetzung eines Austritts Griechenlands aus der Währungsunion

Fallstudie: Aufspaltung der Tschechoslowakei 1993

Obgleich sich die Aufspaltung der Tschechoslowakei von einem möglichen Ausstiegsszenario Griechenlands in vielen Gesichtspunkten unterscheidet, bietet dieses Fallbeispiel doch interessante Aspekte für die organisatorische Umsetzung eines Austritts Griechenlands aus der Eurozone. Um mögliche wirtschaftliche Verwerfungen im Zuge der Trennung beider Staaten einzudämmen, wurde bei der Gründung der Tschechischen und Slowakischen Nationalstaaten zum 1. Januar 1993 zunächst der Verbleib in einer gemeinsamen Währungsunion vereinbart.¹⁸ Bereits von Beginn an war die Währungsunion nur als Übergangslösung geplant und sollte das erste Mal nach sechs Monaten evaluiert werden. Ähnlich wie zwischen Griechenland und den stärkeren Eurostaaten herrschte zwischen Tschechien und der Slowakei¹⁹ zum Zeitpunkt der Trennung ein großes wirtschaftliches Ungleichgewicht. Die Slowakei war vom Fall des Eisernen Vorhangs ungleich härter getroffen worden und kam auf ihrem Reformkurs nur langsam voran. So verfügte Tschechien 1992 über ein Pro-Kopf-Einkommen das rund 20% über dem der Slowakei lag und zog etwa 90% der Auslandsinvestitionen in die Tschechoslowakei an. Zudem lag die slowakische Arbeitslosigkeit mit rund 12% deutlich über der tschechischen von etwa 3%. Insgesamt verfügte die Tschechoslowakei zum Zeitpunkt der Trennung

über einen nahezu ausgeglichenen Staatshaushalt. Ohne bedeutende innerstaatliche Transfers hätte das slowakische Budgetdefizit 1992 jedoch bei fast 10% des BIP gelegen, während Tschechien Überschüsse erzielte. Mit dem Ende des gemeinsamen Staatengebildes zum 1. Januar 1993 kam es zu einem abrupten Auslaufen der Fiskaltransfers. Während der Tschechische Nationalstaat es schaffte, sich am Finanzmarkt zu refinanzieren, war die Slowakei dazu gezwungen, ihre Anleihen an die zum 1. Januar 1993 neu gegründete Slowakische Zentralbank zu verkaufen (vgl. Šmídková 1994).

Nach der Aufspaltung in zwei divergierende Nationalstaaten mit unterschiedlichen Produktivitätsniveaus, Lohnkosten und Geschwindigkeiten des politischen Reformkurses war davon auszugehen, dass die gemeinsame Währungsunion nur für eine Übergangszeit Bestand haben würde, und dass es früher oder später zu einer Abwertung der slowakischen gegenüber der tschechischen Krone kommen würde. In Erwartung dieser Abwertung setzte bereits Ende 1992, nachdem die Entscheidung über die Trennung der Nationalstaaten getroffen war, eine Kapitalflucht von der Slowakei nach Tschechien ein. Unternehmen wie Privatpersonen zogen ihr Geld von den slowakischen Banken ab, um es auf tschechische Konten zu transferieren. Zugleich schossen die slowakischen Importe aus der Tschechei in die Höhe. Im vierten Quartal 1992 lagen diese um ein Viertel über dem Vorjahresniveau, während der Handel in umgekehrter Richtung nur um 16% zunahm. Während die slowakischen Importeure ihre Schulden sofort beglichen, um im Falle einer Abwertung der Slowakischen Krone nicht auf höheren Auslandsschulden sitzen zu bleiben, zögerten die tschechischen Importeure die Zahlungen möglichst hinaus. Zunächst versuchte die bis Ende 1992 existierende gemeinsame Zentralbank, den Kapitalabfluss aus der Slowakei durch eine erhöhte Kreditvergabe an das slowakische Bankensystem auszugleichen – eine Situation, die Parallelen zur Kreditvergabe der EZB an das griechische Bankensystem aufweist. Gleichsam machte sich das schwindende Vertrauen in den Bestand der Währungsunion und die damit einhergehende Unsicherheit durch einen zunehmenden Abfluss der Währungsreserven bemerkbar.²⁰ Dieser wurde sowohl durch Unternehmen und Privatpersonen ausgelöst, die verstärkt ausländische Devisen nachfragten, als auch durch die Töchter ausländischer Banken, die kaum noch Tschechoslowakische Kronen akzeptierten und ihre Währungsbestände in ausländische Devisen umschichteten (vgl. Šmídková 1994).

Aufgrund der fundamentalen wirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen den Teilstaaten, der zunehmenden Flucht

¹⁸ Gemäß Dedek et al. (1996, 117) hatte die Tschechoslowakische Krone seit dem Beginn der Transformationsphase mit dem Fall des Eisernen Vorhangs eine beträchtliche Reputation in Bezug auf ihre Stabilität erworben und man konnte nicht davon ausgehen, dass sich diese automatisch auf die beiden nationalen Nachfolgewährungen übertragen würde.

¹⁹ Tschechien und Slowakei werden hier als Synonyme für den tschechischen und slowakischen Teil der Tschechoslowakei verwendet.

²⁰ So kam es allein zwischen dem 1. Januar und dem 9. Februar 1993 fast zu einer Halbierung der Fremdwährungsreserven der Tschechischen Zentralbank (vgl. Dedek et al. 1996, 121 f.).

von slowakischen in tschechische Bankeinlagen²¹ sowie aufgrund des sich beschleunigenden Abflusses von Fremdwährungsreserven entschloss sich die Tschechische Regierung am 19. Januar zum Austritt aus der Währungsunion und trat in Geheimverhandlungen mit der Slowakei über die Austrittsbedingungen ein (vgl. Fidrmuc et al. 1999). Nachdem eine Einigung erzielt worden war, wurde schließlich am 2. Februar die Aufgabe der Währungsunion bekannt gegeben. Direkt im Anschluss wurden alle Zahlungen zwischen den beiden Staaten unterbunden sowie die Grenzkontrollen verstärkt, um eine »physische« Kapitalflucht zu verhindern. Während der Umtauschperiode zwischen dem 4.–7. Februar (Donnerstag bis Sonntag) wurden die alten Banknoten durch das Aufkleben von Wertmarken (ähnlich Briefmarken) in die neuen Währungen umgewidmet. Um vorweg die Geheimhaltung der Aktion zu gewährleisten, waren die Marken zuvor in Großbritannien bei einer Privatfirma gedruckt worden. Die Verteilung der umgewidmeten Banknoten wurde durch Polizei und Militär unterstützt. Um den Umtausch zu vereinfachen, wurde die maximal umtauschbare Menge an Bargeld auf umgerechnet etwa 136 US-Dollar begrenzt. Der Rest musste auf Bankkonten eingezahlt werden und wurde dort elektronisch umgestellt. Insgesamt ging der Umtausch relativ reibungslos vonstatten. Auf tschechischer Seite waren an dem Transport, der zusätzlichen Grenzsicherung und dem Bargeldumtausch zwar rund 40 000 Personen beteiligt (vgl. Lopatka 2011), allerdings beliefen sich die Gesamtkosten der Währungsumstellung »nur« auf knapp 0,2% des Bruttoinlandsprodukts.²²

Schlussfolgerungen für Griechenland

Die Aufspaltung der Tschechoslowakei zeigt eindrucksvoll, dass in Antizipation einer Währungsumstellung unter Abwertungserwartungen sehr schnell massive Kapitalbewegungen ausgelöst werden können. Dies ist durchaus vergleichbar mit der aktuellen Lage Griechenlands. Darüber hinaus legt der Ablauf der Währungstrennung nahe, dass auch unter relativ chaotischen Umständen (ein politischer Umbruch nach den tschechoslowakischen Parlamentswahlen 1992 führte zur Aufspaltung in zwei Nationalstaaten) eine rasche Währungsumstellung innerhalb weniger Wochen möglich und mit überschaubaren Kosten verbunden ist. Von entscheidender Bedeutung erscheint jedoch die unbedingte Geheimhaltung in der Vorbereitungsphase. Dies schließt etwaige Verhandlungen der Eurostaaten mit der griechischen

Regierung sowie die anschließende technische Umsetzung ein. Insbesondere die erfolgreiche Einführung von wirksamen Kapitalverkehrs- und Grenzkontrollen dürfte aber aufgrund der heute inner- und außerhalb der EWU höheren finanziellen Integration und Freizügigkeit schwieriger sein als im damaligen tschechoslowakischen Fall. So wären nicht nur umfangreiche Grenz- und Kapitalverkehrskontrollen zwischen Griechenland und der EWU sondern auch gegenüber Drittländern notwendig.

Ein weiterer und womöglich gravierender Unterschied zu Griechenland besteht darin, dass in der Tschechoslowakei die alte Währung komplett durch zwei neue Währungen ersetzt wurde. Dies käme für den Euro einem Szenario gleich, indem nicht nur die Griechen ihre Euro bargeldbestände in NGD stempeln würden, sondern auch die restlichen Euroländer ihre Bargeldbestände markieren bzw. umwidmen würden. Blicke andererseits das ungestempelte Bargeld in den Eurostaaten als gültiges Zahlungsmittel in Umlauf, so fiel es der griechischen Regierung wesentlich schwerer, die Bevölkerung zum Umtausch der Bargeldbestände zu bewegen, da diese im Rest der Eurozone weiterhin ihren Wert behalten würden. Aus der Sicht der Eurozone stellen diese Bargeldbestände Forderungen an die EZB dar. Ein Verzicht des Stempelns der Bargeldbestände in der Eurozone entspricht daher aus Sicht des Eurosystems langfristig einem entgangenen Seigniorage-Gewinn in Höhe der umlaufenden Bargeldmenge in Griechenland. Dieser potentielle Verlust wäre den Kosten einer Bargeldumstellung im Rest der Eurozone gegenüberzustellen.

Ein möglicher Ablaufplan für Griechenland

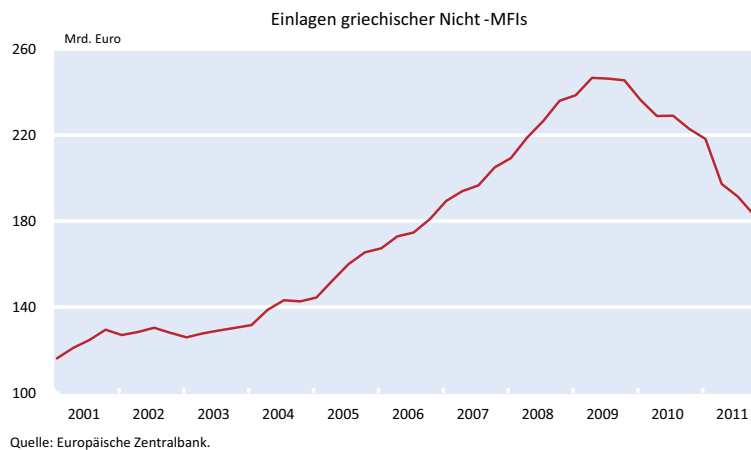
Allgemeines

Wie in den vorhergehenden Kapiteln diskutiert, würde die neue griechische Währung NGD mit hoher Wahrscheinlichkeit nach ihrer Einführung zunächst kräftig gegenüber dem Euro abwerten. Eine vorherige Bekanntgabe des griechischen Austritts aus dem gemeinsamen Währungsraum ist deshalb problematisch. Wird von den Unternehmen und Haushalten die Einführung einer neuen Währung antizipiert, wird es zu einem Abzug der in Euro denominierten Einlagen aus dem Bankensystem kommen. Bereits zwischen Ende 2009 und Ende 2011 wurden aus dem Bankensystem Einlagen in Höhe von 63 Mrd. EUR von privaten griechischen Nichtbanken abgezogen (vgl. Abb. 18). Während ein Teil des Rückgangs der Einlagen sicherlich auf die schwache konjunkturelle Situation in Griechenland und die damit verbundene Abschwächung der Geldnachfrage zurückzuführen ist, dürfte der überwiegende Teil aus einem Vorsichtsmotiv der Privaten heraus erklärt werden. Aus Misstrauen gegenüber dem heimischen Bankensystem ziehen es Haushalte und Unternehmen vor, Einlagen ins sichere Ausland zu transfe-

²¹ Bereits am 1. Februar 1993 reagierte die Tschechische Notenbank auf den vermehrten Zustrom slowakischer Depositen und den damit einhergehenden dramatischen Anstieg von Überschussreserven im tschechischen Bankensystem mit einer Anhebung der Mindestreservspflicht sowie mit dem Ausschluss von Banken mit hohen Überschussreserven von den regulären Auktionen für Zentralbankgeld. Durch diese regulatorischen Maßnahmen sowie durch umfangreiche Offenmarktgeschäfte konnte die Zentralbank zunächst die Überschussreserven zwar neutralisieren, sie induzierte hierdurch aber auch einen Anstieg der Geldmarktzinsen (vgl. Dedek et al. 1996, 124 f.).

²² Berechnungen des ifo Instituts auf Basis von Dedek et al. (1996).

Abb. 18
Einlagenabzug aus dem griechischen Bankensystem



rieren oder Bargeld zu halten.²³ Die Ankündigung der Einführung der NGD hätte mit hoher Wahrscheinlichkeit einen Banken-Run und den Zusammenbruch des griechischen Bankensystems zur Folge, was mit erheblichen Kosten sowohl für den griechischen Staat als auch für die internationale Gemeinschaft verbunden wäre.²⁴ Historische Beispiele, wie etwa die Aufspaltung der Tschechoslowakei 1993, zeigen deutlich, dass durch Abwertungserwartungen induzierte Kapitalabflüsse binnen Wochen ein für das Bankensystem untragbares Ausmaß erreichen können. Dies hat wichtige Implikationen für die technische Umsetzung des Währungsaustritts.

Die Währungsumstellung müsste mit sogenannten Bankfeiertagen einhergehen oder an einem langen Wochenende, wie etwa zu Ostern, erfolgen. Diese Zeit würde benötigt, um die Salden auf Giro- und Sparkonten zu erfassen sowie die Bargeldumstellung in den Banken durchzuführen (siehe unten für die genaue Abwicklung). Grundlage für einen solchen Schritt müsste jedoch ein Parlamentsbeschluss sein, der zunächst im Rahmen einer Sondersitzung des Parlaments herbeizuführen wäre. Die entsprechenden Gesetze für den Austritt müssten unverzüglich in Kraft treten. Dabei umfasst der gesetzliche Regelungsbedarf sowohl die Einführung der neuen Währung als gesetzliches Zahlungsmittel sowie die Umstellung aller Sparguthaben, Kreditvereinbarungen und sonstiger Verträge mit inländischem Gerichtsstand auf die neue Währung. Darüber hinaus müssten vorübergehend und mit sofortiger Wirkung Kapital- sowie Personenverkehrskontrollen einge-

führt werden, um einen Kapitalabfluss ins Ausland zu verhindern.

Die Umstellung von Buchgeld

Bei der Umwandlung der elektronischen Währungsbestände muss zunächst entschieden werden, welche Konten in die neue Währung umgewandelt werden. Meyer (2012) schlägt vor, zwischen In- und Ausländern gemäß der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zu unterscheiden und nur die Konten von Inländern umzuwandeln. Aus praktischen und rechtlichen Erwägungen gehen wir aber davon aus, dass alle Konten, die unter griechischem Recht eröffnet wurden, umgewandelt werden, unabhängig davon, ob Sie Inländern oder Ausländern zuzuordnen sind.²⁵

Am Tag der Umstellung würden die Euro-Konten der griechischen Geschäftsbanken bei der griechischen Zentralbank eingefroren und zum Kurs 1:1 in NGD umgewandelt. Genauso würden ausstehende Kredite der Zentralbank an die Geschäftsbanken in NGD umgewandelt. Zudem würde auf Grundlage eines neuen Zentralbankgesetzes eine vom Eurosystem losgelöste griechische Zentralbank etabliert. Die Euro-Konten bei den Geschäftsbanken würden ebenfalls in NGD umgewandelt. Die neue Währung würde am Devisenmarkt gehandelt werden.

Die Bargeldumstellung

Da der Austritt aus der Währungsunion überraschend geschehen muss, wird es nicht möglich sein, eine neue Papierwährung bereits am Tag der Umstellung bereitzustellen. Daher wird man zunächst weiterhin Eurobanknoten verwenden müssen, die aber durch einen Stempel als NGD-Banknoten gekennzeichnet werden.²⁶ Banknoten, die am Bankschalter oder Geldautomaten erhältlich sind, würden bereits von der Bank gestempelt. Geschäfte sollten für die »Stempelungsperiode« weiterhin Eurobanknoten annehmen, aber nur gestempelte Banknoten als Wechselgeld herausgeben. Durch die Verwendung magnetischer Tinte für die Stempel könnten die gestempelten Banknoten auch von Automaten erkannt werden.

Durch die starken Abwertungserwartungen der NGD gegenüber dem Euro gäbe es einen Anreiz, ungestempelte Euro zu horten und in den Rest der Eurozone zu schaffen. Deshalb müssen für eine Übergangszeit Grenzkontrollen eingeführt werden, um auch den physischen Kapitalexpert zu

²³ So nahm im selben Zeitraum die Neuemission von Bargeld durch die griechische Zentralbank deutlich um 20 Mrd. Euro zu.

²⁴ Aber auch bei einem Verbleib in der Währungsunion und einer internen Abwertung (Szenario 2) dürfte es zu einem weiteren Einlagenabzug kommen. Da in diesem Szenario mit einer ausgeprägten und langanhaltenden Rezession zu rechnen ist, würden Abschreibungen ausstehender Kredite deutlich zunehmen und die Solvenz griechischer Banken stark belastet werden. Der Einlagenabzug dürfte sich weiter fortsetzen und könnte staatliche Intervention (inklusive einer staatlichen Garantie der Einlagen) zur Stützung des Bankensektors unausweichlich machen.

²⁵ Deo et al. (2011) stellen sogar die hypothetische Frage, ob nicht alle Fremdwährungskonten, also z.B. auch Pfund Sterling und Dollar Konten, in NGD umgewandelt werden sollten.

²⁶ Alternativ schlägt Bootle (2012) vor, bis zur Verfügbarkeit der neuen Münzen und Scheine ganz auf Bargeld zu verzichten. Während dies für die Abwicklung geschäftlicher Transaktion sicherlich möglich wäre, erscheint es uns für das Alltagsleben als nicht praktikabel.

unterbinden. Problematisch ist hierbei vor allem, dass – anders als im Beispiel der Tschechoslowakei – der Euro im Rest der Eurozone weiterhin als gesetzliches Zahlungsmittel bestehen bleibt. Wie schon diskutiert, könnte man darüber nachdenken, auch die Banknoten in der restlichen Eurozone zu stempeln und ungestempelte Scheine dann nach einer Übergangsfrist für ungültig zu erklären, um zu verhindern, dass »vergrabene« Euro-Bargeldbestände zu einem späteren Zeitpunkt aus Griechenland in die Rest-Eurozone gebracht werden. Hierbei sind aber Kosten und Nutzen dieser Aktion gegeneinander abzuwägen.²⁷

Aufgrund der hohen Währungsrisiken könnte es in Griechenland zeitweilig zu einer Euroisierung kommen, das heißt, der Euro würde als Schattenwährung weiter bestehen. Meyer (2012, 24) diskutiert diese Problematik und sieht die Lösung in der Vertrauensbildung der griechischen Regierung in die neue Währung, um so ihr Währungsmonopol zurückzugewinnen.

Die Umstellung von Verträgen

Die Währungsumstellung betrifft überdies alle zuvor vereinbarten Kontrakte (inkl. Schulden, Löhne, Renten und Mieten). Hierbei kommt dem im jeweiligen Vertrag vereinbarten Gerichtsstand eine entscheidende Rolle zu. Die Verträge, welche allein unter griechisches Recht fallen, können relativ problemlos und mit hoher Rechtssicherheit per Gesetz auf die neue Währung umgestellt werden. Dies ist für den Großteil der Schuldkontrakte des Privatsektors in Griechenland der Fall. Wurde jedoch ein Gerichtsstand außerhalb der Rechts hoheit Griechenlands vereinbart, so können sich aus dem Vertragsverhältnis ergebende Euro-Forderungen außerhalb Griechenlands eingeklagt werden. In diesen Fällen wäre zum Teil mit langjährigen Prozessen zu rechnen.²⁸ Losgelöst vom juristischen Ergebnis ist jedoch aufgrund der zu erwartenden Abwertung der NGD gegenüber dem Euro damit zu rechnen, dass gerichtlich festgestellte Euro-Forderungen in Ermangelung der ökonomischen Leistungsfähigkeit der Euro-Schuldner uneinbringlich werden. Für den öffentlichen Sektor gilt, dass aufgrund der Vertragsbedingungen der im März dieses Jahres vereinbarten Umschuldung der griechischen Staatsschulden diese auch nach einer Währungsumstellung in Euro denominiert bleiben (vgl. dazu auch Kapitel 3.2).

Fazit

Ein Austritt Griechenlands aus der Währungsunion, verbunden mit einer externen Abwertung der neuen Währung,

stellt eine organisatorische Herausforderung, aber letztlich eine gangbare Alternative zur derzeitigen Strategie der internen Abwertung dar. Griechenland profitierte von seinem Beitritt zur Eurozone im Jahr 2001, denn Kapitalimporte und Zinskonvergenz zwischen den Mitgliedsländern lösten in Griechenland einen Bau- und Investitionsboom aus. Zwischen den Jahren 2001 und 2007 wuchs die gesamtwirtschaftliche Produktion um durchschnittlich 4,6%. Dies führte zu einem beschleunigten Lohn- und Preisanstieg, so dass Griechenland an Wettbewerbsfähigkeit verlor. Von Anfang 2001 bis zum Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2008 wertete Griechenland real um über 20% gegenüber seinen wichtigsten Handelspartnern auf; bis Ende 2009 waren es sogar 28%. Dementsprechend stieg das Leistungsbilanzdefizit bis 2008 auf 15% des BIP. Dies war nur durch den massiven Zufluss von ausländischem Kapital möglich, so dass die Auslandsverschuldung bis 2009 auf 180% in Relation zum BIP anstieg.

Mit der Eurokrise und der damit einhergehenden tiefen Rezession in Griechenland hat sich diese Entwicklung zwar umgekehrt, die Anpassungen sind aber bei weitem nicht ausreichend. Der Versuch, die makroökonomischen Ungleichgewichte über eine interne Abwertung zu verringern, zeigte bislang – trotz massiver Unterstützung der Staatengemeinschaft (Griechenlandfazilität, Schuldenschnitt, Target-Kredite) – nur einen begrenzten Erfolg und ging mit hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten einher. Zwar konnte Griechenland bereits ein Viertel des seit Einführung des Euros erlittenen Verlusts an preislicher Wettbewerbsfähigkeit wieder wettmachen und dabei das Leistungsbilanzdefizit auf zuletzt 10% des BIP reduzieren. Allerdings stieg die Arbeitslosenquote von 7% Mitte 2008 auf 21% Ende 2011. Gleichzeitig fiel das reale BIP zwischen dem zweiten Quartal 2008 und dem vierten Quartal 2011 um 18%.

Die Erfahrungen in Irland und den baltischen Republiken zeigen ebenfalls, dass die Strategie der internen Abwertung mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden ist. Diesen Ländern ist es seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 gelungen, die Preise und Löhne bei festen Wechselkursen bzw. innerhalb der Währungsunion deutlich zu senken und Leistungsbilanzüberschüsse zu erzielen. Im Vergleich zu Griechenland ging dieser Abwertungsprozess aber mit deutlich tieferen Rezessionen und Lohneinschnitten einher. Die griechische Volkswirtschaft scheint dieses Ausmaß an Flexibilität nicht leisten zu können.

Die historische Erfahrung legt nahe, dass sich Länder nach externen Abwertungen deutlich schneller erholen. Nach dem Beginn der Abwertung mussten die Länder im Durchschnitt noch ein Jahr lang geringere Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts als im Vorkrisenzeitraum hinnehmen, bevor eine wirtschaftliche Erholung einsetzte. Das Vorkrisenwachstum wurde nach durchschnittlich zwei Jahren erreicht.

²⁷ Vor allem wenn zu befürchten ist, dass weitere Länder den Euroraum verlassen könnten und diese Aktion dann wiederholt werden müsste.

²⁸ Laut Nordvig und Firoozye (2012) könnte die durch den Austritt bedingte juristische Unsicherheit durch geeignete Richtliniengebung der EU vermindert werden.

Einhergehend mit einer realen Abwertung verbesserten sich die Leistungsbilanzsalden im Durchschnitt jedoch bereits innerhalb eines Jahres deutlich. Die Schulden- und Währungs-krise in Argentinien im Jahr 2002, die Abwertung des thailändischen Baht 1997 im Rahmen der Asienkrise und der Austritt Italiens 1992 aus dem Europäischen Währungssystem liefern uns detailliertere Erkenntnisse über die Effekte einer externen Abwertung. Alle drei Länder haben von der Abwertung profitiert, wenn auch in unterschiedlichem Maße. Während die Rezession in Argentinien bereits ein Quartal nach der Freigabe des Wechselkurses überstanden war, hielt sie in Thailand und Italien noch über ein Jahr an, bevor sich die Volkswirtschaft erholte. Alle drei Länder konnten bereits im Jahr der Abwertung bzw. im Folgejahr Leistungsbilanzüberschüsse realisieren.

Obwohl deutliche Parallelen vor allem zwischen der Entwicklung dieser Volkswirtschaften damals und der griechischen während des vergangenen Jahrzehnts erkennbar sind, sind die Ungleichgewichte – allen voran die Verschuldung – mit denen Griechenland zu kämpfen hat, ungleich größer. Keines der angeführten Beispiele hatte zum Zeitpunkt der Krise derart hohe Leistungsbilanzdefizite und Staatsschulden- sowie Auslandsverschuldungsquoten. Dies spricht dafür, dass Griechenland auch im Fall eines Austritts aus der Europäischen Währungsunion nicht nur ein längerer Anpassungsprozess, sondern auch eine deutlichere Abwertung bevorsteht.

Vergleicht man die Effekte, die sich aus einer internen bzw. externen Abwertung auf die Verschuldung Griechenlands ergeben würden, so zeigt sich, dass die negativen Bilanzeffekte nicht maßgeblich von der Austrittsentscheidung abhängen. In jedem Fall reflektieren sie die Überschuldung der griechischen Volkswirtschaft: hohen Verbindlichkeiten steht eine geringe Wirtschafts- und damit Rückzahlungskapazität gegenüber. Bei einem Austritt werden die internen Schulden über die Wechselkursanpassung faktisch mit abgewertet und so der internen Leistungskraft angepasst. Dagegen bleiben die externen Schulden in realer Rechnung unverändert bestehen, weshalb sich ihr in neuer griechischer Währung ausgedrückter Nominalwert erhöht. Bei einem Verbleib Griechenlands in der Währungsunion und gleichzeitigen Preis- und Lohnsenkungen wird dagegen auch die interne Verschuldung nicht angepasst. Einer sinkenden nominalen Rückzahlungskapazität stehen unveränderte nominale Verbindlichkeiten gegenüber. Aus Sicht der Schuldner ist dieser Weg daher noch schwieriger zu bewältigen als der Austritt, da die Bruttoverschuldung der griechischen Wirtschaft mit 500 Mrd. Euro um etwas mehr als 200 Mrd. Euro über den von einer nominalen Abwertung unmittelbar betroffenen Auslandsschulden liegt. Daraus ist zu schlussfolgern, dass die Bilanzeffekte eher für als gegen einen Austritt sprechen.

Technisch-organisatorisch ist ein Austritt aus der Währungsunion mit moderaten Kosten möglich. Die Aufspaltung der

Tschechoslowakei demonstriert dabei eindrucksvoll, dass in Antizipation einer Währungsumstellung mit Abwertungserwartungen sehr schnell massive Kapitalbewegungen ausgelöst werden können. Von entscheidender Bedeutung erscheinen daher die unbedingte Geheimhaltung in der Vorbereitungsphase und die erfolgreiche Einführung von wirksamen Kapitalverkehrs- und Grenzkontrollen. Dennoch kann die Gefahr eines Banken-Runs nicht vollständig ausgeschlossen werden. Ein massiver Einlagenabzug würde griechische Banken in die Insolvenz führen; Stützungsmaßnahmen – vor allem von der internationalen Staatengemeinschaft – wären erforderlich.

Von großer Bedeutung für die anderen Länder des Euroraums sind die durch einen Austritt Griechenlands induzierten Ansteckungseffekte, insbesondere auf Krisenländer wie Portugal und Irland. Vor allem in einem Ansturm auf die Banken, der zu einem Zusammenbruch des Bankensystems in den betroffenen Ländern führen könnte, ist ein großes Risiko zu sehen, das die Kosten eines Austritts Griechenlands massiv erhöhen könnte. Gegen Ansteckungseffekte im größeren Ausmaß spricht, dass sich zumindest internationale Kapitalanleger bereits in den vergangenen Jahren im großen Stil aus den europäischen Krisenländern zurückgezogen haben; die Target-Salden innerhalb des Eurosystems verdeutlichen diese Kapitalflucht nur zu deutlich. Die Wahrscheinlichkeit einer Ansteckung ist wohl für Portugal am größten, da es sich in einer ähnlich prekären Lage befindet wie Griechenland. Eine Ansteckung Irlands ist weniger wahrscheinlich, weil die Märkte beobachten, dass Irland erfolgreich gegen seine makroökonomischen Ungleichgewichte vorgegangen ist und seit 2010 wieder Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet.

Literatur

- Anastasatos, T. und D. Malliaropoulos (2011), »Competitiveness, External Deficit and External Debt of the Greek Economy«, *Eurobank Research* 6(7),
- Boote, R. (2012), »Leaving the euro: A practical guide«, *Capital Economics*, online verfügbar unter: <http://www.policyexchange.org.uk/images/Wolfson-Prize/wep%20shortlist%20essay%20-%20roger%20boote.pdf>.
- Bordo, M. und L. Jonung (1999), »The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?«, NBER Working Paper 7365.
- Brenke, K. (2012), »Die griechische Wirtschaft braucht eine Wachstumsstrategie«, *DIW Wochenbericht* 79(5), 3–15.
- Buiter, W., J. Michels und E. Rahbari (2011), »ELA: An Emperor without Clothes?«, *Citi Global Economics View* 21, online verfügbar unter: <http://www.willembuiter.com/ela.pdf>.
- Buiter, W. und E. Rahbari (2012), »Rising Risk of Greek Euro Area Exit«, *Citi Global Economics View* 6, online verfügbar unter: <http://willembuiter.com/grexit.pdf>.
- Cavallo, D. (2011), »Looking at Greece in the Argentinean mirror«, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6758>, aufgerufen am 18. April 2012.
- Cavallo, D. und J. Cottani (2010), »Making fiscal consolidation work in Greece, Portugal, and Spain: Some lessons from Argentina«, online verfügbar

unter: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5018>, aufgerufen am 18. April 2012.

Dedek, O. (Hrsg.) (1996), *The Break-up of Czechoslovakia: An In-depth Economic Analysis*, Avebury, Aldershot.

Deo, S., P. Donovan und L. Hatheway (2011), »Euro break-up – the consequences«, *UBS Global Economic Perspectives*, 6. September.

EEAG (2011), *The EEAG Report on the European Economy*, CESifo GmbH, München.

Felipe, J. und U. Kumar (2011), »Do some countries in the Eurozone need an internal devaluation? A reassessment of what unit labour costs really mean«, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6299>, aufgerufen am 18. April 2012.

Fidrmuc, J., J. Horvath und J. Fidrmuc (1999), »Stability of monetary unions: Lessons from the break-up of Czechoslovakia«, ZEI Working Paper, B99-17.

Fisher, I. (1933), »The debt-deflation theory of great depressions«, *Econometrica* 1(4), 337–357.

Glick, R. und A. Rose (2002), »Does a currency union affect trade? The time-series evidence«, *European Economic Review* 46(6), 1125–1151.

Kaminsky, G., C. Reinhart und C. Vegh (2003), »The Unholy Trinity of Financial Contagion«, *Journal of Economic Perspectives* 17(4), 51–74.

Lindner, A. (2011), »Macroeconomic Adjustment: The Baltic States versus Euro Area Crisis Countries«, *Intereconomics* 46(6), 340–345.

Lopatka, J. (2011), »Lessons from Czechoslovakia: a currency split that worked«, online verfügbar unter: <http://www.reuters.com/article/2011/12/08/us-eurozone-lessons-czechoslovakia-idUSTRE7B710V20111208>, aufgerufen am 18. April 2012.

Meyer, D. (2012), »Ein Fahrplan zum Euroaustritt – technische Vorbereitung und Durchführung im Austrittsland«, *ifo Schnelldienst* 65(6), 22–27.

Nielsen, L.H.W. (2012), »Achieving fiscal and external balance (Part 1): The price adjustment required for external sustainability«, *Goldman Sachs Global Economics, European Economics Analyst*, 12/01.

Nitsch, V. (2004), »Have a Break, Have a ... National Currency: When Do Monetary Unions Fall Apart?«, CESifo Working Paper 1113.

Nordvig, J. und N. Firoozye (2012), *Planning for an orderly break-up of the European Monetary Union*, Nomura Securities.

Obstfeld, M. und K. Rogoff (2007), »The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited«, in: R. Clarida (Hrsg.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, Chicago, 339–376.

Reinhart, C. (2010), »This Time is Different Chartbook: Country Histories on Debt, Default, and Financial Crises«, NBER Working Paper 15815.

Reinhart, C. und K. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.

Rose, A. (2007), »Checking out: exits from currency unions«, *Journal of Financial Transformation* 19, 121–128.

Roubini, N. (2011), »Four Options to Address the Eurozone's Stock and Flow Imbalances: The Rising Risk of a Disorderly Break-Up«, online verfügbar unter: <http://www.roubini.com/analysis/165338.php>, aufgerufen am 18. April 2012.

Schwirz, S. (1999), *Der Euro, internationale Verträge und Finanzderivate*, LIT Verlag, Münster.

Sinn, H.-W., T. Buchen und T. Wollmershäuser (2011), »Trade Imbalances: Causes, Consequences and Policy Measures«, in: J. Boorman und A. Icard (Hrsg.), *Reform of the International Monetary System – The Palais Royal Initiative*, SAGE Publications Ltd., New Delhi, 321–342.

Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility«, NBER Working Paper 17626.

Sinn, H.-W. (2012), »Die Preise senken«, *Handelsblatt*, 2. März, 45.

Smidkova K. (1994), »Exchange-rate system between the Czech and Slovak republics«, Czech National Bank Research Paper 16, Czech National Bank, Prag.

Weidmann, J. (2012), »Was steckt hinter den Target2-Salden?«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, online verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/standpunkt-jens-weidmann-was-steckt-hinter-den-target2-salden-11681939.html>, aufgerufen am 18. April 2012.

Weisbrodt, M. und R. Ray (2011), »Latvia's Internal Devaluation: A Success Story?«, Center for Economic and Policy Research, online verfügbar unter: <http://www.cepr.net/index.php/publications/reports/latvias-internal-devaluation-a-success-story>, aufgerufen am 18. April 2012.

Anhang

Tabelle A.1

Tab. A1
Chronologie von Währungskrisen

Land	Währungskrisen
Ägypten	1989–2001, 2003
Algerien	1988–1991, 1994–1995
Angola	1991–2005, 2009–2010
Argentinien	1974–1992, 2002
Australien	1982, 1985, 1997, 2000, 2008
Belgien	1982
Bolivien	1982–1985, 1987, 1989
Brasilien	1977–1995, 1999, 2001–2002, 2008
Chile	1969–1985, 1987, 1989, 2008
China	1984, 1986, 1989, 1994
Costa Rica	1981, 1991, 1995
Dänemark	2010
Deutschland	1984, 1997
Dominikanische Republik	1985, 1987–1988, 1990, 2002–2003
Ecuador	1982–1992, 1995–2000
El Salvador	1988
Elfenbeinküste	1994
Finnland	1992
Ghana	1983–1989, 1992–1997, 1999–2000, 2002, 2008, 2009
Griechenland	1980, 1983, 1985–1986, 1990, 1999–2001
Guatemala	1986, 1989–1990
Honduras	1990, 1993–1994, 1996
Indien	1984, 1988, 1991, 1993, 2008
Indonesien	1983, 1997–1998, 2000, 2008
Irland	1993, 1997
Island	1974–1986, 1988–1989, 2008
Italien	1992
Kanada	2008
Kenia	1981–1982, 1989, 1991–1993, 1999, 2008
Kolumbien	1980–1991, 1995, 1997–2000, 2002
Korea	1979–1980, 1997, 2008
Malaysia	1997
Marokko	1985
Mauritius	1981, 1983, 1984, 1997
Mexiko	1982–1987, 1989, 1994–1995, 1998, 2008
Neuseeland	1981, 1984, 1997, 2008
Nicaragua	1985–1986, 1991, 1993
Nigeria	1981, 1985–1990, 1992, 1999
Norwegen	1982, 1986, 2008
Paraguay	1984–1986, 1989, 1992–1993, 1996–1999, 2001–2002
Philippinen	1983–1984, 1990, 1997, 2000
Polen	1979–1982, 1984–1993, 1995–1997, 1999, 2008
Portugal	1981–1984
Rumänien	1983, 1990–2001, 2008, 2010
Russland	1981, 1983, 1987–1996, 1999, 2008
Sambia	1993–1986, 1988–1996, 1998, 2000, 2008
Schweden	1982, 1992, 2005, 2008
Schweiz	1984, 1999
Singapur	1997
Spanien	1982, 1993
Sri Lanka	1980, 1983, 1989
Südafrika	1981, 1984–1985, 1988, 1996, 1998, 2000–2001, 2008
Taiwan	1998
Thailand	1984, 1997, 2000
Tunesien	1986
Türkei	1977–2001, 2008
UK	1981–1983, 1993, 2008
Ungarn	1982, 1989, 1991, 1993, 1995–1997, 1999
Uruguay	1974–1997, 2001–2002
USA	2002–2003
Venezuela	1984, 1986, 1989–1996, 2002, 2004, 2010
Zentralafrikanische Republik	1994

Quelle: Reinhart (2010).