

# Wie schnell erholt sich eine Volkswirtschaft nach einer Währungs- und Staatsschuldenkrise?

56

## Historische Erfahrungen aus einer globalen Perspektive

Isabel Hanisch, Klaus Wohlrabe und Timo Wollmershäuser

Griechenland steckt in einer tiefen Krise. Seit dem Jahr 2007 ist das reale Bruttoinlandsprodukt um über 25% eingebrochen. Der im Jahr 2012 verhandelte Schuldenschnitt hat die Situation Griechenlands nicht nachhaltig verbessert. Mit dem Regierungswechsel Anfang dieses Jahres und mit dem jüngsten Referendum hat die griechische Bevölkerung Nein zum Reformprogramm der übrigen Euro-Mitgliedsländer gesagt. Eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und eine Sanierung des Staatshaushalts sind aber notwendige Voraussetzungen dafür, dass Griechenland die Krise überwindet und nicht dauerhaft von Transferzahlungen der Staatengemeinschaft (also wiederholten Schuldenerlassen) abhängt. Wenn diese Reformen nicht im Euro gelingen, verbleiben als einzige Option der Austritt aus der Währungsunion und die Wiedereinführung der griechischen Drachme mit einer anschließenden Abwertung. Bereits im Jahr 2012 hat sich das ifo Institut für einen Grexit ausgesprochen und im Rahmen einer Studie gezeigt, dass sich Staaten, die eine starke Abwertung ihrer Währung erfuhren, bereits zwei Jahre nach der Währungskrise wieder erholten und Wachstumsraten aufwiesen, die über den durchschnittlichen Raten des Vorkrisenzeitraums lagen (vgl. Born et al. 2012). Im vorliegenden Beitrag wird diese Untersuchung auf Staatsschuldenkrisen ausgeweitet. Als zentrales Ergebnis kann festgehalten werden, dass nur Schuldenschnitte, die zusammen mit einer starken externen Abwertung auftraten, mit einer nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung einhergingen.

Die Anzahl derer, die einen Schuldenschnitt und einen Austritt Griechenlands aus der Europäischen Währungsunion befürworten, hat in den vergangenen Monaten deutlich zugenommen. Damit verbunden ist die Hoffnung, dass Griechenland durch eine externe Abwertung der dann neu eingeführten griechischen Drachme wieder schnell an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen und somit die Krise hinter sich lassen könnte. Aus empirischer Sicht sind die Erfahrungen mit Austritten aus früheren Währungsunionen wenig hilfreich, da diese Krisen meist von kriegerischen Umständen begleitet wurden (vgl. Born et al. 2012). Dennoch gibt es eine Reihe historischer Beispiele für Staatsschuldenkrisen und Schuldenschnitte, die mit Währungs Krisen, also starken Abwertungen der Krisenwährungen gegenüber wichtigen Ankerwährungen, einhergingen. In dieser Studie sollen die Erfahrungen dieser Länder untersucht und auf einen Austritt Griechenlands aus der Eurozone übertragen werden, der mit einer starken Abwertung der neuen griechische Drachme einhergehen dürfte. Ziel der Untersuchung ist es somit, auf Grundlage dieser historischen Erfahrungen die realwirtschaftlichen Effekte von Währungs- und/oder Staatsschuldenkrisen zu quantifizieren

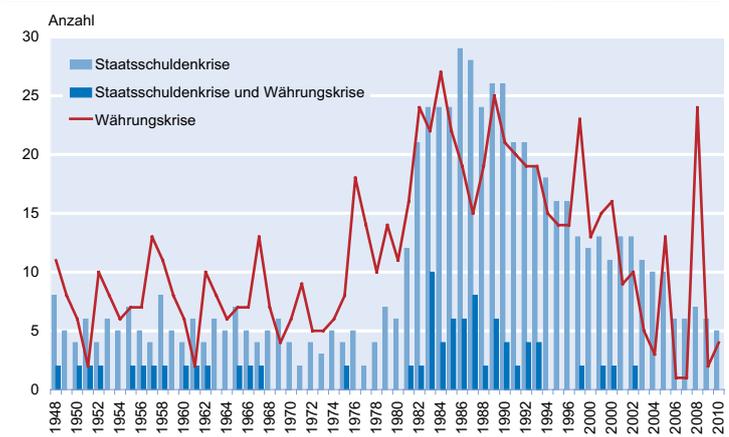
Der Zeitraum der Analyse erstreckt sich von 1960 bis 2010. Die Zeitreihen für das reale Bruttoinlandsprodukt werden den Penn World Tables des Center for International Comparisons der Universität Pennsylvania (CICUP) entnommen. Die Datierung der Währungs- und Staatsschuldenkrisen basiert auf den Arbeiten von Reinhart und Rogoff (2009) und Reinhart (2010). Diesen Autoren folgend, ist eine Währungskrise definiert als eine Abwertung von mindestens 15% innerhalb eines Jahres gegenüber der jeweiligen Ankerwährung (meist dem US-Dollar, dem britischen Pfund oder der D-Mark). Wie bereits in Reinhart und Rogoff (2009) dokumentiert, sind Währungs Krisen keine Seltenheit. Nachdem ihre Häufigkeit seit den 80er Jahren trendmäßig abgenommen hat, kam es in der jüngsten Weltfinanzkrise wieder zu einem sprunghaften Anstieg. Ihre durchschnittliche Dauer beträgt im Untersuchungszeitraum etwa zwei Jahre. Staatsschuldenkrisen sind ebenfalls ein Phänomen der 1980er Jahre; allerdings erstrecken sie sich im Schnitt über neun Jahre. Sie werden von Reinhard und Rogoff (2009) als das Unvermögen einer Regierung definiert, Zins- oder Tilgungszahlung bei Fälligkeit (beziehungsweise innerhalb der festgelegten Frist) zu leisten.<sup>1</sup> Cruces und Trebesch (2013) liefern darüber hinaus eine umfangreiche Datenbasis für Staatsschuldenschnitte und Umschuldungen ab dem Jahr 1970.<sup>2</sup> Demnach sind mehr als 50% der von Reinhard und Rogoff (2010) deklarierten Staatsschuldenkrisen mit Schuldenschnitten verbunden gewesen. Abbildung 1 verdeutlicht, dass auch die Häufigkeiten von Staatsschuldenkrisen und Währungs Krisen einen ganz ähnlichen Verlauf aufweisen.

Aufbauend auf diesen Daten, werden die Auswirkungen von Staatsschulden- und Währungs Krisen auf das reale

<sup>1</sup> »A sovereign default (or public default) is defined as the failure of a government to meet a principal or interest payment on the due date (or within the specified grace period). The episodes include instances in which rescheduled debt is ultimately extinguished in terms less favorable than the original obligation.« (Reinhart und Rogoff 2009)

<sup>2</sup> Die Daten wurden unter <https://sites.google.com/site/christophTrebesch/data>, aufgerufen am 7. Juli 2015.

Abb. 1  
Historische Häufigkeit von Währungs- und Staatsschuldenkrisen



Quelle: Reinhart und Rogoff (2009); Darstellung des ifo Instituts.

**Tab. 1**  
**Durchschnittliche makroökonomische Effekte bei Währungs- und/oder Staatsschuldenkrisen auf das Bruttoinlandsprodukt**

	K	T	T + 1	T + 2	T + 3	Anzahl der Beobachtungen
Währungskrise	- 1,7	- 2,4	- 1,3	0,5	0,6	119
Währungskrise und Staatsschuldenkrise	- 0,9	- 3,7	- 1,4	2,5	2,5	16
Währungskrise und Schuldenschnitt	- 1,7	- 4,4	- 3,3	1,1	1,4	8
Schuldenschnitt	- 1,5	- 2,0	- 0,4	0,8	- 2,1	17

Anmerkungen: K bezeichnet das Jahr des Krisenbeginns, T das Ende der Krise. Die makroökonomischen Effekte werden gemessen als Abweichung der Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts im Vergleich zum Vorkrisentrend in Prozentpunkten.

Quelle: Penn World Tables; Berechnungen des ifo Instituts.

Bruttoinlandsprodukt zu verschiedenen Zeitpunkten untersucht: zu Beginn der Krise im Jahr K, zum Krisenende im Jahr T sowie in den drei darauffolgenden Jahren T + 1, T + 2 und T + 3. Da die betrachteten Länder sehr unterschiedliche Trendwachstumsraten aufweisen, berechnen wir die makroökonomische Auswirkung der Krise als Differenz zwischen der tatsächlichen Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts und der durchschnittlichen Wachstumsrate in den fünf Vorkrisenjahren.<sup>3</sup> In unserer Analyse schließen wir alle Länder aus dem Datensatz aus, die sich vor oder zu Beginn der Krise in einer Phase extrem hoher Inflations- bzw. Wachstumsraten befanden und sich damit deutlich von der aktuellen Situation in Griechenland unterscheiden.<sup>4</sup> Insgesamt verbleiben für die Analyse 119 Währungskrisen (mit und ohne Staatsschuldenkrise), 16 gleichzeitig auftretende Staatsschulden- und Währungskrisen, acht Schuldenschnitte mit einhergehender Währungskrise und 17 Schuldenschnitte ohne Währungskrise.

Die Ergebnisse der Untersuchung, die in Tabelle 1 zusammengefasst werden, spiegeln die durchschnittliche Entwicklung in den betrachteten Krisenszenarien wider. Bei der Interpretation ist zu berücksichtigen, dass die Ergebnisse lediglich historische Korrelationen darstellen. Kausale Schlussfolgerungen können daraus nicht gezogen werden, da Änderungen in den jeweiligen Wachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts auch Ursachen haben können, die nichts mit der jeweilige Krise zu tun haben und die in der vorliegenden Analyse nicht berücksichtigt wurden. Bei Währungskrisen im Allgemeinen erholt sich die Wirtschaft bereits im zweiten Jahr nach dem Ende der Krise und weist eine Wachstumsrate auf, die höher als im Durchschnitt der fünf Jahre vor der Krise ist. Eine Währungskrise mit einher-

gehender Schuldenkrise bzw. einem gleichzeitigen Schuldenschnitt führt am Ende der Krise zunächst zu einem stärkeren Wirtschaftseinbruch, jedoch dann auch zu einer schnelleren Erholung ab dem zweiten Nachkrisenjahr. Kommt es nur zu einem Schuldenschnitt ohne gleichzeitige Abwertung der Währung, dauert die Krise länger und ein nachhaltiger Aufschwung ist selbst im dritten Jahr nach der Krise nicht zu beobachten.

Diese Ergebnisse liefern wichtige Hinweise darauf, mit welchen makroökonomischen Folgen für Griechenland nach einem Austritt aus der Währungsunion mit oder ohne Schuldenschnitt bzw. bei einem Verbleib im Euro mit einem Schuldenschnitt zu rechnen ist. Die historischen Erfahrungen zeigen, dass nur Schuldenschnitte, die zusammen mit einer starken externen Abwertung auftraten, mit einer nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung einhergingen. Sollten die internationalen Geldgeber also zu dem Ergebnis gelangen, dass ein teilweiser Schuldenerlass für Griechenland unumgänglich ist, sollte dies mit einem Ausscheiden Griechenlands aus der Währungsunion verbunden werden.

### Literatur

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

Cruces, J.J. und Chr. Trebesch (2013), »Sovereign Defaults: The Price of Haircuts«, *American Economic Journal: Macroeconomics* 5(3), 85–117.

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.

<sup>3</sup> Eine einfache Mittelung der BIP-Zuwachsraten im Untersuchungszeitraum würde zu wenig aussagekräftigen Ergebnissen führen, da beispielsweise in einem Schwellenland mit einer hohen Trendwachstumsrate selbst ein starker Konjunkturerinbruch nicht mit einer Schrumpfung der Wirtschaftsleistung einhergehen muss, wie dies in einem Industrieland zu erwarten wäre.

<sup>4</sup> Als Hochinflationsphase werden Zeiträume definiert, in denen die durchschnittliche Inflationsrate in den drei Vorkrisenjahren über 25% lag. Eine starke Wachstumsphase liegt vor, wenn das reale Bruttoinlandsprodukt zu Krisenbeginn mit Raten größer als 10% expandierte.