

Deutsches Institut für Bankwirtschaft

Schriftenreihe

Band 9

Analyse von Entschuldungsstrategien von Staaten dargestellt am Beispiel Griechenlands

von
Daniel Buchta

Herausgegeben von Henrik Schütt

Abstract der Arbeit

Die Arbeit untersucht mögliche Entschuldungsstrategien von Staaten am Beispiel Griechenlands. Der Autor analysiert die Chancen und Risiken eines weiteren Schuldenschnitts, einer Inflationierung und der Einführung einer neuen griechischen Drachme. Es werden mehrere Szenarien in Betracht gezogen und Parallelen zu den Erfahrungen aus den argentinischen Schuldenschnitten aufgezeigt.

Zitation:

Buchta, Daniel (2012):
Analyse von Entschuldungsstrategien von Staaten dargestellt
am Beispiel Griechenlands
In: Deutsches Institut für Bankwirtschaft – Schriftenreihe, Band 9 (12/2012)
ISSN 1869-635X erhältlich unter:

<http://www.deutsches-institut-bankwirtschaft.de/schriftenreihe/>

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	II
Abkürzungsverzeichnis	III
Tabellenverzeichnis	IV
1. Einleitung	1
2. Argentiniens Schuldenschnitt als Vorlage für Griechenland.....	2
2.1 Vergleich der Ausgangslagen vor dem Schuldenschnitt	2
2.2 Der argentinische Schuldenschnitt für Griechenland	4
2.3 Auswirkungen auf das europäische Finanzsystem	6
2.4 Auswirkungen auf die staatlichen und staatsnahen Kreditgeber	8
3. Inflationierung als möglicher Ausweg aus der griechischen Staatsschuldenkrise	12
3.1 Wirkungsweise der Inflationierung	12
3.2 Die Inflationierung von Staatsschulden.....	14
4. Die Wiedereinführung einer neuen Drachme	20
4.1 Chancen und Risiken einer Währungsreform.....	21
4.2 Fahrplan für die Einführung der Neuen Griechischen Drachme	26
5. Fazit	28
Literaturverzeichnis.....	30
Internetverzeichnis	31
Anhang	39

Abkürzungsverzeichnis

BIP	Bruttoinlandsprodukt
EBA	European Banking Authority
EFSF	European Financial Stability Facility
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
EU	Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
IWF	Internationaler Währungsfonds
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
S&P	Standard & Poor's

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 Griechische Staatsverschuldung/Staatsschuldenquote nach dem Schuldenschnitt.....	5
Tabelle 2 Abschreibungsbedarfe ausgewählter europäischer Banken.....	7
Tabelle 3 Abschreibungen der Euro-Länder	10
Tabelle 4 Staatsschuldenquoten bei unterschiedlichen Inflationsszenarien	17
Tabelle 5 Abwertungsszenarien je nach historischem Beispiel.....	23
Tabelle 6 Griechische Schulden nach Rechtsstand	24

1. Einleitung

Mittlerweile ist es über zwei Jahre her, dass Griechenland das erste Mal Rettungshilfen in Höhe von 110 Mrd. Euro bei den anderen Mitgliedern der Euro-Zone beantragt hat. Dem folgte ein zweites Rettungspaket in Höhe von 109 Mrd. Euro¹ und ein Schuldenschnitt, bei dem die privaten Gläubiger Griechenlands in Summe auf Forderungen in Höhe von 107 Mrd. Euro verzichtet haben.² Trotz dieser sehr umfangreichen Hilfsmaßnahmen für Griechenland ist es keineswegs sicher, dass der griechische Staat langfristig wieder ordnungsgemäß und ohne weitere Hilfen von außen funktionieren wird.

So wird für Ende 2012 eine griechische Staatsverschuldung von ca. 316 Mrd. Euro prognostiziert³, was einer Quote zum BIP von dann voraussichtlich 153 %⁴ entspricht (das BIP Griechenlands betrage dann ca. 206,5 Mrd. Euro).

Diese schon sehr schlechten Daten treffen auf einen griechischen Staat, der seit 2008 in der Rezession steckt und dem auch für das Jahr 2012 eine Schrumpfung des BIP um 4,75 % vorhergesagt wird.⁵

Aufgrund dieser sehr schlechten Voraussetzungen für Griechenland untersucht diese Arbeit mögliche Entschuldungsstrategien, die die griechische Schuldensituation und die schlechten wirtschaftliche Aussichten mittel- bis langfristig verbessern können. Als mögliche Varianten wird ein weiteren Schuldenschnitt untersucht, der dieses Mal auch die staatlichen und staatsnahen Gläubiger Griechenlands mit einbezieht. Des Weiteren wird die Variante der Inflationierung von Schulden sowie einer Währungsreform, verbunden mit der Einführung einer neuen griechischen Drachme untersucht. Hierbei werden sowohl bei der Inflationierung als auch bei der Währungsreform mehrere mögliche Szenarien untersucht und deren Chancen und Risiken aufgezeigt.

¹ Vgl. Mussler, Werner (2011), 2. und 4. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

² Vgl. Handelsblatt.com (2012a), 5. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

³ Vgl. statista.com (2012a), siehe Internetverzeichnis.

⁴ Vgl. statista.com (2012b), siehe Internetverzeichnis.

⁵ Vgl. statista.com (2012c), siehe Internetverzeichnis.

2. Argentinien's Schuldenschnitt als Vorlage für Griechenland

2.1 Vergleich der Ausgangslagen vor dem Schuldenschnitt

Im Oktober 2001 erklärte der argentinische Staat seine Zahlungsunfähigkeit gegenüber seinen Gläubigern und kündigte eine Umschuldung an. Nach dieser Erklärung dauerte es zwei Jahre ehe Argentinien seinen Gläubigern ein erstes konkretes Angebot zur Umschuldung vorgelegt hat. Bis zur Umschuldung dauerte es insgesamt 43 Monate.⁶

Wenn man das erste Rettungspaket der Euro-Staaten als eine Art Zahlungsunfähigkeitserklärung sieht, so hat es auch in Griechenland fast zwei Jahre gedauert ehe im März 2012 der Schuldenschnitt durchgeführt wurde.⁷ In diesem Schuldenschnitt wurde ein Staatsanleihevolumen, das von privaten Gläubigern Griechenlands gehalten wurde, in Höhe von ca. 200 Mrd. Euro mit einem Abschlag von 53,5% umgeschuldet.⁸

Dabei ist die aktuelle Situation Griechenlands immer noch vergleichbar mit der Situation Argentinien's vor dem Schuldenschnitt 2005. So hatte Argentinien im Jahre 2002 eine Schuldenquote von 155% . Diese war im Vergleich zum Vorjahr um ganze 100% gestiegen. Im Jahr 2004, dem Jahr vor dem Schuldenschnitt, betragen die Staatsschulden immerhin noch ca. 130% des BIP.⁹

Auch in Griechenland ist ein ähnlicher, wenn auch nicht ganz so rasanter Anstieg der Staatsschuldenquote zu beobachten. Diese hat sich von 97% im Jahre 2003 auf 160% in 2011, dem Jahr vor dem Schuldenschnitt, erhöht.¹⁰

Überraschend ist jedoch, dass der griechische Schuldenschnitt nicht annähernd so wirksam war wie der argentinische. Dieser reduzierte die Staatsschuldenquote Argentinien's von ca.

⁶ Vgl. Matthes, Jürgen/ Herzog, Bodo/ Schmieding, Holger/ Erlei, Mathias (2012), S. 4.

⁷ Vgl. Tagesschau.de (2012a), siehe Internetverzeichnis.

⁸ Vgl. Handelsblatt.com (2012a), 5. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

⁹ Vgl. Anselmann, Christina (2012), S. 153ff.

¹⁰ Vgl. statista.com (2012b), siehe Internetverzeichnis.

130% auf 70%.¹¹In Griechenland hingegen hat sich die Staatsschuldenquote nur von 161% auf 153% reduziert. Dies liegt vor allem an den sehr schlechten Wachstumsperspektiven Griechenlands für das Jahr 2012 und dem noch immer sehr hohen Ausgabendefizit des griechischen Staatshaushalts von prognostiziert 6,7% des BIP.¹²

Sehr unterschiedlich ist jedoch der nominale Schuldenstand beider Länder. So betrug dieser im Falle Argentiniens im Jahre 2004 ca. 200 Mrd. US-Dollar¹³ (bei einem Wechselkurs von 1 Euro = 1,26 US-Dollar entspricht dies ca. 158,7 Mrd. Euro). Bei Griechenland stünden im Falle eines zweiten Schuldenschnitts, der auch staatliche bzw. staatsnahe Gläubiger

einbezieht, hingegen ziemlich exakt die doppelte Summe, nämlich ca. 316 Mrd. Euro¹⁴, zur Umschuldung an. Dementsprechend wären auch die Abschreibungsbedarfe der Gläubiger deutlich höher als im Falle Argentiniens.

Parallelen zwischen Griechenland und Argentinien lassen sich auch in der wirtschaftlichen Entwicklung der beiden Volkswirtschaften vor der Zahlungsunfähigkeit entdecken. So befand sich Argentinien zwischen 1999 und 2002 fortwährend in der Rezession. Dabei schwankten die Wachstumsraten des BIP zwischen -0,8% und -10,9%.¹⁵ Auch Griechenland verzeichnet nunmehr seit dem Jahre 2008 durchgehend negative Wachstumsraten. Diese schwanken zwischen -0,14% und -6,86% des BIP¹⁶. Während Argentinien dann jedoch im Jahre 2003 mit einer Wachstumsrate von 8,8% des BIP¹⁷ aus der Rezession gelang, ist bei Griechenland hingegen frühestens im Jahre 2013 mit einem Nullwachstum zu rechnen.¹⁸

Da vor allem die Staatsschuldenquote Griechenlands wie oben erwähnt trotz des ersten Schuldenschnitts noch sehr hoch ist und auch die wirtschaftlichen Perspektiven der griechischen Volkswirtschaft sehr schlecht sind, ist zu prüfen, ob ein zweiter, nach argentinischem

¹¹ Vgl. Anselmann, Christina (2012), S. 163.

¹² Vgl. faz.net (2012a), 1.Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

¹³ Vgl. Anselmann, Christina (2012), S. 163.

¹⁴ Vgl. statista.com (2012a), siehe Internetverzeichnis.

¹⁵ Vgl. worldbank.org (2012), siehe Internetverzeichnis.

¹⁶ Vgl. statista.com (2012c), siehe Internetverzeichnis.

¹⁷ Vgl. worldbank.org (2012), siehe Internetverzeichnis.

¹⁸ Vgl. eurostat.eu (2012a), siehe Internetverzeichnis.

Muster ablaufender Schuldenschnitt zum einen den griechischen Staat von seiner sehr hohen Schuldenlast befreien und diese wieder auf ein normales Maß senken würde. Und zum anderen, ob dieser sowohl für die privaten als auch für die staatlichen und staatsnahen Gläubiger verkraftbar wäre oder ob ein Teufelskreis von weiteren Staatsbankrotten und Bankpleiten einsetzen würde.

2.2 Der argentinische Schuldenschnitt für Griechenland

Dauerte es in Argentinien ganze 2 Jahre von der Erklärung der Zahlungsunfähigkeit bis zum ersten, den Gläubigern unterbreiteten Vorschlag für eine Umschuldung, so sollte Griechenland dies deutlich schneller tun. Denn allein in dieser Zeit haben sich Zinsrückstände in Höhe von 13 Mrd. US-Dollar (ca. 10,3 Mrd. Euro) gebildet¹⁹, über deren Rückzahlung in den Verhandlungen zum Schuldenschnitt auch noch zu sprechen war. Griechenland sollte sich folglich nach einer zweiten Zahlungsunfähigkeitserklärung sofort mit seinen Gläubigern, auf privater Seite z.B. dem Institute of International Finance (IIF) und auf staatlicher Seite den Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder, zusammensetzen und einen gemeinsamen Vorschlag für einen Schuldenschnitt erarbeiten.

Auch dies geschah in Argentinien nicht. Der erste Vorschlag der argentinischen Regierung entstand vollkommen ohne Gläubigerbeteiligung, wofür diese sehr stark kritisiert wurde.²⁰

Inhaltlich sah der erste, ohne Beteiligung der Gläubiger erstellte Vorschlag einen Kapitalschnitt von 75% des Nominalwerts vor. Da sich Argentinien jedoch ebenfalls weigerte, die inzwischen aufgelaufenen Zinsen in Höhe von 13 Mrd. US-Dollar zu zahlen, belief sich der Kapitalschnitt somit auf fast 90% des Nominalwerts.²¹

Das neue, zweite Angebot Argentinien's hatte sich jedoch kaum gegenüber dem ersten geändert. Argentinien verlangte immer noch einen Kapitalschnitt von 75% des Nominalwerts, zeigte sich nun jedoch bereit, die bis zum 30.06.2004 aufgelaufenen Zinsen von mittlerweile

¹⁹ Vgl. Schratz, Dennis (2007), S. 191.

²⁰ Vgl. Schratz, Dennis (2007), S. 191.

²¹ Vgl. ebenda, S. 191.

22,9 Mrd. US-Dollar (ca. 18,2 Mrd. Euro) zurückzahlen, wenn sich mindestens 70% der Gläubiger am Schuldenschnitt beteiligen.²²

Der Kupon, der dann im Schuldenschnitt neu zu emittierenden Anleihen war nicht fest, sondern eine Art "BIP-Kupon". Das heißt, dass sich die Zinszahlung der neuen Anleihen an der Entwicklung des BIP orientierte.²³

Letztendlich einigte sich die Regierung Argentinien's mit seinen Gläubiger auf den zweiten Vorschlag für eine Umschuldung, welchen dann auch 76,8% aller Gläubiger annahmen.²⁴

Vor allem die Emission neuer Anleihen mit einer Art "BIP-Kupon" kann dabei für Griechenland ein gangbarer Weg sein, da in Zeiten einer schlechten wirtschaftlichen Entwicklung die Zinsbelastung Griechenlands entsprechend geringer wäre.

Tabelle 1 Griechische Staatsverschuldung/Staatsschuldenquote nach dem Schuldenschnitt

Griechische Staatsverschuldung (in Mrd. Euro):	316
./. Nicht nach griechischem Recht emittierte Anleihen (in Mrd. Euro):	9
<hr/>	
In Schuldenschnitt beteiligte Anleihen	307
x Partizipationsrate (76,8%):	235,78
x Kapitalschnitt(75%):	176,83
<hr/>	
Griechische Staatsverschuldung nach Schuldenschnitt (in Mrd. Euro):	139,17
Prognostiziertes BIP Griechenland (2012; in Mrd. Euro):	206,5
Griechische Staatsverschuldung nach Schuldenschnitt (in Mrd. Euro):	139,17
Staatsschuldenquote:	67,39%

Quelle: Eigene Berechnung; in Anlehnung an statista.com.

²² Vgl. Schratz, Dennis (2007), S. 191 f.

²³ Vgl. Grüttner, Anne (2007), 8. Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

²⁴ Vgl. Matthes, Jürgen/ Herzog, Bodo/ Schmieding, Holger/ Erlei, Mathias (2012), S. 4.

Um zu kalkulieren, wie sich ein Schuldenschnitt nach argentinischem Muster auf Griechenland auswirken würde, gelten folgende Annahmen: Umgeschuldet wird die gesamte Staatsverschuldung abzüglich der Staatsanleihen, die nicht nach griechischem Recht emittiert wurden (ca. 9 Mrd. Euro²⁵), da sich diese Gläubiger im Rahmen einer Klage vor dem im Ausland zuständigen Gericht eine höhere Rückzahlung erhoffen als sie jetzt bei diesem Schuldenschnitt erhalten. Am Schuldenschnitt partizipieren ebenfalls 76,8% aller Gläubiger (sowohl die privaten als auch die staatlichen) und diese verzichten auf 75% des Nominalwerts.

Wie in Tabelle 1 zu erkennen ist, würde der argentinische Schuldenschnitt auf Griechenland umgemünzt bedeuten, dass die Staatsverschuldung um ca. 177 Mrd. Euro sinken würde und die gesamte Staatsverschuldung nur noch 140 Mrd. Euro betrüge. Auch die Staatsschuldenquote würde von aktuell ca. 153% des BIP auf dann nur noch 67,39% sinken. Dies wäre eine durchaus akzeptable Höhe, da zum Beispiel die mit AAA-gearbete Bundesrepublik Deutschland, die sowohl in den Medien als auch von Politikern und Kapitalmarktexperten als vorbildlich gelobt wird, im Jahr 2012 eine Staatsschuldenquote von prognostiziert 82,2%²⁶ haben wird. Die griechische Staatsverschuldung hätte somit also ein durchaus tragfähiges Niveau erreicht und böte somit die Möglichkeit, dass der griechische Staat nicht mehr von der Staatsverschuldung und den daraus resultierenden Zinslasten erdrückt wird.

2.3 Auswirkungen auf das europäische Finanzsystem

Um herauszufinden, wie sich ein zweiter griechischer Schuldenschnitt auf das europäische Bankensystem auswirken würde, bedarf es gewisser Annahmen. Die Kalkulation basiert darauf, dass alle Banken zu 100% mit ihrem Griechenlandportfolio an einer Umschuldung teilnehmen. Dies war beim ersten Schuldenschnitt ebenfalls der Fall. Da der letzte Stresstest der EBA vom 08.12.2011, also vor dem ersten Schuldenschnitt Griechenlands, stammt, sind in diesem die mittlerweile hinfälligen Angaben zu den Griechenlandportfolien der einzelnen Banken enthalten. Da es jedoch keinerlei andere offiziellen Zahlen zu den Griechenlandportfolien der europäischen Banken gibt, wird angenommen, dass sich die Portfolien um 70% reduziert haben. Dies entspricht dem Barwertverlust, den auch die einzelnen Banken bilanziert haben. Die dann noch verbleibenden Anleihen werden um 76,8% abgeschrieben.

²⁵ Vgl. Handelsblatt.com (2012a), 2. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

²⁶ Vgl. Bundesfinanzministerium.de (2012), siehe Internetverzeichnis.

Wie sich in Tabelle 2 erkennen lässt, hat fast keine europäische Bank große Verluste durch einen zweiten griechischen Schuldenschnitt. Im Gegenteil Großbanken wie die spanische Banco Santander, die britische HSBC und die italienische Unicredit kommen sogar fast ohne Verluste im Verhältnis zu ihrem Eigenkapital davon (siehe Δ EK-Quote).

Tabelle 2 Abschreibungsbedarfe ausgewählter europäischer Banken

Banken	Ausleihungen (in Mio. Euro)	Abschreibungen (76,8%, in Mio. Euro)	EK-Quote	Δ EK-Quote
Deutschland:				
Deutsche Bank	255,6	196,3	8,2%	-0,1%
Commerzbank	883,8	678,8	8,0%	-0,2%
Hypo Real Estate	2460	1889,3	15,9%	-12,8%
DZ Bank	146,4	112,4	8,9%	-0,2%
LBBW	188,4	144,7	8,7%	-0,1%
WGZ Bank	159,3	122,3	7,7%	-0,6%
Frankreich:				
BNP Paribas	1230,3	944,9	8,7%	-0,2%
Crédit Agricole	51,3	39,4	9,2%	0,0%
Société Generale	446,1	342,6	8,1%	-0,1%
Italien:				
Unicredit	166,8	128,1	7,7%	0,0%
Intesa Sanpaolo	254,1	195,1	10,3%	-0,1%
Banca Monte dei Paschi	5,1	3,9	8,4%	0,0%
Spanien:				
Banco Santander	33	25,3	6,7%	0,0%
BBVA	33,6	25,8	7,8%	0,0%
UK:				
HSBC	111,3	85,5	10,0%	0,0%
Royal Bank of Scotland	264,6	203,2	10,4%	0,0%
Barclays	13,5	10,4	9,7%	0,0%

Quelle: Eigene Berechnung; in Anlehnung an EBA (2011), siehe Internetverzeichnis.

Die einzige Bank, die ein zweiter griechischer Schuldenschnitt sehr hart treffen würde, wäre die Hypo Real Estate (HRE). Diese musste schon aufgrund des ersten Schuldenschnitts

ca. 5,8 Mrd. Euro²⁷ auf ihre Griechenlandanleihen abschreiben. Trotzdem hält sie noch ein Griechenlandportfolio in Höhe von 2,46 Mrd. Euro und müsste darauf nochmal gut 1,9 Mrd. Euro abschreiben. Sie hätte nach einem Schuldenschnitt nur noch eine EK-Quote (Core-Tier 1) von 3,1%. Das neue Rahmenwerk Basel III sieht hingegen eine Core-Tier 1-Quote von 7% vor.²⁸ Einschränkung muss man dazu jedoch sagen, dass die HRE zu 100% im Eigentum der Bundesrepublik Deutschland ist und diese die Verluste der HRE auffängt.

Ebenfalls größere Verluste müsste die WGZ Bank (-0,6% EK-Quote) verkraften. Die EK-Quote läge jedoch mit 7,7% über den in Basel III geforderten 7%. Ein wenig stärker würde ein zweiter Schuldenschnitt Griechenlands die Commerzbank, die DZ Bank und die französische BNP Paribas treffen. Diese müssten jeweils mit einer Reduzierung ihrer EK-Quote von 0,2% rechnen. Jedoch läge auch bei diesen Banken die EK-Quote noch deutlich über den geforderten 7% in Basel III.

Zudem ist positiv hervorzuheben, dass gerade die spanischen und italienischen Banken kaum Verluste durch den zweiten Schuldenschnitt erleiden müssten und diese somit ihr schon angeschlagenes Land nicht noch weiter durch evtl. nötige Rettungsmaßnahmen belasten.

2.4 Auswirkungen auf die staatlichen und staatsnahen Kreditgeber

Da der erste griechische Schuldenschnitt, der nur private Gläubiger beteiligte, nicht nachhaltig dazu beitrug, die Staatsschuldenquote zu senken, bezieht Griechenland diesmal bei einem zweiten Schuldenschnitt auch seine staatlichen und staatsnahen Gläubiger mit ein. Ein erster Teil der Abschreibungen für diese Gläubigergruppe resultiert aus den Bürgschaften der Euro-Länder im Rahmen des ersten und zweiten Rettungspaketes für Griechenland. Hierbei gilt die Annahme, dass die Staaten mit 100% ihrer Forderungen am Schuldenschnitt partizipieren. Da von dem ersten Rettungspaket jedoch nur 52,9 Mrd. Euro von Griechenland abgerufen wurden,²⁹ werden auch nur diese einkalkuliert. Auch beim zweiten Rettungspaket wurden bisher nur ca. 72 Mrd. Euro³⁰ der 120,3 Mrd. Euro³¹ der Euro-Länder genutzt.

²⁷ Vgl. Mussler, Hanno (2012), 2. Abschnitt des Hauptframes (siehe Internetverzeichnis).

²⁸ Vgl. KPMG (2011), S. 7.

²⁹ Vgl. CESifo (2012), 5. Abschnitt des Hauptframes (siehe Internetverzeichnis).

³⁰ Vgl. EFSF.europa.eu (2012), siehe Internetverzeichnis.

Zudem hat die EZB seit Mai 2010 begonnen, Staatsanleihen von Staaten am Sekundärmarkt zu kaufen. Dabei wird das Griechenland-Portfolio der EZB auf einen Nominalwert von ca. 55 Mrd. Euro geschätzt.³² Auch die EZB würde hierbei mit ihren kompletten Anleihen an einem zweiten Schuldenschnitt Griechenlands partizipieren. Jedoch wird die EZB die Staatsanleihen nicht zum Nominalwert am Sekundärmarkt gekauft haben, sondern mit einem starken Abschlag. Dieser beträgt in der Kalkulation 50%. Zudem partizipiert die EZB noch über ihre sog. Target-Salden ggü. Griechenland, die geschätzt 100 Mrd. Euro³³ betragen. Diese partizipieren ebenso wie die Griechenland-Anleihen der EZB zu 100%.

Der IWF partizipiert hingegen nicht am Schuldenschnitt, da er dies auch beim Schuldenschnitt in Argentinien nicht getan hat³⁴ und dieser hier als Modell für den zweiten Schuldenschnitt Griechenlands dienen soll. Dadurch wird diese Kalkulation auch der Partizipationsrate des argentinischen Schuldenschnitts von 76,8% näherungsweise gerecht.

Die einzelnen Gläubiger verzichten auch hierbei auf jeweils 75% ihrer Forderungen gegenüber Griechenland. Um die Anteile der einzelnen Länder am Kapital der EZB und des EFSF zu berechnen, wurden jeweils die Anteile Griechenlands herausgerechnet und im Falle der EZB auch noch die Anteile der Länder, die nicht dem Euro-Raum angehören. Im Ergebnis lässt sich feststellen, dass die Gesamtabreibungen, die die Gesamtheit der staatlichen Gläubiger zu tragen haben, ca. 249 Mrd. Euro betragen (siehe Tabelle 3).

³¹ Vgl. CESifo (2012), 8. Abschnitt des Hauptframes (siehe Internetverzeichnis).

³² Vgl. Storbeck, Olaf (2012), 3. Abschnitt des Hauptframes (siehe Internetverzeichnis).

³³ Vgl. faz.net (2012b), siehe Internetverzeichnis.

³⁴ Vgl. Schratz, Dennis (2007), S. 190.

Tabelle 3 Abschreibungen der Euro-Länder

Staat	Anteil an den Bürgschaften des EFSF	Abschreibungen auf das 1. Rettungspaket (Mrd. Euro)	Abschreibungen auf das 2. Rettungspaket (Mrd. Euro)	Anteil der Euro-Länder am EZB-Kapital	Abschreibungen auf Griechenlandanleihen (In Mrd. Euro)	Abschreibungen auf Target-Salden (Mrd. Euro)	Gesamtab-schreibungen (Mrd. Euro)
Deutschland	27,85%	22,28	20,33	27,84%	5,74	20,88	69,23
Frankreich	20,91%	16,73	15,26	20,91%	4,31	15,68	51,99
Italien	18,38%	14,70	13,42	18,37%	3,79	13,78	45,69
Spanien	12,20%	9,76	8,91	12,21%	2,52	9,16	30,34
Niederlande	5,87%	4,70	4,29	5,85%	1,21	4,39	14,58
Rest	14,79%	11,83	10,80	14,82%	3,06	11,12	36,80

Quelle: Eigene Berechnung.

Hiervon trägt die Bundesrepublik Deutschland als größte Wirtschaftsnation der Euro-Zone mit insgesamt 69,23 Mrd. Euro den größten Anteil. Dies beträgt im Verhältnis zum BIP (2011: 2570 Mrd. Euro)³⁵ 2,69%. Dieser Refinanzierungsbedarf sollte für Deutschland über die Kapitalmärkte zu decken sein. Auch für Frankreich und vor allem die Niederlande ist der Abschreibungsbedarf mit 51,99 bzw. 14,58 Mrd. Euro noch verkraftbar. Dies entspricht im Verhältnis zum BIP 2,60% im Falle Frankreichs (BIP 2011: 1996 Mrd. Euro)³⁶ bzw. 2,42 % im Falle der Niederlande (BIP 2011: 602 Mrd. Euro)³⁷. Die Refinanzierung dieser Beträge über den Kapitalmarkt dürfte für beide Staaten, die jeweils ein sehr gutes Rating haben (Frankreich AA+ und Niederlande AAA nach S&P)³⁸ machbar sein.

Problematisch dürfte die Refinanzierung dieser Abschreibungen für Spanien und Italien werden. Diese stehen im Zuge der Finanz- und Schuldenkrise mächtig unter Druck und können sich auch an den Kapitalmärkten nur zu sehr ungünstigen Konditionen refinanzieren. So muss

³⁵ Vgl. Destatis.de (2012), S. 5 (siehe Internetverzeichnis).

³⁶ Vgl. eurostat.eu (2012b), siehe Internetverzeichnis.

³⁷ Vgl. ebenda, siehe Internetverzeichnis.

³⁸ Vgl. Tagesschau.de (2012b), siehe Internetverzeichnis

Spanien aktuell 6,61%³⁹ für eine in zehn Jahren fällig werdende Anleihe bezahlen. Auch Italien muss immerhin noch 5,70%⁴⁰ für seine Zehnjahresanleihe zahlen - Deutschland hingegen nur 1,53%⁴¹. Die Abschreibungen würden im Falle Spaniens 2,83% des BIP (BIP 2011: 1.073 Mrd. Euro) und im Falle Italiens 2,89% des BIP (BIP 2011: 1,580 Mrd. Euro) betragen. Ein weiterer Schuldenschnitt dürfte somit vor allem für die Länder Spanien und Italien, die in der aktuellen Staatsschuldenkrise selbst Problemkinder sind, nicht ohne weiteres zu verkraften sein und könnte diese dazu zwingen, vom EFSF bzw. ESM Rettungshilfe in Form von Krediten zu beantragen.

³⁹ Vgl. Bloomberg.com (2012a), siehe Internetverzeichnis.

⁴⁰ Vgl. Bloomberg.com (2012b), siehe Internetverzeichnis.

⁴¹ Vgl. Bloomberg.com (2012c), siehe Internetverzeichnis.

3. Inflationierung als möglicher Ausweg aus der griechischen Staatsschuldenkrise

Die Finanzkrise hat die Staatsschuld in vielen Ländern Europas stark steigen lassen. So mussten neben Griechenland auch Portugal und Irland Rettungshilfen von den anderen Euro-Ländern beantragen. Zu diesen Ländern gesellt sich neuerdings auch Spanien, das zur Stabilisierung seiner Banken, die unter dem übertriebenen Bauboom der vergangenen Jahre leiden, eine Hilfslinie in Höhe von 100 Mrd. Euro beantragt hat.⁴²

Aufgrund dieses starken Anstiegs der Staatsschulden schlagen mittlerweile einige renommierte Ökonomen höhere Inflationsziele der Notenbanken zur Lösung dieses Problems vor. Einer dieser Ökonomen ist der IWF-Chefvolkswirt Olivier Blanchard. Er empfiehlt eine angestrebte Inflationsrate von 4% statt des zum Beispiel von der EZB angestrebten Inflationsziels von 2%.⁴³

Auch der sehr renommierte und in Harvard dozierende Ökonom Kenneth Rogoff empfahl eine höhere Inflation als Ausweg aus einer sehr hohen Staatsverschuldung. Er meinte, eine temporäre Erhöhung der Inflationsrate auf 6% böte diesen Staaten die Möglichkeit, die Staatsverschuldung finanzierbar zu machen.⁴⁴

3.1 Wirkungsweise der Inflationierung

Fraglich ist, wie sich eine Erhöhung der Inflationsrate eines Staates auf die Ausgaben- und Einnahmenseite auswirkt.

Der erste Weg, wie die Inflation dem Staat bei der Entschuldung hilft, ist über die Erhöhung der Wachstumsrate der Wirtschaftsleistung. Das reale Wachstum der Wirtschaftsleistung

⁴² Vgl. n-tv.de (2012), siehe Internetverzeichnis.

⁴³ Vgl. Blanchard, Olivier / Giovanni dell'Ariceia / Paolo Mauro (2010), S.11 (siehe Internetverzeichnis).

⁴⁴ Vgl. Bloomberg.com (2009), siehe Internetverzeichnis.

bleibt bei einer höheren Inflationsrate zwar gleich, doch die gestiegenen Preise sorgen dafür, dass das nominale BIP stärker ansteigt und diese stellt die Steuerbasis dar. Das führt zu einem Anstieg der Steuereinnahmen. Gleichzeitig sorgt ein stärkeres Wachstum der Wirtschaftsleistung für geringere Ausgaben des Staates zur Arbeitslosenunterstützung - in Deutschland zum Beispiel in Form von Hartz IV und Arbeitslosengeld I.⁴⁵

Werden zudem die höheren Inflationsraten in den Tarifverhandlungen zwischen den Arbeitgebern und Arbeitnehmern von letzteren nicht antizipiert, führt dies zu einem Sinken des Reallohniveaus und somit zu Investitions- und Produktionsanreizen seitens der Unternehmen.

Dass dies passiert, ist jedoch sehr unrealistisch, da den Arbeitnehmervertreter die Inflationsrate und -erwartungen in der Regel sehr wohl bekannt sind. Trotz des Anstiegs der Wirtschaftsleistung bliebe die nominale Staatsverschuldung bei einer höheren Inflationsrate gleich hoch und auch die Zinsen auf die Staatsschulden steigen erst langsam an.⁴⁶

Des Weiteren profitiert der Staat über die sog. Kalte Progression von einer höheren Inflation. Da in den meisten Ländern der Steuersatz prozentual vom Einkommen abhängt und der Prozentsatz mit steigendem Einkommen oftmals steigt, steigen auch die Lohnsteuereinnahmen des Staates überproportional. Es ist damit zu rechnen, dass die Arbeitnehmer versuchen werden, die potentiellen Reallohnverluste durch die höhere Inflation in Form von Lohn- bzw. Gehaltserhöhungen auszugleichen.⁴⁷

Der dritte Weg, wie ein Staat Vorteile aus einer höheren Inflation zieht, ist über die Gewinne seiner Notenbank. Dieser besteht heute im Wesentlichen aus den Zinsüberschüssen der Aktiva gegenüber den Passiva der Zentralbanken. So zahlt die EZB den Banken aktuell nur 0,25% Zinsen im Rahmen ihrer Einlagenfazilität, bekommt jedoch 1,75% für ihre Ausreichungen über die Spitzenrefinanzierungfazilität. Auch für die Hauptrefinanzierung bekommt die EZB von den Geschäftsbanken immerhin noch 1% Zinsen pro Jahr.⁴⁸ Je mehr die EZB solche Geschäfte betreibt, desto höher wird auch ihr Gewinn. Würde ein Staat nun eine höhere

⁴⁵ Vgl. Junius, Karsten / Tödtmann, Kristian (2010), S. 2 ff (siehe Internetverzeichnis).

⁴⁶ Vgl. Junius, Karsten(2009), S. 3(siehe Internetverzeichnis).

⁴⁷ Vgl. Blanchard, Olivier und Illing, Gerhard (2004), S. 188 ff.

⁴⁸ Vgl. bundesbank.de(2012), siehe Internetverzeichnis.

Inflationsrate anstreben, täte die Nationalbank genau jene Ausweitung ihrer Ausleihungen gegenüber den Geschäftsbanken.

Ein kleiner Teil der Notenbankgewinne entsteht zudem noch aus der Differenz der Präge- bzw. Druckkosten des Bargeldes und dessen Nominalwertes.⁴⁹ Insgesamt betrug der Gewinn der Bundesbank beispielsweise im Jahre 2011 0,6 Mrd. Euro (nach 2,2 Mrd. Euro in 2010). Der Gewinn in 2011 entspricht dabei ca. 0,023% des BIP. Dies verdeutlicht, wie gering das Potential einer Steigerung der Staatseinnahmen aus Notenbankgewinnen wäre.

Als vierter und letzter Weg, wie der Staat Vorteile aus einer hohen Inflation zieht, soll hier die Besteuerung von Kapitalerträgen genannt werden. Für die Besteuerung von Kapitalerträgen werden in der Regel die nominalen Zinseinkünfte als Basis herangezogen. Da sich diese jedoch aus dem Realzins und der Inflationsrate zusammensetzen, wird auch der Teil besteuert, der nur für den Ausgleich der Inflation existiert und der Staat generiert somit höhere Steuereinnahmen.⁵⁰

3.2 Die Inflationierung von Staatsschulden

Im Folgenden soll nun kalkuliert werden, welche Auswirkungen die Vorschläge von Blanchard und Rogoff auf die Staatsschuldenquote Griechenlands hätten und ob die Vorschläge Griechenland aus der aktuell sehr problematischen Situation helfen würden. Zudem soll als Extremszenario eine Inflation von 10% pro Jahr kalkuliert werden.

Es sei jedoch davor gesagt, dass eine Inflationierung der Staatsschulden Griechenlands nur funktionieren würde, wenn diese entweder wieder eine eigene Währung mit einer eigenen Notenbank hätten oder aber die EZB sich bereit erklären würde, ein höheres Inflationsziel zu akzeptieren, was jedoch sehr unwahrscheinlich ist - vor allem bei dem Vorschlag von Rogoff und dem Extremszenario.

Um diese Kalkulation durchzuführen, ist es notwendig, gewisse Annahmen zu treffen. In der Ausgangssituation beträgt die Staatsschuldenquote wie in der Realität 153%. Das Realwachs-

⁴⁹ Vgl. Junius, Karsten / Tödtmann, Kristian (2010), S. 2 ff (siehe Internetverzeichnis).

⁵⁰ Vgl. Mankiw, Gregory (2004), S. 719 f.

tum der griechischen Wirtschaft soll in der Kalkulation 1,5% pro Jahr betragen und der Primärsaldo des Staatshaushalts der Einfachheit halber gleich null sein. Es wird geschätzt, dass die durchschnittliche Verzinsung der Griechenlandanleihen 4,5% p.a. beträgt⁵¹, was auch so in der Kalkulation angenommen werden soll. Das jeweilige Inflationsziel soll in Summe mit dem Potentialwachstum die nominale Veränderung des BIP eines Jahres ergeben. Bei einem angenommenem Realwachstum von 1,5% und beispielsweise einer Inflation von 4% ergäbe sich somit ein nominales Wachstum des BIP von 5,5% im Jahr.

Allerdings ist bei einem so deutlichen Anstieg der Inflation damit zu rechnen, dass auch die von den Investoren verlangten Zinsen auf die griechischen Staatsanleihen steigen. Es wird daher unterstellt, dass diese ab dem Jahr $t+1$ den jeweiligen Aufschlag der Inflation - beispielsweise 2% bei einer dauerhaft angestrebten Inflationsrate von 4% (ggü. dem Ziel der EZB von 2%) - in die Renditeerwartungen mit einkalkulieren. Allerdings macht sich diese höhere Renditeerwartung der Investoren für den griechischen Staat nicht gleich so drastisch bemerkbar, da die durchschnittliche Verzinsung seiner Anleihen deutlich langsamer steigt. Die Anleihen Griechenlands, die nach dem ersten Schuldenschnitt im Handel sind, haben eine durchschnittliche Restlaufzeit von ca. 11 Jahren.⁵² Dementsprechend ist anzunehmen, dass sich die durchschnittliche Verzinsung der griechischen Anleihen jedes Jahr um ein Elftel der Differenz zwischen dem EZB-Inflationsziel von 2% und der höheren Inflation in dem jeweiligen Szenario erhöht. Im Beispiel einer dauerhaft angestrebten Inflation von 4% (die Differenz zwischen dem EZB-Ziel und der angestrebten Inflation beträgt 2%) erhöht sich die durchschnittliche Verzinsung somit um $2\% * (1/11)$, also ca. 0,091% pro Jahr. Nach 11 Jahren würde sich die durchschnittliche Verzinsung dann auf 6,5% (+2%) erhöht haben. Es gibt zudem noch jeweils ein verschärftes Szenario, in dem zu dem inflationsbedingten Anstieg der Verzinsung noch eine Art Risikoprämie von einem Zehntel der angenommenen Inflation hinzukommt. Diese wirkt sich ebenfalls zu jeweils einem Elftel pro Jahr auf die durchschnittliche Verzinsung der griechischen Staatsanleihen aus - bis sich dann nach 11 Jahren die durchschnittliche Verzinsung allein dadurch nochmals um eben jenes Zehntel der Inflation erhöht

⁵¹ Vgl. Raiffeisen Research (2011), S. 4.

⁵² Eigene Berechnung aus dem Volumen der einzelnen Anleihen multipliziert mit der jeweiligen Restlaufzeit. Das Ergebnis wurde dann durch das Gesamtvolumen aller Griechenlandanleihen dividiert (siehe Tabelle im Anhang). Die Zahlen stammen von: Onvista.de (2012), siehe Internetverzeichnis.

hat (im Szenario mit 4% Inflation also 0,4% pro Jahr). Diese Risikoprämie soll die verstärkte Unsicherheit an den Kapitalmärkten aufgrund der höheren Inflation widerspiegeln.

Um den Vorschlag von Kenneth Rogoff, die Inflation temporär auf 6% steigen zu lassen, zu berücksichtigen, wird davon ausgegangen, dass diese ab dem Jahr t über 10 Jahre angestrebt wird. Danach soll diese wieder auf das EZB-Ziel von 2% gesenkt werden. Auch in diesem Fall erhöht sich die durchschnittliche Verzinsung pro Jahr um ein Elftel - allerdings mit 4% als Differenz zwischen dem EZB-Inflationsziel und der angestrebten Inflation. Nach diesen 10 Jahren fällt die durchschnittliche Verzinsung wieder jedes Jahr um ein Elftel. Das nominale Wachstum des BIP fällt nach dem Jahr $t+10$ auf 3,5% pro Jahr zurück (1,5% Realwachstum + 2% Inflation). Ebenfalls wird es hier ein Szenario mit der oben schon beschriebenen Risikoprämie von einem Zehntel geben. Diese erhöht auch hier Stück für Stück die durchschnittliche Verzinsung der griechischen Staatsanleihen.

Die Staatsschuldenquote berechnet sich nach folgender Formel (für die Herleitung siehe Anhang):⁵³

$$\frac{Schulden_t}{BIP_{nom,t}} = \frac{1 + i_{t-1}}{1 + \Delta BIP_{nom,t}} * \frac{Schulden_{t-1}}{BIP_{nom,t-1}} + \frac{Primärsaldo_t}{BIP_{nom,t}}$$

Es lässt sich feststellen, dass in allen Szenarien, sei es der Vorschlag von Blanchard für eine Inflation von 4% pro Jahr oder der Vorschlag von Rogoff nach einer temporären Inflation von 6% pro Jahr, die höhere Inflation nur in den Anfangsjahren die Staatsschuldenquote senkt. Dies geschieht auch im Extremszenario mit einer Inflation von 10% pro Jahr so (siehe jeweils Tabelle 4). Der Zeitpunkt an dem sich der Vorteil einer höheren Inflation in einen

Nachteil dreht, ist entweder in den Jahren $t+6$, $t+7$ oder $t+8$ (je nach Szenario). In diesem

Zeitpunkt übersteigt nämlich der durchschnittliche Zinssatz auf die griechischen Staatsanleihen die jährliche Wachstumsrate des BIP, was somit zu einem Anstieg der Staatsschuldenquote führt, da die Differenz zwischen der höheren Zinszahlung und dem Wachstum des nominalen BIP (bei einem Primärsaldo von 0) die Staatsschuldenquote erhöht.

⁵³ Vgl. Junius, Karsten / Tödtmann, Kristian (2010), S. 5 (siehe Internetverzeichnis).

Tabelle 4 Staatsschuldenquoten bei unterschiedlichen Inflationsszenarien

Inflationsrate Zusätzliche Risikoprämie	4% (Blanchard)		Temporär 6% (Rogoff)		10% (Extremszenario)	
	Keine	+40 Bps	Keine	+60Bps	Keine	+100 Bps
t	153,00%	153,00%	153,00%	153,00%	153,00%	153,00%
t+1	151,81%	151,87%	149,25%	149,33%	144,64%	144,77%
t+2	150,90%	151,05%	146,09%	146,32%	137,92%	138,28%
t+3	150,25%	150,56%	143,50%	143,94%	132,63%	133,31%
t+4	149,86%	150,38%	141,44%	142,17%	128,63%	129,73%
t+5	149,73%	150,51%	139,88%	140,96%	125,80%	127,40%
t+6	149,86%	150,95%	138,82%	140,32%	124,06%	126,26%
t+7	150,25%	151,70%	138,23%	140,23%	123,35%	126,26%
t+8	150,89%	152,78%	138,11%	140,68%	123,65%	127,39%
t+9	151,80%	154,17%	138,46%	141,68%	124,96%	129,68%
t+10	153,07%	155,90%	139,28%	143,23%	127,31%	133,16%
t+11	154,52%	157,97%	145,03%	149,83%	130,73%	137,94%
t+12	155,99%	160,06%	150,51%	156,12%	134,25%	142,89%
t+13	157,47%	162,19%	155,67%	162,04%	137,86%	148,02%
t+14	158,96%	164,34%	160,45%	167,53%	141,57%	153,33%
t+15	160,47%	166,52%	164,82%	172,54%	145,38%	158,83%
t+16	161,99%	168,73%	168,73%	176,99%	149,29%	164,52%
t+17	163,52%	170,97%	172,14%	180,85%	153,31%	170,43%
t+18	165,07%	173,24%	175,01%	184,06%	157,43%	176,54%
t+19	166,64%	175,54%	177,32%	186,58%	161,67%	182,87%
t+20	168,22%	177,87%	179,03%	188,38%	166,02%	189,43%
t+21	169,81%	180,23%	180,76%	190,20%	170,49%	196,23%
t+22	171,42%	182,62%	182,51%	192,04%	175,07%	203,27%
t+23	173,04%	185,04%	184,27%	193,90%	179,78%	210,56%
t+24	174,68%	187,50%	186,05%	195,77%	184,62%	218,12%
t+25	176,34%	189,99%	187,85%	197,66%	189,59%	225,94%

Quelle: Eigene Berechnung; In Anlehnung an Junius, Karsten / Tödtmann, Kristian (2010), S. 7 (siehe Internetverzeichnis).

In den Jahren davor sinkt die Staatsschuldenquote jeweils, da dort der Zinssatz auf die ausstehenden Staatsanleihen noch geringer ist als das Wachstum des BIP. Im Jahre t+11 hätte sich dann das aufgrund der höheren Inflation gestiegene Zinsniveau auf die kompletten griechischen Staatsanleihen ausgewirkt, da bei einer durchschnittlichen Restlaufzeit der griechischen Staatsanleihen von 11 Jahren diese dann einmal komplett zum höheren Zinsniveau neu begeben werden mussten.

Auffällig ist der Sprung im Jahre t+11 im Szenario nach Rogoff. In diesem Jahr hat der griechische Staat nämlich den Ausstieg aus der höheren Inflation begonnen, was zu einem sehr starken Absinken der Wachstumsrate des nominalen BIP geführt hat (von davor 7,5% pro

Jahr auf nur noch 3,5% pro Jahr). Dieser enorme Abfall der Wachstumsrate des BIP stellt eine Art Vollbremsung der griechischen Wirtschaft dar, die davor unter einem staatlich verordnetem Boom stand. Ob das Absinken der Wachstumsrate des nominalen BIP um 4% in der Realität so stark wäre, lässt sich vorher nicht beantworten. Klar ist jedoch, dass es ein massives Absinken geben würde. Die Zinsen, die Griechenland hingegen auf seine ausstehenden Staatsanleihen zahlen muss, sinken nicht so abrupt auf das Ausgangsniveau von nur 4,5% p.a., sondern wieder nur um ein Elftel pro Jahr, was somit zu diesem deutlichen Anstieg der Staatsschuldenquote führt. Somit dauert es bis zum Jahr $t+20$ ehe Griechenland wieder durchschnittlich nur 4,5% Zinsen auf seine Staatsanleihen zahlen muss. Der Vorteil, den Griechenland aus der anfänglich relativ langen Restlaufzeit seiner Staatsanleihen hatte, wird hier nun zum Nachteil.

Insgesamt lässt sich erkennen, dass am Ende der Simulation, im Jahre $t+25$, Griechenland in keinem Szenario eine geringere Staatsschuldenquote aufweisen kann als diese im Zeitpunkt t war - egal, ob Griechenland noch eine Risikoprämie zahlen muss oder nicht!

Doch welche Möglichkeiten hätte Griechenland, um diesen schlechten Aussichten entgegen zu wirken?

Zum einen könnte Griechenland einen positiven Primärsaldo erwirtschaften. Dieser war in den Szenarien gleich null. Er könnte jedoch den Zinssatz, der ab einem gewissen Zeitpunkt höher als das Wachstum des BIP ist, ausgleichen und somit die Staatsschuldenquote konstant halten oder, je nach Ausmaß des Primärsaldos, die Staatsschuldenquote sogar senken.

Auch könnte Griechenland versuchen, den durchschnittlichen Zinssatz auf seinen Anleihen zu senken, um somit nicht automatisch (bei einem Primärsaldo von null) die Staatsschuldenquote zu erhöhen, da das nominale Wachstum des BIP nur 3,5% pro Jahr beträgt, Griechenland hingegen schon 4,5% Zinsen auf seine Anleihen zahlen muss. Sollte Griechenland dies gelingen, hätte es nun zum einen die Möglichkeit, die fälligen Anleihen stückweise gegen Ausgabe neuer Anleihen auszutauschen. Nachteilig daran wäre jedoch, dass die Griechenlandanleihen eine sehr lange Laufzeit haben und es daher sehr lange dauern würde, ehe sich die durchschnittliche Zinslast stark senkt. Zum anderen könnte Griechenland eine Zinssenkung auch durch Verhandlungen mit seinen Gläubiger erreichen und somit direkt nach einem erfolgreichen Abschluss dieser Verhandlungen die Zinslast senken und somit auf einen stabilen Weg kommen.

Als dritte und letzte Option könnte Griechenland versuchen, die Wachstumsrate des realen BIP durch Reformen zu erhöhen, damit diese in Summe mit der Inflationsrate ein höheres Wachstum des nominalen BIPs ergibt und somit die für Griechenland aktuell zu hohe Zinsbelastung tragbar wird.

4. Die Wiedereinführung einer neuen Drachme

Vor dem Hintergrund der Parlamentswahlen in Griechenland am 17.06.2012 war es das am meisten diskutierte Szenario für Griechenland - das Ausscheiden aus dem Euroraum mit der parallelen Einführung einer neuen Währung. Wäre das Linksbündnis Syriza an die Macht gekommen, hätte dieses nach eigenem Bekunden die Sparauflagen der Troika (diese besteht aus EZB, IWF und der EU-Kommission) aufgekündigt und zudem wichtige griechische Reformen wie die Erhöhung des Renteneintrittsalters und der Absenkung des Rentenniveaus rückgängig gemacht. Es kam jedoch anders und Parteien, die sich für den Reform- und Sparskurs aussprechen, gewannen zusammen die absolute Mehrheit im griechischen Parlament.⁵⁴

Trotz dieses vermeintlichen Erfolgs sind immer noch kritische Stimmen zu hören, die den Austritt Griechenlands aus dem Euroraum als eine mögliche Lösung für dessen Staatsschuldenkrise halten. Auch an den Kapitalmärkten war am Montag nach der Wahl eine gewisse Erleichterung zu erkennen. So lag der DAX bei Handelseröffnung 1,3% im Plus und auch der Euro lag mit einem Euro/ Dollar-Kurs von über 1,27 \$ zwischenzeitlich auf einem Höchststand seit fast einem Monat. Dass die Kurse jedoch am selben Handelstag die zwischenzeitlichen Gewinne wieder verloren haben, zeigt, dass die Kapitalmarktteilnehmer immer noch sehr nervös und verunsichert bezüglich der weiteren Entwicklung Griechenlands und der Eurozone insgesamt sind.⁵⁵

Daher soll hier auf den nächsten Seiten überprüft werden, was eine Währungsreform in Griechenland mit der Einführung einer neuen Drachme für Vorteile brächte und wie eine solche Währungsreform vorbereitet sein müsste, damit diese möglichst effektiv umgesetzt werden kann.

⁵⁴ Vgl. spiegel.de (2012), siehe Internetverzeichnis.

⁵⁵ Vgl. sueddeutsche.de (2012), 2.Abschnitt des Hauptframes (siehe Internetverzeichnis).

4.1 Chancen und Risiken einer Währungsreform

Im dritten Quartal 2011 schob Griechenland einen Leistungsbilanzsaldo von -9,8% des BIP vor sich her. Das ist ein sehr schlechter Wert. Jedoch betrug dieser Wert im Jahre 2008 sogar -14,9% des BIP. Ursächlich für diese schlechten Werte sind u.a. Lohnsteigerungen, die die realisierten Produktivitätszuwächse deutlich überkompensierten. So stiegen alleine im Zeitraum von 2001-2009 die Lohnstückkosten um 28%.⁵⁶

Der Grund für die Reduzierung des Leistungsbilanzsaldos ist vor allem auf den Rückgang der Warenimporte in den Rezessionsjahren 2008-2011 zurückzuführen. Die Exporte stiegen in diesem Zeitraum nur um 2% und trugen somit nur sehr wenig zu dieser Entwicklung bei. Auffällig ist dabei, dass Griechenland innerhalb jeder Warengruppe mehr aus dem Ausland nachgefragt hat als sie exportiert haben - sogar bei Nahrungsmitteln, wo man evtl noch einen Exportüberschuss gegenüber dem Ausland erwartet hätte. Auch im Tourismus, was neben Nahrungsmitteln am ehesten mit Griechenland assoziiert wird, hat Griechenland an seine geographischen Nachbarn Türkei und Bulgarien Marktanteile abgeben müssen. Dies liegt vor allem an den verhältnismäßig hohen Kosten in der griechischen Tourismusbranche. Liegt in Griechenland der durchschnittliche Stundenlohn in der Tourismusbranche bei 11,40 Euro, sind dies in der Türkei 4,00 Euro und in Bulgarien sogar nur 1,60 Euro pro Stunde.⁵⁷

Es drängt sich bei einer solchen Faktenlage die Notwendigkeit auf, dass Griechenland die offensichtlich in den letzten Jahren immer mehr verlorengegangene Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen muss, um wirtschaftlich wieder auf die Beine zu kommen. Die Abwertung einer eigenen Währung, nennen wir sie Neue Griechische Drachme (NGD), würde genau eine solche Chance bieten. So würde sich durch die NGD die Einfuhr von Gütern und Dienstleistungen je nach Schwere der Abwertung deutlich verteuern und somit kurzfristig die Leistungsbilanz enorm verbessern, da es sich viele Griechen nicht mehr leisten könnten, Waren aus dem Ausland zu importieren. Fraglich ist, wie stark hierbei mittelfristig eine Importsubstitution möglich ist. In vielen Bereichen wird es den Griechen gar nicht möglich sein, die Güter, die vor der Währungsreform importiert wurden, durch heimische Produkte zu ersetzen. So hat Griechenland vor allem im Maschinen- und Fahrzeugbau und in der chemischen Industrie, also bei komplexen Produkten, kaum Know-how. Möglich wäre diese Importsubstitu-

⁵⁶ Vgl. Born, Benjamin / Buchen, Teresa / Carstensen, Kai / Grimme, Christian / Kleemann, Michael / Wohlrabe, Klaus / Wollmershäuser, Timo (2012), S. 20 (siehe Internetverzeichnis).

⁵⁷ Vgl. ebenda, S. 21 ff.

tion hingegen bei Produkten, wo Griechenland heute schon zumindest das notwendige Wissen hat - z.B. eben die Produktion von Nahrungsmitteln aber auch in der Produktion von Metallwaren.⁵⁸

Auch auf der Exportseite würde die Einführung der NGD positive Effekte hervorrufen. Auffällig ist, dass in Griechenland vor allem Produkte mit einer sehr geringen Komplexität mit ca. 33% einen sehr hohen Exportanteil haben. In Portugal und Spanien beträgt dieser Anteil nur 21,66% bzw. 11,25%, in Deutschland sogar nur 3,4%.⁵⁹ Es scheint also so zu sein, dass Griechenland vor allem geringwertige Güter exportiert. Bei diesen Gütern ist anzunehmen, dass die Nachfrage sehr preiselastisch ist und dementsprechend eine Abwertung der NGD, was quasi wie eine Preissenkung für einen ausländischen Importeur wirkt, einen deutlich positiven Effekt auf den griechischen Export haben würde.⁶⁰

Um diese positiven (und eventuell auch negative) Effekte kalkulierbar zu machen, ist wichtig zu wissen, mit was für einer Abwertung der NGD zu rechnen ist. Es sei gesagt, dass dies nicht exakt berechnet werden kann, sondern zum Beispiel die Erfahrung mit historischen Währungsreformen Indizien dazu geben kann.

Genau das hat Hans Werner Sinn vorgeschlagen. Betrug zum Beispiel das Leistungsbilanzdefizit in Irland im Jahre 2008 noch 5,6% des BIP, erzielten die Iren im Jahre 2011 schon einen Leistungsbilanzüberschuss von 0,7% des BIP. Diese Verbesserung der Leistungsbilanz ging einher mit einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den Europartnern um 15%, was im Falle Irlands durch eine interne Abwertung geschah. Das bedeutet, dass sich die Wettbewerbsfähigkeit um ca. 2,5% verbessern muss, damit sich die Leistungsbilanz um 1% verbessert.⁶¹ Dieses Beispiel auf Griechenland umgemünzt würde bedeuten, dass Griechenland eine Abwertung der NGD in Höhe von ca. 24,5% bräuchte, um seine Leistungsbilanz wenigstens auszugleichen.

Um das Abwertungspotential der NGD zu berechnen, hat das ifo Institut herausgefunden, dass bei den externen Abwertungen in Italien, Argentinien und Thailand sogar eine Abwertung von

⁵⁸ Vgl. Born, Benjamin / Buchen, Teresa / Carstensen, Kai / Grimme, Christian / Kleemann, Michael / Wohlrabe, Klaus / Wollmershäuser, Timo (2012), S. 21 ff (siehe Internetverzeichnis).

⁵⁹ Vgl. Kumar, Utsav / Felipe, Jesus (2011), S. 29 (siehe Internetverzeichnis).

⁶⁰ Vgl. Born, Benjamin / Buchen, Teresa / Carstensen, Kai / Grimme, Christian / Kleemann, Michael / Wohlrabe, Klaus / Wollmershäuser, Timo (2012): (2012), S. 24 (siehe Internetverzeichnis).

⁶¹ Vgl. Handelsblatt (2012), S. 80.

5% nötig war, um die Leistungsbilanz um 1% zu bessern. Das würde bedeuten, dass die NGD sogar um fast 50% abwerten müsste, um zumindest das Leistungsbilanzdefizit von -9,8% des BIP auszugleichen.

Da Griechenland zudem auch noch eine sehr hohe Nettoauslandsverschuldung von -92,5%⁶² des BIP hat (Goldman Sachs Global Economics schlägt hier ein Verhältnis von maximal -25% des BIP vor⁶³), könnte Griechenland versucht sein, auch diese Kennziffer über eine weitere Abwertung der NGD über Jahre hinweg zu verbessern. Würde Griechenland also zusätzlich zum Ausgleich des Leistungsbilanzdefizits noch versuchen, die Nettoauslandsverschuldung über 15 Jahre hinweg auf jene 25% des BIP zu reduzieren, würde dies, je nach historischem Beispiel einen weiteren Abwertungsbedarf von 11,25% bzw. sogar 22,5 erfordern.

Tabelle 5 Abwertungsszenarien je nach historischem Beispiel

Szenario:	Nur Ausgleich Leistungsbilanzdefizit	Zusätzliche Reduzierung der Nettoauslandsverschuldung
Irland	22,5%	33,75%
∅ Italien, Thailand und Argentinien	49,0%	71,5%

Quelle: eigene Berechnung; in Anlehnung an: Born, Benjamin / Buchen, Teresa / Carstensen, Kai / Grimme, Christian / Kleemann, Michael / Wohlrabe, Klaus / Wollmershäuser, Timo (2012).

Die NGD könnte somit also, wie in Tabelle 5 zu sehen ist, zwischen 24,5% (Beispiel Irland und nur Ausgleich des Leistungsbilanzdefizits) und 71,5% (Beispiel Italien, Argentinien und Thailand mit zusätzlicher Reduzierung der Nettoauslandsverschuldung) abwerten.

Um nun im nächsten Schritt die Auswirkungen einer Abwertung auf den griechischen Staat, die Bürger, die Unternehmen und Banken abschätzen zu können, ist es wichtig zu wissen, nach welchem Rechtsstand die einzelnen Verbindlichkeiten eingegangen wurden. Wurden sie nämlich nach griechischem Recht eingegangen, dürfte es kein Problem sein, die Verträge auf die NGD umzustellen, da der Gläubiger kaum eine Möglichkeit hätte, sein Recht vor einem griechischen Gericht einzuklagen. Wurden die griechischen Verbindlichkeiten hingegen nach internationalem Recht begründet (bei Anleihen wird zum Beispiel oft britisches Recht als Rechtsstand genommen), hat eine Währungsreform und damit die Änderung des offiziellen

⁶² Vgl. Born, Benjamin / Buchen, Teresa / Carstensen, Kai / Grimme, Christian / Kleemann, Michael / Wohlrabe, Klaus / Wollmershäuser, Timo (2012), S. 24 (siehe Internetverzeichnis).

⁶³ Vgl. scribd.com (2012), S. 3.

Zahlungsmittels, auf diese Verträge keinerlei Auswirkungen. Ein Gläubiger hätte zum Beispiel die Möglichkeit, vor einem britischen Gericht die Begleichung seiner Forderung in der Währung einzuklagen, wie es vertraglich vorgesehen war.⁶⁴

In Tabelle 6 ist zu erkennen, dass ca. 50% der gesamten griechischen Verbindlichkeiten einen internationalen Rechtsstand haben und somit auch nach einer Währungsreform noch auf Euro lauten würden.

Tabelle 6 Griechische Schulden nach Rechtsstand

Schulder	Schulden nach gr. Recht (in Mrd. Euro)	Schulden nach int. Recht (in Mrd. Euro)
Staat:		
Privatgläubiger nach 1.Schuldenschnitt	44,0 €	102,6 €
bilaterale Kredite (1. + 2. Rettungspaket)	-	153,0 €
Rest	-	16,4 €
Unternehmen und Haushalte:		
Kredite	260,0 €	11,0 €
Anleihen	5,7 €	2,5 €
Banken:		
Anleihen	-	1,6 €
Target 2-Salden		100,0 €
Ausl. Einlagen (Nichtbanken)	50,0 €	-
Ausl. Einlagen (Banken)	40,0 €	-
Summe	399,7 €	387,1 €

Quelle: Eigene Berechnung; in Anlehnung an: Born, Benjamin / Buchen, Teresa / Carstensen, Kai / Grimme, Christian / Kleemann, Michael / Wohlrabe, Klaus / Wollmershäuser, Timo (2012)

Diese ca. 387 Mrd. Euro würden in ihrem Wert gegenüber der NGD um besagte 22,5% bzw. bis zu 71,5% aufwerten. Die restlichen ca. 400 Mrd. Euro hingegen würden eins zu eins in NGD umgetauscht und hätten somit keine negativen Effekte für die griechischen Schuldner.

Auffällig ist, dass vor allem der griechische Staat sehr stark weiterhin in Euro verschuldet wäre. So wurden nämlich alle Staatsanleihen, die im Rahmen des ersten Schuldenschnitts

⁶⁴ Vgl. Born, Benjamin / Buchen, Teresa / Carstensen, Kai / Grimme, Christian / Kleemann, Michael / Wohlrabe, Klaus / Wollmershäuser, Timo (2012), S. 31 ff.

umgeschuldet wurden, in Anleihen mit britischem Rechtsstand ausgetauscht. Hinzu kommen noch 9 Mrd. Euro aus Anleihen, die schon davor internationalen Rechtsstand hatten. Da sind zusammen ca. 103 Mrd. Euro.⁶⁵ Hinzukommen noch 153 Mrd. Euro aus den beiden Rettungspaketen der Euro-Länder, die ebenfalls britischem Rechtsstand haben.⁶⁶ Die restlichen offenen Verbindlichkeiten sind zum Beispiel Geldmarktpapiere, bei denen davon auszugehen ist, dass auch diese nach internationalem Recht begeben wurden, und Anleihen, die nicht am ersten Schuldenschnitt partizipierten und daher noch mit griechischem unterliegen.⁶⁷

Die griechischen Haushalte und Unternehmen wären mit ihren Verbindlichkeiten hingegen kaum betroffen, da diese sich vor allem bei inländischen Kreditinstituten verschuldet haben und die Verbindlichkeiten somit nach der Währungsreform in die NGD umgetauscht werden. Lediglich Kredite und Anleihen mit einem Volumen von ca. 13,5 Mrd. Euro sind nach internationalem Recht begeben, was jedoch bei einer Gesamtverschuldung der Haushalte und Unternehmen von fast 280 Mrd. Euro nur ein kleiner Teil ist (siehe Tabelle sechs).⁶⁸

Bei den Banken machen die Target 2-Salden den mit Abstand größten Posten aus. Im Falle Griechenlands betragen diese rund 100 Mrd. Euro. Da dies Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem sind, unterliegen diese selbstverständlich nicht dem griechischen Recht und müssten folglich in Euro zurückgezahlt werden. In Folge eventueller Verhandlungen mit den Noch-Euro-Ländern könnte jedoch vereinbart werden, dass Griechenland diese Verbindlichkeiten in der NGD tilgen darf. Dies ist jedoch nur eine Möglichkeit. Daher wird angenommen, dass Griechenland die Target 2-Salden in Euro tilgen muss.

Vor allem die positiven Effekte einer Währungsreform auf die Leistungsbilanz Griechenlands liefern ein sehr kräftiges Argument für eine Währungsreform in Griechenland. Ob das oftmals angebrachte Gegenargument des starken Wertzuwachs der Verbindlichkeiten und folglich die Überschuldung des griechischen Staats, der Haushalte, Unternehmen und Banken korrekt ist, hängt vor allem davon ab, wie stark die Abwertung der NGD sein wird. Bleibt diese verhältnismäßig moderat wie im Szenario mit Irland und keiner Reduzierung der Nettoauslandsverschuldung, dann dürfte der Nachteil der Währungsreform nicht so gravierend sein, dass er

⁶⁵Vgl. Handelsblatt.com (2012b), 4. Abschnitt des Hauptframes (siehe Internetverzeichnis).

⁶⁶ Vgl. bild.de (2010), S. 24 (siehe Internetverzeichnis).

⁶⁷ Vgl. Born, Benjamin / Buchen, Teresa / Carstensen, Kai / Grimme, Christian / Kleemann, Michael / Wohlrabe, Klaus / Wollmershäuser, Timo (2012), S. 33 f.

⁶⁸ Vgl. ebenda, S. 34 f.

die Vorteile überwiegt. Wie stark die Abwertung letztendlich sein wird, ist vorher leider nicht berechenbar und somit bleibt das Risiko einer sehr starken Abwertung der NGD bestehen.

4.2 Fahrplan für die Einführung der Neuen Griechischen Drachme

Bei der Einführung der NGD ist es vor allem wichtig, dass dies schnell vonstattengeht. Die die Ankündigung zur Währungsreform müsste also zeitgleich mit der Umsetzung der Währungsreform erfolgen. Bestenfalls findet die Ankündigung an einem Freitagnachmittag statt, da somit ein Wochenende zur Umsetzung zur Verfügung steht und die Banken schon geschlossen haben. Gegebenenfalls erklärt der Gesetzgeber den darauffolgenden Montag als Bankfeiertag oder die Umstellung findet sogar über Ostern statt, sodass für die praktische Umsetzung der Währungsreform ein wenig mehr Zeit vorhanden ist. Wichtig hierbei ist, dass vor allem in der Vorbereitungsphase keinerlei Informationen über die Währungsreform nach außen dringen, da ansonsten ein Bankrun mit massenhaftem Einlagenabzug einsetzen könnte.⁶⁹

In einem kleineren Rahmen ist dies sogar in Griechenland schon zu sehen. So haben griechische Sparer im Zeitraum von September 2009 bis März 2012 Bankeinlagen in Höhe von 72 Mrd. Euro abgezogen.⁷⁰ Diese Gefahr droht, da wie in Punkt 4.1 gezeigt, die NGD gegenüber anderen Währungen, z.B. dem Euro, stark an Wert verlieren dürfte und deshalb die Sparer versuchen werden, ihr Kapital in andere Euro-Länder zu transferieren. Daher dürften auch kurzfristige Kapital- und Personenverkehrskontrollen in Griechenland nötig sein. Letzteres vor allem, da griechische Sparer versuchen könnten, ihr Geld von den Konten abzuheben und das Bargeld dann über den Landweg über die Grenzen Griechenlands zu transportieren.⁷¹ In den wenigen freien Tagen gilt es dann, sowohl das Buch- und Bargeld als auch sämtliche Verträge auf die NGD umzustellen.

Da es kurzfristig für Griechenland unmöglich sein dürfte, das Euro-Bargeld durch neues, eigenes zu ersetzen, ist hierbei eine zeitlich befristete Weiterverwendung der Euromünzen und -noten notwendig. Es bietet sich hierbei an, die von der griechischen Notenbank begebenen Münzen und Noten, letztere sind durch das „Y“ in der Seriennummer erkenntlich, als einziges

⁶⁹ Vgl. Meyer, Dirk (2012), S. 22 (siehe Internetverzeichnis).

⁷⁰ Vgl. Xouridas, Stergios (2012), S. 4.

⁷¹ Vgl. Meyer, Dirk (2012), S. 22 (siehe Internetverzeichnis).

offizielles Zahlungsmittel zuzulassen. Zur besseren Kenntlichmachung sollten diese noch mit magnetischer Tinte gestempelt werden. Die magnetische Tinte dient dazu, dass auch Geldautomaten die griechischen Noten erkennen können. Die Noten in den Geldautomaten und an den Bankschaltern werden sofort vor Eröffnung der Banken umgestempelt und der Rest dann Stück für Stück. Bei dieser Art der Währungsumstellung werden jedoch auch Bürger in den anderen Euro-Ländern teilweise betroffen sein, da auch diese u.U. Scheine der griechischen Notenbank besitzen und die Scheine von nun an nicht mehr als offizielles Zahlungsmittel in ihrem Heimatland erlaubt sind.⁷²

Für die Umstellung des Buchgeldes ist es wieder relevant, nach welchem Recht die Konten eröffnet wurden. Wurden diese nach griechischem Recht eröffnet, was der Regelfall sein dürfte, stellt es kein Problem dar, diese zum Kurs 1:1 in die NGD umzuwandeln. Für die Konten, die nicht dem griechischen Rechtsstand unterstellt sind, müsste der Euro als Währung erhalten bleiben, da die Inhaber ansonsten die Forderung vor den zuständigen Gerichten im Ausland einklagen könnten. Bei Krediten würde, wie in 4.1 schon beschrieben, gleiches passieren. Bei allen Verbindlichkeiten, die nach griechischem Recht begeben wurden, würde die NGD als neue Währung gelten. Bei Verbindlichkeiten nach internationalem Recht, würde es die in den Verträgen vereinbarte Währung bleiben.⁷³

Ebenfalls von der Währungsreform betroffen wären alle restlichen Verträge, zum Beispiel für Mieten, Renten und Gehälter. Diese dürften in der Regel unter das griechische Recht fallen und daher gilt auch für diese nach der offiziellen Verkündung der Währungsreform die NGD als Währung.⁷⁴

⁷² Vgl. Blankart, Charles / Bretschneider, Sven (2012), S. 14.

⁷³ Vgl. Born, Benjamin / Buchen, Teresa / Carstensen, Kai / Grimme, Christian / Kleemann, Michael / Wohlrabe, Klaus / Wollmershäuser, Timo (2012), S. 53 f.

⁷⁴ Vgl. ebenda, S. 54.

5. Fazit

Wie gezeigt, stellen sowohl ein weiterer Schuldenschnitt als auch eine Währungsreform mit Einführung der Neuen Griechischen Drachme einen gangbaren Weg dar. Historisch war es sogar oft der Fall, dass ein Schuldenschnitt mit einer Währungsreform zusammen umgesetzt wurde. So zum Beispiel auch in Argentinien. Denn nach dem Schuldenschnitt im Jahre 2005 wurde zudem noch die Dollarbindung des argentinischen Pesos aufgehoben, was quasi einer Währungsreform gleichkommt, da der Peso fortan massiv an Wert gegenüber dem Dollar verlor, was mit der NGD gegenüber dem Euro auch passieren dürfte.

Griechenland hätte bei Umsetzung eines zweiten Schuldenschnitts verbunden mit einer Währungsreform eine Chance, wieder auf einen soliden Pfad zurückkehren. Die Staatsschuldenquote würde unter die der Bundesrepublik Deutschland fallen und durch die Abwertung der NGD würde Griechenland zusätzlich noch stark an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen. Somit stellt dieser Weg eine gute Alternative zu dem aktuell verfolgten Ansatz der Haushaltskonsolidierung mit einer internen Abwertung dar, denn nichts anderes bedeutet die Senkung von Renten, Mindestlöhnen und Arbeitslosengeld.

Oftmals wird gegen eine Währungsreform eingewandt, dass diese sehr unsozial sei, da sie den Wert der griechischen Spareinlagen massiv entwerten würde und man somit den Griechen ihre Altersvorsorge nimmt. Was diese Argumentation übersieht ist, dass die aktuelle Politik keineswegs sozialer ist, da eben nur über eine interne Abwertung die Renten und Sozialleistungen gekürzt werden. Griechenland hat mit seiner sehr kritischen Situation eben nur die Wahl zwischen Pest und Cholera, denn es wurde in den letzten Jahren und Jahrzehnten dauerhaft über den eigenen Verhältnissen gelebt, was diesen Anpassungsbedarf zur Folge hat.

Eine Währungsreform wird zudem oftmals als kritisch angesehen, da behauptet wird, dass ein Ausstieg Griechenlands zu einem Zusammenbruch der gesamten Eurozone führen könnte. Dieses Argument mag zwar stimmen, denn im Falle eines unkontrollierten Ausscheidens Griechenlands könnte es wirklich zu solch starken Verwerfungen an den Kapitalmärkten kommen, dass es für Spanien und Italien unmöglich sein dürfte, sich zu akzeptablen Konditionen zu finanzieren und diese dann u.U. die Eurozone verlassen könnten, um sich dann über

das Drucken von Geld zu refinanzieren. Bloß genau für solche Refinanzierungsprobleme wurden der EFSF bzw. der ESM geschaffen. Es müsste somit dafür gesorgt werden, dass sich die beiden Länder für einen Übergangszeitraum von vielleicht ein bis zwei Jahren über diese Einrichtungen finanzieren könnten bis sich die Unsicherheit und die Verwerfungen an den Kapitalmärkten wieder gelegt haben und zudem erste Erfolge in Griechenland sichtbar werden. Spanien und Italien stellen im Gegensatz zu Griechenland keine so ausweglosen Kandidaten dar, da diese Staaten zum einen nicht so extrem verschuldet sind und zum anderen auch auf dem Weltmarkt aktive und erfolgreiche Unternehmen haben.

Somit dürfte einem zweiten Schuldenschnitt gefolgt von einer Währungsreform in Griechenland bei gereifter Erkenntnis im Kreise der politischen Elite Europas nichts mehr im Wege stehen.

Literaturverzeichnis

Anselmann, Christina(2012):

Auswege aus Staatsschuldenkrisen - Eine Untersuchung verschiedener Optionen anhand historischer Fallbeispiele, Metropolis-Verlag für Ökonomie, Gesellschaft und Politik GmbH, Marburg, 2012.

Blanchard, Olivier und Illing ,Gerhard (2004):

Makroökonomie. 3. Auflage, Pearson Studium, München 2004.

Handelsblatt (2012):

Die Preise senken! Hans Werner Sinn, in: Handelsblatt vom 02.03.2012 (Ausgabe 45), S. 80.

Mankiw, Gregory (2004):

Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 3. Auflage, Übersetzung von Prof. Dr. Adolf Wagner und Dr. Marco Herrmann, Schäffer-Poeschl Verlag, Stuttgart, 2004.

Schratz, Dennis (2007):

Die argentinische Tangokrise 2001/2002 - eine polit-ökonomische Ursachenforschung und Analyse der Rettungsversuche, Uni. Diss., Logos Verlag Berlin GmbH, Osnabrück, 2007.

Internetverzeichnis

bild.de (2010):

Vereinbarung über eine Darlehensfazilität über 80.000.000.000 Euro, Übersetzung erfolgte durch den Sprachdienst des Bundesministerium der Finanzen o.O., Mai 2010, abgerufen am 01.07.2012,

<http://www.bild.de/media/vw-darlehensvertrag-griechenland-12631734/Download/2.bild.pdf>

Blankart, Charles / Bretschneider, Sven (2012):

Nutzen und Kosten eines Austritts Griechenlands aus dem Euro, ifo Schnelldienst, o.O., 2012, abgerufen am 07.06.2012,

<http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1214701.PDF>

Blanchard, Olivier / dell'Ariccia, Giovanni / Mauro, Paolo (2010):

Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note, o.O., 12.02.2010, abgerufen am 24.06.2012,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>

Bloomberg.com (2009):

U.S. Needs More Inflation to Speed Recovery, Say Mankiw, Rogoff, o.O., 19.05.2009, abgerufen am 24.06.2012,

<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=auyuQIA11RV8>

Bloomberg.com (2012a):

Spanish Bonds Rise on Rescue Fund Debt-Buying Speculation, o.O., 21.06.2012, abgerufen am 21.06.2012,

<http://www.bloomberg.com/news/2012-06-21/bunds-halt-decline-before-output-data-as-spain-prepares-for-sale.html>

Bloomberg.com (2012b):

Spain Risks 'Exodus' From ESM Buying Bonds, Lloyds Says, o.O., 21.06.2012, abgerufen am 21.06.2012,

<http://www.bloomberg.com/news/2012-06-21/spain-risks-exodus-from-esm-buying-bonds-lloyds-says.html>

Bloomberg.com (2012c):

German Government Bonds, o.O., 21.06.2012, abgerufen am 21.06.2012,

<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany/>

Born, Benjamin / Buchen, Teresa / Carstensen, Kai / Grimme, Christian / Kleemann, Michael / Wohlrabe, Klaus / Wollmershäuser, Timo (2012):

Austritt Griechenlands aus der Europäischen Währungsunion: historische Erfahrungen, makroökonomische Konsequenzen und organisatorische Umsetzung, ifo Institut, April 2012, abgerufen am 05.06.2012,

http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/pr-PDFs/ifostudie-201205-Austritt_Griechenlands_aus_EWU.pdf

bundesbank.de (2012):

Ausgewählte Zinssätze, o.O., 14.12.2011, abgerufen am 24.06.2012

http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Home/home_node.html

Bundesfinanzministerium.de (2012):

Staatsschuldenquoten im internationalen Vergleich, o.O., Mai 2012, abgerufen am 17.06.2012,

<http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2012/05/Inhalte/Kapitel-4-Statistiken/4-1-14-staatsschuldenquoten.html>

CESifo (2012):

Der Haftungspegel – Haftungssummen für die Euroländer und der deutsche Anteil, o.O., 02.05.2012, abgerufen am 19.06.2012,

http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoHome/B-politik/_Haftungspegel

Destatis.de (2012):

Bruttoinlands-Produkt 2011 für Deutschland, Wiesbaden, 11.01.2012, abgerufen am 20.06.2012,

https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressekonferenzen/2012/BIP2011/Pressebrochure_BIP2011.pdf?__blob=publicationFile

EFSF.europa.eu (2012):

Lending operations, o.O., 05.06.2012, abgerufen am 19.06.2012,

<http://www.efs.europa.eu/about/operations/index.htm>

eurostat.eu (2012):

Wachstumsrate des realen BIP - Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%), o.O., 2012, abgerufen am 16.06.2012,

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=de&pcode=tsieb020>

eurostat.eu (2012b):

Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen, o.O., 2012, abgerufen am 20.06.2012,

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do;jsessionid=9ea7d07d30ef00fde3c9c4d0442c82d3825f60a5b1b1.e34OaN8PchaTby0Lc3aNchuMbxuQe0?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=de>

faz.net (2012b):

Bundesbankpräsident Weidmann „Es liegt in der Hand der Griechen“, o.O., Frankfurter Allgemeine, 19.05.2012, abgerufen am 19.06.2012,

<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/bundesbankpraesident-weidmann-es-liegt-in-der-hand-der-griechen-11756620.html>

faz.net (2012a):

Griechenland erwartet höheres Haushaltsdefizit, o.O., 2012 abgerufen am 14.06.2012,

<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/schuldenkrise-griechenland-erwartet-hoeheres-haushaltsdefizit-11658244.html>

Grüttner, Anne (2007):

Erfolg gegen jede Regel, o.O., Zeit Online, 18.01.2007, abgerufen am 17.06.2012,

<http://www.zeit.de/2007/04/G-Argentinien>

Handelsblatt.com (2012a):

Gläubiger stimmen ihrer Enteignung zu, Athen, 08.03.2012, abgerufen am 10.06.2012,

<http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/schuldenschnitt-fuer-griechenland-glaeubiger-stimmen-ihrer-enteignung-zu/6301398.html>

Handelsblatt.com (2012b):

Anlegerschützer raten von Anleihe-Tausch ab, Düsseldorf, 05.03.2012, abgerufen am 01.07.2012,

<http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/schuldenschnitt-fuer-griechenland-anlegerschuetzer-raten-von-anleihe-tausch-ab/6287762.html>

Junius, Karsten / Tödtmann, Kristian (2010):

Inflation und Staatsverschuldung, DekaBank, o.O., 19.03.2010, abgerufen am 24.06.2012,

https://www.dekabank.de/globaldownload/de/economics/vowi_spezial/VS_10-03-19-a.pdf

Junius, Karsten (2009):

Fünf Inflationsszenarien für die USA und Euroland, DekaBank, o.O., 14.07.2009, abgerufen am 24.06.2012,

https://www.dekabank.de/globaldownload/de/economics/vowi_spezial/VS-09-07-14-Inflationsszenarien7.pdf

Kumar, Utsav / Felipe, Jesus (2011):

Do some countries in the Eurozone need an internal devaluation? A reassessment of what unit labour costs really mean, o.O., levyinstitute.org, Februar 2011, abgerufen am 30.06.2012,

http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_651.pdf

Matthes, Jürgen (2012):

Staatsbankrotte, Umschuldungen oder fortgesetzte Hilfen: Wie hoch sind die Kosten diesen Alternativen, und was können sie bewirken?, o.O., ifo Schnelldienst, 2012, abgerufen am 04.06.2012,

http://www.wisonet.de/webcgi?START=A60&DOKV_DB=ZECO&DOKV_NO=IFOS28738799C30B5147BF9F7C42BD4EB53A&DOKV_HS=0&PP=1

Meyer, Dirk (2012):

Fahrplan eines Euroaustritts - technische Vorbereitung und Durchführung aus Sicht eines Austrittslandes, ifo Schnelldienst, o.O., Juni 2012, abgerufen am 07.06.2012,

<http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1215807.PDF>

Mussler, Werner (2011):

Wie Griechenland abermals gerettet werden soll, o.O., Frankfurter Allgemeine Zeitung, 23.07.2011, abgerufen am 06.09.2011,

<http://www.faz.net/artikel/S30638/zweites-rettungspaket-wie-griechenland-abermals-gerettet-werden-soll-30471045.html>

Mussler, Hanno (2012):

Schuldenschnitt kostet deutschen Steuerzahler 14 Milliarden Euro, o.O., Frankfurter Allgemeine, 09.03.2012, abgerufen am 17.06.2012,

<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/griechenland-schuldenschnitt-kostet-deutschen-steuerzahler-14-milliarden-euro-11678283.html>

n-tv.de (2012):

100 Milliarden aus dem EFSF - Spanien beantragt Hilfe, o.O., 09.06.2012, abgerufen am 24.06.2012,

<http://www.n-tv.de/wirtschaft/Spanien-beantragt-Hilfe-article6460441.html>

Onvista.de (2012):

ohne Titel, o.O., abgerufen am 11.06.2012,

http://www.onvista.de/suche.html?TARGET=snapshot&ID_TOOL=BON&SEARCH_VALUE=Griechenland&SELECTED_ID=NSIN

Raiffeisen Research (2011):

Griechenlandpaket - Fragen und Antworten, o.O., Raiffeisen Research GmbH (Hrsg.), 27.07.2011, abgerufen am 24.06.2012,

http://www.derboersianer.com/uploads/tx_wcresearch/1311832779_7392678e10b585555ffe70ce12388158.pdf

scribd.com (2012):

Achieving fiscal and external balance (Part 1): The price adjustment required for external sustainability, o.O., Goldman Sachs Global Economics, 15.03.2012, abgerufen am 30.06.2012,

<http://www.scribd.com/doc/90967815/EEA-Achieving-Fiscal-External-Balance-parts-1-4>

spiegel.de (2012):

Parlamentswahl in Griechenland - Konservative erklären sich zum Wahlsieger, Athen, 17.06.2012, abgerufen am 26.06.2012,

<http://www.spiegel.de/politik/ausland/wahl-in-griechenland-konservative-erklaeren-sich-zum-wahlsieger-a-839378.html>

Statista.com (2012a):

Griechenland: Staatsverschuldung von 2002 bis 2012, o.O., 2012, abgerufen am 10.06.2012,

<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/167459/umfrage/staatsverschuldung-von-griechenland/>

Statista.com (2012b):

Griechenland: Staatsverschuldung von 2002 bis 2012 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP), o.O., 2012, abgerufen am 10.06.2012,

<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/167463/umfrage/staatsverschuldung-von-griechenland-in-relation-zum-bruttoinlandsprodukt-bip/>

Statista.com (2012c):

Griechenland: Jährliches Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 2002 bis 2012, o.O., 2012, abgerufen am 10.06.2012,

<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/14538/umfrage/wachstum-des-bruttoinlandsprodukts-in-griechenland/>

Storbeck, Olaf (2012):

Die Risiken der EZB steigen, Düsseldorf/Berlin, Handelsblatt.com, 08.06.2012, abgerufen am 19.06.2012,

<http://www.handelsblatt.com/politik/international/euro-krise-die-risiken-der-ezb-steigen/6724982.html>

sueddeutsche.de (2012):

Wahl in Griechenland - Lob aus Europa, Erleichterung an den Märkten, o.O., 18.06.2012 abgerufen am 26.06.2012,

<http://www.sueddeutsche.de/politik/wahl-in-griechenland-lob-aus-europa-erleichterung-an-den-maerkten-1.1385634>

Tagesschau.de (2012a):

Griechenlands Weg in die Krise, o.O., Stand 04.06.2012, abgerufen am 14.06.2012,

<http://www.tagesschau.de/wirtschaft/griechenland640.html>

Tagesschau.de (2012b):

Wie kreditwürdig sind welche Staaten?, o.O., 14.06.2012, abgerufen am 20.06.2012,

<http://www.tagesschau.de/wirtschaft/ratings102.html>

worldbank.org (2012):

World Development Indicators and Global Development Finance, o.O., 2012, abgerufen am 16.06.2012,

<http://databank.worldbank.org/Data/Views/Reports/TableView.aspx?IsShared=true&IsPopular=country>

Xouridas, Stergios (2012):

Ein differenzierter Blick auf einen Euro-Austritt Griechenlands, ZBW - Leibnitz-Informationszentrum Wirtschaft, o.O., Juni 2012, abgerufen am 01.07.2012,

<http://ftdwirtschaftswunder.files.wordpress.com/2012/06/xouridas.pdf>

Anhang

1. Herleitung der Formel zur Berechnung der Staatsschuldenquote:

(1): $Schulden_t = Schulden_{t-1} + Defizit_t$

(2): Das Defizit setzt sich dabei zusammen den schon bestehenden Schulden und dem Primärsaldo, der die Zinsausgaben nicht enthält.

$$Defizit_t = i_{t-1} * Schulden_{t-1} + Primärsaldo_t$$

Variablennotation:

i_{t-1} = durchschnittliche Verzinsung der ausstehenden Staatsanleihen

(3): (1)+(2)

$$Schulden_t = Schulden_{t-1} + i_{t-1} * Schulden_{t-1} + Primärsaldo$$

(4): In Prozent des BIP lässt sich dies nun als Staatsschuldenquote ausdrücken

$$\frac{Schulden_t}{BIP_{nom,t}} = (1 + i_{t-1}) * \frac{Schulden_{t-1}}{BIP_{nom,t}} + \frac{Primärsaldo_t}{BIP_{nom,t}}$$

(5): Das BIP_t ergibt aus dem BIP-Wachstum in t und dem BIP in t-1.

$$BIP_{nom,t} = (1 + \Delta BIP_{nom,t}) * BIP_{nom,t-1}$$

(6): Durch Einsetzen von (5) in (4) ergibt sich:

$$\frac{Schulden_t}{BIP_{nom,t}} = \frac{1 + i_{t-1}}{1 + \Delta BIP_{nom,t}} * \frac{Schulden_{t-1}}{BIP_{nom,t-1}} + \frac{Primärsaldo_t}{BIP_{nom,t}}$$

Quelle: Vgl. Junius, Karsten / Tödtmann, Kristian (2010), S. 5 (siehe Internetverzeichnis).

2. Tabelle zur Berechnung der Ø-lichen Restlaufzeit der Griechenlandanleihen:

Berechnung Ø-liche RLZ Griechenlandanleihen (Stand: 11.06.2012)			
WKN	RLZ (in Jahren)	Volumen (in Mio. EUR)	
AONRT9	18,12	7.500,00 €	Kurs EUR/CHF = 1,2009 Kurs EUR/JPY = 99,8200
842378	13,12	7.200,00 €	
AOGL2Y	4,11	7.750,00 €	
AODY4P	3,11	9.585,00 €	
AOTS58	1,19	5.850,00 €	
AOLN5U	0,19	7.844,00 €	
AOG4X8	5,11	11.440,00 €	
AOABV1	1,94	8.523,00 €	
AODZVX	25,28	9.000,00 €	
724072	0,94	9.079,00 €	Ø-liche RLZ (in Jahren): 11,02318856
AOLMFU	28,28	7.920,00 €	
AOTVAF	6,11	7.732,00 €	
AONWR0	11,77	10.462,70 €	
AOT56A	2,19	12.500,00 €	
855100	10,36	8.540,00 €	
AOT7KR	7,10	15.500,00 €	
276701	1,58	4.552,00 €	
451111	7,36	8.192,00 €	
AOTW7G	1,04	1.500,00 €	
AOGXRG	2,05	423,97 €	
AOG236	3,41	424,97 €	
A1G1UA	10,71	2.658,78 €	
A1G1UB	11,70	2.658,78 €	
A1G1UC	12,71	2.658,78 €	
A1G1UD	13,71	2.658,78 €	
A1G1UE	14,71	2.658,78 €	
A1G1UF	15,70	2.836,03 €	
A1G1UG	16,71	2.836,03 €	
A1G1UH	17,71	2.836,03 €	
A1G1UJ	18,71	2.836,03 €	
A1G1UK	19,70	2.836,03 €	
A1G1UL	20,71	2.836,03 €	
A1G1UM	21,71	2.836,03 €	
A1G1UN	22,71	2.836,03 €	
A1G1UP	23,70	2.836,03 €	
A1G1UQ	24,71	2.836,03 €	
A1G1UR	25,71	2.836,03 €	
A1G1US	26,71	2.836,03 €	
A1G1UT	27,70	2.836,03 €	
A1G1UU	28,71	2.836,03 €	
A1G1UV	29,71	2.836,03 €	
AOGVB9	6,06	2.100,00 €	
352160	1,94	70,00 €	
329298	6,98	110,00 €	
AOE65P	12,07	250,00 €	
AOD01R	4,81	4.985,00 €	
AOE7AB	8,09	250,00 €	
AOE6VX	13,07	400,00 €	
282899	6,75	200,00 €	
407715	15,84	200,00 €	
842316	3,83	400,00 €	
AOBBG6	22,10	1.000,00 €	
AOE57Z (Währung: CHF)	1,06	541,26 €	
194198 (Währung: JPY)	5,16	500,90 €	
		228.360,14 €	
A1G1UW	ohne fest LZ	55.834,40 €	

Formel: $\sum (RLZ * \text{Volumen}) / \text{Gesamtvolumen} = \text{Ø-liche RLZ}$