



## Schuldenschnitt für Griechenland – ein gefährlicher Irrweg für den Euroraum

Gustav A. Horn, Fabian Lindner und Torsten Niechoj

Die Stimmen für eine Umschuldung der griechischen Staatsschulden mehren sich. Die bisherigen Maßnahmen haben in den Augen vieler keinen Erfolg gebracht, zudem wird es als ungerecht angesehen, dass private Gläubiger nicht an den Schuldenlasten beteiligt werden. Um bewerten zu können, welche Maßnahmen tatsächlich sinnvoll sind, soll im Folgenden eine Bestandsaufnahme der aktuellen wirtschaftlichen Lage Griechenlands vorgenommen werden. Daran anschließend werden Maßnahmen zur Überwindung der Schuldenkrise, die auch eine Leistungsbilanzkrise ist, erörtert. Im Ergebnis zeigt sich, dass die gegenwärtig praktizierte Strategie sukzessiver Hilfsprogramme in Kombination mit Austeritätsauflagen nicht zum Ziel einer Stabilisierung oder gar Reduzierung der Schuldenstandsquote führt. Noch gefährlicher als eine harte Konsolidierung wäre aber jede Form einer Umschuldung. Ein pauschaler Haircut würde die griechische Wirtschaft stark belasten und die Existenz des Euroraums in Frage stellen. Eine sanftere Form des Schuldenschnitts wie die Verlängerung der Rückzahlungsfristen bis hin zum freiwilligen Verzicht privater Gläubiger würde keine reale Entlastung bringen. In jedem Falle würde die Investition in alle Staatsanleihen des Euroraums mit höheren Risiken behaftet sein. Vor allem aber bestünde die Gefahr, dass die Anleger die Anleihen aller Krisenländer in massiver Weise abstoßen und so weitere Schuldenschnitte herausfordern. Daher wird im Folgenden ein Alternativprogramm vorgestellt, in dem es vor allem darum geht, die Zinsen auf einem Niveau zu halten, dass dem Staat die nötige Konsolidierung erlaubt, einen Schuldenschnitt verhindert und der griechischen Wirtschaft Spielraum für Wachstum lässt.

Seit Mai 2011 hat sich die Situation in Griechenland weiter zugespitzt. Bereits im Juli wird der griechische Staat neues Geld benötigen, er kann sich aber aufgrund der zu erwartenden hohen Zinsen weiterhin nicht eigenständig mit langfristigen Krediten am Markt versorgen. In Reaktion darauf ist ein neues Rettungspaket für Griechenland in Planung. Mitglieder der Eurogruppe sowie der Europäischen Zentralbank (EZB) haben dem bereits im Prinzip auf einem Treffen am 06. Mai 2011 zugestimmt, wenngleich seitdem noch über die konkreten Konditionen verhandelt wird. Das genaue Volumen und der Beitrag Griechenlands, etwa in Form verstärkter Privatisierungen, sind noch nicht abschließend geklärt. Auch ob ein solches Paket mit einer Schuldenreduktion einhergeht, ist momentan noch Gegenstand von Verhandlungen. Jean-Claude


Juncker, Vorsitzender der Euro-Gruppe und Premierminister Luxemburgs, hat den Begriff der „Reprofilierung“ geprägt und in die Diskussion eingebracht, womit er eine Verlängerung der Laufzeit bei verringerter Zinslast meint. Strittig war bisher auch, inwieweit bei einer Schuldenreduktion private Gläubiger beteiligt werden und ob dies freiwillig erfolgt oder nicht. Die deutsche Seite, vertreten durch Finanzminister Schäuble, votierte stark für eine verbindliche Beteiligung, ist damit in Europa aber tendenziell isoliert. Die EZB hat sich vehement dafür ausgesprochen, private Gläubiger nur auf freiwilliger Basis zu beteiligen. Seit einem Treffen der Finanzminister am 20.06.2011 ist klar, dass es eine private Beteiligung nur in freiwilliger Form geben wird. Wie die konkrete Umsetzung aussehen soll, ist jedoch noch nicht beschlossen. In der

Tabelle 1

Entwicklung der Schuldenstandsquote im Euroraum und in ausgewählten Euroländern seit Beginn der Währungsunion									
	EWU (16)	GR	IE	PT	ES	IT	BE	DE	FR
1999	71,7	94,0	48,5	49,6	62,3	113,7	113,7	60,9	58,9
2000	69,2	103,4	37,8	48,5	59,3	109,2	107,9	59,7	57,3
2001	68,2	103,7	35,5	51,2	55,5	108,8	106,6	58,8	56,9
2002	68,0	101,7	32,1	53,8	52,5	105,7	103,5	60,4	58,8
2003	69,1	97,4	30,9	55,9	48,7	104,4	98,5	63,9	62,9
2004	69,5	98,6	29,6	57,6	46,2	103,9	94,2	65,8	64,9
2005	70,1	100,0	27,4	62,8	43,0	105,9	92,1	68,0	66,4
2006	68,5	106,1	24,8	63,9	39,6	106,6	88,1	67,6	63,7
2007	66,3	105,4	25,0	68,3	36,1	103,6	84,2	64,9	63,9
2008	70,0	110,7	44,4	71,6	39,8	106,3	89,6	66,3	67,7
2009	79,4	127,1	65,6	83,0	53,3	116,1	96,2	73,5	78,3
2010	85,3	142,8	96,2	93,0	60,1	119,0	96,8	83,2	81,7

EWU (16) = Euroraum, GR = Griechenland, IE = Irland, PT = Portugal, ES = Spanien, IT = Italien, BE = Belgien,  
DE = Deutschland, FR = Frankreich.

Quelle: Reuters EcoWin (Eurostat).



Öffentlichkeit werden weiterhin auch Forderungen nach einem umfassenden Schuldenschnitt („haircut“), gegebenenfalls in Kombination mit einem Austritt Griechenlands aus dem Euroraum, diskutiert. Dazu beigetragen haben auch die Herabstufungen der Bonität Griechenlands durch die Rating-Agenturen, zuletzt durch Standard & Poor's, die Griechenlands Bonität auf CCC gesetzt haben, was die schlechteste Bewertung vor D (für Default, also Zahlungsausfall) ist. Moody's, eine weitere Rating-Agentur, überlegt, ob sie auch das Rating einiger französischer Banken, die in Griechenland besonders engagiert sind, herabstufen soll.

Dass teilweise drastische Maßnahmen wie ein Schuldenschnitt oder Austritt Griechenlands aus dem Euroraum in Erwägung gezogen werden, wird vor allem mit der trotz aller Sparbemühungen steigenden Schuldenstandsquote des griechischen Staates begründet, obwohl die Schuldenstandsquote für sich genommen keine gute Kennzahl zur Bestimmung der Nachhaltigkeit von Staatsverschuldung ist. Daneben führen Diskussionen um eine Schuldenreduzierung und die generelle Unsicherheit über die Zukunft Griechenlands zu stetig steigenden Risikoaufschlägen, so dass die Zinszahlungen des Staates im Fall einer Refinanzierung auslaufender Schulden stark steigen könnten. Die hohen Renditen von aktuell 18 % (Stand: 15.06.2011), wie sie im Moment der Markt von der griechischen Regierung verlangen würde, wären für

keine Regierung des Euroraums auf Dauer tragbar. Der griechischen Regierung ist der Zugang zum privaten Kapitalmarkt für langfristige Anleihen damit faktisch versperrt, und sie ist auf Kredite von Internationalem Währungsfonds (IWF) und EU angewiesen.

Maßgeblicher Grund für den starken Anstieg der griechischen Schuldenstandsquote ist die Finanz- und Wirtschaftskrise. Im Jahr 2010 betrug der Anteil der Staatsschulden am BIP 142,8 %. Sie wird in diesem Jahr noch auf etwa 150 % steigen. Schon vor der Krise war die Schuldenstandsquote Griechenlands hoch. Sie betrug im Jahr des Beitritts Griechenlands zur Währungsunion 2001 103,7 % des BIP und im Jahr 2007 vor der Finanz- und Wirtschaftskrise 105,4 %. Allein die Verschuldungssituation des griechischen Staates kann allerdings nicht erklären, warum der griechische Staat an den Kapitalmärkten einen so dramatischen Vertrauensverlust erlebt hat. Mit der 2008 beginnenden Finanz- und Wirtschaftskrise ist die Staatsverschuldung in allen Ländern des Euroraums gestiegen (Tabelle 1). Die Staaten haben in der Krise Rettungspakete für Banken aufgelegt, die Folgen platzender Immobilienblasen abgefedert und die Konjunktur stabilisiert und so faktisch private Schulden übernommen und die Folgen privater Verschuldungsausfälle kompensiert. Der Schuldenstand aller Staaten im Euroraum stieg von 66,3 % des BIP im Jahr 2007 auf 85,3 % 2010, also um 19 Prozentpunkte. Italien hatte vor Beginn der Krise eine ähnlich hohe

Schuldenquote wie Griechenland von 103,6%, die 2010 auf 119% gestiegen ist, ohne dass es für Italien zu einem ähnlichen Vertrauenseinbruch auf den Finanzmärkten kam.

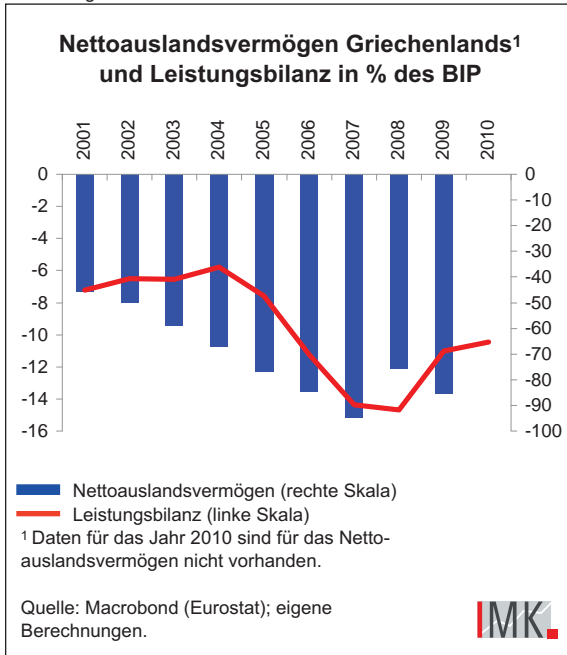
Dass die Euroschuldenkrise ihren Anfang in Griechenland genommen hat, dürfte eher an den Statistikmanipulationen gelegen haben, die die heute bekannte Verschuldungssituation jahrelang verdeckt haben (Joebges et al. 2010; Horn et al. 2011). Dies war aber nur der Auslöser, nicht jedoch die wirkliche Ursache der aktuellen Krise. Das fundamentale Problem ist, dass Griechenland wie die übrigen Krisenländer stark im Ausland verschuldet ist, was Folge der hohen Leistungsbilanzdefizite seit der Euroeinführung und der mangelnden relativen Wettbewerbsfähigkeit ist (Horn et al. 2010: 9-12) (Abbildung 1).

Entsprechend war die Schuldenkrise nicht auf Griechenland beschränkt: Mehr Länder mit dauerhaften Leistungsbilanzdefiziten und hoher Auslandsverschuldung sind in den Sog der von Griechenland angestoßenen Krise geraten, so dass auch die Risikoaufschläge auf ihre Staatsanleihen stark gestiegen sind und seit Frühjahr 2010 deutlich über denen Deutschlands liegen (Abbildung 2). Während die Rendite für deutsche Anleihen am Sekundärmarkt in den letzten Jahren um drei Prozent lag, stiegen sie deutlich für Griechenland, Irland und Portugal.

Gegenüber zehnjährigen deutschen Staatsanleihen lag der Aufschlag auf griechische Staatsanleihen bis Ende 2010 leicht unter 10 Prozentpunkten, bei irischen Anleihen bei etwa 6 Prozentpunkten und bei portugiesischen Staatsanleihen bei 4 Punkten. Bis Mitte Juni 2011 sind sie weiter angestiegen: für griechische auf 15, für irische auf etwa 8,5 und für portugiesische auf knapp 8 Punkte Aufschlag gegenüber deutschen Staatsanleihen. Die genannten Renditen auf dem Sekundärmarkt, auf dem bereits ausgegebenen Staatsanleihen gehandelt werden, können als gute Annäherung dafür dienen, welche Zinskosten auf die Staaten zukämen, wenn sie auf dem sog. Primärmarkt neue Staatsanleihen emittieren würden. Kein Staat könnte Zinskosten von 18 % über einen längeren Zeitraum tragen, da die Staatseinnahmen nur mit extrem hohem nominalem Wachstum für die Zahlungen ausreichen würden. Um die Schuldenquote dauerhaft zu senken, müsste das nominale Wachstum oberhalb des Zinsniveaus liegen (Schulmeister 1996). Es besteht folglich Handlungsbedarf, soll eine Überschuldung vermieden werden.

Auf europäischer Ebene wurden daher – unter Hinzuziehung des IWF – zur Sicherstellung der Finanzierung Griechenlands, später dann auch Irlands und Portugals, öffentliche Kreditpakete geschnürt. Das

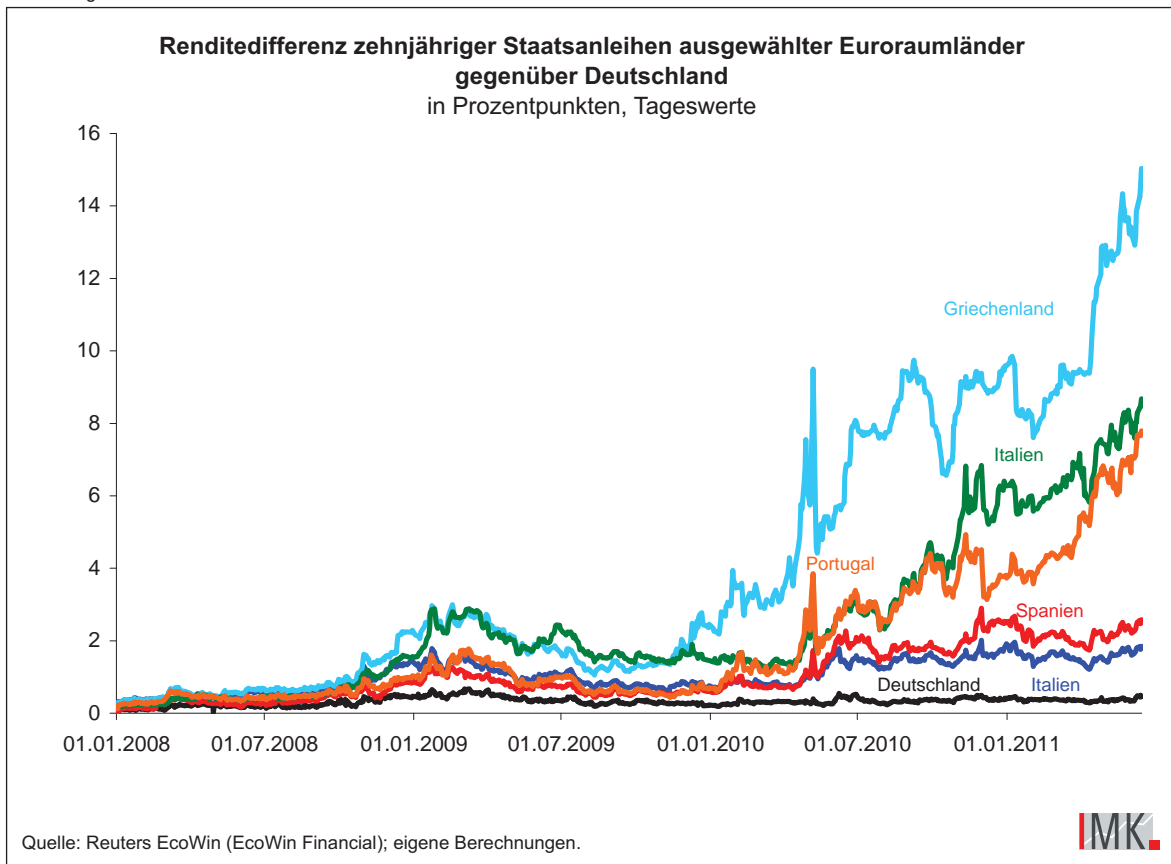
Abbildung 1



Rettungspaket hatte ein Volumen von 110 Mrd. Euro für Griechenland, von 85 Mrd. Euro für Irland und von 78 Mrd. Euro für Portugal. Dabei stellen der IWF und die Staaten der Europäischen Union den größten Anteil der Kredite. Dazu kommen noch Eigenmittel der Krisenstaaten. Während das Zinsniveau der IWF-Kredite mit etwa 3 % eher niedrig ist, liegen die Kredite seitens der EU mit 5 bis 6 % deutlich höher. Durch die öffentlichen Kredite ist Griechenland für die Refinanzierung seiner langfristigen Schulden im Jahr 2011 nicht mehr auf den privaten Kapitalmarkt angewiesen, während kurzfristige Anleihen derzeit noch privat refinanziert werden können (EU Commission 2011). Die Europäische Union hat nach dem ersten Rettungspakt für Griechenland eigens eine neue Institution, die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität gegründet (European Financial Stability Facility, EFSF), die 2013 durch einen dauerhaften Europäischen Rettungsmechanismus (European Stabilisation Mechanism, ESM) abgelöst werden wird (IMK et al. 2011).

Diese Rettungsmaßnahmen und -institutionen haben, zumindest im Fall Griechenlands, nur einen Aufschub, jedoch keine dauerhafte Lösung gebracht. Dies zeigen die weiterhin hohen Renditedifferenzen für langfristige Anleihen, die eine Rückkehr Griechenlands an den Kapitalmarkt erschweren. Im Laufe des Juni sind entsprechend Verhandlungen über ein weiteres Rettungspaket für Griechenland aufgenommen worden. Gleichzeitig wird immer noch die Option des Schuldenschnitts als Versuch einer umfassenden und langfristigen Lösung diskutiert.

Abbildung 2



Entscheidend für Erfolg oder Misserfolg eines Schuldenschnitts ist, wie hoch die Kosten eines Schuldenschnitts im Vergleich zu einer Stabilisierung ohne Schuldenschnitt sind – sowohl für Griechenland selbst als auch für den Euroraum. Bevor deswegen die Folgen eines Schuldenschnitts untersucht werden, wird genauer die Haushaltslage des griechischen Staates seit dem Euro-Beitritt analysiert. Ist ein Schuldenschnitt überhaupt notwendig?

### Entwicklung der öffentlichen Finanzen Griechenlands seit Einführung des Euro

Durch einen Schuldenschnitt könnte sich der griechische Staat in kurzer Zeit eines nennenswerten Teils seiner Verschuldung und seiner zukünftigen Zinslast entledigen. Dabei kann die Frage, wie hoch ein Schuldenschnitt ausfallen muss, nicht eindeutig geklärt werden. Ob ein Schuldenstand tragbar ist, hängt von der Höhe der Zinsen und dem Wachstum des nominalen BIP ab. Ein nominales BIP-Wachstum in Höhe der durchschnittlichen Zinsrate der Gesamtverschuldung würde die Schuldenstandsquote stabilisieren.

Ist das Wachstum geringer als die Zinsrate, kann entweder eine Zinsreduktion oder ein Schuldenschnitt dabei helfen, die Zinslast auf ein tragbares Maß zu reduzieren.

In der öffentlichen Debatte steht die Schuldenstandsquote Griechenlands im Mittelpunkt. Dabei ist sie für eine seriöse Analyse der Tragfähigkeit von Schulden wenig geeignet. So wird dem griechischen Staat bei einem Anstieg der Schulden- oder Defizitquote vorgeworfen, die Schulden seien zu stark gestiegen. Das Steigen dieser Quoten reflektiert seit der Krise in Griechenland aber nicht allein steigende Schulden, sondern vor allem ein fallendes BIP. Im Jahr 2010 ist das nominale BIP gegenüber dem Vorjahr um 1,7 % gesunken, im Jahr 2009 um 1,1 %; das reale BIP, das um die Inflationsrate bereinigt ist, ist um 4,5 % im Jahr 2010 und um 2 % im Jahr 2009 gefallen – das heißt, für das Jahr 2010 war die Rezession in Griechenland fast so stark wie in Deutschland 2009, als das Wachstum um 4,7% eingebrochen ist – dem stärksten Einbruch der Wirtschaftsleistung seit Bestehen der Bundesrepublik.

Abbildung 3 zeigt, dass sich Staatsschulden und BIP Griechenlands bis 2007 in etwa gleich entwickelt haben, so dass die Schuldenstandsquote relativ

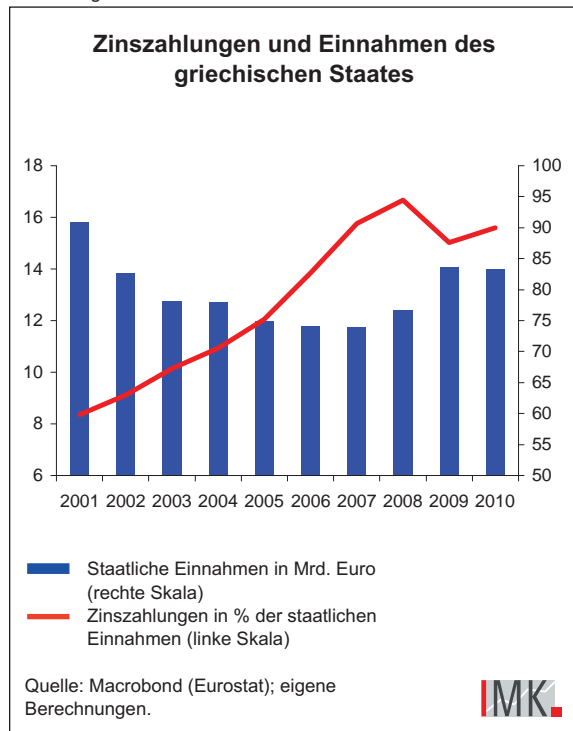
Abbildung 3



konstant blieb. Erst mit der Krise ab 2008 entwickeln sich beide Größen stark auseinander. Fällt rezessionsbedingt das BIP, das im Nenner der Schuldenstandsquote steht, steigt die Quote automatisch, selbst wenn die Schulden konstant blieben. Aber da ein Fall des BIP auch zu einem Fall der Staatseinnahmen etwa durch fallende Steuer- und Abgabeneinnahmen führt, während die staatlichen Ausgaben für Arbeitslosengeld und Sozialhilfe steigen, steigen auch die Schulden automatisch. So sind die Einnahmen des Staates 2009 um 7,3 % gefallen; erst im Jahr 2010 konnten sie trotz der tiefen Rezession durch massive Steuererhöhungen um 2,7 % gesteigert werden. Das zeigt, dass ein Anstieg der Schuldenquote das Ergebnis vielfältiger Einflüsse ist. Er ist kein hinreichendes Indiz dafür, ob eine Regierung ausreichend spart oder nicht. Seit der Krise ist die steigende griechische Schuldenstandsquote klar das Resultat der schlechten wirtschaftlichen Entwicklung.

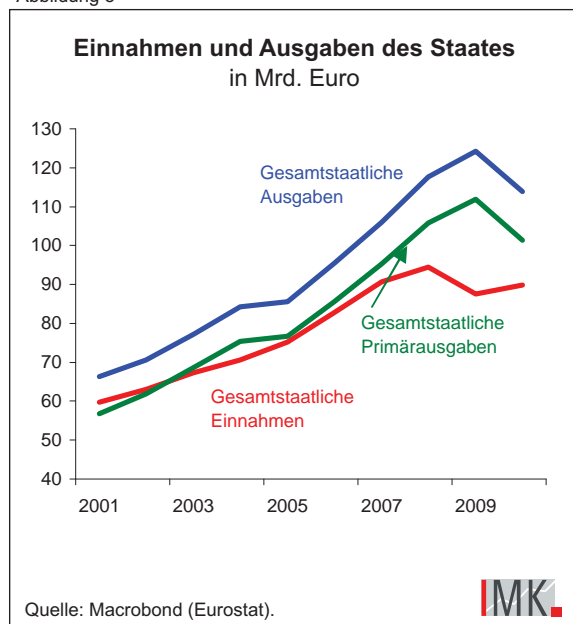
Die Schuldenstandsquote gibt auch nicht an, ob eine Verschuldung nachhaltig ist oder nicht. Ein besserer Indikator für die Nachhaltigkeit von Verschuldung sind die staatlichen Zinszahlungen relativ zu den staatlichen Einnahmen. Abbildung 4 zeigt, dass die Ausgaben für Zinsen in Prozent der staatlichen Einnahmen seit 2007 tatsächlich gestiegen sind, allerdings nur um zwei Prozentpunkte. Dieser Anstieg liegt aber nicht primär an einem Anstieg der Zinslast, sondern am rezessionsbedingten Fall der Einnahmen. Trotz der stark gefallenen staatlichen Einnahmen ist die Zinslast immer noch unterhalb des Niveaus von 16 %, mit der Griechenland in den Euro eingetreten ist. Im Vergleich

Abbildung 4



dazu liegen die Zinsausgaben in Prozent der Staatseinnahmen im Euroraum mit seiner Schuldenstandsquote von 85,3 % 2010 bei 6,2 % und in Italien mit einer Quote von 119 % bei 9,6%. Die griechischen Zinsausgaben sind damit höher als in den Vergleichsfällen, aber nicht so viel höher, als dass der Staat seinen Zinsdienst nicht mehr leisten könnte. Würden die Zinsen, die der Staat tatsächlich im Moment zu zahlen

Abbildung 5



hat – die sehr viel niedriger als die Renditen auf den Sekundärmärkten sind – auf dem gleichen Niveau bleiben, hätte der griechische Staat damit auch weiterhin keine Schwierigkeiten, seine Schulden zu bedienen.

In Abbildung 5 werden die Ein- und Ausgaben des griechischen Staates gezeigt. Die Ausgaben sind dabei unterteilt in die Gesamtausgaben und die sog. Primärausgaben, also die staatlichen Ausgaben ohne Zinszahlungen. Da die Regierung meist keinen direkten Einfluss auf die Zinszahlungen hat, wird zur Beurteilung der Konsolidierungserfolge einer Regierung das Primärdefizit berechnet, das sich aus der Differenz der staatlichen Einnahmen und der Ausgaben ohne Zinsen berechnet.

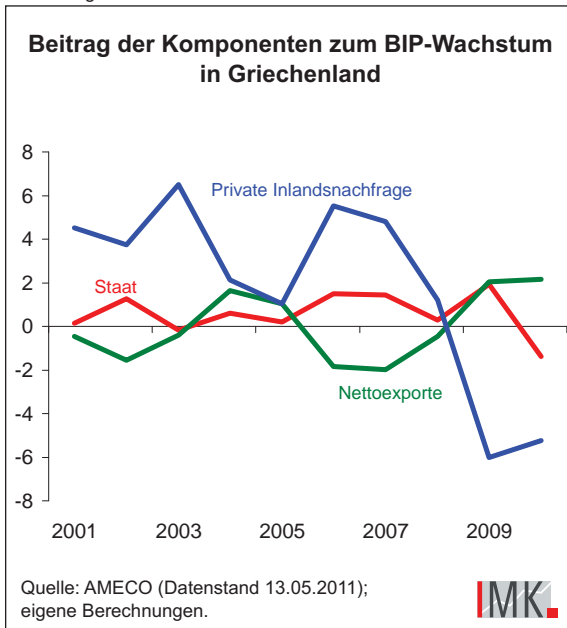
Besonders ab 2005 sieht man ein deutliches Steigen des Primärdefizits, das sich bis zur Krise ständig erhöht hat. Die Darstellung zeigt, dass der Staat für seine erhöhten Ausgaben keine ausreichenden Einnahmen zur Verfügung hatte. Das lag zum einen daran, dass das Steuersystem sehr regressiv ist und viele Menschen mit hohen Einkommen gar nicht von den Steuern erfasst werden und zum zweiten an der umfangreichen Steuerhinterziehung (Moutos et al. 2010). Nach Schätzungen des IWF wurden 2006 30 % der Mehrwertsteuer nicht bezahlt, und die Staatsschulden betragen 2010 38 % der Staatseinnahmen (IMF 2011).

Mit der starken fiskalischen Anpassung, die eine Bedingung der Hilfen des IWF, der Europäischen Kommission und der nationalen Regierungen war, hat die griechische Regierung aber einen Großteil des Primärdefizits bereits wieder geschlossen. Es ist ihr gelungen, das Primärdefizit um mehr als fünf Prozentpunkte von 10,4 % des BIP 2009 auf 4,9 % 2010 zu senken und das Gesamtdefizit von 15,6 % des BIP im Jahr 2009 auf 10,4 % im Jahr 2010. Diese Leistung ist beeindruckend. In 133 Programmen zur fiskalischen Anpassung des IWF, die das unabhängige Evaluierungsbüro des IWF durchgeführt hat, lag die durchschnittliche Reduktion des Primärdefizits nur bei 1,4%, die des Gesamtdefizits bei 1,7% – allerdings nicht in einem, sondern in zwei Jahren (IMF IEO 2003: 31).

Der Preis für diese enorme Defizitreduzierung ist eine starke Verschärfung der Rezession von -2 % des realen BIP im Jahr 2009 auf -4,5 % 2010 und damit trotz Reduzierung der Defizite ein Anstieg der Schuldenstandsquote von 127,1 auf 142,8 %. Staatliche Nachfrage fehlt nun bei einer ohnehin schon stark kontrahierenden privaten Nachfrage (Abbildung 6). Das hat zu einem massiven Anstieg der Arbeitslosigkeit von knapp 8 % im Jahr 2008 auf 14 % im Jahr 2010 geführt.

Die Finanzmärkte haben diese historisch einmaligen Konsolidierungserfolge allerdings nicht honoriert.

Abbildung 6



Die Risikoaufläge sind weiterhin gestiegen. Es hat sich mittlerweile ein Teufelskreis gebildet, in dem die Regierung getrieben durch stetig steigende Renditen und strenge Auflagen der öffentlichen Kreditgeber wie dem IWF und der EU die Staatsausgaben stark senkt und die Steuern stark erhöht, was das Wachstum der heimischen Nachfrage bremst, damit die Schuldenquote automatisch weiter steigen lässt, was wiederum zu steigenden Renditen führt etc.

Allerdings hat die vorhergehende Analyse gezeigt, dass zumindest bis jetzt keine Rede davon sein kann, dass der Staat seine Schulden nicht bedienen kann. Es hat sich gezeigt, dass vor allem der starke Fall des BIP – der selbst wieder Folge der harschen Austeritätspolitik ist – die Schuldenquote hochgetrieben hat. Darüber hinaus hat sich gezeigt, dass der griechische Staat in der Lage ist, sein Defizit zu verringern. Eine Konsolidierung sowohl über die Ausgaben- wie über die Einnahmenseite ist zwar weiterhin unerlässlich. Das bedeutet aber nicht, dass der Staat zahlungsunfähig ist. Eine Umschuldung ist somit im Moment nicht geboten. Mehr noch, sie hätte schwere Konsequenzen für die griechische Ökonomie, wie im Folgenden gezeigt wird.

## Ökonomische Folgen eines Schuldenschnitts für Griechenland

Griechische Anleihen werden im Moment mit starken Abschlägen von bis zu 50 % gehandelt, Ende 2010 waren es allerdings nur 19 %. Würde es zu einem Schuldenschnitt in Höhe von 50 % kommen, wäre dies im historischen Vergleich viel. Sturzenegger und



Zettelmayer (2005) haben für Schuldenschnitte zwischen 1998 und 2005 ausgerechnet, dass die Spannweite von 13 % im Falle Uruguays bis zu 73 % im Falle Argentiniens reichte. In den meisten Fällen lag die Reduzierung zwischen 25 und 35 %. Allerdings ist es wenig wahrscheinlich, dass eine Schuldenreduktion tatsächlich in Höhe von 50 % stattfände, weil die aktuell sehr hohen Abschläge auf griechische Anleihen von der starken Unsicherheit über die Zukunft Griechenlands getrieben sind und damit übertrieben pessimistische Erwartungen der Märkte reflektieren.

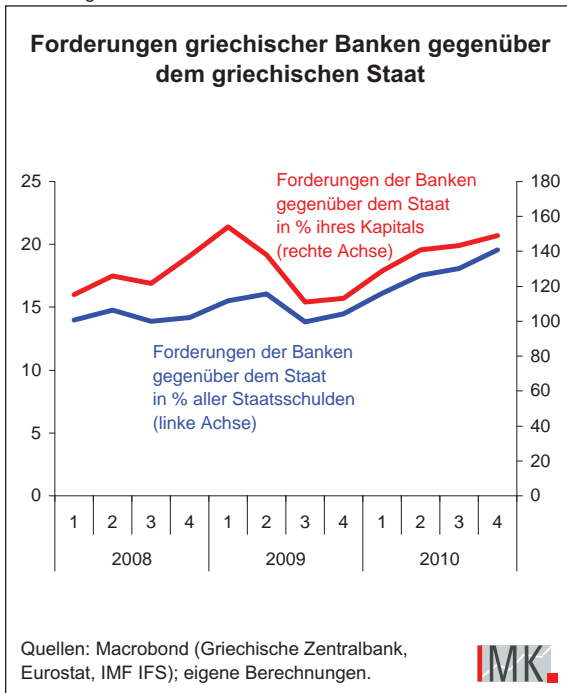
Gesetzt den Fall, die Entscheidung über die Höhe des Schuldenschnitts sei gefallen, dann gibt es noch verschiedene Arten, wie die Schuld reduziert werden kann. Die Reduzierung von Schulden erfolgte bislang nicht nur über harte Schnitte im Nennwert der ausstehenden Anleihen, sondern auch über eine Verringerung der Zinsen oder eine Verlängerung der Laufzeit, was aktuell von Jean-Claude Juncker unter dem Begriff „Reprofilierung“ zusammengefasst wurde. Auch eine solche Zinsverringerung hätte Konsequenzen für den Marktwert einer Schulforderung und die Solvenz der Gläubiger. Die zukünftigen Erträge würden verringert, was sich direkt auf den Marktpreis einer Anleihe niederschläge. Wenn Gläubiger ihre Forderungen entsprechend der Marktbewertung in ihren Bilanzen ausweisen müssen („mark-to-market“-Bewertung), bedeutet jede Veränderung des Marktpreises einer Anleihe, dass Gläubiger Verluste machen.

Auf den ersten Blick erscheint eine Schuldenreduzierung als einfache Lösung. Allerdings ist sie mit großen Schwierigkeiten verbunden. Besonders ein nach einem Schuldenschnitt wahrscheinlicher Kollaps griechischer Banken würde den Staat zwingen, erneut Schulden aufzunehmen, um das Bankensystem zu retten – was den Schuldenstand wieder automatisch erhöhen würde.

Das Hauptproblem bei einem Schuldenschnitt ist, dass in den letzten Jahren ein immer größerer Teil der staatlichen Schulden Griechenlands von griechischen Banken gehalten wird. Der Anteil, den griechische Banken an den insgesamt ausstehenden staatlichen Schulden halten, ist von 15,5 % Anfang 2009 auf 19,6 % der insgesamt ausstehenden griechischen Staatsschulden Ende 2010 gestiegen. Der Anteil der Forderungen des griechischen Bankensystems gegenüber dem Staat in Prozent seines Eigenkapitals und seiner Reserven lag im 4. Quartal 2010 bei 149 %. Damit würden die Banken bei einem staatlichen Schuldenschnitt empfindlich getroffen, denn sie würden große Teile ihres Eigenkapitals verlieren (Abbildung 7).

Nicht alle griechischen Geschäftsbanken würden diesen Eigenkapitalverlust verkraften, denn schon jetzt

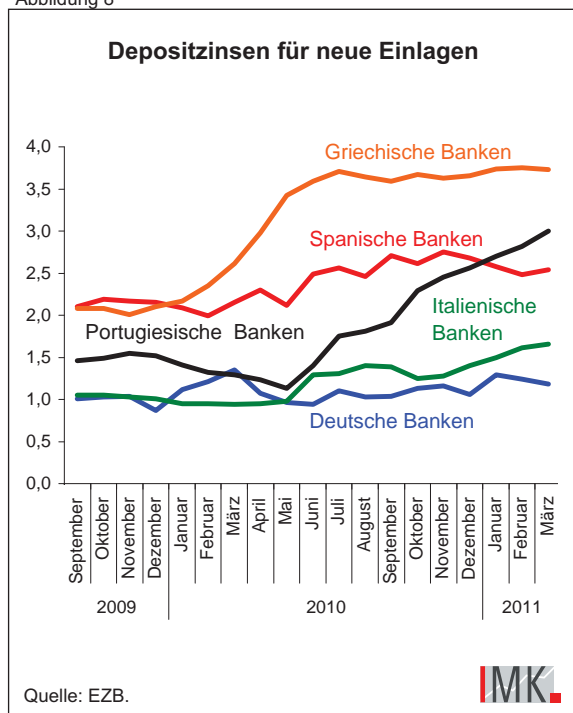
Abbildung 7



ist die Lage der griechischen Banken und des griechischen Finanzsektors stark angespannt. Das Kreditwachstum gegenüber dem Unternehmens- und Haushaltssektor ist stark zurückgegangen, ebenso wie die Menge der Einlagen, die Anleger bei griechischen Banken halten (EU Commission 2011). Bankenpleiten würden die Situation weiterhin stark verschärfen und Kreditzinsen für Banken und deren Kunden in die Höhe treiben. Das nach der Finanz- und Wirtschaftskrise sowie den letzten Sparmaßnahmen ohnehin sehr fragile griechische Wachstum würde weiter empfindlich geschwächt werden. Aufgrund des Wachstumseinbruchs durch eine Staats- und Bankeninsolvenz würden auch griechische Unternehmen und Haushalte in Schwierigkeiten geraten. Schon jetzt ist der Anteil von gefährdeten Krediten im griechischen Bankensystem von etwa 5% 2009 auf 10 % Ende 2010 gestiegen (EU Commission 2011).

Darüber hinaus würden private Anleger verstärkt ihr Geld von den Banken abziehen und ins Ausland transferieren, was weiteren Druck auf die Refinanzierungskosten der griechischen Banken und damit auch ihre Kreditzinsen ausüben würde. Inzwischen müssen die griechischen Banken privaten Anlegern deutlich höhere Zinsen bieten, um ihre Einlagen zu erhalten. So sind die Depotzinsen der Banken in Griechenland seit Ende 2009 um 1,7 Prozentpunkte gestiegen (Abbildung 8). Dass die Refinanzierungszinsen für griechische Banken nicht noch höher liegen, liegt daran, dass sie sich stark beim Eurosystem

Abbildung 8



refinanziert haben. So ist der Anteil der Refinanzierung durch das Eurosystem von etwa 1 % der Verbindlichkeiten griechischer Banken (oder 4,6 Mrd. Euro) Anfang 2008 auf 20 % ihrer Verbindlichkeiten (oder 84,8 Mrd. Euro) im März 2010 gestiegen.

Auch die historische Erfahrung mit der Reduzierung staatlicher Schulden in anderen Ländern zeigt, dass Schuldenschnitte mit Bankenkrisen verbunden sind. Der IWF (2002) berichtet, dass Großteile des russischen und ecuadorianischen Bankensystems nach den Schuldenschnitten Russlands im Jahr 1998 und dem Schuldenschnitt Ecuadors im Jahr 1999 insolvent wurden. Die daraufhin nötige Bankenrettung hat wieder zu hohen fiskalischen Kosten für den Staat geführt; in Ecuador in Höhe von 24 Prozent des BIP. Reinhart und Rogoff (2009) kommen in einer Studie zu dem Ergebnis, dass sich die staatliche Verschuldung nach einer Bankenkrise preisbereinigt im Durchschnitt um 86 Prozent erhöht, also fast verdoppelt. Bei einer durch einen Schuldenschnitt induzierten Bankenkrise würde also die staatliche Verschuldung, die gerade erst durch die Restrukturierung reduziert wurde, mit hoher Wahrscheinlichkeit wieder stark steigen.

Es gibt auch empirische Hinweise, dass ein Staatsbankrott das Wachstum stark mindert. Sturzenegger (2002) hat gezeigt, dass die Einstellung von Schuldenzahlungen des Staates zu einem Rückgang des Wachstums von 0,6 % pro Jahr führt und von 1,6 % pro Jahr, wenn die Schuldenreduktion auch zu einer Bankenkrise geführt hat. Borensztein und

Panizza (2009) kommen mit einem größeren Sample zu noch stärker negativen Effekten auf das Wachstum. Nach einer staatlichen Zahlungseinstellung fällt das Wachstum im Durchschnitt um 1,2 %, mit einem Tiefpunkt von 2,6 % in dem Jahr, in dem ein Staat das erste Mal seinen Zahlungen nicht nachkommt. Dabei ist allerdings nicht ganz klar, ob der Zahlungsausfall des Staates Folge oder Ursache des geringen Wachstums ist. Wirtschaftskrisen führen zu fallenden Staatseinnahmen und verschlechtern damit die Finanzlage des Staates, was eine Umstrukturierung der Schulden fördert; eine Umstrukturierung oder gar ein Schuldenschnitt haben aber wie oben gezeigt wieder direkte Folgen für das Finanzsystem und damit für die Kreditversorgung und das Wachstum der ganzen Volkswirtschaft.

## Ausstieg Griechenlands aus dem Euro?

Sowohl zur Reduzierung der Auslandsschulden wie auch zur Förderung eines höheren Wachstums haben die meisten Länder, in denen der Staat seine Schuldenzahlungen eingestellt und die Schulden restrukturiert hat, ihre Währung stark abgewertet und damit in kurzer Zeit Leistungsbilanzüberschüsse realisiert (IMF 2002; Sturzenegger et al. 2006). Die positive Leistungsbilanz, die ja mit dem Aufbau von Auslandsvermögen bzw. einer Reduzierung von Auslandsschulden einhergeht, stellte zudem relativ rasch die Kreditfähigkeit eines Landes trotz des vorausgegangenen Schuldenschnittes wieder her. Das ist für Griechenland deswegen wichtig, weil es hohe Nettoauslandsverbindlichkeiten hat, die Verbindlichkeiten aller griechischen Wirtschaftssektoren also höher sind als ihre Forderungen gegenüber dem Ausland (Abbildung 1). So lange Griechenland allerdings Teil des Euroraums bleibt, ist eine nominale Abwertung nicht möglich, da die Wechselkurse zwischen Mitgliedern einer Währungsunion fixiert sind. Dies gilt gleichfalls für die anderen Länder mit Finanzierungsschwierigkeiten, also Portugal und Irland. Das heißt, Griechenland könnte nur schnell abwerten, wenn es den Euro verlässt.

Guidotti et al. (2004) und Edwards (2004) haben allerdings gezeigt, dass eine Abwertung nur dann zu mehr Wachstum führt, wenn die Ökonomien sehr offen sind. So haben Abwertungen in Folge von Währungskrisen in den im Durchschnitt sehr offenen Ökonomien Asiens zu einem starken Wachstum des Exports geführt, während die Anpassung der Leistungsbilanz in Lateinamerika in den 80er Jahren vor allem über eine stagnierende Binnenwirtschaft erfolgte. Das lag



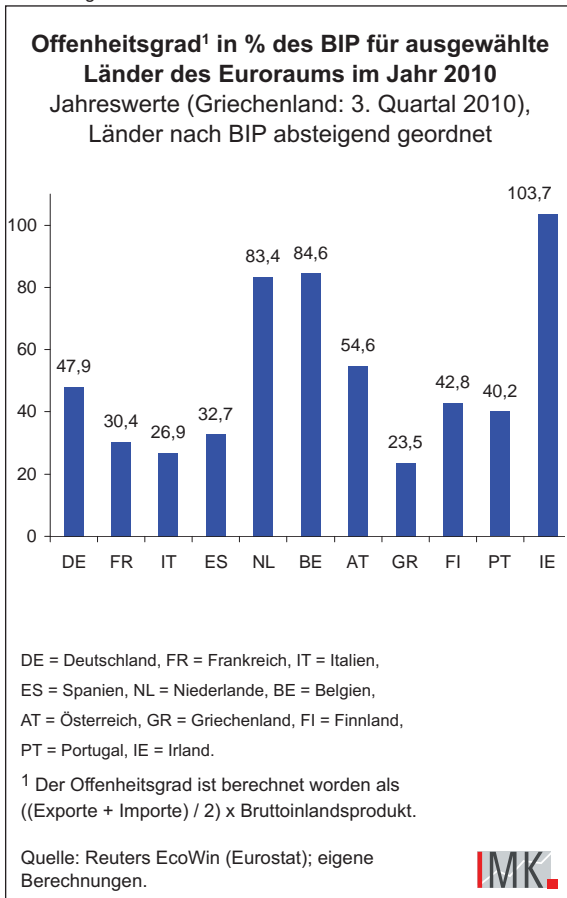
daran, dass viele lateinamerikanische Staaten damals infolge einer stark auf Autarkie ausgerichteten Wirtschaftspolitik sehr geschlossene Ökonomien hatten.

Auch Griechenland ist eine eher geschlossene Ökonomie, so dass eine schnelle nominale Abwertung zwar die Exporte anregen würde, aber nicht in einem Maße, das ausreichend schnell das gesamte Wachstum der griechischen Wirtschaft voranbringt. Der Offenheitsgrad ist bei kleineren Ländern normalerweise höher als bei großen Ländern, in Griechenland ist er für ein kleines Land mit 23,5 % aber sehr niedrig, es ist der niedrigste im Euroraum (Abbildung 9). Erst mittel- bis längerfristig könnte der Offenheitsgrad nach einer Abwertung steigen.

Auf der anderen Seite würde die Abwertung der neuen griechischen Währung zu einem starken Anstieg der Importpreise und damit zu hoher Inflation führen – wie das auch in lateinamerikanischen Ländern nach Schuldenkrisen und Abwertungen zu beobachten war. Die Inflation würde die Kaufkraft besonders derjenigen Griechen treffen, die nicht im Exportsektor arbeiten, sondern im inländischen Dienstleistungssektor und damit auf Importe angewiesen sind. In vielen Ländern, die infolge von Finanzkrisen abwerten mussten, hat die Inflation die Armut stark erhöht (Agénor 2004). Aus diesen Gründen ist es eher unwahrscheinlich, dass die Griechen nach einem Austritt aus dem Euro schnell über Exportsteigerungen wachsen könnten. Darüber hinaus würde es bei einer Abwertung einer neuen griechischen Währung auch zu massiven Verwerfungen im Finanzsektor des Landes kommen.

Nach der Einführung einer neuen griechischen Währung oder der Wiedereinführung der Drachme wäre nicht klar, ob die Schulden Griechenlands – auch des Privatsektors und der Banken – in der neuen Währung oder in Euro denominated wären. In welcher Währung Schulden und Guthaben bewertet werden, hat große ökonomische Folgen. Denn bei einer Abwertung einer neu eingeführten griechischen Währung würde der Euro spiegelbildlich aufwerten und alle in Euro denominateden griechischen Schulden und Zinszahlungen stark steigen. Da Griechenland im Saldo aller Wirtschaftssektoren ein Nettoauslandsschuldner ist, also mehr Schulden als Forderungen gegenüber dem Ausland hat, würde eine Abwertung der eigenen Währung nicht nur die Banken, sondern alle Sektoren schwer treffen. Ihre in Euro denominateden Schulden würden auf einen Schlag enorm ansteigen. Selbst wenn der Staat seine Schulden nicht durch einen Schuldenschnitt reduzieren würde, wären Banken, deren Verbindlichkeiten weiterhin in Euro laufen würden, mit hoher Wahrscheinlichkeit insolvent.

Abbildung 9



Da Anleger das wissen, werden sie alles unternehmen, um ihr Kapital aus dem Land zu schaffen. Schon vor dem faktischen Austritt Griechenlands aus dem Euro würden die Griechen noch stärker als jetzt versuchen, ihre auf Euro laufenden Guthaben ins Ausland zu bringen und Euro im Ausland zu halten. Die sich verstärkende Kapitalflucht schon vor der Abwertung würde großen Druck auf die Banken ausüben und die Refinanzierungs- und Kreditkosten stark erhöhen. Um die Kapitalflucht zu verhindern, müsste die Regierung Kapitalverkehrskontrollen einführen und ihren Bürgern den Zugang zu ihren Bankkonten sperren, wie dies auch in Ecuador und Argentinien geschehen ist. Die Bürger würden dann nicht mehr an ihr Geld kommen, was nicht nur zu einem weiteren Einbruch der privaten Nachfrage führen würde, sondern auch zu schweren sozialen Verwerfungen. Dementsprechend haben Guidotti et al. (2004) in einer Studie festgestellt, dass das Wirtschaftswachstum nach der Abwertung einer Währung infolge von Kapitalflucht stark gebremst wird, wenn Länder ihre Verbindlichkeiten in Fremdwährung halten – wie das in Griechenland beim Ausstieg aus dem Euro der Fall wäre.

Alles in allem zeigen sowohl ökonomische Theorie als auch historische Erfahrung, dass eine schnelle nominale Abwertung Griechenlands mit großer Wahrscheinlichkeit zu einer Krise des Bankensektors, einer Stagnation der Binnenwirtschaft und einer steigenden Inflation führen würde. Ob der Export diese Schwächen ausgleichen könnte, ist bei Betrachtung des griechischen Offenheitsgrads eher unwahrscheinlich.

## Konsequenzen für deutsche Gläubiger

Die direkten Folgen eines Schuldenschnitts und Euro-Austritts für Griechenland sind die eine Sache, die andere ist, welche Auswirkungen der Austritt Griechenlands auf andere Länder und den Euroraum als Ganzes hätte. Die Konsequenzen eines Austritts für die Risikoaufschläge der anderen Euroraummitglieder mit Finanzierungsproblemen lassen sich nur schwer vorhersagen. Die konkreten Auswirkungen eines Schuldenschnitts für deutsche Banken lassen sich besser quantifizieren – wenn auch nur näherungsweise. Die Bundesbank veröffentlicht monatlich und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) quartalsweise die Entwicklung der Auslandsforderungen deutscher Banken. Von diesen Forderungen müssten Teile abgeschrieben werden, wenn der Staat seine Schuldentilgungen einstellt.

Dabei kann man allerdings nicht unterscheiden, inwiefern die Summe den ausstehenden Nennwert oder den Marktwert der griechischen Schulden widerspiegelt, da bei den Umfragen nicht danach gefragt wird, ob Banken ihre Forderungen im Handels- oder im Anlagebuch führen. Im Handelsbuch müssen die Forderungen gemäß dem aktuellen Marktwert gebucht werden, im Anlagebuch gemäß dem Einkaufswert (Avdjiev et al. 2011). Der Nennwert ist der Wert des ursprünglichen Kredits, der Marktwert enthält die Markt-Erwartungen darüber, inwieweit der Nennwert mitsamt den vertraglich vereinbarten Zinszahlungen am Ende der Laufzeit tatsächlich zurückgezahlt wird oder nicht. Mit hoher Wahrscheinlichkeit reflektiert der von der Bundesbank angegebene Wert der Bankenforderungen eine Mischung aus Markt- und Nennwert, so dass bei einer Schuldenreduzierung nur Teile der durch die Bundesbank und die BIZ ausgewiesenen Forderungen abgeschrieben werden müssten.

Das Eigenkapital des deutschen Bankensystems lag im Dezember 2010 bei 380,8 Mrd. Euro. Alle Forderungen gegenüber Griechenland machten 7,93 % des Eigenkapitals deutscher Banken aus (Abbildung

10, Abbildung 11, Tabelle 2). Darin sind die Forderungen gegenüber allen Sektoren Griechenlands enthalten, also dem Staat, den privaten Nicht-Banken (Haushalte und Unternehmen) und den Banken. Darüber hinaus gibt die BIZ auch die Höhe der Derivate, Kreditgarantien und Kreditzusagen an, die Banken halten. Dabei sind die Forderungen deutscher Banken gegenüber dem öffentlichen Sektor Griechenlands mit 4,5 % ihres Eigenkapitals besonders hoch.

Diese Zahlen geben freilich nur an, was das Bankensystem bei einer Abschreibung von 100 % aller Forderungen gegenüber Griechenland verlieren würde. Würde man etwa eine Abschreibung von 50 % annehmen, wären rund 4 % des Eigenkapitals deutscher Banken betroffen. Dabei ist zu betonen, dass diese Rechnung nicht nur eine Abschreibung auf die Forderungen gegenüber dem Staat, sondern auch gegenüber den griechischen Unternehmen, Haushalten und den Banken umfasst. Dies ist insofern gerechtfertigt, da es, wie oben gezeigt, nicht unwahrscheinlich ist, dass bei einem Forderungsausfall des Staates auch private Akteure wie Banken oder Unternehmen in Zahlungsschwierigkeiten kommen könnten. Wie hoch die Abschreibungen des Auslands gegenüber dem griechischen privaten Sektor sein würden, hängt davon ab, in welchem Umfang der private Sektor in Griechenland von der staatlichen Abschreibung betroffen ist, das heißt in welcher Höhe Staatsanleihen gehalten wurden und inwieweit es zu Zusammenbrüchen von Banken und Unternehmen in Griechenland kommen würde.

Eine Abschreibung in Höhe von 50 % wäre für das deutsche Bankensystem in seiner Gesamtheit sicher verkraftbar. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass ein Klumpenrisiko besteht, dass also einzelne Banken einen besonders hohen Anteil an den Forderungen halten. Diese Banken müssten dann – analog zur IKB, der HRE oder den Landesbanken in der US-Hypothekenkrise – mit hohen Summen gerettet werden, wenn man bei ihnen ein systemisches Risiko feststellt. Würden Banken getroffen, die in öffentlicher Hand sind, hätte der öffentliche Haushalt und damit der Steuerzahler zu haften.

Aber nicht nur die Banken, auch die EZB hält Forderungen gegenüber Griechenland, die im Fall einer Insolvenz abgeschrieben werden müssten, was auch den deutschen Staat treffen würde. Dabei gibt es zwei Arten von Forderungen, die die EZB hält. Zum einen sind das direkte Forderungen gegenüber dem griechischen Staat, die die Zentralbank im Rahmen ihres Programms für die Wertpapiermärkte gekauft hat. Zum anderen sind es Forderungen an die griechische Zentralbank, die durch die Liquiditätsbereitstellung

Abbildung 10

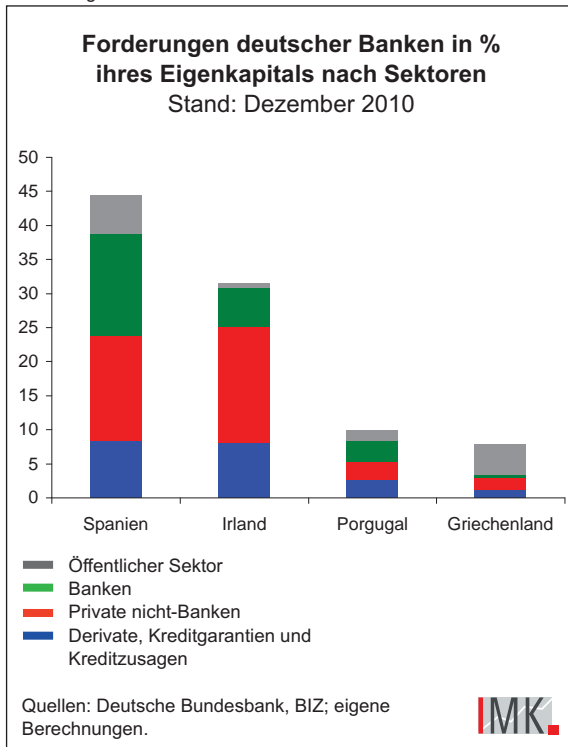
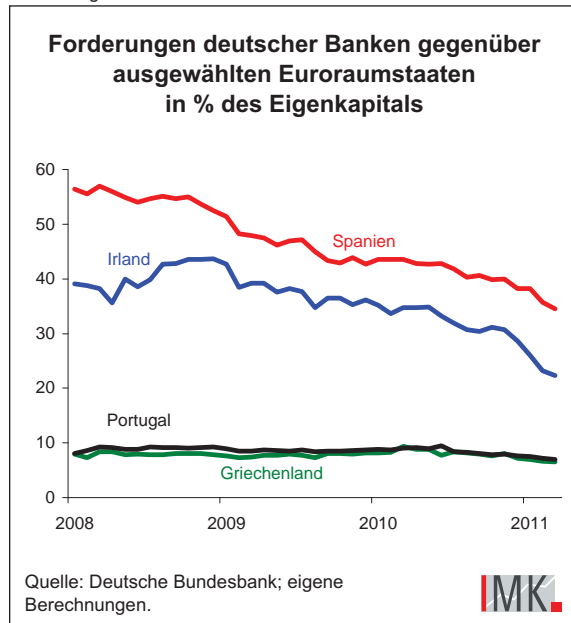


Abbildung 11



durch das Eurosystem an griechische Geschäftsbanken entstanden sind (sog. TARGET2-Salden).

Die Höhe der direkt von der EZB gehaltenen Forderungen lässt sich leider nicht direkt aus Statistiken der Zentralbank ablesen, da die EZB ihren Forderungsbestand nur als Gesamtgröße, nicht jedoch nach Land differenziert aufweist. Schätzungen des Bruegel-Instituts gehen im Fall Griechenlands von 50 Mrd. Euro für die Staatsschuld aus, die die EZB direkt im Laufe ihres Programms zum Aufkauf von Anleihen erworben hat (Darvas et al. 2011).

Die Forderungen des Eurosystems an griechische Geschäftsbanken, die sich über die griechische Zentralbank mit Liquidität versorgt haben, belaufen sich im März 2011 auf 84,8 Mrd. Euro. Zusammen mit dem Bestand an griechischen Staatsanleihen ergeben sich damit Forderungen gegenüber Griechenland von etwa 134,8 Mrd. Euro für das Eurosystem. Der Anteil Deutschlands am Kapital der EZB, das im Fall von Abschreibungen reduziert würde, beträgt 26 %. Somit würden maximal 35 Mrd. Euro für den deutschen öffentlichen Sektor gegenüber dem Eurosystem auf dem Spiel stehen.

Käme es zu einer Abschreibung, dann wären auch die Kredite im Rahmen des 2010er Rettungspakets seitens IWF und europäischer Staaten davon betroffen. Bislang wurden seitens IWF und der Euroraumstaaten vier Tranchen in Höhe von insgesamt 53 Mrd.

Euro ausgezahlt, die Auszahlung der Juni-Tranche (12 Mrd. Euro) ist noch nicht endgültig beschlossen. Müsstent Teile dieser Kredite abgeschrieben werden, würden sie bei den kreditgebenden Staaten anfallen und erhöhten dort die Staatsschuld, da das Rettungspaket für Griechenland noch aus bilateralen Krediten bestanden hat und nicht wie im Falle der Kredithilfen für Irland und Portugal über die ESFS abgewickelt wurden. Aber selbst wenn der griechische Ausfall über die EFSF getragen werden müsste, sind es letztlich doch wieder die Staaten, die die von der Fazilität aufgenommenen Kredite garantieren.

Allerdings kann nicht davon ausgegangen werden, dass nach einem Schuldenschnitt Griechenlands die Euroschuldenkrise beendet wäre. Vielmehr besteht die Gefahr von Ansteckungseffekten, da die Finanzmärkte stark verunsichert sind und Schuldenschnitte in anderen Ländern des Euroraums erwarten würden. Schon die Rettungspakete für Irland und Portugal sowie die immer wieder aufkommenden Diskussionen zur Solvenz weiterer Staaten zeigen, dass die Gefahr sehr groß ist, dass nach einem griechischen Schuldenschnitt auch weiteren Eurostaaten das Vertrauen entzogen wird. Es könnte sich das wiederholen, was bereits die portugiesischen und irischen Rettungsmaßnahmen nötig gemacht hat: eine sich selbst erfüllende Prophezeiung. Denn auch wenn momentan die Schuldenlast noch handhabbar ist, würde der Vertrauensentzug angesichts eines vermuteten Schuldenschnitts die Risikoprämien so anheben bzw. den Zugang zu neuen Krediten so erschweren, dass die Refinanzierung der Schulden nicht mehr oder nur noch

Tabelle 2

<b>Auslandsforderungen deutscher Banken nach Ländern und Sektoren<sup>1</sup></b> Stand: Ende Dezember 2010				
Forderungen gegenüber		Forderungen deutscher Banken in Mrd. Euro	Gesamtforderungen ausländischer Banken in Mrd. Euro	Forderungen deutscher Banken in % des Kapitals deutscher Banken
Griechenland	Öffentlicher Sektor	17,13	41,00	4,50
	Banken	1,70	8,26	0,45
	Private nicht-Banken	6,87	60,95	1,80
	keinem Sektor zurechenbar		0,07	
	Forderungen gegenüber dem Land	25,70	110,27	6,75
	Andere Forderungen <sup>2</sup>	4,50	45,87	1,18
	<b>Gesamtforderungen</b>	<b>30,20</b>	<b>156,15</b>	<b>7,93</b>
Irland	Öffentlicher Sektor	2,36	14,74	0,62
	Banken	21,59	64,40	5,67
	Private nicht-Banken	65,43	269,74	17,18
	keinem Sektor zurechenbar		0,84	
	Forderungen gegenüber dem Land	89,38	349,72	23,47
	Andere Forderungen <sup>2</sup>	30,56	164,83	8,02
	<b>Gesamtforderungen</b>	<b>119,93</b>	<b>514,55</b>	<b>31,50</b>
Portugal	Öffentlicher Sektor	5,92	26,18	1,55
	Banken	11,88	32,79	3,12
	Private nicht-Banken	9,75	94,09	2,56
	keinem Sektor zurechenbar		0,02	
	Forderungen gegenüber dem Land	29,82	153,08	7,83
	Andere Forderungen <sup>2</sup>	10,41	70,37	2,73
	<b>Gesamtforderungen</b>	<b>40,23</b>	<b>223,45</b>	<b>10,56</b>
Spanien	Öffentlicher Sektor	21,62	77,16	5,68
	Banken	57,02	170,86	14,97
	Private nicht-Banken	58,95	287,61	15,48
	keinem Sektor zurechenbar		0,35	
	Forderungen gegenüber dem Land	137,59	535,98	36,13
	Andere Forderungen <sup>2</sup>	31,88	210,87	8,37
	<b>Gesamtforderungen</b>	<b>169,47</b>	<b>746,85</b>	<b>44,50</b>

<sup>1</sup> Von Dollar in Euro umgerechnet zu einem Kurs von 1,32 US-Dollar / 1 Euro.  
<sup>2</sup> Derivate, Kreditgarantien und Kreditzusagen.

Quellen: Deutsche Bundesbank, BIZ; eigene Berechnungen.



unter unannehmbaren Bedingungen gelänge. Dann wären für Portugal und Irland neue Rettungspakete oder Schuldenschnitte nötig, und auch für weitere Länder des Euroraums wie etwa Spanien könnte dies nötig werden.

Das würde die Situation auch für das deutsche Bankensystem massiv verändern. Im Dezember 2010 machten die Forderungen deutscher Banken gegenüber Griechenland, Irland, Portugal und Spanien 93,4 % ihres Eigenkapitals aus (Abbildung 10). Auch wenn nicht genau klar ist, inwieweit die Forderungen schon Wertberichtigungen enthalten, ist dies ein hoher Wert, der das deutsche Bankensystem vor schwere

Herausforderungen stellen würde. Schon die Gefahr von massiven Abschreibungen würde die Refinanzierungskosten deutscher Banken stark erhöhen – wie es auch im Fall der Finanzkrise geschehen ist. Bei einer großen Panik des Finanzsystems müsste in Deutschland wieder – wie schon 2008 – der Staat dem Finanzsystem beispringen, indem er sich nochmals stark verschuldet und private in öffentliche Schuld überführt, um einem Bankenkollaps vorzubeugen.

Sollten die genannten Länder tatsächlich zu einem Schuldenschnitt gezwungen sein und diesen mit einem Austritt aus der Währungsunion verbinden, wäre dies gleichbedeutend mit dem Ende des Euroraums, wie wir

ihn kennen. Die Konsequenzen eines halbierten Euro-raums wären für die deutsche Wirtschaft allerdings schwer zu verkraften, da der Euro massiv aufwerten würde, weil Anleger aus den Ex-Euro-Staaten ihr Kapital in den Rest-Euro umschichten würden. Der Rest-Euro-Raum wäre dann mit einer plötzlichen und ungeordneten Aufwertung konfrontiert. Dies würde das deutsche Exportmodell zu einem krisenhaften Anpassungsprozess zwingen.

## **Ist der Euro eine Inlands- oder eine Auslandswährung?**

Wenn Griechenland aus dem Euro austräte, wäre das ein eindeutiges Signal an die Finanzmärkte, dass die Währungsunion nicht glaubwürdig die Zahlungsfähigkeit ihrer Mitglieder garantieren kann. Das würde den Kern des Projektes der Währungsunion treffen. Denn neben der Vertiefung des europäischen Integrations- und Binnenmarktprojekts und der Festigung des Primats der Preisniveaustabilität war es eine zentrale Intention der Währungsunion, die Mitgliedstaaten vor Währungsspekulationen zu schützen – wie sie noch 1992 in der Krise des Europäischen Währungssystems (EWS) vorkamen und 1993 zur faktischen Aufgabe des Systems fester und nur in engem Rahmen anpassbarer Wechselkurse führten (Dyson et al. 1999; Polster 2002). Damals richtete sich die Spekulation zwar nicht gegen die Staaten und deren Finanzsituation selbst, sondern gegen deren Währungen. Aber auch damals übertrugen die Finanzmärkte die Probleme einzelner Länder auf das ganze Währungssystem, was viele Staaten zu Abwertungen zwang und damit zum Ende des damaligen Europäischen Währungssystems führte (Edison et al. 1995; Mandilaras et al. 2010). Der entscheidende Punkt der damaligen Spekulationen war, dass die Staaten nicht glaubwürdig ihre Wechselkurse fixieren konnten. Dies war auch in Argentinien der Fall, das sich bei einer festen Anbindung seiner Währung an den US-Dollar mehr und mehr in US-Dollar verschuldete. In Argentinien konnte man genau den gleichen Ablauf beobachten, wie man ihn jetzt in Griechenland sieht. Die Inflationsrate Argentiniens lag fortwährend über der der USA. Damit wertete Argentinien gegenüber den USA real ständig auf und die argentinischen Exporteure verloren an Wettbewerbsfähigkeit. Im Ergebnis wurde die Leistungsbilanz stark negativ- die Auslandsschulden erhöhten sich drastisch. Um den Jahreswechsel 2001/2002 verfügte Argentinien nicht mehr über hinreichend Devisenreserven, um den Schuldendienst in US-Dollar zu leisten. Es erklärte einseitig, dass es nicht mehr in der Lage sei, die Schulden wie vertraglich ver-

einbart zu bedienen. Das war der Staatsbankrott, und er war unter den gegebenen Umständen unvermeidlich.

Ganz anders ist die Situation eines Landes, das sich in seiner eigenen Währung verschuldet. Dann kann es im Prinzip alle seine Schulden bedienen. Entweder können die Steuern so erhöht werden, dass der Staat über Mehreinnahmen sicherstellt, dass er den Schuldendienst leisten kann. Oder die heimische Zentralbank kann über Zinssenkungen Abwertungen erzeugen, die das Wachstum über Exporte anregen. Sie kann im Extremfall über den direkten Aufkauf der Staatsschulden (Monetarisierung) einen Bankrott verhindern, wie es in Japan geschieht.

Damit stellt sich die Frage, ob der Euro für die Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion eine Fremd- oder eine Inlandswährung ist. Ist also eher das argentinische oder eher das US-amerikanische Vorgehen anwendbar? Diese Frage ist deswegen zentral, weil die Einstellung des Schuldendienstes oder ein Schuldenschnitt normalerweise nur dann vorkommt, wenn sich ein Land in einer Fremdwährung verschuldet hat.

Für die Europäische Währungsunion besteht jedoch derzeit die merkwürdige Situation, dass unklar ist, welchen Status der Euro für die einzelnen Mitgliedsstaaten hat. Einerseits ist der Euro für sie ihre Inlandswährung, andererseits verfügen sie über keine eigene Zentralbank und sind abhängig von den Entscheidungen der EZB. Nur gemeinsam und vermittelt über die Europäische Zentralbank und ihre Satzung kontrollieren die einzelnen Eurostaaten ihre gemeinsame Währung, den Euro. Aus der Perspektive eines einzelnen Landes ist der Euro damit eine Fremdwährung, da sie nur eine sehr begrenzte Kontrolle über die Geldpolitik haben. Die Unklarheit, die sich aus dieser Zwitterstellung des Euro ergibt, ist einer der wesentlichen Gründe für die Panikreaktion der Märkte.

Daher gilt es eine grundsätzliche Entscheidung zu treffen. Die Bundesregierung scheint bislang die Position zu vertreten, dass der Euro eine Fremdwährung für die Mitgliedsstaaten ist, da sie einen Schuldenschnitt als reguläre Maßnahme des ab 2013 geplanten europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) ermöglichen will. Die Mitgliedsstaaten verzichteten also auf die Mittel, ihre Zahlungsfähigkeit aufrecht zu erhalten, obwohl sie sich in ihrer heimischen Währung verschulden.

Dieser offensichtliche Kontrollverlust würde aber dazu führen, dass alle Staaten der europäischen Währungsunion künftig durch Spekulation angreifbar wären. Denn die Geldanlage in Staatsanleihen der Europäischen Währungsunion wäre ähnlich wie die in



private Unternehmen und anders als die Anlage in US- oder in japanische Staatsanleihen mit einem Konkursrisiko behaftet. Unter sonst gleichen Bedingungen heißt dies, dass die Geldanlage in Staatsanleihen des Euroraums mit einem Risikoaufschlag versehen werden würde. Dies schränkt zum einen den Finanzierungsspielraum der Staaten besonders in Krisenzeiten merklich ein, da eine durch Schulden finanzierte antizyklische Stabilisierungspolitik durch die Risikoaufschläge, die in Zeiten schwacher Konjunktur besonders hoch sein dürften, verteuert wird. Umgekehrt werden die Risikoaufschläge gerade in Zeiten guter Konjunktur geringer werden; dies schafft Anreize für eine prozyklische Verschuldung und Wirtschaftspolitik. Insgesamt dürften sich somit die Finanzierungsbedingungen der Staaten des Euroraums im Vergleich zu denen der USA und Japans verschlechtern.

Aus all diesen Gründen wäre es daher vorzuziehen, wenn die Grundsatzentscheidung gefällt würde, den Euro als die Inlandswährung aller Mitgliedstaaten zu betrachten. Dieser Schritt schließt einen Staatsbankrott der Euro-Mitglieder bei Verschuldung in Euro aus und stellt den Euro damit auf eine Stufe mit dem US-Dollar, dem Yen und dem britischen Pfund.

## **Ein Stabilitätsprogramm für Griechenland und den Euroraum**

Angesichts der potenziell weitreichenden und schwerwiegenden Folgen eines Schuldenschnitts und der schwindenden Akzeptanz der allseits gegenwärtigen wirtschaftspolitischen Strategie gegenüber den Krisenländern sollte verstärkt nach einer tragfähigen Alternative gesucht werden. Das IMK hat einen Vorschlag formuliert, der ohne einen Schuldenschnitt auskommt und eine gesamteuropäische Strategie formuliert, um die Finanzsituation des Euroraums und seiner Mitglieder dauerhaft zu stabilisieren (Horn et al. 2010; IMK et al. 2011). Kern dieser Strategie ist es, das Wachstum in den Mitgliedsländern des Euroraums zu fördern und die Zinsen für Staatsanleihen wieder auf niedrigem Niveau zu stabilisieren. Anders als die gegenwärtige Strategie, die ohne Perspektive von Hilfsprogrammen zu Hilfsprogrammen stolpert, gilt es Lösungen zu finden, die auch ein Ende der Krise glaubhaft erscheinen lassen. Anderenfalls dürfte die Zustimmung zur Währungsunion sowohl in den Geberländern als auch in Griechenland, dessen Wirtschaft mit einer Kaskade von Austeritätsprogrammen zum Absturz gebracht wurde, auf Dauer nicht mehr zu erreichen sein, mit unabsehbaren Folgen für die weitere wirtschaftliche Entwicklung des Euroraums.

Profitieren wird von dieser Strategie erst einmal die griechische Bevölkerung, die nach den massiven

Kürzungen der öffentlichen Hand und dem drastischen Wachstumseinbruch bisher schon unter der Krise gelitten hat und bei einem Schuldenschnitt oder Austritt noch weiter leiden würde. Profitieren wird aber auch der Euroraum als Ganzes, da ihm einerseits Ansteckungseffekte und Turbulenzen im Bankensystem erspart bleiben und da andererseits der Euro als gemeinsame Währung des ganzen Euroraums gestärkt wird. Profitieren werden auch diejenigen, die in letzter Zeit griechische, irische und portugiesische Staatsanleihen zu niedrigen Preisen am Sekundärmarkt gekauft haben. Dies ist zum einen die EZB, es sind aber auch eher spekulativ agierende Finanzakteure, die die Anleihen von langfristig orientierten Fonds und Versicherungen übernommen haben. Letztere haben sich von den Staatsanleihen trennen müssen, da sie nur risikoarme Anleihen halten dürfen. Dass spekulative Anleger, die bereits zur Finanz- und Wirtschaftskrise in negativem Sinne beigetragen haben, von einer umfassenden Lösung der Eurokrise profitieren, ist eindeutig ungerecht. Es ist aber notwendig und in Kauf zu nehmen, da die Alternative eines Schuldenschnitts, bei der diese Anleger einen Teil der Lasten tragen würden, so destruktive Folgen haben kann, dass sie unbedingt vermieden werden muss. Eine gerechtere Lastenverteilung kann auf anderem Wege hergestellt werden, etwa über eine Finanztransaktionssteuer, eine Bankenabgabe oder eine Vermögensteuer.

Um Stabilität zu erreichen und um von Ad-hoc-Maßnahmen wegzukommen, müsste die Staatengemeinschaft als erstes alle aktuell ausstehenden Staatsschulden garantieren. Dies würde die endlose Diskussion um weitere Rettungspakete und Schuldenschnitte sofort beenden, weil die Mitglieder der Eurozone eindeutig signalisieren würden, dass der Euro die Eigenwährung jedes Mitgliedlandes ist – und keine Fremdwährung. Zweitens könnten Eurobonds, die von allen Euroraumländern gemeinsam garantiert werden, eingeführt werden. Gläubigern sollten diese Eurobonds für Zinsen um etwa 3 % angeboten werden. So kann die Zinslast deutlich verringert und auf ein niedrigeres und handhabbares Niveau für alle Länder gebracht werden.

Mittelfristsimulationen im Rahmen der gemeinsamen Diagnose des Makro-Konsortiums IMK-WIFO-OFCE zeigen, dass eine deutliche Zinsreduktion nennenswert das Wachstum steigert und ein zentrales Element einer Lösungsstrategie sein muss (IMK et al. 2011). Für Griechenland würde eine dauerhafte Fixierung der kurzfristigen Zinsen auf 1,5 % und der langfristigen auf 3 % im Rahmen dieser Simulation mit dem Oxford-Weltmodell durch ein höheres Wachstum die Schuldenstandsquote auf etwa 110 % reduzieren.

Sollten sich zu einem Zinsniveau von 3 % nicht ausreichend Anleger finden, kann die EZB, wie sie das schon bisher über den Ankauf von Staatsanleihen getan hat, für entsprechende Nachfrage auf dem Sekundärmarkt sorgen. Da Anleger aber eine Präferenz für Staatsanleihen haben, weil diese in Relation zu Unternehmensanleihen sicherer sind und der neue Eurobondmarkt ein größeres Volumen als bisher zur Verfügung stellt und damit für mehr Liquidität sorgt und da über das gemeinschaftliche Vorgehen der Eurostaaten klargestellt ist, dass der Euro die gemeinsame Währung aller Euroraumländer ist und bleiben wird, dürften die Eurobonds auch ohne EZB-Unterstützung ausreichend Abnehmer finden.

Da Eurobonds zudem mit Auflagen für die Krisenländer verbunden werden können, dienen sie gleichzeitig als Instrument der Wirtschaftspolitik und nicht allein zur Stabilisierung der Staatsschuld. Hier kommt es für einen europäischen Wachstumsschub aber entscheidend darauf an, dass nicht nur Mitgliedsstaaten mit Finanzproblemen, sondern alle Länder eine aufeinander abgestimmte Wirtschaftspolitik betreiben.

Für Griechenland hieße das, die Lohnentwicklung zu dämpfen, das Steueraufkommen zu erhöhen und einen Primärüberschuss zu erzielen. Ein harsches Austeritätsprogramm ist jedoch der falsche Weg zu diesem Ziel, wie das unabhängige Evaluierungsbüro des IWF in einer Studie von 133 fiskalischen Anpassungsprogrammen des IWF herausgefunden hat. Demnach ist sowohl die Defizitreduktion als auch das wirtschaftliche Wachstum während der Konsolidierung regelmäßig überschätzt worden (IMF IEO 2003). Sinnvoll wäre eine reale Abwertung, d.h. ein Zurückbleiben der griechischen Lohnstückkosten gegenüber denen des restlichen Euroraums. Dies könnte in Form eines längerfristigen Lohnpakts zwischen Regierung und Gewerkschaften, zumindest aber für den öffentlichen Dienst, in dem die Löhne nominal über einige Zeit eingefroren werden, geschehen. Auf diese Weise kann auch innerhalb einer Währungsunion, in der eine nominale Abwertung keine Option ist, einerseits die Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Wirtschaft erhöht werden. Andererseits kann eine Deflation, die bei sinkenden Nominallöhnen drohen würde, vermieden werden. Gleichzeitig sollten die konsumptiven Ausgaben des Staates über einen Zeitraum von 3 bis 4 Jahren reduziert und ein effektives Steuersystem aufgebaut werden. Je effektiver das Steuersystem, desto geringer ist die Notwendigkeit Ausgaben zu kürzen.

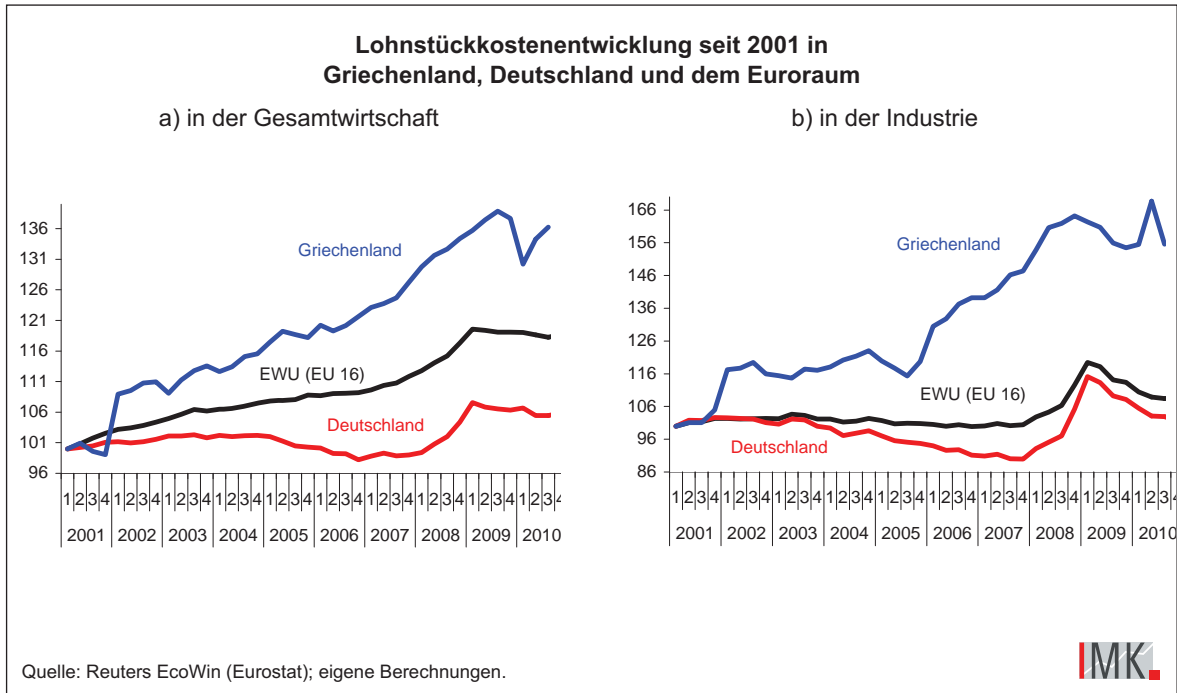
Diese Anpassung kann aber nicht einseitig sein. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eines Landes hängt nicht nur von der Entwicklung des eigenen Preis-

niveaus ab. Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit sind immer relativ: Die reale Abwertung des einen Landes ist immer die Aufwertung eines anderen Landes und umgekehrt. Eine reale Abwertung Griechenlands ist nur dann realistisch, wenn alle übrigen Mitgliedstaaten des Euroraums ebenfalls zu Veränderungen bereit sind. Dies impliziert, dass Krisenländer abwerten, während Überschussländer aufwerten. Dabei würde nicht nur Griechenland von einer realen Aufwertung der Überschussländer profitieren, sondern auch andere Länder, die real abwerten müssen, wie Portugal, Spanien oder Italien.

Hier ist insbesondere Deutschland in der Verantwortung. Denn spiegelbildlich zum Anstieg der Lohnstückkosten in Griechenland sind die Lohnstückkosten in anderen Ländern des Euroraums nur sehr gering gewachsen, was zu einer Auseinanderentwicklung der Wettbewerbsfähigkeit im Euroraum geführt hat (Niechoj et al. 2010). Seit dem Beitritt Griechenlands zum Euroraum 2001 hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit, wie sie auf Grundlage der Lohnstückkosten gemessen wird, immer weiter verschlechtert. Dies zeigt sich im Vergleich Griechenlands mit Deutschland und dem Euroraum als Ganzem sowohl für die Lohnstückkosten in der für den Export besonders wichtigen Industrie als auch für die Gesamtwirtschaft, die angesichts der Vorleistungen und Dienste, die für den Industriesektor erbracht werden, immer bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit mitberücksichtigt werden sollte (Abbildung 12 a, b). Diese Auseinanderentwicklung erklärt auch die Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands und die -defizite der Krisenländer sowie die damit einhergehende Verschuldung.

Um daher in Zukunft hohe und dauerhafte Leistungsbilanzungleichgewichte und in der Konsequenz asymmetrische Verläufe der Nettoauslandsvermögen und -schulden zu vermeiden, sollten sich die Lohnabschlüsse innerhalb des Euroraums normalerweise an der Regel nationales Trendproduktivitätswachstum plus Zielinflationsrate der EZB orientieren, um eine inflationsneutrale Stabilisierung des privaten Konsums zu erreichen. Länder mit dauerhaften Defiziten sollten, um ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen, ihre Inflationsrate unter der Zielinflationsrate der EZB von knapp unter 2 % halten. Bei Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen kann die Inflationsrate zeitweilig auch etwas über dieser Orientierungsregel liegen, was die Anpassung der Defizitländer weiter erleichtern würde. Eine solche Anpassung würde zu einer moderaten realen Aufwertung bei Überschussländern führen, sie würde deren preislichen Wettbewerbsvorteil aber nicht in das Gegenteil verkehren,

Abbildung 12



sondern ihn nur langsam reduzieren und anderen Ländern Gelegenheit geben aufzuholen.

Da aber die Lohnentwicklung nicht direkt steuerbar, sondern zumindest in Deutschland das Resultat von Lohnverhandlungen unter Tarifautonomie ist, verbleibt die Verantwortung zum Ausgleich von Leistungsbilanzungleichgewichten vorrangig beim Staat, konkreter: der staatlichen Fiskalpolitik. Defizitländer müssen konsolidieren, Überschussländer sollten fiskalische Impulse setzen, um die eigene Binnennachfrage und damit die Importe aus anderen Ländern zu stärken und es so den Defizitländern zu ermöglichen, ihre Exporte zu steigern. Die Geldpolitik sollte nicht durch einen frühzeitigen Restriktionskurs den aktuellen Aufschwung abbrechen lassen.

Es kann jedoch sein, dass die Wachstumseffekte einer solchen aufeinander abgestimmten Politik im Falle Griechenlands nicht ausreichen, da der Offenheitsgrad des Landes niedrig ist. Dies bedeutet, dass Wachstumsimpulse aus dem Ausland den Wegfall der Binnennachfrage nicht kompensieren können und dass auch ein Anstieg der preislichen Wettbewerbsfähigkeit griechischer Produkte aufgrund der hohen Binnenorientierung kurzfristig keinen sehr großen Wachstumsimpuls setzen kann. In einer solchen Situation wäre die europäische Ebene gefragt. Die Strukturfonds und Sondermittel sollten schnell auf die Krisenländer konzentriert werden, um die Belastung der Bevölkerung aufgrund der Sparprogramme etwas zu mildern und die Binnennachfrage zu stabilisieren. In Deutsch-

land hat es nach der deutschen Einheit einen dauerhaften und umfassenden Transfer zur Unterstützung des Aufbaus in Ostdeutschland gegeben. Vielleicht muss – in deutlich kleinerem Umfang – auch auf europäischer Ebene mehr Unterstützung für die aktuellen Krisenländer organisiert werden.

Werden alle diese Maßnahmen umgesetzt und halten sich die Staaten des Euroraums daran, kann ein Schuldenschnitt mit allen negativen Auswirkungen für das betroffene Land, aber auch die anderen Mitgliedstaaten des Euroraums vermieden werden. Eine so aufeinander abgestimmte Wirtschaftspolitik ermöglichte es den Defizitländern, nach einer Anpassungsphase in einen selbst tragenden Aufschwung überzugehen, der die Verschuldung über die Einnahmeseite abzubauen hilft.

**Abgeschlossen am 20.06.2011**

## Literatur

- Agénor, P.-R. (2004):** Macroeconomic Adjustment and the Poor: Analytical Issues and Cross-Country Evidence, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 18, Nr. 3, S. 351-408.
- Avdjiev, S./Upper, C./Vause, N. (2011):** Highlights of the BIS International Statistics, *BIS Quarterly Review*, Nr. 1, S. 11-24.
- Borensztein, E./Panizza, U. (2009):** The Cost of Sovereign Default, *IMF Staff Papers*, Vol. 56, Nr. 4, S. 683-741.
- Darvas, Z./Pisani-Ferry, J./Sapir, A. (2011):** A Comprehensive Approach to the Euro-Area Debt Crisis, *Bruegel Policy Brief*, Nr. 02.
- Dyson, K./Featherstone, K. (1999):** The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union, Oxford, Oxford University Press.
- Edison, H. J./Kole, L. S. (1995):** European Monetary Arrangements: Implications for the Dollar, Exchange Rate Variability and Credibility, *European Financial Management*, Vol. 1, Nr. 1, S. 64-86.
- Edwards, S. (2004):** Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops, *NBER Working Paper*, Nr. 10276.
- EU Commission (2011):** The Economic Adjustment Programme for Greece Third Review - Winter 2011, *European Economy Occasional Papers*, Nr. 77.
- Guidotti, P. E./Sturzenegger, F./Villar, A. (2004):** On the Consequences of Sudden Stops, *Economia*, Nr. 1, S. 171-214.
- Horn, G./Lindner, F./Niechoj, T./Sturn, S./Tober, S./Truger, A./Will, H. (2011):** Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik 2011. Der Euroraum in Trümmern?, *IMK Report*, Nr. 59.
- Horn, G./Niechoj, T./Tober, S./van Treeck, T./Truger, A. (2010):** Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts: Nicht nur öffentliche, auch private Verschuldung zählt, *IMK Report*, Nr. 51.
- IMF (2002):** Sovereign Debt Restructurings and the Domestic Economy. Experience in Four Recent Cases, Washington, IMF.
- IMF (2011): Greece:** Third Review Under the Stand-By Arrangement, *IMF Country Report*, Washington, D.C., IMF.
- IMF IEO (2003):** Fiscal Adjustment in IMF Supported Programs, Washington, D.C.
- IMK/OFCE/WIFO (2011):** Der Euroraum im Umbruch. Erste gemeinsame Prognose des Makro-Konsortiums, *IMK Report*, Nr. 61.
- Joebges, H./Lindner, F./Niechoj, T. (2010):** Mit dem Export aus der Krise? Deutschland im Euroraumvergleich, *IMK Report*, Nr. 53.
- Mandilaras, A./Bird, G. (2010):** A Markov Switching Analysis of Contagion in the EMS, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 29, Nr. 6, S. 1062-1075.
- Moutos, T./Tsitsikas, C. (2010):** Whither Public Interest: The Case of Greece's Public Finances, *CESifo Working Paper*, Nr. 3098.
- Niechoj, T./Stein, U./Stephan, S./Zwiener, R. (2010):** Deutsche Arbeitskosten und Lohnstückkosten im europäischen Vergleich - Auswirkungen der Krise, *IMK Report*, Nr. 60.
- Polster, W. (2002):** Europäische Währungsintegration. Von der Zahlungsunion zur Währungsunion, Marburg, Metropolis.
- Reinhart, C. M./Rogoff, K. S. (2009):** This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly, Princeton, Princeton University Press.
- Schulmeister, S. (1996):** Zinssatz, Investitionsdynamik, Wachstumsrate und Staatsverschuldung, Wien.
- Sturzenegger, F. (2002):** Toolkit for an Analysis of Debt Problems, *Working Paper Universidad Di Tella*.
- Sturzenegger, F./Zettelmeyer, J. (2005):** Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005, *IMF Working Paper*, Nr. 137.
- Sturzenegger, F./Zettelmeyer, J. (2006):** Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.

---

Herausgeber: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der  
Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Telefon 0211 7778-331,  
Telefax 0211 7778-266, [IMK@boeckler.de](mailto:IMK@boeckler.de), <http://www.imk-boeckler.de>

**Redaktionsleitung:** Prof. Dr. Gustav A. Horn  
**Pressekontakt:** Rainer Jung, 0211 7778-150

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.

Hans **Böckler**  
**Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.