

## Gefährliches Spiel mit dem Euro-Ausstieg

Ein Bankrott Griechenlands außerhalb der Eurozone wäre das ungünstigste Szenario

Sebastian Dullien / Daniela Schwarzer

Erstmals wurde auf höchster politischer Ebene der Hinauswurf eines Mitgliedstaats aus der Eurozone erwogen. Bundeskanzlerin Merkel und Frankreichs Staatspräsident Nicolas Sarkozy haben die griechische Regierung vor die Wahl gestellt: Entweder Griechenland erfüllt alle Auflagen von EU und Internationalem Währungsfonds oder es muss die Eurozone verlassen. Auf den ersten Blick ist diese harte Strategie aufgegangen, denn der griechische Premier hat das angekündigte Referendum zurückgezogen. In Athen hat eine Übergangsregierung unter dem früheren stellvertretenden Präsidenten der Europäischen Zentralbank, Loukas Papadimos, die Umsetzung der Reformen übernommen. Gleichzeitig hat sich das Spektrum scheinbarer politischer Lösungsmöglichkeiten für die Verschuldungskrise erweitert. Der Austritt oder das Hinausdrängen eines Landes aus der Eurozone sind kein Tabu mehr, auch wenn dafür die Rechtsgrundlage in der EU fehlt. »Saubere« oder »einfache« Lösungen, als die sie mitunter gehandelt werden, sind sie jedoch nicht. Ein griechischer Staatsbankrott mit gleichzeitigem Euro-Austritt wäre verheerend für die EU.

Griechenlands Reformanstrengungen werden weithin als unzureichend wahrgenommen. Damit nicht genug: Innenpolitischer Widerstand veranlasste im Oktober 2011 den damaligen Premierminister Georgios Papandreou, ein Referendum über die Reformpolitik anzukündigen. Aus diesen Gründen brachten vor allem die deutsche Bundeskanzlerin Angela Merkel und Frankreichs Präsident Nicolas Sarkozy die Herauslösung Griechenlands aus der Eurozone ins Gespräch.

Unterschiedliche Szenarien werden seither diskutiert, zum Beispiel eine Art Hinauswurf Griechenlands, sollte es die

Auflagen von EU und IWF nicht erfüllen und darum seine nächsten Kredittranchen nicht erhalten. Auch ein freiwilliger Austritt des Landes wird erwogen, sofern dessen Regierung zu der Auffassung gelangt, dass sich die Probleme Verschuldung und mangelnde Wettbewerbsfähigkeit besser außerhalb des gemeinsamen Währungsraums lösen lassen.

Ein Ausstieg aus der Währungsunion hieße, dass Griechenland wieder eine nationale Währung einführt, etwa eine neue Drachme. Dies dürfte mit einem Staatsbankrott einhergehen, denn das Land würde seine Schulden nicht mehr bedienen.

Ein Staatsbankrott wäre indes nicht zwingend mit einem Eurozonenaustritt verknüpft. Es wäre denkbar, dass Griechenland zwar die Schulden nicht mehr zurückzahlt, aber in der Währungsunion bleibt.

Aus griechischer Sicht könnte es die »billigere« Lösung sein, Pleite und Ausstieg parallel anzugehen. Für die anderen Mitglieder der Eurozone dagegen wäre es vorteilhafter, wenn Griechenland trotz eines Bankrotts in der Eurozone bliebe.

### **Zwei Forderungsverzichte, keine Lösung**

Auf den ersten Blick scheint es, als stünde ein griechischer Staatsbankrott gar nicht mehr zur Debatte. Schon beim EU-Gipfel am 21. Juli 2011 war unter der Bezeichnung Private Sector Involvement (PSI) mit den privaten Gläubigern ein Forderungsverzicht von rund 20 Prozent vereinbart worden. Auf dem Eurozonen-Gipfel am 26. Oktober 2011 wurde er gar auf 50 Prozent erhöht. So entstand der trügerischere Eindruck, ein Zahlungsausfall sei abgewendet worden.

Die Gefahr ist aber nicht gebannt. Erstens betrifft der Schuldenschnitt nur einen kleinen Teil der griechischen Staatsschulden, nämlich diejenigen, die noch von Banken, Versicherungen und anderen privaten Anlegern gehalten werden. Große Forderungen gegenüber Griechenland aber liegen inzwischen bei der Europäischen Zentralbank (EZB), dem Internationalen Währungsfonds (IWF) und den europäischen Partnern. Dieser Anteil wird auf gut ein Drittel der rund 350 Milliarden Euro ausstehender Staatsschulden geschätzt und ist von der Schuldenrestrukturierung zunächst nicht betroffen.

Zweitens ist unklar, ob überhaupt genug private Gläubiger dem schmerzhaften Forderungsverzicht in Höhe von 50 Prozent zustimmen werden. Wenn nicht, ist der Plan Makulatur, die Schuldenquote bis 2020 auf 120 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) zu senken.

Drittens dürfte sich selbst mit dem Schuldenschnitt der griechische Schuldenstand nur langsam wieder in Richtung Tragfähigkeit bewegen. Die Planungen zur Entwicklung der Staatsfinanzen beruhen auf der Annahme anhaltender Austerität und einer Rückkehr des Wirtschaftswachstums ab 2013. Hier gibt es gleich eine ganze Reihe von Unsicherheiten. So ist ungewiss, ob die Wirtschaft wie erhofft wachsen wird. Seit den Verhandlungen über das erste Hilfspaket haben IWF und Europäische Kommission regelmäßig die wachstumshemmenden Folgen der Sparpakete unterschätzt. Zudem ist fraglich, ob ein Jahrzehnt harter Sparpolitik politisch durchzuhalten ist, selbst wenn die neue Regierung Papadimos das Reformprogramm weiter umsetzt. Bis 2020 finden mindestens zwei Mal nationale Parlamentswahlen in Griechenland statt, die von innenpolitischen Auseinandersetzungen um Sparpolitik und Strukturreformen begleitet werden dürften. Nicht auszuschließen ist, dass die Stimmung in der Bevölkerung sich noch stärker gegen den Reformkurs wendet und eine Mehrheit am Ende einen Staatsbankrott dem ständigen strikten Sparen vorzieht.

Es hängt viertens auch von der Situation im griechischen Bankensektor ab, ob der beim EU-Gipfel am 23. Oktober 2011 verkündete zweite freiwillige Forderungsverzicht es erlauben wird, den griechischen Schuldenstand tatsächlich auf 120 Prozent des BIP zu reduzieren. Abschreibungen auf die griechischen Staatsanleihen in Höhe von geschätzt rund 50 Milliarden Euro in den Portfolios griechischer Banken machen Rekapitalisierungen nötig. Diese wiederum treiben den griechischen Schuldenstand in die Höhe.

### **Staatsbankrott in zwei Szenarien: mit und ohne Euroaustritt**

Trotz des zweiten Restrukturierungspakets ist es also weiterhin möglich, dass Griechenland seine Schulden nicht zurückzahlt. Rechtlich wäre dies handhabbar: Der Großteil der griechischen Anleihen ist nach

griechischem Recht begeben. Die Zahlungen könnten nach nationaler Gesetzgebung eingestellt werden. Schwieriger wird es bei den Krediten des IWF und der EU-Partner. Die IWF-Kredite haben Vorrang vor anderen. Erst danach sind die EU-Partner an der Reihe, die sich am Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) und an der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) beteiligt haben.

Ein Zahlungsausfall gegenüber den EU-Partnern wäre eine enorme politische Belastungsprobe für die Eurozone. Die Geberstaaten, deren Staatsfinanzen in einigen Fällen selbst unter starkem Druck stehen, müssten mit den finanziellen Bürden durch den Kreditausfall umgehen. Selbst in den Ländern, die dies verkraften könnten, wüchse die Ablehnung gegenüber den Hilfsmechanismen und den Empfängerländern. Dies würde das weiterhin unerlässliche Krisenmanagement und die politische Durchsetzbarkeit notwendiger Governance-Reformen in der Eurozone beträchtlich erschweren. Auch in Politikfeldern, die nicht direkt mit der Wirtschafts- und Währungsunion zusammenhängen, wäre mit politischen Blockaden zu rechnen.

Grundsätzlich kann sich der Staatsbankrott auf zwei Arten vollziehen: Im ersten Szenario stellt Griechenland die Zahlung auf die Staatsschulden ein, versucht aber, im Euro-Raum zu bleiben. Im zweiten Szenario bedient das Land ebenfalls keine Staatsschulden mehr, führt aber zusätzlich eine neue eigene Währung ein.

### **Szenario 1: Staatsbankrott im Euro-Raum**

In diesem Szenario ist die griechische Regierung nicht mehr willens oder in der Lage, ausstehende Schulden zu begleichen. Zunächst würde sie alle Zins- und Tilgungszahlungen auf die Schuldverbindlichkeiten des griechischen Staates stoppen. Über die kommenden Jahre würde sie sich mit den Gläubigern über die Auszahlung eines kleinen Anteils der Schulden verständigen.

### *Folgen für Griechenland*

Bei einem Bankrott innerhalb des Euro-Raums wäre Griechenland praktisch sofort vom Kapitalmarkt abgeschnitten. Die Regierung könnte ihre Ausgaben nur aus laufenden Einnahmen decken. Wie stark dies die tatsächlichen Ausgaben des griechischen Staates beeinträchtigen würde, hängt davon ab, wie groß der Finanzierungsbedarf nach Einstellung des Schuldendienstes noch ist. Dies lässt sich am sogenannten Primärdefizit des öffentlichen Sektors ablesen, das den Finanzierungsbedarf vor Zinszahlungen darstellt.

Für das Jahr 2011 sieht der Bericht der Troika von Ende Oktober 2011 noch ein Finanzierungsdefizit von 1,8 bis 2,3 Prozent des BIP vor. Für 2012 geht die Prognose von einem ausgeglichenen Etat vor Zinszahlung aus. Die Zahlen für 2011 würden deshalb bei einer Staatspleite einen weiteren sofortigen Einschnitt aller Staatsausgaben um 5 Prozent implizieren, jene für das Jahr 2012 würden bedeuten, dass Griechenland nach einem Bankrott und dem Ende der Hilfszahlungen sein bisheriges Ausgabenniveau sogar aufrechterhalten könnte.

Allerdings dürften sich diese Schätzungen aufgrund geänderter Rahmenbedingungen als zu optimistisch erweisen, wenn Griechenland tatsächlich zahlungsunfähig würde. Schwere wirtschaftliche Verwerfungen wären die Folge, weil etwa die Eigentümer von Staatsanleihen ihrerseits ihre Verbindlichkeiten nicht mehr bedienen könnten. Zudem würden die Banken in eine Krise geraten (siehe unten). Die Steuereinnahmen brächen weiter ein. Die Vorhersage der Troika für das Primärdefizit wäre damit obsolet. Stattdessen wären neue Einschnitte bei den Staatsausgaben oder Steuererhöhungen notwendig, was wiederum die Rezession verschlimmern würde.

Ein solcher Staatsbankrott rief zweifellos eine tiefe Krise im griechischen Bankensektor hervor, weil alle griechischen Staatsanleihen noch einmal weit unter ihrem bisherigen Marktwert abgeschrieben werden müssten. Die griechischen Banken wären damit weitgehend pleite.

Die Partner in der Eurozone könnten der Regierung einen EFSF-Kredit zur Rekapitalisierung der Banken gewähren. Rechtlich dürfte dies bei einem unilateral erklärten Zahlungsausfall möglich sein, solange die griechischen Kredite noch aus dem ersten Hilfspaket von den EU-Partnern kommen und nicht über die EFSF.

Politisch wäre es jedoch sehr schwierig, im Falle eines Staatsbankrotts einen solchen EFSF-Kredit gegenüber der Öffentlichkeit in den anderen EU-Ländern zu rechtfertigen. Ohne frisches Kapital aber bräche das griechische Bankensystem komplett zusammen. Dies würde die ohnehin tiefe Rezession der griechischen Wirtschaft verschärfen. Eine Rekapitalisierung mit EFSF-Geldern hätte zudem den Vorteil, dass die griechischen Banken wieder ausreichend Sicherheiten hätten, um sich bei der EZB mit Liquidität zu versorgen.

Geht Griechenland pleite, dürfte es griechischen Unternehmen immer schwerer fallen, Importe zu finanzieren, denn auch ihre Zahlungsfähigkeit dürfte zunehmend in Frage gestellt werden. In Einzelfällen könnten darum sogar Produktionsprozesse unterbrochen werden.

Auch mit einem solchen Staatsbankrott würde die griechische Wirtschaft auf absehbare Zeit schrumpfen. Die zusätzlich erzwungenen Kürzungen im Staatshaushalt und die wirtschaftlichen Verwerfungen würden das Wachstum kurzfristig sogar noch stärker dämpfen, als es die Sparpakete tun. Mittelfristig bliebe die griechische Wirtschaft so wenig wettbewerbsfähig wie bisher, so dass auch von der Exportseite zunächst kein starker Impuls zu erwarten wäre.

#### *Folgen für die Eurozone*

In der Eurozone dürfte ein Zahlungsausfall Griechenlands nicht nur die Risikoprämien auf die Staatsanleihen der Krisenländer Portugal, Spanien, Irland und Italien steigen lassen, sondern auch von Ländern wie Frankreich, Belgien oder gar Österreich. Inwieweit dieser Anstieg begrenzt werden

kann, hängt davon ab, wie stark die Europäische Zentralbank in den Bondmärkten intervenieren wird und wie gut die Hebelösungen des EFSF funktionieren werden.

Darüber hinaus würde der oben skizzierte Kreditausfall neuen Abschreibedarf bei den Banken des Euro-Systems erzeugen. Dies dürfte in einigen Fällen die Nachfrage nach staatlicher Rekapitalisierung erhöhen, insbesondere wenn auch griechische Unternehmen und Banken ihre Verbindlichkeiten zurückzahlen. Möglicherweise müssten neue EFSF-Programme für bislang nicht betroffene Staaten aufgelegt werden, damit diese ihre Banken mit frischem Geld ausstatten können. Doch dürfte sich der direkte Kapitalbedarf in Grenzen halten, weil die Märkte einen Zahlungsausfall Griechenlands zum Teil schon in die Preise eingerechnet und viele Banken sich zudem von Griechenland-Anleihen getrennt haben.

Gefahr droht indes durch indirekte Ansteckungseffekte. Der Kreditausfall Griechenlands erhöht das Risiko, dass sich die Staatsschuldenkrise für andere Länder zuspitzt, und dürfte die schlechten Konjunkturaussichten in der Eurozone weiter verdüstern. Trotz aller Risiken besteht aber eine gute Chance, die Schäden mit Hilfe der existierenden Instrumente zu begrenzen, sofern schnell gehandelt wird.

#### **Szenario 2: Bankrott und Austritt aus dem Euro-Raum**

Das zweite Szenario für Griechenland wäre ein Bankrott mit Ausstieg aus der Währungsunion. Letzteres ist im EU-Vertrag aber nicht vorgesehen. Gegen diesen verstoße auch die Einführung einer neuen nationalen Währung, denn Artikel 128 EUV schreibt den Euro als einziges gesetzliches Zahlungsmittel in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion fest. Nach Artikel 50 ist wohl ein Austritt aus der Europäischen Union als Ganzes möglich, der das Verlassen der Europäischen Währungsunion einschliesse.

Umstritten ist, ob ein Staat nur aus der Eurozone ausscheiden kann, vorausgesetzt,

die Partner stimmen zu. Die politischen Hürden dafür sind jedenfalls niedriger, seit die deutsche Bundeskanzlerin und der französische Staatspräsident aus den genannten Gründen einen Austritt Griechenlands ins Spiel brachten. Aus heutiger Sicht ist es jedoch kaum vorstellbar, dass die EU-Partner Griechenland gerichtlich zwingen würden, die Verträge einzuhalten und damit den Euro als einziges gesetzliches Zahlungsmittel im Inland durchzusetzen, wenn das Land darauf bestünde, die Eurozone zu verlassen. Ein solches Vorgehen träfe auf großes Unverständnis, insbesondere in Staaten wie Deutschland, den Niederlanden oder Finnland, in denen viele den Rettungspaketen für Griechenland skeptisch gegenüberstehen und die Auffassung vertreten, dass Griechenland nie Mitglied der Eurozone hätte werden dürfen. Deshalb dürften die Regierungen sich hüten, so zu verfahren.

Allerdings ist ihnen auch die Handhabe verwehrt, einen Mitgliedstaat aus der Eurozone auszuschließen. Wenn also Regierungschefs ihren Partnern genau damit drohen, heißt dies allenfalls, die Bedingungen für einen Verbleib in der Eurozone derart zu verschlechtern, dass das Land sich entschließt, aus ihr auszuschneiden.

Käme es so weit, würde Griechenland versuchen, die Schäden für die eigene Wirtschaft zu minimieren. Dabei könnte es vom argentinischen Staatsbankrott des Jahres 2001 lernen. In dessen Verlauf wurde nämlich unter dem sogenannten Currency Board die feste Kursanbindung des Peso an den Dollar aufgelöst. Das folgende Szenario bezieht daher diese Erfahrungen mit ein.

Griechenland könnte parallel zwei Schritte vollziehen: die Zahlungen auf alle Schulden einstellen und eine nationale Währung einführen. Die Umstellung auf eine neue griechische Währung würde vermutlich bedeuten, dass die Banken auf Geheiß der Regierung mehrere Tage lang geschlossen blieben. Während dieser Zeit wären Überweisungen oder Auszahlungen aus dem griechischen Bankensystem nicht möglich. Die Zeit würde genutzt, um die

notwendigen Gesetze zum Euro-Ausstieg zu verabschieden und Vorbereitungen zu treffen.

Gesetzlich geregelt würde, dass alle Verträge unter griechischem Recht zum Kurs eins zu eins von Euro auf die neue Währung umgestellt werden. Dies gälte vermutlich auch für sämtliche Bankeinlagen und Bankverbindlichkeiten. Des Weiteren dürfte die griechische Regierung per Gesetz Kapitalverkehrskontrollen einführen.

Denkbar wäre, dass Griechenland auch die ausstehenden Staatsanleihen auf die neue Währung umstellt. Plausibler wäre aber, zunächst die alten Anleihen einfach nicht mehr zu bedienen, da eine Umstellung der Altschulden nicht die Schuldenlast selbst verringert.

#### *Folgen für Griechenland*

Auf den Bankrott würde auch in diesem Szenario direkt eine Bankenkrise folgen. Bei vielen griechischen Banken dürfte das Eigenkapital aufgezehrt sein, wenn die Bestände griechischer Anleihen abgeschrieben werden. Anders als im Verbleib-Szenario, in dem EFSF-Kredite zur Verfügung stehen könnten, müsste Griechenland die Banken mit neu emittierten Anleihen rekapitalisieren, die im Gegensatz zu den Altanleihen auch bedient würden.

Zudem dürfte der unmittelbare Bedarf für die Anpassungen der Staatsausgaben geringer ausfallen als im ersten Szenario, in dem Griechenland den Euro behielte. Da das Land wieder eine eigene Zentralbank besäße, könnte die Regierung das verbleibende Primärdefizit (sowie die Zinszahlungen auf die neu an die Banken emittierten Anleihen) mit der Notenpresse auszugleichen suchen.

Zweifellos würde die neue griechische Währung gegenüber dem Euro sofort deutlich an Wert verlieren. Nimmt man Argentinien als Beispiel, scheint eine Abwertung um 75 Prozent durchaus realistisch. Das hieße, dass auch Geldersparnisse entwertet würden, was besonders die griechische Mittelschicht träfe.

Unklar ist, ob eine Hyperinflation Griechenland heimsuchen würde. Gewiss würden zunächst die Importpreise kräftig ansteigen, insbesondere für Güter ohne inländische Substitute und für Rohstoffe. Der Fall Argentinien zeigt jedoch, dass sich eine anhaltende Inflation gerade in Zeiten tiefer Rezession mit Hilfe von Preiskontrollen vermeiden lässt, selbst wenn die Inflationsrate zeitweise zweistellig werden kann. Auch Griechenlands relativ geringe Importabhängigkeit spräche dafür. Griechische Importe haben zwar einen viel größeren Anteil am BIP als Exporte. Die Importquote liegt aber weit unter der anderer europäischer Staaten.

Oft heißt es, ein Staatsbankrott mit gleichzeitigem Euro-Ausstieg werde in Griechenland rasch Versorgungsengpässe verursachen, weil das Land neben den Fehlbeträgen im öffentlichen Haushalt auch ein Defizit in der Leistungsbilanz aufweise. Übersehen wird dabei, dass sich Griechenlands Leistungsbilanz in diesem Fall spürbar verbessern dürfte. Erstens ist das Leistungsbilanzdefizit in hohem Maße auf Zinszahlungen an das Ausland zurückzuführen, die bei einem Staatsbankrott weitgehend wegfielen. Zweitens würde eine Abwertung in der oben skizzierten Größenordnung die Tourismusindustrie gegenüber Ländern wie der Türkei oder Tunesien schlagartig wettbewerbsfähiger machen. Zu guter Letzt darf nicht vergessen werden, dass die Griechen heute noch eine beträchtliche Menge an Euro-Bargeld und Euro-Anlagen im Ausland halten, mit denen sie Importe bezahlen und damit zumindest für eine Übergangszeit das Leistungsbilanzdefizit finanzieren könnten.

Kurzfristig wäre ein solches Szenario mit großen Risiken für die griechische Volkswirtschaft verbunden. Vor allem dürfte die rechtliche Unsicherheit über Jahre hoch bleiben, bis alle Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit dem Bankrott und der erzwungenen Währungsumstellung abgearbeitet sind. Mittelfristig böte dieses Szenario allerdings die Chance für eine schnellere Rückkehr zum Wirtschafts-

wachstum: Durch die massive Abwertung der neuen Währung wären die Probleme mangelnder preislicher Wettbewerbsfähigkeit über Nacht beseitigt. Die griechische Regierung würde zunächst keine weiteren Sparpakete benötigen.

Diese optimistische Sicht mag zunächst verwundern, doch untermauert wird sie von Argentinien's Erfahrungen im Zusammenhang mit der Krise 2001: Nach dem Staatsbankrott und der Abwertung begann die argentinische Wirtschaft binnen Jahresfrist wieder deutlich zu wachsen. Misst man das Pro-Kopf-BIP inflationsbereinigt, konnte Argentinien innerhalb weniger Jahre im Vergleich mit dem Nachbarland Brasilien (das derzeit gerne als südamerikanisches Wachstumsvorbild hingestellt wird) sogar den krisenbedingten Einbruch der Wirtschaftsleistung aufholen (siehe Grafik).

#### *Folgen für die Eurozone*

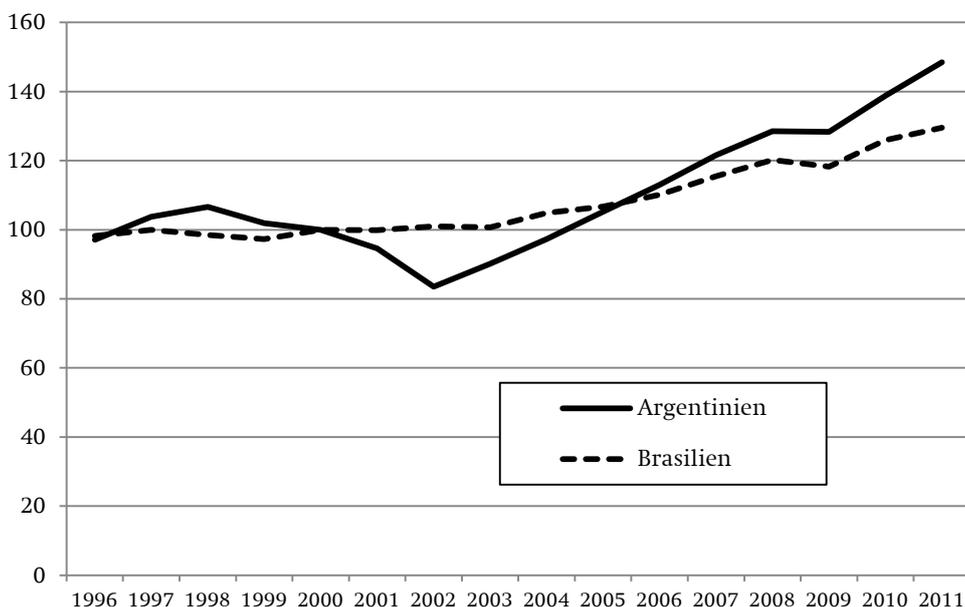
Für die Eurozone hätte ein griechischer Staatsbankrott mit gleichzeitigem Austritt aus ihr deutlich schwerwiegendere Folgen als eine Pleite mit Verbleib im gemeinsamen Währungsraum. Wie im ersten Szenario dürfte neuer Abschreibungs- und Kapitalbedarf im Bankensektor entstehen. Auch wüchse das Risiko, dass die Märkte für Staatsanleihen der anderen Euro-Länder angesteckt werden.

Der Eurozone würde zudem eine völlig neue Art der Ansteckung drohen. Nach der forcierten Währungsumstellung hätten die Spareinlagen im griechischen Bankensystem nur noch einen Bruchteil ihres ursprünglichen Wertes. In Italien, Portugal, Spanien und Irland würde sich schnell die Befürchtung verbreiten, dass in diesen Ländern Ähnliches passieren kann. Da es im Binnenmarkt ein Leichtes ist, ein Bankkonto in einem anderen Mitgliedstaat zu eröffnen, dürften Spareinlagen aus den Banken jener Länder rasch und in großem Stil nach Deutschland abfließen.

Aufgrund dieser Kapitalflucht würden die Banken enorme Liquiditätsprobleme bekommen, denn in der Regel haben Geld-

## Grafik

### Argentiniens rasches Wachstum nach dem Crash Bruttoinlandsprodukt pro Kopf, inflationsbereinigt (2000 = 100)



Quelle: Internationaler Währungsfonds 2011, eigene Berechnungen

institute hoch liquide Verbindlichkeiten (etwa Sichteinlagen), aber illiquide Forderungen (etwa Hypotheken oder Unternehmenskredite). Im schlimmsten Fall mündet der Abzug von Depositen in die Insolvenz des Bankensektors. Dann hätte auch die EZB nur begrenzte Möglichkeiten, mit ihren üblichen Instrumenten zu Hilfe zu kommen. Gemeinhin verleiht die EZB nämlich Geld an die Banken gegen Anleihen mit guter Bonität. Es werden aber nur wenige Aktiva der Banken überhaupt in solchen Anleihen gehalten. Allenfalls könnten Not-Liquiditätshilfen aus dem sogenannten Emergency-Liquidity-Assistance-Programm der nationalen Zentralbanken hier greifen.

Bleibe die Alternative, die Banken mit mehr Eigenkapital, möglicherweise aus EFSF-Mitteln, auszustatten, um den Abzug von Spareinlagen auszugleichen. Allerdings muss man sich klarmachen, dass dann das Eigenkapital massiv aufgestockt werden müsste. Dafür wären wesentlich mehr Mittel erforderlich als für bislang diskutierte

Rekapitalisierungen. Der EFSF wäre auch dann unterkapitalisiert, wenn die schon beschlossenen Hebeloptionen umgesetzt wären. Allein das italienische Bankensystem hat derzeit rund 800 Milliarden Euro an Einlagen auf Girokonten sowie mehr als 1000 Milliarden Euro als Einlagen beim Postbanksystem, deren Abfluss kompensiert werden müsste.

Beginnt ein unkontrollierter Run auf die Banken der Staaten an der Euro-Peripherie, könnten sich diese Länder gezwungen sehen, entweder einen Totalzusammenbruch ihres Bankensystems mit dramatischen realwirtschaftlichen Verwerfungen hinzunehmen oder dem Beispiel Griechenlands zu folgen und wieder eine eigene Währung einzuführen.

Als letztes Mittel könnten die Regierungen im Binnenmarkt Kapitalverkehrskontrollen einrichten. Damit könnten etwa Überweisungen in andere Euro-Länder nur noch dann erlaubt werden, wenn Importverträge oder Rechnungen vorgelegt wer-

den. Solche Maßnahmen müssten prinzipiell in einer vertragskonformen Weise möglich sein. Die Kehrseite wäre, dass neue Barrieren im eigentlich integrierten Finanzmarkt entstünden, die unter anderem die Funktionsweise des Binnenmarkts stören würden. Soll der Kapitalverkehr überwacht werden, müssen überdies Personenkontrollen an den Grenzen erfolgen. Das wäre ein weiterer Rückschlag für den freien Personenverkehr und den Abbau von Grenzkontrollen im Schengen-Raum.

### Schlussfolgerungen

Ein herbeigeführter Staatsbankrott Griechenlands, ob innerhalb oder außerhalb der Eurozone, birgt erhebliche Gefahren. Was die Aufteilung von Risiken und Kosten zwischen Griechenland und den Euro-Partnern betrifft, gibt es aber einen erheblichen, wiewohl bislang in der Diskussion vernachlässigten Unterschied: Der Staatsbankrott innerhalb der Eurozone erscheint für Griechenland selbst möglicherweise schmerzhafter als die Pleite mitsamt Austritt aus dem Währungsraum, denn im zweiten Fall besteht zumindest die Chance auf eine rasche Rückkehr zu Wirtschaftswachstum. Für den Rest der Eurozone hingegen ist eine griechische Staatspleite mit dem Verbleib des Landes in der Eurozone die klar bessere Option, weil ein Run auf die Banken in Spanien, Portugal, Italien und Irland weniger wahrscheinlich wäre und die Ansteckungseffekte über die Anleihenmärkte nicht so gravierend ausfielen.

Diese Gefahren und Kosten sollten mitgedacht werden, bevor Griechenland politische Ultimaten gestellt werden. Es mag der griechischen Regierung helfen, die vorgeschriebenen Reformen und die Austeritätspolitik fortzuführen, wenn sie zwischen Anpassungsprogramm und Eurozonenaustritt wählen muss. Dies sowie die Absage des angekündigten Referendums mögen aus Sicht der Geberländer wünschenswert sein.

Doch gleichzeitig spielt die EU mit dem Feuer: Je stärker der Druck auf Griechen-

land mit der Drohung eines erzwungenen Ausstiegs, desto größer die Wahrscheinlichkeit, dass sich in der griechischen Diskussion genau die Kräfte durchsetzen, die diese Lösung anstreben. Die hier beschriebenen Szenarien zeigen dagegen, dass es sogar im Interesse der Währungsunion liegen könnte, die politische Stimmung in Griechenland für einen Verbleib im Währungsraum zu unterstützen und den notwendigen Anpassungsprozess noch energischer zu flankieren.

Neben den bestehenden Maßnahmen und einem weiter reichenden Schulden-schnitt spricht daher sehr viel für ein von der EU oder den Euro-Partnern unterstütztes Wachstumsprogramm, nach dessen Maßgabe in Infrastruktur, Bildung und Forschung sowie den Aufbau wettbewerbsfähiger Industrien investiert wird. Gleichzeitig sollte der griechischen Regierung bei den nötigen Reformen zur Schaffung investitionsfreundlicher Rahmenbedingungen entschlossen unter die Arme gegriffen werden.

Ein solches Programm könnte die negativen Folgen der griechischen Austeritätsprogramme dämpfen, dem Land mittelfristig Wachstumschancen eröffnen und so den Anstieg der Arbeitslosigkeit und den Rückgang des Bruttoinlandsprodukts begrenzen. Da das Land im Vergleich zum Rest des Euro-Raums recht klein ist, könnte ein Wachstumspaket im Volumen von 5 Prozent des griechischen BIP für wenig mehr als 10 Milliarden Euro umgesetzt werden. Dies entspräche nur gut 0,1 Prozent des BIP der Eurozone und dürfte einen maßgeblichen Impuls setzen. Ein solch umfassender Ansatz dürfte wesentlich billiger sein als die Kollateralschäden, die anfielen, wenn Griechenland die Währungsunion verließ.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2011  
Alle Rechte vorbehalten

Das Aktuell gibt ausschließlich die persönliche Auffassung der Autoren wieder

**SWP**  
Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
www.swp-berlin.org  
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364