

Griechenland steht mit dem Rücken zur Wand

Schwache Währung als einzige Chance auf eine Wiederbelebung der Wirtschaft?

Das hochverschuldete Griechenland steckt tief in einer Rezession und erwirtschaftet chronisch Defizite. Da an sich notwendige Struktur reformen politisch nur schwer durchsetzbar sind, wird über die Abschaffung des Euro spekuliert.

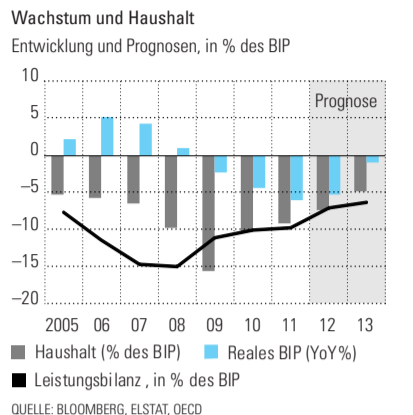
Christof Leisinger

Die Ergebnisse der jüngsten Wahlen in Europa zeigen ein paradoxes Bild. Griechenland ist dafür ein gutes Beispiel. Zwei Drittel der Landesbewohner wollen zwar, wie Umfragen zeigen, in der Europäischen Union (EU) bleiben – den strikten Sparkurs, der die Voraussetzung dafür wäre, lehnen sie aber ab. Schliesslich hat die Mehrheit der Griechen links- und rechtsextremistische Parteien gewählt, die vom Sparkurs abweichen wollen.

Unkontrollierte Entwicklung?

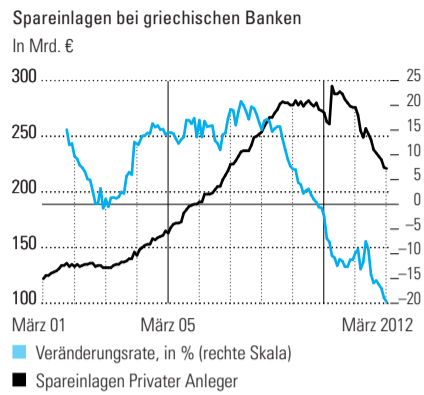
Längst fürchten Beobachter eine unkontrollierte Entwicklung. Ein Stillstand zwischen der sogenannten Troika aus EU, Internationalem Währungsfonds (IMF) und Europäischer Zentralbank (EZB) und den Verantwortlichen in Athen habe das Potenzial, Angst und Panik auszulösen und den Abfluss von Kapital und Spareinlagen aus Griechenland zu beschleunigen, heisst es. In den vergangenen Monaten hatten Anleger aus Misstrauen gegenüber der Entwicklung im Lande und der Bonität der Institute knapp ein Drittel der Einlagen abgezogen. Die Banken spüren die Folgen des Schuldenschnitts und der Rezession. Im Verhältnis zu den Lasten haben

Entwicklung ökonomischer Kennzahlen Griechenlands



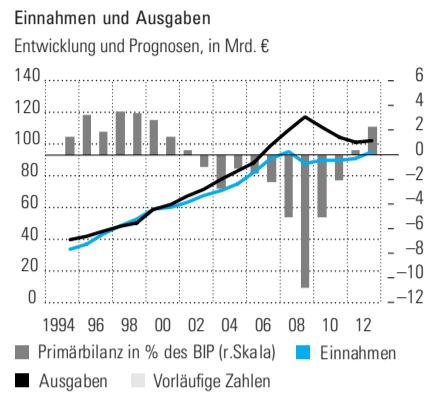
sie zu wenig Eigenkapital, können sich am freien Markt nicht mehr refinanzieren und sind auf Liquiditätshilfe von der Europäischen Zentralbank im Rahmen der Emergency Liquidity Assistance (ELA) angewiesen. Eine Rekapitalisierung wäre nur mit Hilfe von aussen zu bewerkstelligen. Bisher waren dafür Mittel der EU und des IMF vorgesehen. Sollten sie ausbleiben, weil die Bedingungen für die Auszahlung nicht erfüllt werden, müsste Griechenland helfend einspringen.

Allerdings steht das Land selbst finanziell mit dem Rücken zur Wand und befindet sich im vierten Jahre einer tiefen Rezession. Analytiker gehen davon aus, dass die Wirtschaft im laufenden Jahr real um 5,2% schrumpfen wird. Die Industrieproduktion fiel im März um 8,5%, und die Arbeitslosenrate lag im Februar bei 21,7%. Der Primärsaldo, also die Differenz zwischen Staatseinnahmen und Ausgaben ohne Berücksichtigung der Zinszahlungen, ist seit dem Jahr 2003 negativ. Das Land gibt



also schon seit langem deutlich mehr aus, als es einnimmt. Experten prognostizieren für das laufende Jahr ein Haushaltsdefizit von 7% des BIP und ein leichtes Plus in der Primärbilanz.

Der öffentliche Sektor Griechenlands sei zu gross, zu ineffizient und zu teuer, die Löhne seien im Verhältnis zur Produktivität zu hoch und die privaten Investitionen zu gering, erklären Ökonomen. Tatsächlich hat die Wettbewerbsfähigkeit darunter gelitten, dass die Lohnstückkosten über Jahre rasant gestiegen sind. Seit Beginn der Währungsunion legten sie in Griechenland sogar um gut 40% zu. Das macht die Produkte des Landes auf dem Weltmarkt teuer und führt zu notorischen Defiziten im Aussenhandel. Im laufenden Jahr wird Griechenland nach bisherigen Schätzungen ein Minus in der Leistungsbilanz von 7% des BIP erwirtschaften, nachdem in den vergangenen Jahren Defizite von bis zu 15% zu verzeichnen gewesen sind. Im März 2012 waren die importierten Waren mit



4,2 Mrd. € rund doppelt so viel wert wie die der ausgeführten Güter, zeigen Daten von Elstat. Lediglich im Export von Dienstleistungen kann Griechenland einen beständigen Überschuss erzielen.

Griechenland habe den finanziellen Spielraum verloren, um die künstlich tief gehaltenen Zinsen für die Verbindlichkeiten selbst zu tragen. Selbst wenn es sich entschliesse, den Euro aufzugeben und die ohnehin schon reduzierten Schulden in Höhe von etwa 160% des Bruttoinlandsproduktes nicht mehr zu bedienen, würde weiterhin eine grosse Lücke im Haushalt klaffen, erklären Experten. Sollte die Troika die Auszahlung der nächsten Kredittranche im Juni verweigern, weil vertraglich zugesagte Reform- und Sparschritte nicht vollzogen wurden, wäre der griechische Staat innerhalb weniger Tage zahlungsunfähig. Dann bliebe nur noch der Austritt aus dem Euro und die Einführung einer eigenen Währung in Griechenland, heisst es weiter. Das ist aber noch nicht ausgemacht. Immerhin gibt es bei

der Beurteilung, ob Auflagen erfüllt worden sind oder nicht, Ermessensspielräume, auf die Griechenland möglicherweise spekuliert. Schliesslich ist in Europa die Bereitschaft zu Zugeständnissen erkennbar. Luxemburgs Premier Jean-Claude Juncker signalisierte zuletzt ebenso Verhandlungsbereitschaft wie der deutsche Finanzminister Wolfgang Schäuble.

Die Folgen der möglichen Wiedereinführung der Drachme sind umstritten. Der Chef des Münchener Ifo-Instituts, Hans-Werner Sinn, erklärt, der Schritt bringe für die Gesamtheit der privaten und öffentlichen Gläubiger Griechenlands keinerlei Lasten mit sich. Er sei in Verbindung mit deutlichen Kursverlusten der wieder eingeführten Währung sogar die einzige Chance, in Zukunft wieder Leistungsbilanzüberschüsse zu erwirtschaften, und damit auch die einzige Chance, dass die Gläubiger überhaupt etwas zurückerhielten.

Sorgen über Verluste

Skeptiker sehen das anders. Währungsverluste zwingen IMF, EU, EZB und andere Gläubiger des griechischen Staates, griechischer Unternehmen und griechischer Privathaushalte zu Abschreibungen auf ihre Forderungen.

Selbst die sogenannten Target-2-Forderungen der deutschen Bundesbank beispielsweise müssten neu bewertet werden. Insgesamt seien Verluste von bis zu 500 Mrd. € denkbar, rechnet ein Hedge-Fund-Manager vor. Der Blick auf die Struktur der griechischen Wirtschaft lasse zudem Zweifel daran aufkommen, ob Griechenland überhaupt in der Lage sein werde, sich bei schwacher Währung jemals aus der Krise heraus zu exportieren.

Wie der «Grexit» zu bewerkstelligen wäre

Umgang mit der Kapitalflucht und redenominierten Verträgen als grösste Herausforderungen bei einem Austritt aus der Währungsunion

Ein Austritt Griechenlands aus der Europäischen Währungsunion ist wahrscheinlicher geworden. Ein solches Unterfangen bedingt Vorkehrungen. Struktur reformen bleiben aber zwingend.

Martin Lanz

Analytiker übertreffen sich derzeit mit Einschätzungen, mit welcher Wahrscheinlichkeit Griechenland den Euro aufgeben wird. Nachdem ein Schuldenschnitt und an Sanierungsmassnahmen gebundene Kredite die «Euro-Tauglichkeit» des Landes eigentlich hätten wiederherstellen sollen, hat der politische Erdbeben neuerliche Zweifel an der Reformfähigkeit Athens geweckt. Unabhängig davon, ob Griechenland Vorteile aus einem Austritt ziehen würde und ob das Land unilateral oder im Einvernehmen mit den europäischen Institutionen vorgehen würde, kann ein Austritt aber nicht auf Knopfdruck erfolgen.

Vorausschauend handeln

Vorbereitungen administrativer, logistischer und juristischer Natur sind nötig, damit die Drachme wieder eingeführt werden kann. Klarheit müsste insbesondere auch darüber herrschen, mit welchen geld- und fiskalpolitischen Institutionen Griechenland seine Post-Euro-Zukunft bewältigen sollte. Denn währungspolitisch bedeutet der Austritt aus der Euro-Zone eine Kombination von Ereignissen. Erstens findet ein Währungstausch statt, wobei über Nacht alle bisher in Euro denominierten Preise neu in Drachmen ausgedrückt würden.

Zweitens müsste sich danach die Drachme stark abwerten. Experten halten eine Abwertung um 30–50% für nötig, damit Griechenland wieder international wettbewerbsfähig wird und sich die Leistungsbilanz ausgleicht. Während die Konvertierung in erster

Linie administrative, logistische und juristische Herausforderungen stellt, muss sich die Wirtschaftspolitik auf die Abwertung vorbereiten. Orientierungshilfe bieten dabei die Erfahrungen nach dem Ende der sowjetischen und tschechoslowakischen Währungsunionen in den 1990er Jahren. Da im Fall Griechenlands die ursprüngliche Währung, der Euro, aber fortbestehen wird und die Europäische Währungsunion hoch entwickelt und integriert ist, existiert keine klare Vorgabe. Ökonomen von Capital Economics haben dennoch versucht, eine Anleitung zu verfassen (Grafik).

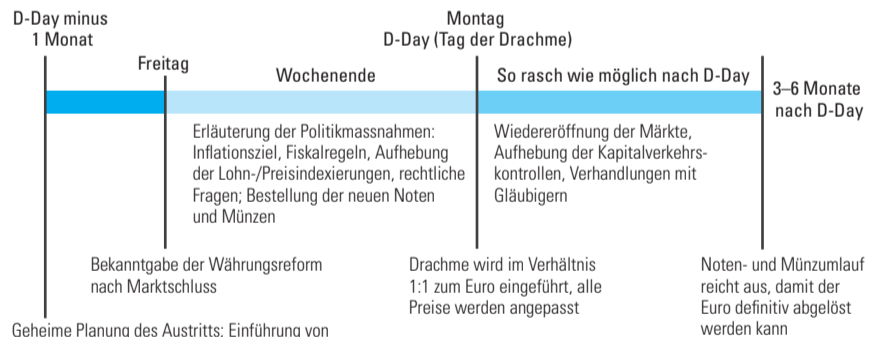
Bankensturm vermeiden

Zunächst einmal ist der Austritt zu planen. Um eine weitere Kapitalflucht zu vermeiden – rund 30% der griechischen Bankeinlagen wurden in den vergangenen zwei Jahren bereits abgezogen –, müsste dies im Geheimen, mit möglichst kurzer Vorlaufzeit – um das Risiko von Informationslecks zu minimieren –, geschehen. Der Nachteil geheimer Vorbereitungen ist, dass nicht alles verfügbare Know-how angezapft werden kann. Zudem riskiert Griechenland, seine europäischen Partner vor den Kopf zu stossen und die künftige Zusammenarbeit in der EU zu gefährden. Jedenfalls muss das austrittswillige Land praktisch von Anfang an bereit sein, zumindest vorübergehend Kapitalverkehrskontrollen zu verfügen und die Banken zu schliessen, um eine Kapitalflucht zu vermeiden. Dass eine solche bei Bekanntwerden der Währungsreform einsetzen würde, liegt auf der Hand.

Denn bei der Konvertierung würden sämtliche Preise in Griechenland redenominiert, so dass beispielsweise ein auf 500 Euro lautendes Bankkonto neu auf 500 Drachmen lautet. Wenn Anleger erwarten, dass der Wert der Drachme schlagartig einbrechen wird, werden sie versucht sein, ihre Guthaben abzuziehen und ins Ausland zu schaffen oder in Realwerte umzutauschen. Ein Sturm

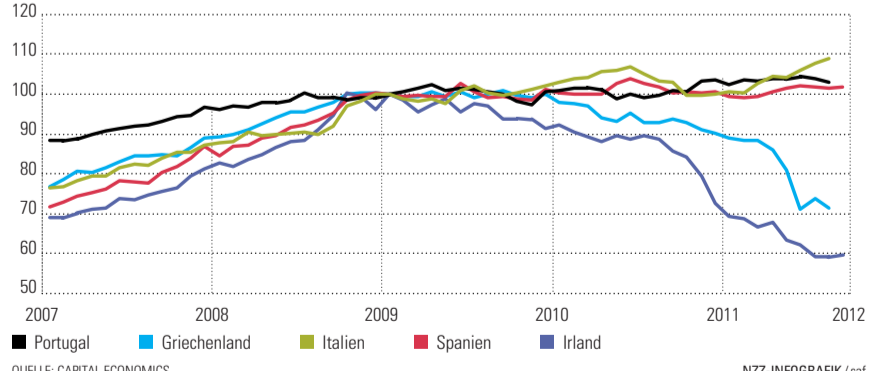
Grosse Unwägbarkeiten als Folge der Währungsreform

Möglicher Zeitplan für die Wiedereinführung der Drachme



Entwicklung der Bankeinlagen in den Gips-Staaten

Indiziert: Januar 2009 = 100



auf die Banken, deren Zusammenbruch – da kaum ein «lender of last resort» die Refinanzierung übernehmen könnte – und ein allgemeiner Vertrauensverlust müssten einkalkuliert werden. Weitergehende Kontrollen würden nötig sein, um den Kauf von Fremdwährung oder den Verkauf der neuen Währung zu begrenzen oder zu verhindern.

Ahnen die Anleger nichts von der bevorstehenden «Enteignung», kann an einem vorbestimmten Wochenende die Währungsreform über die Bühne gehen. Dabei müsste alles vorbereitet sein, dass ab Bekanntgabe der Reform keine Banktransaktionen stattfinden

können, weder im Inland noch mit dem Ausland. Rückzüge und Überweisungen müssten so lange unterbunden werden, bis die Banken in der Lage sind, diese dem fraglichen Konto zum dann geltenden Drachme-Euro-Wechselkurs zu belasten. Die Einführung neuer Noten und Münzen hingegen wäre weniger vordringlich, weil viele Transaktionen heutzutage bargeldlos abgewickelt werden. Aus Vertraulichkeitsgründen könnte die physische Bereitstellung der neuen Währung wahrscheinlich eh erst am Tag der Bekanntgabe der Reform in Auftrag gegeben werden. Neben dem Umgang mit der Kapitalflucht stellt die

Rechtsunsicherheit die zweite grosse Herausforderung dar. Die Einführung der neuen Währung würde alle auf Euro lautenden, noch laufenden Verträge betreffen. Schwierigkeiten bereiten werden dabei zwangsläufig Verträge, die unter ausländisches Recht fallen.

Unumgängliche Reformen

Im Verkehr mit dem Ausland wird sich der griechische Gläubiger wehren, Drachmen anstatt Euro für eine Lieferung zu akzeptieren, wie der ausländische Gläubiger auf Einhaltung der auf Euro lautenden Verträge pochen wird. Aufgrund der erwarteten Abwertung droht zudem vielen griechischen Schuldnern – sei es der Staat, seien es Banken, Unternehmen oder Private – die Zahlungsunfähigkeit. Eine Strategie für umfassende Umschuldungsverhandlungen und Massnahmen zur Unterstützung des Privatsektors, um Pleiten in Serie zu verhindern, müsste deshalb frühzeitig entwickelt werden. Der Staat selbst muss sich darauf einstellen, erst recht nicht an die Kapitalmärkte zurückkehren und Defizite finanzieren zu können.

Schliesslich muss die Regierung die Auswirkungen der Abwertung der Drachme antizipieren. Am grössten ist dabei die Inflationsgefahr. Mit einer neu wieder eigenständigen Geldpolitik, die einem Inflationsziel verpflichtet ist, müssten die Behörden dafür sorgen, dass die wiedererlangte Wettbewerbsfähigkeit nicht bald wieder durch eine galoppierende Inflation zunichtegemacht wird. Denn mit der schwachen Drachme, der Unsicherheit und Knappheitserscheinungen werden die Preise steigen, was Rufe nach Lohnsteigerungen zur Folge haben wird. Fatale Preis-Lohn-Spiralen könnten die Folge sein. Um dies zu verhindern, müsste die Lohnindexierung aufgehoben werden. Dem müsste eine weitere Flexibilisierung der Arbeits- und Produktmärkte folgen – genauso, wie es von Griechenland als Euro-Mitglied gefordert wird.