

Kiel Policy Brief

Zwischen GREMAIN und GREXIT: Euroraum in der Bewährungskrise

Jens Boysen-Hogrefe, Salomon Fiedler,
Klaus-Jürgen Gern, Dominik Groll, Philipp
Hauber, Nils Janssen, Stefan Kooths, Rolf J.
Langhammer, Martin Plödt, Galina Potjagailo,
Ulrich Stolzenburg und Maik Wolters

Nr. 90 | Juli 2015



**Jens Boysen-Hogrefe, Salomon Fiedler, Klaus-Jürgen Gern, Dominik Groll,
Philipp Hauber, Nils Janssen, Stefan Kooths, Rolf J. Langhammer, Martin Plödt
Galina Potjagailo, Ulrich Stolzenburg, Maik Wolters**

Institut für Weltwirtschaft, Kiel
Kiellinie 66, 24105 Kiel
<https://www.ifw-kiel.de/>

Woran Griechenland krank

Griechenland leidet im Kern vor allem unter **institutioneller Dysfunktionalität** und einer schweren **Deformation der Produktionsstrukturen**. Diese sind massiv zugunsten eines überdimensionalen Konsumsektors verzerrt. Letzterer war nur solange lebensfähig, wie dem Land fortwährend neue Kaufkraft auf dem Kreditwege vom Rest der Welt zur Verfügung gestellt wurde. Der Rückfall der Wirtschaftsleistung auf den Stand vor dem Beitritt zum Euroraum liegt primär am Versiegen der privaten Kapitalzuflüsse mit der Folge, dass das Konsumniveau und damit auch die hierauf ausgerichteten Produktionsstrukturen nicht aufrechterhalten werden können. Die Wirtschaftsleistung könnte mit den bestehenden Kapazitäten nur dann wieder belebt werden, wenn dem Land dauerhaft neue Kaufkraft für konsumnahe Verwendungen von außen zugeführt würde. Da dies ausgeschlossen ist, führt an einem Umbau der Produktionsstrukturen kein Weg vorbei, wozu erhebliche Korrekturen der Güterpreise und Lohnsätze erforderlich sind. Dieser durchgreifende Strukturwandel geht mit schmerzhaften Einkommensanpassungen und Arbeitslosigkeit einher. Die als „Sparpolitik“ bezeichnete Haushaltskonsolidierung ist nicht die Ursache der griechischen Misere, sondern Teil der notwendigen Umstrukturierung. Es ist falsch, den Rückgang der Wirtschaftsleistung seit dem Beginn der Krise im Wesentlichen als konjunkturelle Unterauslastung zu interpretieren. **Nicht-marktfähige Produktionsstrukturen sind nicht unterausgelastet, sondern obsolet.** Das vor der Krise erreichte Niveau des Bruttoinlandsproduktes ist daher kein Maßstab für das derzeitige Produktionspotenzial.

Was Griechenland braucht

Ein höherer Lebensstandard setzt eine **höhere Arbeitsproduktivität** voraus. Diese erlaubt eine höhere Güterproduktion, um entweder die heimischen Bedürfnisse durch Eigenproduktion zu decken oder um Exportgüter herzustellen, die am Weltmarkt gegen die im Inland nachgefragten Güter getauscht werden können. Der Umweg über den internationalen Han-

del ermöglicht Spezialisierungsvorteile, die ihrerseits produktivitätssteigernd wirken. Die **Internationalisierung** (stärkere Einbindung in die globale Arbeitsteilung) kann von griechischen oder ausländischen Unternehmen vorangetrieben werden. Ausländische Direktinvestitionen würden tendenziell stärker als heimische Investitionen wichtiges Know-how und den Zugang zu weltweiten Vertriebs- und Beschaffungsnetzen eröffnen, was der Arbeitsproduktivität in Griechenland zusätzlich zugutekäme.

Der Schlüssel zum Heben der Produktivität liegt im **Aufbau eines marktfähigen Kapitalstocks**. Dies setzt zum einen **Institutionen** voraus, die unternehmerische Aktivität und damit Investitionen überhaupt ermöglichen. Zum anderen müssen die für Investitionen notwendigen Mittel aufgebracht werden – entweder im Inland (heimische Ersparnis) oder im Ausland (Kapitalimporte). Je weniger attraktiv das Land für ausländische Investoren ist, desto höher muss der heimische Konsumverzicht ausfallen, um denselben Kapitalstockaufbau mit Hilfe heimischer Ersparnisse zu ermöglichen.

Privatisierungen spielen für den wirtschaftlichen Erfolg Griechenlands eine wichtige Rolle. Sie würden es erlauben, den deformierten Kapitalstock des Landes so schnell wie möglich in die nächst-beste Verwendung zu überführen und dabei auf die Innovationsfähigkeit privater Produzenten zu setzen. Der Erlösaspekt steht dabei nicht im Vordergrund. Die erzielbaren Preise der staatlichen Vermögensgüter fallen auch deshalb gering aus, weil das investitionsfeindliche institutionelle Umfeld in die Gebote eingepreist wird. Dies berücksichtigend dürften sich die internationalen Investoren in einem wettbewerblichen Verfahren mit ihrer Zahlungsbereitschaft nahe an das Wertgrenzprodukt der jeweiligen Kapitalgüter herantasten. Entscheidend ist, was mit den jeweiligen Kapitalgütern in Zukunft unter den herrschenden Bedingungen in Griechenland erwirtschaftet werden kann. Eine auf historischen Kosten und Preisen basierende Bewertung ist ebenso irrelevant wie Vergleiche mit anderen Ländern, die ein höheres Entwicklungsniveau aufweisen.

Schließlich hemmt die erhebliche **wirtschafts- und währungspolitische Unsicherheit** die Investitionstätigkeit massiv. Diese hat durch das erratische Agieren der neuen griechischen Regierung und deren offen artikulierte Ablehnung marktwirtschaftlichen Handelns noch einmal spürbar zugenommen. In Griechenland müssen nicht nur tragfähige Entscheidungen getroffen werden, sondern es ist auch wichtig, dass rasch Klarheit über den zukünftigen Kurs der dortigen Wirtschafts- und Währungspolitik herbeigeführt wird.

Unlösbarer Konflikt mit den institutionellen ausländischen Gläubigern

Die amtierende Regierung Griechenlands steht vor einem nahezu unlösbaren Konflikt mit den institutionellen ausländischen Gläubigern. Dies ist darin begründet, dass sie die ökonomische Diagnose und die darauf aufbauenden wirtschaftspolitischen Therapieansätze ablehnt. Die von den Gläubigern vorgeschlagenen Reformen richten sich nicht gegen die Interessen des Landes, sondern sollen vielmehr zu dessen wirtschaftlicher Gesundung führen, um die Bedienung der Auslandsverschuldung zu ermöglichen. Grundsätzlich besteht

daher Zielharmonie zwischen beiden Seiten. Bei prinzipieller Uneinigkeit über den gebotenen Instrumenteneinsatz ist der Erfolg des Reformprozesses jedoch äußerst fraglich. Wie die Erfahrung mit internationalen wirtschaftspolitischen Überwachungsverfahren lehrt, ist die **Einsicht in die Notwendigkeit der Reformen** (sogenannte „Ownership“) entscheidend, wenn die Vereinbarungen auf internationaler Ebene in der nationalen Wirklichkeit ankommen sollen. Die derzeit amtierende Regierung Griechenlands hat durch ihre Verhandlungsführung massiv an Vertrauen bei den institutionellen ausländischen Partnern eingebüßt und deutlich gemacht, dass sie die wirtschaftspolitische Konzeption der Gläubiger nicht mittragen will. Sie fühlt sich im Gegenteil berufen, deren – ihrer Ansicht nach falsche – Wirtschaftspolitik zu korrigieren und sogar das Wirtschaftssystem in der Europäischen Union grundlegend umzugestalten. Die derzeitige Regierung Griechenlands auf der einen Seite und die europäischen Partner auf der anderen Seite können daher **kaum noch glaubwürdige Verträge** miteinander schließen, weil ein radikaler Gesinnungswandel nicht über Nacht zu erwarten ist.

Gegenüber dem IWF hat das Land nun erstmals eine internationale Zahlungsverpflichtung verweigert. Es ist davon auszugehen, dass es auch gegenüber anderen Gläubigern (EZB, EFSF, bilaterale Kredite) zu Ausfällen kommt. Nachdem das Land im vergangenen Jahr bereits wieder Zugang zum internationalen Kapitalmarkt erlangt hatte, hat die neue Regierung das Land nun in die Illiquidität geführt. Angesichts der von den Gläubigern eingeräumten Konditionen (lange Laufzeiten, niedrige Zinssätze) ist die Bedienung der Auslandsverschuldung in der jetzigen Situation weniger eine Frage der mangelnden Schulden-tragfähigkeit als vielmehr eine Frage der **mangelnden Kapitaldienstbereitschaft**.¹ Dabei ist zu bedenken, dass es kurzfristig ein leichtes gewesen wäre, durch eine Einigung mit den europäischen Partnern (die dann allerdings zu späteren Zahlungen verpflichtet hätte) den Zahlungsausfall abzuwenden. Eine Verweigerung, die Auslandsverbindlichkeiten anzuerkennen, war erklärtermaßen von Beginn an die Position der amtierenden Regierung in Griechenland, die sich hierbei auf ihre demokratische Legitimation und die Abwahl der Vorgängerregierungen beruft. Mit der Abwahl einer alten Regierung kann aber die Bevölkerung eines Landes nicht auch die Langzeitfolgen der nationalen Politik (insbesondere die aufgebaute Staatsverschuldung gegenüber dem Ausland) abwählen, ohne das Land in der internationalen Gemeinschaft und auf den globalen Kapitalmärkten zu isolieren.

¹ Zwar wäre Griechenland derzeit wohl kaum im Stande, die ausstehenden Schulden zu Marktkonditionen zu finanzieren. Allerdings haben die öffentlichen Gläubiger wiederholt die Konditionen so angepasst, dass es zu keinem Zahlungsausfall gekommen ist. Sollte die griechische Regierung den Forderungen der öffentlichen Gläubiger nachkommen, wären im Zweifel erneute Konditionsanpassungen wahrscheinlich, so dass die Schulden-tragfähigkeit erneut angepasst würde.

GREMAIN: Griechenlands Zukunft im Euroraum hart aber möglich

Formal kann ein Land weder aus dem Euroraum austreten noch ausgeschlossen werden. Formale Regeln haben sich im Eurosystem aber bislang schon als wenig wirksam erwiesen, daher kommt es mehr auf die Interessen als auf die Regeln an. In Griechenland scheinen eine große Mehrheit in der Bevölkerung und auch die derzeitige Regierung am Euro als Währung festhalten zu wollen (GREMAIN). Das ist vernünftig, da eine vergleichsweise stabile und international reputable Währung die besten **Voraussetzungen für den Aufbau marktfähiger Produktionsstrukturen** bietet. Freilich sind dazu vor allem Reformen notwendig, die entsprechende Investitionen kalkulierbar machen.

Selbst wenn sich die griechische Regierung diesen Reformen weiterhin verweigert, ist ein Ausschluss des Landes aus dem Eurosystem nicht erforderlich, um die Gemeinschaftswährung vor nationalem Missbrauch zu schützen. Hierzu bedarf es jedoch zwingend einer **Rückkehr der EZB zu besseren Sicherheiten** für ihre Kredite. Die EZB schwenkt nun offenbar auf diesen Weg ein. Hierzu passt, dass die ELA-Kreditlinien zuletzt nicht weiter erhöht wurden. Dieser Schritt war seit langem überfällig, weil die permissive ELA-Politik der Reputation der EZB bereits schweren Schaden zugefügt hat.

Sollte die griechische Regierung gegenüber der EZB oder anderen Gläubigern den Schuldendienst verweigern, so wären griechische Staatspapiere künftig solange nicht mehr als refinanzierungsfähig zu akzeptieren, bis eine zukünftige Regierung Griechenlands den Schuldendienst wieder aufnimmt. Einen entsprechenden Beschluss zu den Kollateralanforderungen könnte der EZB-Rat ohne weiteres fassen. Die griechischen Geschäftsbanken wären dann praktisch **von der Geldschöpfung im Euroraum abgeschnitten**. Ein fortgesetzter Liquiditätsabfluss würde zu Bankenzusammenbrüchen führen. In dem Maße, wie bisherige griechische Banken aus dem Markt ausscheiden, könnten ausländische Banken die potenziell profitablen Finanzgeschäfte in Griechenland übernehmen. Die damit einhergehende Denationalisierung der Finanzmärkte wäre in einem gemeinsamen Währungsraum nicht systemwidrig, sondern vielmehr Ausdruck finanzwirtschaftlicher Integration. Gleichwohl würden Bankenzusammenbrüche die ökonomische Aktivität in Griechenland während dieser Übergangsphase abermals gravierend lähmen.

Als Mitglied im Euroraum ohne Zugang zur Geldschöpfung und mit erheblich eingeschränktem Zugang zum Kapitalmarkt wäre der griechische Staat dem unter allen Alternativen härtesten monetären Regime ausgesetzt. In einem solchen Regime könnte die amtierende Regierung ihre fiskalpolitischen Vorstellungen kaum umsetzen. Von daher ist es fraglich, ob sich die derzeitige Regierung mit dieser Situation abfinden würde. Unabhängig davon wäre das Eurosystem in der Lage, sich gegenüber dem nicht regelkonformen Verhalten eines Mitgliedslandes wirksam abzuschirmen. Von dieser Möglichkeit muss die EZB Gebrauch machen, um einem weiteren Glaubwürdigkeitsverlust vorzubeugen. Die Abwicklung der Staatsinsolvenz Griechenlands wäre dann ausschließlich Sache der fiskalischen Instanzen im übrigen Euroraum.

GREXIT: Euro oder Drachme – aber nicht beides

Sofern die derzeitige Regierung an ihrem Kurs festhält, sich aber nicht mit den Bedingungen eines Hartwährungsregimes abfinden will, bleibt ihr nur der (derzeit nicht geregelte) Austritt aus dem Euroraum. Dies bedeutete, eine **nationale Währung als alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel** einzuführen. Ein solches disruptives Vorgehen, bei dem eine starke Währung durch eine schwache Währung ersetzt werden soll, ist erheblichen Akzeptanzproblemen ausgesetzt. Alle Konten und Zahlungsverträge müssten dann rückwirkend und zwangsweise auf die neue nationale Währung umgestellt werden, die dann gegenüber ausländischen Währungen voraussichtlich massiv abwerten würde. Damit würden einerseits in Griechenland produzierte Güter für den Rest der Welt günstiger und andererseits die Kaufkraft des Landes auf den Weltmärkten sinken. Bislang importierte Güter würden dann für weite Bevölkerungsschichten unerschwinglich. Auf diese Weise würde die Regierung ein allgemeines Sparprogramm (im Sinne von Konsumverzicht) erzwingen, weil die Ansprüche der Privaten gegenüber dem Ausland über Nacht entwertet würden und die Reallohneinbußen über steigende Preise anstelle eines sinkenden Nominallohns (bei stabilen Preisen wie im Euroraum) erfolgte. Die in Euro oder anderen Auslandswährungen denominierten Auslandsverbindlichkeiten des Privatsektors könnten eine weitere Insolvenzwellen losstreuen. Insgesamt wäre damit ein ungeordneter Austritt Griechenlands mit erheblichen wirtschaftlichen und politischen Risiken verbunden. Sogar ein komplettes Scheitern des Landes könnte in diesem Fall nicht ausgeschlossen werden.

Ein (derzeit im Euroraum nicht zulässiges) **Parallelwährungssystem dürfte indes weder stabil noch funktionsfähig sein**. Die vom Staat parallel emittierte Währung würde in noch stärkerem Maße unter Abwertungsdruck stehen als eine alleinige nationale Währung. Niemand würde eine solche Währung nutzen wollen – hier gilt das Anti-Greshhamsche Gesetz, wonach bei freier Währungswahl das stabilere Geld das schwächere Geld verdrängt. Würde die Regierung versuchen, ihre Ausgaben (insbesondere für die staatlichen Angestellten und die Leistungsempfänger) auf die nationale Parallelwährung umzustellen, so wäre dies nichts anderes als eine massive Realeinkommenskürzung für die Betroffenen. Dies stünde in krassem Widerspruch zu den Absichten der amtierenden Regierung.

Weitere Belastungen für die europäische Governance

Unabhängig davon, wie sich die griechische Regierung in der Schulden- und Währungsfrage verhält, zeichnen sich bereits neue Konflikte mit den übrigen europäischen Partnern ab. Mit dem Ablauf des bislang letzten Hilfsprogrammes ist Griechenland wieder dem **makroökonomischen Ungleichgewichtsverfahren im Rahmen des europäischen Semesters** unterworfen. In seiner bisherigen Verfassung würde das Land im Rahmen dieses Überwachungsprogrammes sofort unter besondere Aufsicht gestellt werden. Damit ginge das Reformgerangel in die nächste Runde. Widersetzt sich die griechische Regierung den zu er-

wartenden Auflagen, so stehen weitere Konflikte ins Haus, weil in den Verfahren zwar Sanktionen vorgesehen sind, nicht aber der Fall, dass sich ein Land auch den Sanktionen verweigert. Dieses Szenario verliert allerdings dadurch an Wahrscheinlichkeit, dass ein solcher Konflikt erst in einem mehrjährigen Prozess nach und nach eskalieren würde. Hält die derzeitige griechische Regierung an ihrem Kurs fest, so dürfte die ökonomische Entwicklung sich so weit verschlechtern, dass die derzeitigen Koalitionsparteien den Rückhalt in der Bevölkerung verlieren und eine andere Parteienkonstellation die Regierungsverantwortung übernimmt.

Fazit

- Die amtierende Regierung in Griechenland hat sich in eine Sackgasse manövriert. Glaubwürdige Reformzusagen kann sie nicht mehr abgeben. Die Unterschiede zwischen den wirtschaftspolitischen Grundüberzeugungen der Gläubiger und der amtierenden griechischen Regierung sind unüberbrückbar, neue Reformprogramme würden aller Erfahrung nach an mangelnder Umsetzungsbereitschaft (Ownership) scheitern.
- Der Schlüssel für nachhaltigen Wohlstand in Griechenland liegt im Aufbau von Institutionen, die das unternehmerische Handeln befördern und Anreize für die Teilhabe der Bevölkerung am Wirtschaftsleben setzen. Wenn diese zentralen Voraussetzungen für Wohlstand und Wachstum nicht geschaffen werden, werden auch alle anderen Maßnahmen keine nachhaltige Besserung für die griechische Bevölkerung bringen können. In diesem Falle muss auf eine neu formierte Regierung in Griechenland gesetzt bzw. gewartet werden. Aber auch dann wird der Aufbau neuer Institutionen viel Zeit beanspruchen. In der Übergangszeit könnten die größten Härten (Medikamentenversorgung etc.) durch Notpläne der EU abgedeckt werden.
- Ein ungeordneter Austritt Griechenlands aus dem Währungsraum mit anschließender Abwertung der neuen nationalen Währung (GREXIT-Szenario) wäre ein riskantes Experiment, das bereits an der Umsetzbarkeit scheitern könnte. Es ist etwas anderes, in einem bestehenden Festkurssystem abzuwerten, als eine neue Währung mit dem Ziel der Abwertung einzuführen, um eine bestehende stabile Währung abzulösen. Ein stabiles Parallelwährungssystem erscheint noch unrealistischer.
- Der Euroraum kann sich mit Bordmitteln (stringentere Anforderungen an Sicherheiten) vor dem nationalen Missbrauch der Notenpresse in Griechenland schützen und so das Gemeinschaftsinteresse an einer regelgebundenen Währung wahren. Ein Ausscheiden des Landes aus der Währungsunion ist hierfür nicht erforderlich. Dies gilt auch dann, wenn der griechische Staat die Zahlungsunfähigkeit erklärt. Ein solches GREMAIN-Szenario setzte den griechischen Staat dem unter allen Alternativen härtesten monetären Regime aus. Auch für große Teile des Geschäftsbankensektors könnte dies die Insolvenz bedeuten.

Imprint

Publisher: Kiel Institute for the World Economy

Kiellinie 66
D–24105 Kiel

Phone +49 (431) 8814–1

Fax +49 (431) 8814–500

Editorial team: Margitta Führmann

Helga Huss

Prof. Dr. Henning Klodt (responsible for content, pursuant to § 6 MDStV)

Dr. Klaus Schrader

Dieter Stribny

The Kiel Institute for the World Economy is a foundation under public law of the State of Schleswig-Holstein, having legal capacity.

Value Added Tax Identification Number: DE 251899169

Authorised Representative: Prof. Dennis Snower, Ph.D. (President)

Responsible Supervisory Authority: Ministry of Social Affairs, Health, Science and
Equality of Land Schleswig-Holstein

© 2015 The Kiel Institute for the World Economy. All rights reserved.



<http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/kiel-policy-brief>