

Darf Griechenland aus dem Euro austreten?

Oder: Wie viel Schulden dürfen sich Staaten leisten?

EXKLUSIVE SONDERAUSGABE

Die Krise einordnen helfen

Brüssel, Hebel, Eurokrise: Am Mittwoch hat Brüssel das zweite Hilfspaket für Griechenland verabschiedet. Dabei ging es auch um die Verringerung der griechischen Schuldenlast, um den effektiven Einsatz des Euro-Rettungsschirms EFSF und um die Rekapitalisierung der Banken. Manche redeten im Vorfeld sogar schon vom „Endspiel um den Euro“. Was bedeuten die Entscheidungen für unsere Währung? Wir freuen uns, für eine ausführliche Analyse Prof. Dr. Markus Knüfermann, EBZ Business School Bochum, gewonnen zu haben, und möchten dazu beitragen, die öffentliche Berichterstattung in Bezug zur deutschen Wohnungswirtschaft zu stellen.



Herzlichst
Ihr

Hans Peter Trampe

In seinem Essay geht Prof. Dr. Markus Knüfermann der Eurokrise auf den Grund. Ein hochinteressantes Essay, das harte Antworten liefert: Der Volkswirt zeigt, weshalb die Hilfe der Deutschen alles andere als steuergeldneutral ist, und macht klar, weshalb ein Austritt Griechenlands nicht in unserem Sinn sein kann. Zusätzlich stellt er die essenzielle Frage: Haben wir eigentlich wirklich eine Euro-Krise?

Essay ab Seite 3



Zwei Zinszenarien

Ein Kommentar von Hans Peter Trampe

Die Unsicherheit ist groß – ist eine Prognose hinsichtlich der Finanzierungskosten der Wohnungswirtschaft wirklich unmöglich? Hans Peter Trampe, Vorstand Dr. Klein & Co. AG, meint nein und wagt die Darstellung von zwei Szenarien – begonnen mit dem optimistischen.

Kommentar auf Seite 2



Ökonomisch höchst fraglich

Kommentar zu den Euro-Beschlüssen vom 26./27.10.2011
von Prof. Dr. Markus Knüfermann

Die Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder haben auf dem Krisengipfel vom 26. in die Nacht zum 27. Oktober 2011 zentrale Beschlüsse gefasst. Sie sollen die Staatsschuldenproblematik in der Euro-EU lösen. Die Börsen feierten die Beschlüsse tags darauf mit Index-Kurssprüngen um fünf Prozent!

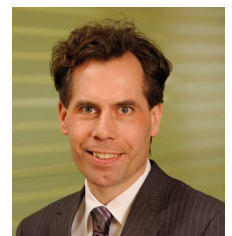
Für diese zumindest kurzfristige Marktentspannung haben folgende Absichten gesorgt:

1. Ein (im Umsetzungsprozess noch zu definierender) Schuldenschnitt für griechische Staatsanleihen soll 50 Prozent betragen. Er könnte die

griechische Gesamtschuld um ca. 100 Mrd. Euro senken. Zu seiner Umsetzung sind Banken ausreichend zu kapitalisieren.

2. Das Kreditengagement für Griechenland soll um weitere 100 Mrd. Euro ausgeweitet werden.
3. Der EU-Rettungsschirm EFSF soll gehebelt werden. D.h. sein Aktionsvolumen wäre über eine Teilversicherungsfunktion für ausfallgefährdete Euro-EU-Staatsanleihen erweitert. Auch eine mögliche Anleihen-gestützte Refinanzierung des EFSF mit Einzelstaatenfokus ist angedacht.

weiter auf Seite 2



Prof. Dr.
Markus Knüfermann,
EBZ Business School,
Bochum

Professor für Volkswirtschaftslehre,
insbesondere Mikro- und Makroökonomie
und internationale Wirtschaftsbeziehungen
mit dem Schwerpunkt Banken- und Kapitalmärkte
an der EBZ Business School – University of Applied Science.

Fortsetzung von Seite 1: KOMMENTAR ZU DEN EURO-BESCHLÜSSEN...

KOMMENTAR

Ökonomisch erscheinen diese Beschlüsse trotz (kurzfristiger) Marktberuhigung am Tag eins nach dem Gipfel höchst fraglich:

1. Eine „Hebelung“ des EFSF steigert das Transfervolumenrisiko für die Währungs-gemeinschaft sowie insbesondere Deutsch-land (übrigens, waren es nicht Politiker, die die Hebeltechniker derivativer Wertpapiere

als „Teufelszeug“ mit Risiken für die Gesell-schaft geißelten?).

2. Es ist fraglich, ob (a) ein „freiwilliges“ Um-tauschangebot von Griechenland-Anleihen und (b) die Möglichkeit des Angebots EFSF-eigener Refinanzierungsanleihen auf ausreichend großes Investoreninteresse stoßen würde! Zusammenfassend bleibt festzuhalten: Die ge-samte neue Rettungsstruktur würde im Fall

weiterer nicht-nachhaltiger Wirkungen des po-litischen Aktionismus‘ ein massiv ausgeweitetes Gesamthaftungsvolumen der Europäischen (Transfer-)Union offenbaren. Das Schulden-desaster wäre dann potenziert! Eine Verbrei-tung dieses negativen Gedankenszenarios er-warte ich ebenso wie das zeitnahe Verfliegen der aktuell positiven Euphorie zu den Gipfel-abschlüssen.

KOMMENTAR

Und was machen die Zinsen?? Ein Kommentar von Hans Peter Trampe



Die Unsicherheit ist groß – nicht nur in Bezug auf die Perspektiven Griechenlands oder auf den Euro, sondern auch hinsichtlich der Entwicklung der Zin-sen. Es gibt kaum ein Zinsszenario, das nicht von Experten glaub-haft vertreten wird. Angesichts der Berg-und Talfahrten der letzten Monate verwun-dert das auch nicht wirklich. Am 22.9.11 lag für die zehnjährige Zinsbindung die vdp-Pfandbriefkurve (Hypothekendarlehen) bei 2,73% und hatte damit fast erneut den historischen Tiefststand vom Au-gust 2010 (2,60 %) erreicht. Nur rund fünf Monate vorher lag dieser Satz noch bei knapp über vier Prozent. Und auch nur eine Woche nach dem diesjährigen Tiefststand im September war dieser Zin-satz schon wieder um einen viertel Prozent gestiegen. Gerade in den letzten Wochen wurde dabei deutlich, dass vor allem die Nachrichtenlage den Zinssatz massiv beein-flusst. Diese Psychologie der Märkte macht auch eine Prognose der Zinsentwicklung so schwer. Doch ist es wirklich unmöglich, eine Prognose hinsichtlich der Finanzierungskosten (wohlgemerkt Finanzierungskosten – nicht Zinsen) der Wohnungswirtschaft zu stellen? Ich meine nein und wage die Dar-stellung von zwei Szenarien. Ich fange mit dem mir persönlich sympathischeren Sze-nario an, mit dem des Optimisten.

Szenario für Optimisten: Steigende Zinsen, bessere Wirtschaftslage Demnach ist die Situation in Europa gar nicht so schlimm, wie immer geschrieben wird. Der Rettungsschirm reicht auch dank der klugen Idee des Hebels locker und wir

werden alle unsere Probleme im Laufe der Zeit lösen können – Stimmungs- und Wirtschafts-lage verbessern sich deutlich. Was dann pas-siert, konnten wir beim letzten „Zwischenhoch“ im Zeitraum August 2010 bis April 2011 beo-bachten: Die Zinsen für zehnjährige Finanzie-rungen stiegen um fast 1,5%. Im „optimistischen Szenario“ ist also mit deutlich steigenden Zin-sen und damit auch genauso steigenden Finan-zierungskosten zu rechnen.



Szenario für Pessimisten: Lange Krise, strenge Vorschriften

Der Pessimist sieht Europa in einer langfristigen schweren Krise, deren Bewältigung einen en-oramen Kapital- und Abschreibungsbedarf er-fordert. Hiervon werden auch im zweifachen Sinn die Banken betroffen sein. Zum einen wer-den sie sich an der Rettung Europas durch Schuldenschnitte beteiligen müssen und dann natürlich auch entsprechenden Abschreibungs-bedarf haben. Zum anderen wird der Druck auf die Politik so groß werden, dass Banken deut-lich stärker reguliert und krisenfester gemacht werden. Die Schweizer haben es bereits vorge-macht: Eigenkapital, Verschuldungsgrenzen und Liquiditätsvorschriften gehen deutlich über das strenge Regelwerk von Basel III hinaus und

sind auch schneller umzusetzen. Das alles wird sehr viel Geld kosten, das über höhere Margen wieder verdient werden muss. Die Zinsen werden in diesem Szenario vielleicht niedrig bleiben, die Finanzierungskosten aber durch die höheren Margen steigen.

Mein Tipp

Daher kann der Rat nur lauten, in diesen un-ruhigen Zeiten den Finanzierungsbedarf der nächsten Jahre genau zu prüfen. Schon in den vergangenen Jahren haben viele Wohnungs-unternehmen Forwards abgeschlossen, da das Zinsniveau von einem historischen Tiefststand zum nächsten geeilt ist und kaum jemand die Vorstellungskraft hatte, dass es noch weiter nach unten gehen könnte. Auch aus heutiger Sicht war dies kein Fehler. Denn zum einen waren die neuen Kon-ditionen durchweg günstiger als die aus-laufenden Zinssätze, die zehn Jahre zuvor abgeschlossen wurden. Zum anderen domi-nierte aber vor allem der Leitgedanke des vor-sichtigen Kaufmanns, der nicht zockt, son-dern sein langfristiges Wirtschaftsgut adäquat und sicher finanziert sehen will. Gerade heu-te sollte man sich diesen Leitgedanken immer wieder vor Augen führen. Das gegenwärtige Zinsniveau und eine Vielzahl von exzellenten Angeboten, insbesondere aus der Versiche-rungswirtschaft oder von Versorgungskassen, machen es leicht, zu handeln.



© Michael Nivelet - Fotolia.com

Darf Griechenland aus dem Euro-System austreten?

Oder: Wie viel Staatsschulden dürfen sich Staaten leisten?
Der Euro als Basis und Ziel aller Diskussionen

von Prof. Dr. Markus Knüfermann

„Deutschland übernimmt sich“ und „Es kommen große Lasten auf Deutschland zu“, so titelte am 23./24. September 2011 das Handelsblatt (S. 34), und bezog sich dabei auf einen der führenden deutschen Ökonomen, Hans-Werner Sinn, und dessen Ausführungen zum Staatsschuldenproblem innerhalb der Euro-Länder. Doch was steckt konkret hinter dieser ganzen Thematik? Warum zahlte Deutschland Mitte September den Rekordniedrigzins für eine Neuverschuldungstranche (1,8%), während Griechenland an der Zinshöhe zu scheitern droht und Anleihen auf Grund der niedrigen Kurse bei unterjährigen Restlaufzeiten derzeit mit sogar dreistelligen Renditen(!) im Markt hat (siehe die WKNs: A0T6US, 830275, A0LN5U)?

Teil 1: Staatsverschuldung

Die unterschiedlichen Staatsschuldengrenzen liegen in der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit eines jeden Landes begründet. Deutschland, mit Europas größtem BIP, kann sich schlicht mehr Schulden leisten als z.B. Spanien. Griechenland ist wirtschaftlich schwach, hoch verschuldet und eine Konsolidierung des Staatshaushalts ist nicht in Sicht. Im Rahmen der Euro-Rettungspolitik wird Deutschland in vielerlei Hinsicht als Finanzier der Krise herangezogen. Zum einen geschieht es in Form von Bürgschaften. Sie kosten zwar direkt keine Steuergelder, wegen der Garantieleistungen fordern sie aber die Bonität Deutschlands heraus bzw. forcieren die Gefahr einer Rating-Herabstufung, die zu höheren Kapitalmarktkosten

ÜBERSICHT

In seinem exklusiven Essay nähert sich Prof. Markus Knüfermann von der EBZ Business School in Bochum der Euro-Krise aus Sicht des Wissenschaftlers.

Teil 1: Staatsverschuldung Seite 3

- Warum sind die Obergrenzen für Staatsschulden in den Euroländern eigentlich unterschiedlich hoch angesetzt?
- Wie finanziert Deutschland die Euro-Rettung mit?
- Weshalb die Hilfe der Deutschen alles andere als steuergeldneutral ist

Teil 2: Der Euro Seite 4

- Kriselt unsere Währung wirklich?
- Mögliche Konstruktionsfehler des Euro
- Sind harte Schuldengrenzen wirklich die Lösung?

Teil 3: Sollte Griechenland aus der Währungsunion austreten? Seite 6

- Weshalb ein Austritt Griechenlands nicht im Sinne Deutschlands sein kann
- Was ein Austritt für die Griechen selbst bedeuten könnte

Warum und womit könnte sich Deutschland „übernehmen“?

Die Gesamtverschuldung gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP), also dem Marktwert aller in einem bestimmten Kalenderjahr hergestellten Waren und Dienstleistungen für den Endverbrauch, wird 2011 in Spanien als Euro-Beispielkrisenland neben Griechenland eine Verschuldung mit einem kleineren Anteil am BIP ausweisen (68%) als Deutschland (82%). Griechenland wird 2011 wohl einen Gesamtverschuldungsanteil in Höhe von 158% ausweisen und damit bei relativer Betrachtung Europas Spitzenposition einnehmen. Die nachfolgende Abbildung 1 verdeutlicht die Staatsschuldensituation in der Euro-Europäischen Union (EU) für 2010 (graue Balken) und 2011 (prognostizierte Staatsschulden als blaue Balken). Der Kapitalbedarf allein in 2011 gemessen am BIP beträgt für Griechenland (in Klammern zum Vergleich die Werte für Deutschland) 14% (5,0%), schon in 2012 wird er wohl 28% (12%) und in 2013 voraussichtlich 24% (7,6%) betragen.

Enorme Finanzierungslast Griechenlands

Werden jetzt die notwendigen Finanzierungsvolumina in Verbindung zu den höchst unterschiedlichen Finanzierungskosten gesetzt, dann wird die enorme Finanzierungslast Griechenlands für die nächsten Jahre deutlich. Denn während Deutschland nur in 2009 ein negatives Wirtschaftswachstum ausweisen musste, konnte die deutsche Wirtschaft in den Jahren 2010 und voraussichtlich noch 2011 nachhaltig wieder wachsen. Schon im Jahr 2011 lag das deutsche BIP mit Euro 2,499 Mrd. höher als vor der Konjunkturkrise im Jahr 2008 (Euro 2,484 Mrd.), so dass Deutschland den langfristigen Wachstumspfad nach nur einem konjunkturellen Krisenjahr zurückgefunden hatte. Die Europäische Kommission hatte in ihrer September-Zwischenvorausschau 2011 jedoch eine Stagnation des Wirtschaftswachstums innerhalb der (gesamten) EU vorausgesagt. Die konjunkturellen Aussichten haben sich über den Sommer 2011 hinweg deutlich eingetrübt, schließlich waren die Wachstumsaussichten noch in der Frühjahresvorausschau wesentlich besser eingestuft worden.

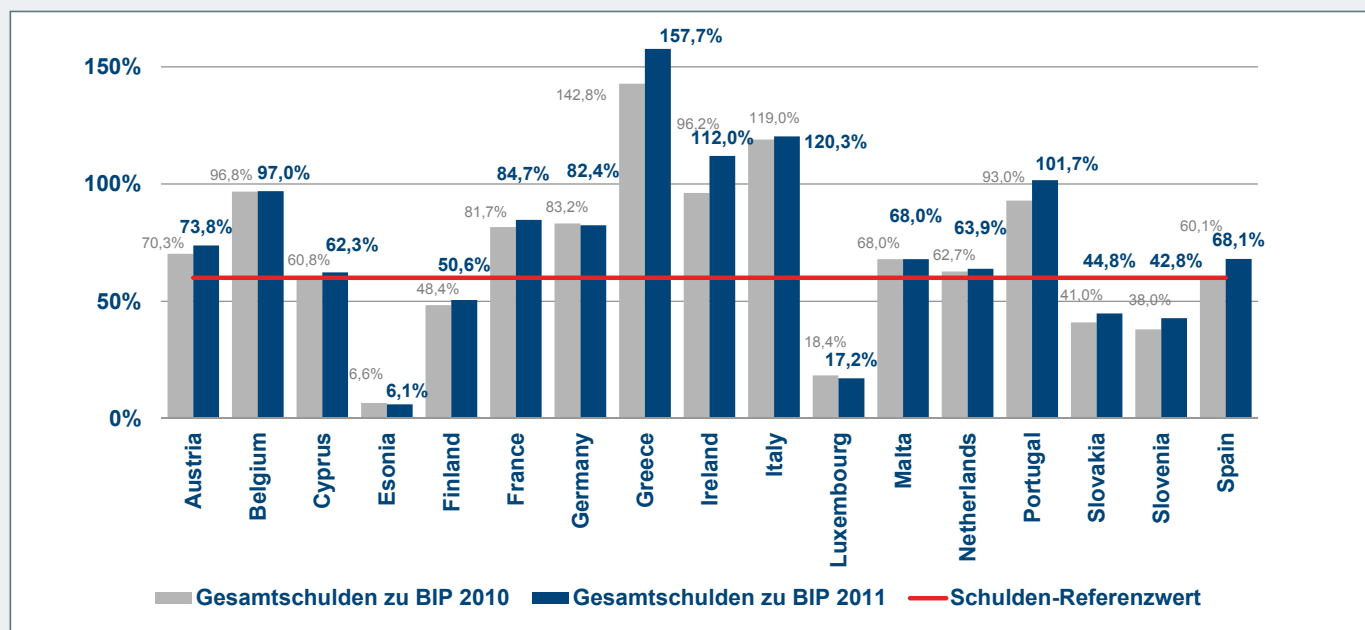


Abb. 1: Gesamtverschuldung der Euro-Länder in 2010/11

Datenquelle: European Commission 2011, S. 26.

und letztlich direkten Staatshaushaltsbelastungen führen würde. Es ist also eine Mär, wenn Politiker kommunizieren, Bürgschaften wären steuergeldneutral!

Teil 2: Der Euro

In den Medien wird immerzu von „Euro-Krise“ gesprochen – gibt es wirklich eine Krise des Euro? Vor dem Hintergrund der bis August 2011 grundsätzlich positiven Wechselkursentwicklung des Euro zum U.S.-Dollar kann eigentlich keine Euro-Krise konstatiert werden.

staaten Garantie- und Eigenkapitalleistungen im nachhaltigen Ausmaß zur Stabilisierung der Finanzmärkte realisiert. Schätzungsweise wurden seit 2008 durch die G20-Staaten durchschnittlich etwa 40% des jährlichen Bruttonationaleinkommens zur Rettung des Finanzsystems bereitgestellt.¹⁾

Deutschland hatte es im Jahr 2008 fast erreicht, einen ausgeglichenen Bundeshaushalt zu realisieren. Die Nettoneuverschuldung lag trotz „Lehman“ zum Jahresende auf einem niedrigen Rekordniveau. Wegen der oben angeführten Entwicklungen und der zu finan-

zierenden staatlichen Konjunkturpakete stieg die Neuverschuldung in den Folgejahren wieder stark an (2010: 3,3%) und wird für 2011 voraussichtlich 2,0% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) betragen – siehe Abbildung 3. Erst für 2015



Positive Euro-Kursentwicklung

Zwar brach der Wechselkurs allein im September 2011 von Euro 1,45 je U.S.-Dollar auf Euro 1,35 je U.S.-Dollar ein. Mit Blick auf die derzeit weltweit instabilen Finanzmärkte, sind die Staatsschuldenkrisen außerhalb der Euro-EU (vor allem in den U.S.A.) jedoch auch diese Septem-

ber-Entwicklung des Euro-Wechselkurses zum U.S.-Dollar noch kein Symptom einer ausgeprägten Euro-Krise. Abbildung 2 visualisiert die positive Euro-Kursentwicklung für das Zeitfenster Januar 2002 bis September 2011

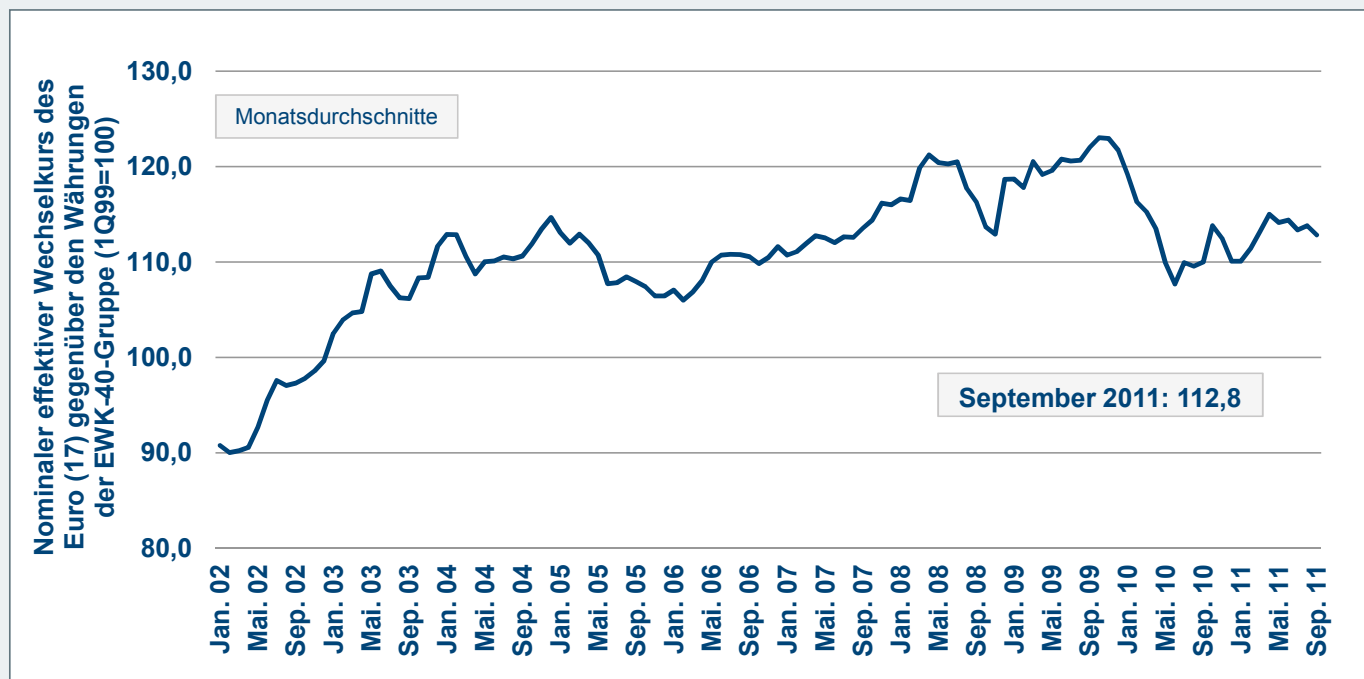


Abb. 2: Indizierte^{a)} Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber einem Währungskorb^{b)}

a) Es gilt: 1. Quartal 1999 (1Q99) = 100.

b) Währungskorb = EWK-40-Gruppe: Algerien, Argentinien, Australien, Brasilien, Bulgarien, Chile, China, Dänemark, Hongkong, Indien, Indonesien, Island, Israel, Japan, Kanada, Kroatien, Lettland, Litauen, Malaysia, Marokko, Mexiko, Neuseeland, Norwegen, Philippinen, Polen, Rumänien, Russische Föderation, Schweden, Schweiz, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn, Venezuela, Vereinigtes Königreich und Vereinigte Staaten.

Gibt es wirklich eine Krise des Euro?

Um das medial aktuell sehr relevante Euro-Thema wirklich zu erfassen, muss hinter die Devisenmärkte und direkt auf die Teilnehmerstaaten der Europäischen Union und speziell der Euro-Länder geblickt werden. Basis dazu ist der zwar nur implizite, aber weltwirtschaftliche Staatenkonsens, nach der sogenannten „Lehman-Pleite“ in 2008 keine systemrelevanten Kreditinstitute mehr in einen Insolvenzprozess laufen zu lassen, da die gesamtwirtschaftlichen Kosten des Lehman-Debakels erwartungsgemäß größer waren, als eine Lehman-Rettung den beteiligten Staaten gekostet hätte. An dieser Stelle soll diese unterstellte Hypothesenrelevanz nicht hinterfragt werden, da sie eine politische Entscheidung widerspiegelt. Daher haben National-

© mentalrai - Fotolia.com



¹⁾ Vgl. Blankart 2011, S. 16

ist – gemäß der Angaben des deutschen Bundesfinanzministeriums – mit einer Annäherung an die Budgetstruktur des Jahres 2008 zu rechnen.

Deutschland gilt als Beispiel einer haushaltskonsolidierenden Politik

So kritisch diese Schuldenpolitik auch zu betrachten sein mag: Innerhalb Euro-Europas gilt Deutschland finanzwissenschaftlich noch als Beispiel einer haushaltskonsolidierenden Politik. Der Wirtschaftsnobelpreisträger Paul Krugman forderte sogar in 2009 verstärkte deutsche Verschuldungsaktivitäten: „Frau Merkel und ihre Beamten glauben anscheinend noch immer, hier herrschten die normalen Regeln der Wirtschaft [...]. Sobald wir wieder normale Verhältnisse haben, werde ich jenen, die wie Herr Steinbrück fiskalische Disziplin predigen, gern die ihnen gebührende Ehre erweisen.“² Krugman vertritt also eine „keynesianische“ Ausgabenpolitik, d.h. in der Konjunkturkrise solle der Staat verstärkt als Nachfrager auftreten. Die deutsche Bundesregierung hatte mit ihren beiden Konjunkturprogrammen I+II auch derartig gehandelt. Doch Krugman erwartete noch mehr Staatsausgaben, wohlwissend, dass die deutsche Kultur es bislang nicht geschafft hatte, Staatsschulden auch wieder abzubauen – im Unterschied zur U.S.A., wo der Staatshaushalt z.B. während der zweiten Clinton-Amtszeit Überschüsse erwirtschaftet hatte. Die Zukunft wird also zeigen müssen, ob die U.S.A. auch dieses Mal ihre Staatsschulden – deren Höhe bereits zu einer Rating-Herabstufung des Landes geführt hat – wieder nachhaltig konsolidieren können.

PIIGS: Die größten Euro-Krisenländer

Damit weisen heute die meisten großen Industrieländer eine höhere Gesamt- und/oder Netto-

neuerschuldung gemessen am BIP aus. Die relative Betrachtung gegenüber dem BIP dient der Berücksichtigung von Bonitätskriterien der Staaten. Die größten Euro-Krisenländer sind die „PIIGS-Staaten“: Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien. Doch so zusammenfassend sie mit „PIIGS“ bezeichnet werden, so unterschiedlich sind ihre Finanzstrukturen und -probleme. Während Portugal und Spanien vor allem Zahlungsfähigkeitsprobleme für die Neukreditaufnahme (Spanien sogar bei niedrigerer Gesamtverschuldung gemessen am BIP als Deutschland; siehe Abb. 1) besitzen, steht bei Irland, Griechenland und Italien die Gesamt-



verschuldung in dreistelliger Prozenzhöhe, gemessen am BIP, im Fokus. Italienische Banken waren aber weniger in die Finanzkrise 2007f. involviert, als z.B. deutsche Banken, so dass auch die Rettungsaktionen in Italien zurückhal-

Fünf Kriterien für den Beitritt zum Euro

Fest steht in jedem Fall, dass im Vertrag über die Arbeitsweise der EU in Artikel 140, Abs. 1 auf fünf Konvergenzkriterien als Beitrittsbedingung zum Euro verwiesen wird: Neben Preisstabilität, Konvergenz der Zinssätze und Wechselkursstabilität waren es zwei Kriterien zur Fiskalpolitik, also zur Haushaltsdisziplin: So darf die Gesamtschuld der Teilnahmestaaten zum Beitritt in die Währungsunion nur 60% des BIP (siehe rote Linie in Abb. 1) und jährliche Haushaltsdefizit höchstens 3% des BIP (siehe rote Linie in Abb. 3; dort als Defizit mit negativem Vorzeichen) betragen. Mit Ausnahme der kleinen Volkswirtschaften Estland, Finnland, Luxemburg, Slowenien und der Slowakei liegt die jeweilige Gesamtverschuldung der Euro-Staaten (teilweise weit) oberhalb des Referenzkriteriums. Ähnlich verhält es sich mit der Defizitquote, die im Jahr 2010 sogar nur von Estland, Finnland und Luxemburg eingehalten wurde. Alle anderen Länder wären gemäß EU-Vertragslage nicht (mehr) eurofähig!

Keine Regelungen zum Austritt aus der Währungsunion

Allerdings enthält der EU-Vertrag von Lissabon allein Regelungen zum freiwilligen Austritt eines Staates aus der EU, nicht aber aus der Währungsunion, hierzu fehlen Bestimmungen. Hierin könnte ein fataler Konstruktionsfehler des Euro liegen, da seine grundsätzliche Wirkungsweise für Einzelstaaten denen des früheren Goldstandards ähnelt. Denn mit dem Euro müssen sich die Teilnehmerstaaten einer Währungspolitik für einen nicht unbedingt „konzeptionell optimalen Währungsraums“ unterwerfen. Der Wirtschaftsnobelpreisträger Milton Friedman schrieb im Jahr 2002: „Die Europäische Währungsunion ist letztlich für die [damals] zwölf Mitgliedsländer das Äquivalent eines »vollautomatisierten internationalen Goldstandards«, wobei der Euro die Stelle des Goldes einnimmt. Die Beziehung zwischen dem Euro und den Währungen stellt »ein System freier Wechselkurse« dar, denn nun können sie prüfen, welcher der beiden Mechanismen besser funktioniert.“³ Aktuell ist zu erkennen, dass der Euro unter einem ähnlichen Druck steht, wie Anfang der 1970er Jahre der Goldstandard – er droht beinahe zu zerbrechen!

² Krugmann 2010, S. 9.
³ Friedmann 2002, S. 17f.

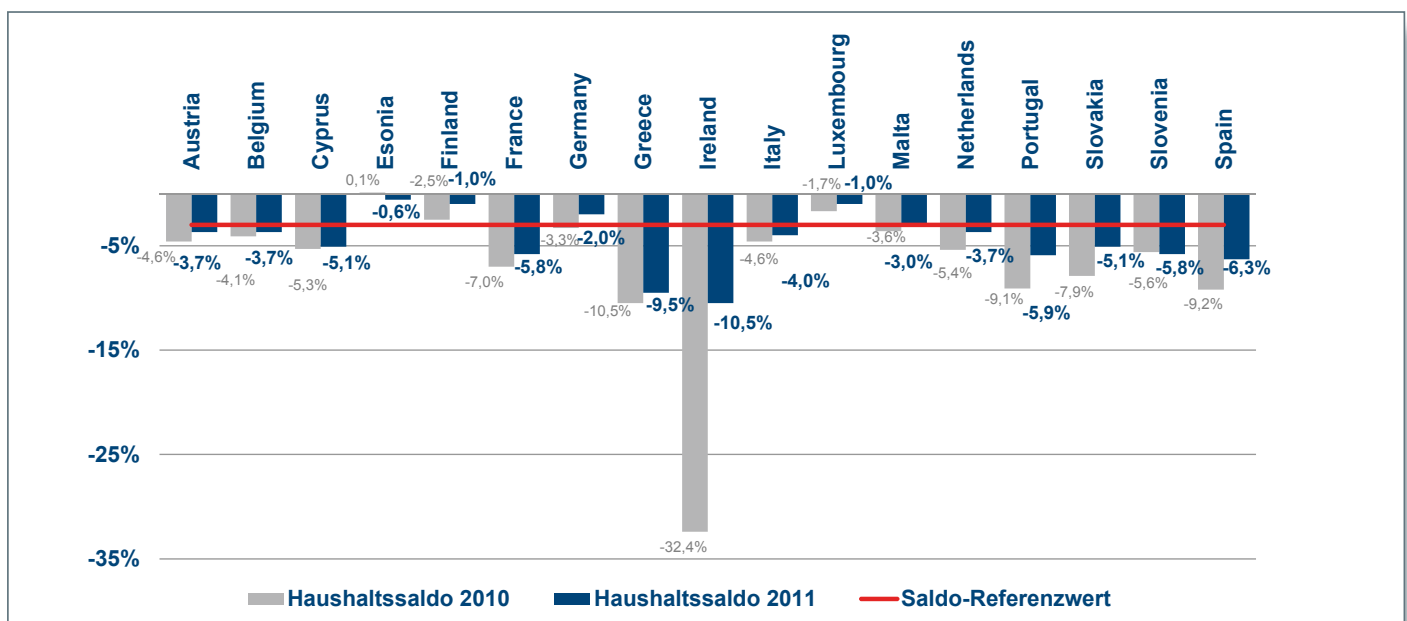


Abb. 3: Haushaltsdefizite der Euro-Länder in 2010/11

Datenquelle: European Commission 2011, S. 24.

tender durchgeführt wurden. In Verbindung mit dem hohen BIP zählen aktuell (Oktober 2011) noch Italien und Spanien als weniger krisengefährdet, als die übrigen PIIGS-Staaten. Doch die Kapitalmärkte werden inzwischen immerzu skeptischer, was die Kapitaldienstfähigkeit hoch verschuldeter und/oder neuverschuldungsstarker Länder angeht. So stand zuletzt auch Frankreich im Fokus der Märkte. Und als am Morgen des 03. Oktober 2011 bekannt wurde, dass Griechenland die mit der EU vereinbarten Sparziele für 2011 wohl nicht erreichen wird, erlebten weltweit die Wertpapierbörsen einen Einbruch, weil die Wirkungszusammenhänge enorm eng und die Zukunftsskepsis signifikant groß sind.

Wie hoch ist die maximale Gesamtverschuldung?

Wie hoch eine Gesamtverschuldung eines Staates sein darf, lässt sich volkswirtschaftlich nicht generell, sondern nur im Hinblick auf Einzelstaaten definieren. Die U.S.-amerikanischen Forscher Reinhart/Rogoff fassen in ihrer 2010 erschienenen Monographie über die Analyse weltweiter Staaten- und Bankenkrise der letzten 400 Jahre zusammen: „Erhebungen zur Schulden Tragfähigkeit müssen auf plausiblen Szenarios über die Wirtschaftsleistung basieren, weil Länder offensichtlich nicht einfach aus ihren Schulden »herauswachsen«. Diese Beobachtung kann die Optionen einer Regierung begrenzen, die eine hohe Verschuldung geerbt hat. Einfach ausgedrückt, muss sie mit der Möglichkeit rechnen, dass die Kapitalströme plötzlich versiegen, weil es sich dabei selbst für die größten Ökonomien der Welt um ein wiederkehrendes Phänomen handelt.“⁴ Generell wird im Markt aber davon ausgegangen, dass Staatsverschuldungen über 80-90% des BIP zu Bonitätsabstrichen und damit nachhaltigen Risikoauflagen bei der Kapitalmarktfinanzierung führen werden, so dass über die hohen Staatsausgaben bzw. die nötigen Staatseinnahmen und damit notwendigen hohen Steuersätzen ein negativer konjunktureller Impuls zu identifizieren sei, der ein Land in eine Abwärtsspirale drehen könnte. Allerdings macht es einen Unterschied, ob Italien über das drittgrößte BIP in der Euro-EU verfügt oder Griechenland über ein BIP in der Höhe Österreichs bzw. nur knapp größer als jeweils das BIP Hessens oder Niedersachsens.

Willkürlichkeit der Schuldengrenzen

Erwähnt bleiben muss aber auch noch die Willkürlichkeit der Schuldengrenzen im Rahmen der Konvergenzkriterien. Denn oben wurde bereits angeführt, dass es wissenschaftlich keine haltbare These für eine generelle Gesamtschuldengrenze und ein maximales Budgetdefizit gibt. Die Referenzwerte (die 1991 festgelegt wurden) hatten die zuständigen Politiker daher auf Basis der temporär durchschnittlichen Ist-Werte der Teilnehmerstaaten fixiert: „Für den Schuldenstand nahmen sie ganz einfach den Durchschnitt aller EU-Länder im Jahr 1990, der

bei exakt 60,2% lag“, kritisiert der Wirtschaftsweise Peter Bofinger und erläutert auch die Defizitfixierung: „Der Ausgangspunkt hierfür ist der 60%-Schwellenwert für den Schuldenstand. Die Verfasser des Vertrags von Maastricht ließen sich dabei von der Idee leiten, dass die Neuverschuldung maximal so hoch ausfallen dürfte, dass ein Schuldenstand in Höhe von 60% des Bruttoinlandsprodukts über die Zeit hinweg konstant gehalten werden kann.“⁵ Deshalb sollten die Diskussionen um den Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht zwangsläufig an den harten Schuldengrenzen festgemacht werden – schon gar nicht offen differenzierte Betrachtung der Einzelstaaten.

Teil 3: Sollte Griechenland aus der Währungsunion austreten?

Die Heterogenität der Euro-Teilnehmerstaaten macht es notwendig, die PIIGS-Staaten genauer zu analysieren und innerhalb dieser Problemgruppe vor allem Griechenland zu fokussieren. Griechenland ist nämlich schon „komplex“ in die Währungsunion gestartet: Eine schwache Volkswirtschaft war geprägt von einer geringen volkswirtschaftlichen Produktivität und hohen Lohnstückkosten. „Nicht wettbewerbsfähige Lohnstückkosten [der PIIGS-Staaten] schlugen sich entsprechend in der Leistungsbilanz nieder und reduzierten die Exportmöglichkeiten eines Landes.“⁶

Euro-Krise ist ein Symptom national-individueller Schuldenkrisen

Während in Deutschland niedrige Lohnstückkosten den Außenhandel beflügelten und somit insbesondere exportbasiert die Beschäftigung sicherten, kam es in den PIIGS-Staaten vermehrt zu Arbeitslosigkeit seit Eintritt in die Währungsunion. Denn Wettbewerbsnachteile einer Volkswirtschaft konnten im Euro-Zeitalter nicht mehr (auch wenn zuvor nur kurzfristig) durch eine Abwertung der nationalen Währung substituiert werden. Auch wenn weltweit in 2008 – wie bereits angeführt – die Staatschuldenkrise durch kollektives Regierungshandeln initiiert wurde, so muss die Verschuldungsproblematik dennoch je Währungsraum differenziert betrachtet werden. Für den Euro kommt hinzu, dass der fehlende „optimale (= homogene) Währungs-

raum“ nochmals auf Einzelstaaten rekurriert und damit auf völlig individuellen Entwicklungen. Vor diesem Hintergrund ist die „Euro-Krise“ keine akute Währungs- und Krisen, sondern das Symptom nationalindividueller Staatsschuldenkrisen!

Deutschland auch nach der Rettung aktuell stabil

Deutschland z.B. scheint aktuell die Auswirkungen der Finanzkrise und ihrer Rettungsaktionen im Vergleich zu anderen Staaten wirtschaftsstabiler überwunden zu haben. Wegen der strukturellen Probleme der PIIGS-Staaten wiegen deren Verschuldungsproblematiken schwerer. Ihre Lösung ist komplexer und die Kapitalmärkte sind weniger optimistisch. Über den Euro und die derzeit bereits aktiven, auch wenn nur indirekten Euro-EU-Transferzahlungen, könnten die Staatsschulden der Euro-Problemländer jedoch auf Deutschland, die Bonität des deutschen Staates und damit die Kapitalmarktkosten Deutschlands negativ zurückfallen.

Perspektive Griechenland: Wäre ein Euro-Austritt sinnvoll?

Griechenland hatte die ökonomischen Vorteile aus der Vorbereitungszeit auf die Währungsunion nicht nachhaltig für Reformen der Wirtschaftsstrukturen genutzt.⁷ Die mehrjährig notwendige Einhaltung der Konvergenzkriterien im Vorfeld des Euro-Beitritts ließ die Renditen für Staatsanleihen aller Teilnehmerkandidaten auf ein für PIIGS-Staaten niedriges Niveau zusammenwachsen. Dieser Zinsvorteil basierte also nicht auf einzelstaatlichen Wirtschaftsleistungen der PIIGS-Länder (weder Lohnstückkosten, noch die volkswirtschaftliche Produk-



tivität hatten sich verbessert, sondern allein auf der Zugehörigkeit zur Gemeinschaftswährung).

Den Finanzierungsvorteil am Kapitalmarkt hätte Griechenland zur Entschuldung des Staates und letztlich zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit nutzen sollen. Stattdessen aber stiegen die Staatsschulden nach dem Euro-Beitritt sogar noch an. Und ab 2008, der Finanzkrise, den Bankenrettungen und Konjunkturprogrammen

⁴ Reinhart/Rogoff 2011, S. 393.

⁵ Bofinger 2005, S. 92.

⁶ Blankert 2011, S. 19.

⁷ Vgl. hier im Folgendem Blankert 2011, S. 23-28.



sprachen Investoren Griechenland (und auch den anderen PIIGS-Staaten) die sichere Bedienung ihrer Schulden Stück für Stück ab. In der Folge differenzierten sich die Renditen für Euro-EU-Staatsanleihen wieder stark – in Deutschland zu einem Rekordtief und für die PIIGS-Staaten zu einem Rekordhoch. Die EU hatte es versäumt, relevante Reformen des EU-Rahmens durchzuführen. Wie schon geschrieben, fehlen Optionen zum Währungsaustritt, aber auch zur Struktur möglicher Transferzahlungen, wie sie im Herbst 2011 über die EZB sowie über die EU-Rettungsschirme bereits indirekt vollzogen werden. Welche Konsequenzen zöge dennoch ein Austritt Griechenlands aus der Gemeinschaftswährung mit sich?

Die positive Vermutung

Umkehrt zur Vorteilslogik für eine gemeinsame Währung innerhalb der EU, könnte der Austritt aus der Währungsunion für wirtschaftsschwache Teilnehmerstaaten von Vorteil sein. Denn sie sähen sich in der Lage, (kurzfristig) ihre Wettbewerbsfähigkeit über eine Abwertung der Währung zu steigern. Für das Ausland würden Produkte und Dienstleistungen billiger, ohne dass die Produktivität des Landes sich verändern müsste. Anstelle einer wirtschaftsstrukturellen Anpassung träte so die Währungswertanpassung. Für das eigene Land hieße es, die Wettbewerbsfähigkeit wieder herzustellen, ohne eigene „schmerzhaft“ Reformen (z.B. Lohnanpassungen, Rentenkürzungen, Steuererhöhungen etc.) umsetzen zu müssen. Durch den Verbilligungseffekt der Währungsabwertung könnte sich die Konjunktur des eigenen Landes wieder verbessern und die Strukturkosten des Landes ließen sich über den gesteigerten Wirtschaftoutput wieder rechtfertigen bzw. finanzieren – so die positive Vermutung

zum Wirkungszusammenhang von Währungsabwertungen. Ein positives Beispiel ist sicherlich Großbritannien Anfang der 1990er Jahre gewesen, das durch eine Währungsabwertung auf eben diesem Wege zur Wettbewerbsfähigkeit und damit weiteren guten wirtschaftlichen Entwicklungen zurückgefunden hatte.

Die negative Vermutung

Eine Währungsabwertung besitzt empirisch betrachtet nur kurzfristig positive Effekte. Die gerade vermuteten Wirkungszusammenhänge könnten eintreten, doch selbst dann wären sie langfristig wohl von neuen negativen Entwicklungen überschattet und der ursprüngliche

Status quo wäre nochmals nach unten durchbrochen. Denn eine Währungsabwertung setzt i.d.R. einen langfristig negativen Wirkungsmechanismus der Volkswirtschaft in Gang. So stellt die Abwertung einen Verlust an Glaubwürdigkeit hinsichtlich einer stabilen Wirtschaftsentwicklung dar. Sie wird also durch den Markt determiniert und nicht durch die Regierung aktiv bestimmt. Zwar besitzen nationale Zentralbanken Möglichkeiten zur Durchführung von Offenmarktgeschäften (= Teilnahme am Devisenmarktgeschäft mit dem Ziel der Beeinflussung von Wechselkursen), doch sie können über diesen indirekten Steuerungsweg Wechselkurse nur schwer und zu hohen wiederum sozialen Kosten beeinflussen. Eine zu starke Abwertung führte umgekehrt bei der Exportbetrachtung zu einem Preisanstieg für Importe. Bevölkerung und Unternehmen hätten damit einen Nettoeinkommensverlust zu tragen, der wiederum negativ auf die weitere konjunkturelle Entwicklung durchschlagen könnte.

Bei der Diskussion um einen möglichen Austritt Griechenlands aus der Gemeinschaftswährung dürfen zwei Rahmenbedingungen nicht vergessen werden: (1) Unabhängig von der ökonomischen Vernunft muss bedacht werden, dass der EU-Vertrag nur eine Klausel des freiwilligen Austritts aus der EU beinhaltet, aber nicht aus der Währungsunion. Der Rechtsrahmen ist zwar abänderbar, dies bedürfte jedoch einer gewissen Vorlaufzeit. (2) Und auch die technische Währungsumstellung selbst bedürfte mehrjähriger Vorbereitungszeit, um Störungen der Wirtschaftskreisläufe und -prozesse, insbesondere des Zahlungsverkehrs zu vermeiden.

Perspektive EU: Wäre ein Euro-Austritt Griechenlands sinnvoll?

Aus Sicht des Auslands kommt eine anders gelagerte Diskussion auf: Ein Austritt Griechen-

ZWISCHENFAZIT

Wenn wir isoliert Griechenland betrachten, könnte ein Euro-Austritt kurzfristig positive Wirkungen auf die inländische Konjunktur entfalten. Diese positiven Effekte müssten aber die mittel- bis langfristig einsetzenden negativen Effekte überkompensieren. Das heißt, Griechenland hätte es zu schaffen, in kürzester Zeit nach Austritt aus der Währungsunion wieder international wettbewerbsfähig zu sein. Ob es das Land schaffen kann, wäre aus externer Sicht reines Glaskugellesen. Allerdings verharrt Griechenland schon im dritten Rezessionsjahr, so dass es als deutlich geschwächt dasteht. Auch wäre ein Austritt zeitaufwendig, so dass es während des Austrittsprozesses zu weiteren Verwerfungen an den Kapitalmärkten kommen könnte. Damit bleibt die Gefahr bestehen, dass ein Austritt aus der Währungsunion Griechenland langfristig noch weiter in die Schuldenfalle treiben könnte, mit allen wirtschaftlichen, finanziellen und gesellschaftssozialen Problemen.

Hinzu kommen die mehrjährigen Leistungsbilanzdefizite Griechenlands, d.h. Griechenland importiert mehr als es exportiert. Damit finanziert sich das Land durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland. Vor dem Hintergrund aber der Finanzierungsprobleme sind es die Europäische Zentralbank sowie der Rettungsschirm der EU, die Griechenland monetär alimentieren. Wenn Zentralbanken die Staatsverschuldungen finanzieren, kommt dies klassischem „Gelddrucken“ gleich, führt zu Inflationsgefahren und steigender Volatilität der Vermögensmärkte, wie wir es derzeit erfahren. Vor dem Hintergrund der schwachen Wirtschaftsleistungen mit dem dritten Rezessionsjahr in Folge in 2011 können ein weiteres Mal keine Erwartungshaltungen konstatiert werden. Griechenland könne einen möglichen Austritt aus der Gemeinschaftswährung nutzen, um die kurzfristig positiven Abwertungseffekte nachhaltig zu maximieren.

lands aus dem Euro könnte zu unvorhersehbaren Verwerfungen an den Banken- und Kapitalmärkten führen, der Euro könnte weiter „unter Druck“ geraten, die Rettungskosten steigen oder er könnte zerbrechen mit all seinen negativen Folgen, insbesondere für Deutschland. Ein Austritt Griechenlands aus dem Euro kann nicht im deutschen Sinn sein und wäre neben ökonomischen Interessen ein Rückschritt im Prozess der Europäischen Friedensunion.

Dennoch, angenommen ein Austritt käme, dann hätte eine mögliche Abwertung der wieder einzuführenden griechischen Nationalwährung eine Reduktion der Verbindlichkeiten Griechenlands im Ausland zur Folge. Dieser aus griechischer Sicht wiederum kurzfristig positive Aspekt (langfristig würde er sich in weiteren Risikoaufschlägen als Kreditverteuerungen zeigen), hätte signifikant negative Wirkungen seitens ausländischer Schuldner zur Folge. Denn die im Ausland gehaltenen Schuldenpositionen Griechenlands würden mit der Abwertung drastisch an Wert verlieren, so dass Unternehmen und institutionelle Anleger im Ausland durch entsprechende Forderungsausfälle selbst krisenbedroht wären. Dieser Sachverhalt käme einer nicht zu prognostizierenden Systemkrise gleich.

Die Kosten dieser möglichen Konsequenzen – entweder des einmaligen Crash-Effekts oder eines weltweiten Systemkollaps (siehe die Folgen „Lehman“) – müssten abgewogen werden mit den Kosten im Ausland zur möglicherwei-

EIN ANTWORTVERSUCH

Eine Aussage steht fest: Ein Austritt Griechenlands aus der Gemeinschaftswährung ist kein positiv zu prognostizierender Weg für den Erhalt des Euro und für die deutsche Wirtschaft. Allerdings kann der Euro auch zum Verhängnis Deutschlands werden, wenn die Kosten seines Erhalts höher ausfielen, als der Nutzen des Euro, vor allem im Rahmen des Europäischen Binnenmarkts. Bislang sehen dies füh-

rende Volkswirte jedoch nicht. An dieser Stelle muss konstatiert werden, dass eine Quantifizierung des Euro-Problems, eine klare Prognose der Zukunftsaussichten nicht möglich ist. Die Abhängigkeiten sind vielfältig, welche die weiteren Entwicklungen Griechenlands, des Euro und die Konsequenzen der Krise für Deutschland kennzeichnen werden.

se Weiterentwicklung der Euro-EU hin zu einer Transferunion (auf primären Kosten des größten europäischen Staats Deutschland). Denn die Transferunion, unter gegebenen Umständen, ließe wie im Dominospiel die Krisenprobleme

Griechenlands zu den Nachbarstaaten wandern. Das Thema „Transferunion“ sowie die Diskussionen um die EU-Rettungsschirme sind daher in den nächsten Gastkommentaren explizit zu hinterfragen. ■

Blankert, C. B. (2011): *Der Euro, die PIIGS-Staaten und die Staatsverschuldung*. In: Altmiks, P. (Hrsg.): *Die optimale Währung für Europa?* München: Olzog; S. 13-30.

Bofinger, P. (2005): *Wir sind besser als wir glauben*. München: Pearson.

European Commission, Economic and Financial Affairs (2011): *Public finances in EMU 2011*. URL: »http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ee-2011-3_en.pdf« (Download der PDF-Datei am 11. Oktober 2011).

Friedman, M. (2002): *Kapitalismus und Freiheit*. Frankfurt a.M.: Eichborn.

Krugman, P. (2009): *Die neue Weltwirtschaftskrise*. Frankfurt a.M.: Campus.

Reinhart, C. M./Rogoff, K. S. (2010): *Dieses Mal ist alles anders*. München: FinanzBuch.



© Wolfgang Cibura - Fotolia.com

Impressum

Herausgeber und Verlag

Dr. Klein & Co. AG
Klosterstraße 71
10179 Berlin
Tel.: 030 / 420 86-1200, Fax: -1298
www.drklein.de
horizonte20xx@drklein.de

V.i.S.d.P.

Hans Peter Trampe

Redaktion

Nadine Winkelmann
Bernd-Oliver Käter

Layout

prototype publishing

Druck

TAPPER & FREIE
Markenkommunikation, Lübeck

Auflage

2.700 Exemplare