

Xouridas, Stergios

**Article — Published Version**

## Ein differenzierter Blick auf einen Euro-Austritt Griechenlands

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Xouridas, Stergios (2012) : Ein differenzierter Blick auf einen Euro-Austritt Griechenlands, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613978X, Springer, Heidelberg, Vol. 92, Iss. 6, pp. 378-383, <https://doi.org/10.1007/s10273-012-1392-1>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/68402>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Stergios Xouridas

# Ein differenzierter Blick auf einen Euro-Austritt Griechenlands

**Die Situation der griechischen Wirtschaft spitzt sich aktuell dramatisch zu. Eine Besserung der Lage setzt einen wettbewerbsfähigen Exportsektor voraus. Dabei wäre die Wiedereinführung der Drachme eine Option, die der Autor allerdings für schwer durchführbar hält.**

Vor knapp zwei Jahren initiierte die Troika – bestehend aus Vertretern des Internationalen Währungsfonds, der Europäischen Kommission und der Europäischen Zentralbank – ein Hilfsprogramm für Griechenland, das die Schuldenlast auf ein erträgliches Maß reduzieren sollte. Die wirtschaftliche Situation Griechenlands hat sich jedoch aufgrund der ungelösten Leistungsbilanzkrise rapide verschlechtert. Schließlich hängt die Schuldentragfähigkeit Griechenlands nicht von der Höhe der Gesamtschulden ab, vielmehr ist das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit abhängig von der Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Wirtschaft. Die gegenwärtige Strategie der Troika enthält Austeritätsmaßnahmen mit Einschnitten bei Einkommen und Sozialleistungen. Die Einkommensreduktionen und die Steuererhöhungen verschärfen jedoch die Rezession und verschlechtern somit rückwirkend die Haushaltslage. Ein alternativer Lösungsvorschlag für die gegenwärtigen Probleme Griechenlands ist der Austritt aus dem Euro-Währungsraum mit anschließender Abwertung der neuen Währung. Der ökonomische Leitgedanke der „künstlichen Abwertung“ zielt darauf ab, die wirtschaftliche Substanz zu stärken, insbesondere würde eine wettbewerbsfähige Exportbasis geschaffen, welche die Ungleichgewichte im Außenhandel wieder abbauen könnte. Es stellt sich somit die zentrale Frage, ob Griechenland aus dem Euro-Währungsraum austreten sollte und welche Implikationen für die griechische Wirtschaft und den griechischen Finanzsektor mit einem solchen Austritt verbunden sind.

## Austritt aus der Währungsunion – ein Neustart für den Exportsektor?

Die stark divergierende Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der Eurozone lässt sich in Abbildung 1 eindrücklich durch die breitgefassten industriellen Produktionsindizes Deutschlands und der Südperipherie darstellen.<sup>1</sup> Die Handelsbilanzdefizite der Südperipherie sind demzufolge nicht ausschließlich auf eine starke Importabhängigkeit zurückzuführen, vielmehr dokumentiert Abbildung 1 eine

mangelnde Wertschöpfung der südeuropäischen Staaten: Während Deutschland seit 2005 seinen Produktionsoutput um 10,1% steigern konnte, verbuchen Griechenland, Spanien, Italien und Portugal jeweils einen Rückgang um 28,1%, 18,9%, 15,3% und 13,4%. Das Handelsbilanzdefizit Griechenlands wird von der Troika seit knapp zwei Jahren durch Austeritätsmaßnahmen zurückgeführt. Dieser Rückgang kommt jedoch weitestgehend durch eine Schrumpfung der Importe zustande, die Maßnahmen adressieren keineswegs die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit des griechischen Exportsektors (vgl. Abbildung 2).

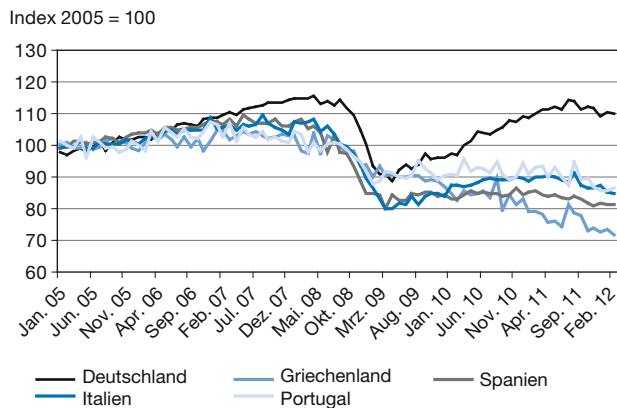
Das griechische Zwillingsdefizit, bestehend aus Leistungsbilanzdefizit und staatlichem Haushaltsdefizit, kann allein durch die von der Troika aufgezwungenen Austeritätsmaßnahmen nicht ausgeglichen werden. Der Rückgang der privaten und staatlichen Konsumausgaben führt nicht automatisch zu steigenden Ersparnissen, vor allem wenn gleichzeitig das Einkommen und die Steuereinnahmen sinken. Für einen Leistungsbilanzausgleich müssen aber die Ersparnisse zunehmen, und es muss ein wettbewerbsfähiger Exportsektor entstehen. Ein in der Öffentlichkeit breit diskutierter Ansatz ist ein Euro-Austritt Griechenlands mit anschließender Abwertung der neuen Drachme.<sup>2</sup> Dabei wird jedoch verkannt, dass sich die internationale Leistungsfähigkeit des griechischen Exportsektors nicht allein auf die Stärke des Euro bzw. die Schwäche der Drachme gründet, sondern vielmehr von den Bruttoinvestitionen abhängig ist. Die griechische

<sup>2</sup> Auf der anderen Seite bedeutet eine Währungsreform einen realen Kaufkraftverlust für die griechische Bevölkerung, zumal Importgüter durch die Abwertung der neuen Drachme – relativ gesehen – teurer werden.

**Stergios Xouridas**, Dipl.-Ökonom, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Agrarpolitik und Landwirtschaftliche Marktlehre der Universität Hohenheim.

<sup>1</sup> Der industrielle Produktionsindex umfasst die Bereiche Bergbau, verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren und Energieversorgung.

**Abbildung 1**  
Saisonbereinigte Produktionsindizes Deutschlands und der Südpersistie



Quelle: Eurostat.

Wirtschaft kann nur dann einen wettbewerbsfähigen Exportsektor aufbauen, wenn sie in neue Anlagen, Maschinen und Produktionsgebäude investiert.

Wie sich die Hauptaggregate der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung entwickelt haben, zeigt die Verwendungsrechnung in Tabelle 1. Hier wird die Hauptursache der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit sichtbar: Die Bruttoinvestitionen sind seit 2008 um beträchtliche 43,31% zurückgegangen, entsprechend fehlt eine notwendige Bedingung für eine Belebung der griechischen Exportwirtschaft. Dieser Einbruch bei den Bruttoinvestitionen belastet die Wettbewerbsfähigkeit des griechischen Exportsektors – und damit den Absatz griechischer Exportgüter. Die wirtschaftliche Sanierung Griechenlands darf deshalb nicht eindimensional betrachtet werden – langfristig gesehen wird ein Austritt aus der Währungsunion mit anschließender Abwertung der Drachme die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Exportwirtschaft nicht verbessern. Vielmehr braucht Griechen-

**Tabelle 1**  
Verwendungsrechnung: Hauptaggregate des griechischen Bruttoinlandsproduktes

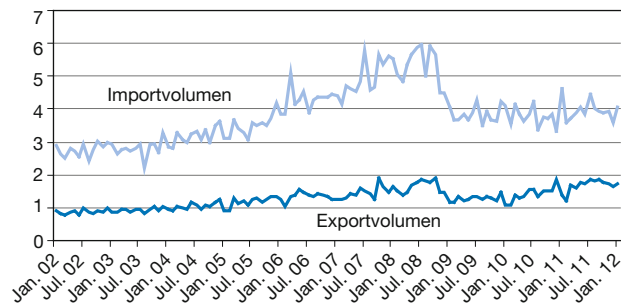
in Mrd. Euro

	2008	2009	2010	2011
Private Konsumausgaben (C)	169 125	168 169	169 363	162 320
Bruttoinvestitionen (I)	55 149	42 421	36 808	31 259
Konsumausgaben des Staates (G)	42 211	47 349	41 326	37 535
Exporte (EX)	56 238	44 457	48 880	51 665
Importe (IM)	89 803	70 754	69 059	67 691

Quelle: Hellenic Statistical Authority (ELSTAT).

**Abbildung 2**  
Saisonal unbereinigtes Export- und Importvolumen Griechenlands

in Mrd. Euro



Quelle: Datastream.

land eine Art Marshallplan, um den Wiederaufbau einer wettbewerbsfähigen Industriestruktur zu unterstützen.

**Rechtliche und ökonomische Aspekte eines Austritts**

Wie ist die Rechtslage nach einer Währungsreform? Falls die Außenschulden nach wie vor in Euro denominiert bleiben, kommt es für die griechischen Schuldner nach einer Abwertung der neuen Drachme zu einem überproportionalen Anstieg der Schuldenlast. Auf der anderen Seite würde eine Drachme-Denominierung die Gläubiger Griechenlands benachteiligen, da sie durch die Abwertung der Drachme einen Wertverlust ihrer vormals in Euro getätigten Anlagen hinnehmen müssen. Die rechtliche Problematik einer Währungsreform spiegelt sich demgemäß in der Frage wider, welche Vermögenswerte und Schuldnerpositionen in Euro denominiert bleiben und welche in Drachme denominiert werden. Erschwerend wiegt die Tatsache, dass beim Euro-Austritt Griechenlands zwei konkurrierende *leges monetae* Anwendung finden:<sup>3</sup> Griechenland wird per Währungsgesetz die neue Drachme als gesetzliches Zahlungsmittel einführen, während für die Eurozone der Euro das gesetzliche Zahlungsmittel bleibt. Die griechischen oder ausländischen Gerichte<sup>4</sup> müssen nach einer Währungsreform für jede strittige Vertragsrechtsfrage zwischen Gläubigern und Schuldnern eine

3 Die *lex monetae* (Währungsstatut) bezeichnet einen Grundsatz, wonach allein der Staat, in dessen Währung ein Vertrag abgeschlossen wurde, über den Status der Währung zu bestimmen hat. Somit bestimmt allein dieser Staat, welche Währung das gesetzliche Zahlungsmittel ist und – im Falle einer Währungsumstellung – über das Verhältnis der neuen zur alten Währung.

4 Die Gerichtszuständigkeit, sowie die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen wird durch die EG-Verordnung Nr. 44/2001 (Eu-GVVO) geregelt. Vgl. Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, Verordnung (EG) Nr. 44/2001 des Rates vom 22.12.2000.

Tabelle 2

**Klassifikation der Schuldtitel durch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich**

	Ausgabe der Schuldtitel durch	
	inländischen Emittenten	ausländischen Emittenten
In Landeswährung		
auf inländische Investoren ausgerichtet	Inländische Schuldtitel	Internationale Schuldtitel
auf ausländische Investoren ausgerichtet	Internationale Schuldtitel	Internationale Schuldtitel
In Fremdwährung	Internationale Schuldtitel	Internationale Schuldtitel

Quelle: Bank for International Settlements: Guide to the International Financial Statistics, Juli 2009, S. 21.

Abwägung treffen, inwiefern die Vertragsinhalte implizit der *lex monetae* Griechenlands oder der *lex monetae* des ausländischen Staates unterliegen. Das Grundprinzip, nach dem die Gerichte einen Vertrag auf die zu unterliegende *lex monetae* überprüfen werden, bewertet die territoriale Assoziation zu Griechenland. Dabei werden die Gerichte primär folgende drei Kernaspekte zur Beurteilung heranziehen:<sup>5</sup>

1. Das vertraglich anzuwendende Recht: Ein Vertrag kann beispielsweise nach griechischem oder englischem Recht geschlossen werden,<sup>6</sup>
2. der im Vertrag spezifizierte Zahlungsort,
3. der Wohnsitz des Schuldners.

Wenn ein Vertrag beispielsweise nach griechischem Recht geschlossen wurde, der Zahlungsort in Griechenland liegt, und der Schuldner seinen Wohnsitz in Griechenland hat, so werden die Gerichte dem Vertrag eine hohe Assoziation zu Griechenland beimessen. Konsequenterweise werden sie den Vertrag der griechischen *lex monetae* unterstellen, sodass er nach einer Währungsreform in Drachmen denominiert werden kann. In der Realität werden jedoch nicht alle drei Kernaspekte der griechischen *lex monetae* zuzuordnen sein: Der Zahlungsort und Wohnsitz des Schuldners kann sich beispielsweise bei einem Unternehmenskredit voneinander unterscheiden.

5 Vgl. C. Proctor: The Euro-fragmentation and the financial markets, in: Capital Markets Law Journal, 6. Jg. (2010) H. 1, S. 18.  
 6 Im Vergleich zum griechischen Recht nimmt der Gläubigerschutz im englischen Recht einen höheren Rang ein. Dieser stützt sich auf verschiedene Säulen: Collective-Action-Klauseln, negative Pledges, Pari-Passu-Klauseln und Cross-Default-Klauseln. Vgl. J. Choi et al.: Pricing Terms in Sovereign Debt Contracts: A Greek Case Study with Implications for the European Crisis Resolution Mechanism, in: The Chicago Working Paper Series, 2nd Series (2011), S. 13 ff.

Tabelle 3

**Zum Dezember 2011 ausstehende Schuldtitel Griechenlands**

in Mrd. Euro.

Staat		Finanzinstitute		Unternehmen	
inländische	inter-nationale	inländische	inter-nationale	inländische	inter-nationale
158,7	206,2	109,5	194,9	0,1	10,7

Quelle: Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review (März 2012), Detaillierte Tabellen, S. 113 ff.

den, sodass das Gericht den Vertragsparteien die implizite Wahl der griechischen oder ausländischen *lex monetae* gewähren muss. Weiterhin können griechische Staatsanleihen, die nach griechischem Recht begeben sind, nicht vorbehaltlos in Drachmen denominiert werden. Vielmehr müssen die Gerichte neben dem vertraglich anzuwendenden Recht, den Zahlungsort und den Wohnsitz des Schuldners berücksichtigen: Wenn die griechischen Staatsanleihen ausschließlich für griechische Investoren gedacht waren und der Zahlungsort in Griechenland definiert ist, so unterliegen diese Staatsanleihen der griechischen *lex monetae* und können ohne Weiteres in Drachme denominiert werden. Wenn aber die griechischen Staatsanleihen für internationale Investoren außerhalb Griechenlands gedacht waren, so bleibt eine Drachme-Denominierung rechtlich fragwürdig. Diese Rechtsunsicherheiten nach einer Währungsreform erschweren eine kalkulierbare allumfassende Drachme-Denominierung, die eine Grundvoraussetzung für eine Abwertung der Drachme und anschließende Stärkung der griechischen Exportwirtschaft ist.

Die Statistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) geben einen Einblick in die Struktur der Schuldtitel (Tabelle 2). Die Definition der inländischen Schuldtitel zeigt eine große Übereinstimmung mit den Aspekten der territorialen Assoziation zu Griechenland auf. Mit der Abgrenzungsmethodik der BIZ lässt sich annäherungsweise feststellen, welcher Anteil der Schuldtitel nach einer Währungsreform in Drachme denominiert werden kann.

Tabelle 3 zeigt die zum Dezember 2011 ausstehenden Schuldtitel für die drei Sektoren Staat, Finanzinstitute und Unternehmen auf. Die inländischen Schuldtitel, die mit großer Wahrscheinlichkeit einer rechtlichen Prüfung der territorialen Assoziation standhalten würden, ergeben zusammen in allen drei Sektoren einen Umfang von 268,3 Mrd. Euro. Auf der anderen Seite hat der Großteil (411,8 Mrd. Euro) der Schuldtitel nach der Klassifizierungsmethodik der BIZ einen internationalen Charakter und kann somit nicht mit absoluter Rechtssicherheit in Drachme

denominiert werden. Dies manifestiert sich keineswegs nur als abstrakte Rechtsunsicherheit, sondern hat wesentliche ökonomische Konsequenzen: Eine Währungsreform und anknüpfende Abwertung der Drachme kann für alle drei Sektoren einen überproportionalen Anstieg der Schuldenlast zur Folge haben: Die internationalen Schuldtitelpositionen bleiben nach einer Abwertung der Drachme weiterhin in Euro denominiert, und je stärker die Drachme abwertet, desto wahrscheinlicher wird auch die Zahlungsunfähigkeit. Ein Austritt aus der Eurozone hat demnach weitreichende Konsequenzen für den griechischen Staat, die Finanzinstitute und den Unternehmenssektor: Alle drei Sektoren sind durch die Abwertung der Drachme hochgradig insolvenzgefährdet, und müssen deshalb neben den politischen Interessen, vornehmlich ein ökonomisches Interesse an einem Verbleib in der Eurozone haben.

### Umsetzung des Euro-Austritts

Die griechische Regierung muss praktische Maßnahmen ergreifen, um die Stabilität des Finanz- und Bankensystems zu gewährleisten. Zunächst müssen der Euro-Austritt und die anknüpfende Währungsreform kurzfristig und unerwartet bekannt gegeben werden. Schließlich antizipiert die griechische Bevölkerung die Währungsreform: Durch die bevorstehende Abwertung verliert die neue Drachme in Relation zum Euro an Wert, weshalb Bankkunden schnellstmöglich versuchen werden, ihre Euro-Bankeinlagen abzuziehen.<sup>7</sup> Die griechische Regierung muss folglich einer Vertrauenskrise im Bankensystem entgegenwirken und – ähnlich wie im Zuge des argentinischen „corralito“ 2001 – eine kurzzeitige Beschränkung des Einlagenabzugs verordnen. Nach Verkündung der Währungsreform muss die griechische Regierung die logistischen Herausforderungen des Banknotendrucks und der Anlieferung der neuen Drachme bewältigen, und dafür sorgen, dass die normalen Wirtschaftsaktivitäten nicht beeinträchtigt werden. Bis zur Anlieferung der neuen Drachme muss der Zahlungsverkehr infolgedessen durch die umlaufenden Euro-Banknoten gewährleistet werden, die jedoch in Erwartung der Währungsreform von der Bevölkerung bewusst zurückgehalten und gehortet werden. Folglich muss die griechische Regierung alle umlaufenden Euro-Banknoten fälschungssicher stempeln,<sup>8</sup> sodass diese während der Warteperiode des Banknotendrucks für Zahlungstransaktionen eingesetzt werden können, nach der Drachme-Einführung jedoch wertlos verfallen

7 Im Vergleich zu klassischen Bank Runs wird ein „digitaler Bank Run“ ähnlich wie bei der britischen Northern Rock und den isländischen Kreditinstituten ungleich schneller zu einem Einlagenabzug führen.

8 So geschehen beispielsweise in Österreich/Ungarn 1919, Pakistan/Bangladesch 1971 und Tschechien/Slowakei 1992.

und weder im europäischen Ausland noch in Griechenland als gesetzliches Zahlungsmittel akzeptiert werden.

Eine Banknotenstempelung kann die zu erwartende Kapitalflucht ins europäische Ausland verhindern, sie müsste aber durch Kapitalausfuhrkontrollen ergänzt werden. Rechtlich gesehen kann jedoch die eintretende Kapitalflucht, hervorgerufen durch den Vertrauensverlust in den griechischen Bankensektor und/oder die zu erwartende Abwertung der Drachme, nicht ohne Weiteres durch Kapitalverkehrskontrollen verhindert werden. In der Europäischen Union unterliegen die Kapitalflüsse zwischen den Mitgliedstaaten keinerlei Restriktionen, denn Kapitalverkehrskontrollen sind unvereinbar mit dem Grundsatz der Kapitalverkehrsfreiheit (Art. 63 AUEV).<sup>9</sup> Die erforderlichen Kapitalverkehrskontrollen können insofern nur bei einem Austritt Griechenlands aus der Europäischen Union verwirklicht werden. Ein Austritt aus der Europäischen Union ist seit der Reformierung des EU-Vertrags durch den Vertrag von Lissabon tatsächlich rechtlich gewährleistet (Art. 50 EUV).<sup>10</sup> Während dies vertragsrechtlich gesehen nicht explizit einen Austritt aus der Eurozone zur Folge hat, weisen implizite Bestimmungen in EUV und AEUV aber darauf hin.<sup>11</sup> Der derzeitige einzige Weg für Griechenland aus dem Euro-Währungsraum auszuschneiden, ergibt sich somit aus dem freiwilligen Austritt aus der Europäischen Union (Art. 50 EUV), der notwendigerweise die Mitgliedschaft in der Eurozone beendet.

### Der Euro-Austritt und der griechische Bankensektor

Ein Euro-Austritt Griechenlands hat nicht nur realwirtschaftliche Implikationen, sondern tangiert ebenso den notleidenden griechischen Bankensektor. In erster Linie stehen die Liquiditätsengpässe der griechischen Kreditinstitute in Verbindung mit den negativen Target2-Salden der griechischen Zentralbank. So haben im Zuge der Eurokrise griechische Privathaushalte und Unternehmen von September 2009 bis März 2012 Bankeinlagen in Höhe von 72 Mrd. Euro abgezogen (vgl. Abbildung 3).

Die Liquiditätsengpässe im griechischen Bankensystem werden innerhalb der Währungsunion durch das Bruttzahlungssystem Target2 ausgeglichen. Die Target2-Salden der nationalen Zentralbanken im Währungsraum sind schließlich Ausdruck von Leistungsbilanz und Kapitalbi-

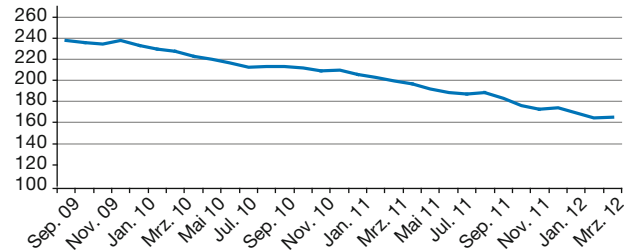
9 Vgl. Amtsblatt der Europäischen Union: Konsolidierte Fassung des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AUEV), in: Kapitel 4: Der Kapital- und Zahlungsverkehr, Artikel 63 (2010).

10 Vgl. Amtsblatt der Europäischen Union: Konsolidierte Fassung des Vertrags über die Europäische Union (EUV), Artikel 50 (2010).

11 Vgl. P. Athanassiou: Withdrawal and Expulsion from the EU and the EMU: Some Reflections, in: ECB Legal Working Paper Series, Nr. 10 (2009), S. 39 ff.

**Abbildung 3**  
**Bankeinlagen der griechischen Unternehmen und Haushalte**

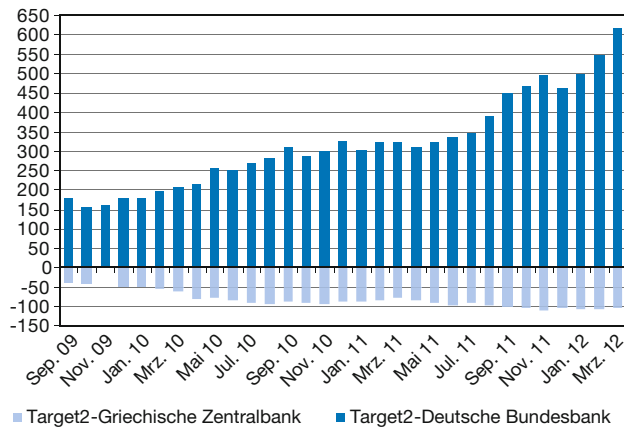
in Mrd. Euro



Quelle: Bank of Greece.

**Abbildung 4**  
**Target2-Salden der griechischen und der deutschen Zentralbank**

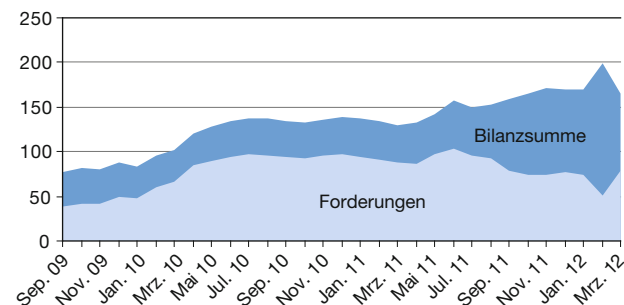
in Mrd. Euro



Quellen: Bank of Greece; Deutsche Bundesbank.

**Abbildung 5**  
**Bilanzsumme und Forderungen der griechischen Zentralbank<sup>1</sup>**

in Mrd. Euro



<sup>1</sup> Gegenüber griechischen Kreditinstituten.

Quelle: Bank of Greece.

lanz: Ein negativer Target2-Saldo der griechischen Zentralbank ergibt sich aus der Summe der Leistungsbilanzdefizite und der Nettokapitalabflüsse aus Griechenland. Die negativen Target2-Salden der griechischen Zentralbank summieren sich im März 2012 auf 104 Mrd. Euro, während die Deutsche Bundesbank positive Target2-Salden in Höhe von 615 Mrd. Euro ausweist (vgl. Abbildung 4). Tritt Griechenland aus der Eurozone aus, müssen die nationalen Zentralbanken – unabhängig von deren Target2-Salden – etwaige Forderungsausfälle der Europäischen Zentralbank gemeinschaftlich nach Maßgabe ihres Kapitalschlüssels tragen.<sup>12</sup>

Der zunehmend negative Target2-Saldo der griechischen Zentralbank geht einher mit einem Zuwachs der Bilanzsumme und einem beträchtlichen Anstieg der Forderungen gegenüber den griechischen Kreditinstituten (vgl. Abbildung 5). Die griechische Zentralbank versorgt dabei den Bankensektor per Notfallfazilität, der „Emergency Liquidity Assistance“ (ELA), mit der benötigten Liquidität.<sup>13</sup> Diese Liquiditätshilfe der Zentralbank kann vorübergehend gegen Bereitstellung von notenbankfähigen Sicherheiten gewährt werden, die jedoch aufgrund der minderwertigen Qualität von der Europäischen Zentralbank nicht als Sicherheit akzeptiert werden.<sup>14</sup>

Die prekäre Liquiditätssituation der griechischen Kreditinstitute erklärt sich zudem durch ihre Beteiligung am Schuldenchnitt Griechenlands, der im Rahmen des „Private Sector Involvement“ (PSI) die Eigenkapitalsituation erheblich belastet. Der Refinanzierungsbedarf und die Liquiditätseingpässe des notleidenden griechischen Bankensystems lassen sich in Tabelle 4 durch das größte griechische Kreditinstitut, die National Bank of Greece (NBG),<sup>15</sup> exemplarisch veranschaulichen. Das PSI-Programm, das den Tausch bestehender gegen neue griechische Staatsanleihen bei gleichzeitigem Verzicht auf 53,5% des Nomi-

12 Weitere Haftungsrisiken der Eurozone, die nach Maßgabe des Kapitalschlüssels zu tragen sind, ergeben sich aus dem „Securities Market Programme“ (SMP), das am 10.5.2010 von den Zentralbanken des Eurosystems angekündigt wurde. Zum 4.5.2012 haben die nationalen Zentralbanken Euro-Staatsanleihen in Höhe von insgesamt 214,155 Mrd. Euro angekauft.

13 Vgl. Amtsblatt der Europäischen Union: Über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, in: Protokoll, Nr. 4, Artikel 14.4.2008.

14 Die notenbankfähigen Sicherheiten, welche der griechische Bankensektor für die Notfallkreditlinien der ELA bereitstellt, bestehen aus Kausentkrediten, Kreditkartendarlehen, Hypothekendarlehen und Unternehmensdarlehen. Im Zuge der Rezession ist bei den vier größten griechischen Kreditinstituten ein erheblicher Anstieg der notleidenden Kredite mit mehr als 90-tägigem Zahlungsverzug zu verzeichnen. Diese zunehmenden Forderungsausfälle der notenbankfähigen Sicherheiten belasten die griechische Zentralbank, da sie letztendlich die Qualität der Besicherung vermindern.

15 Ein ähnliches Bild lässt sich für die drei größten Wettbewerber abzeichnen: Die Eurobank EFG, die Alpha Bank und die Piraeus Bank werden ebenfalls durch den HFSF rekapitalisiert.

**Tabelle 4**  
**Eigenkapitalunterlegung der National Bank of Greece**

in Mrd. Euro

	30.9.2011	31.12.2011
Kernkapital (Tier 1)	6 256	-2 841
Rekapitalisierung durch den Hellenic Financial Stability Fund	-	6 900
Kernkapital (Tier 1)	6 256	4 059
Risikogewichtete Aktiva	65 657	64 248
Kernkapitalquote	9,50%	6,30%

Quelle: National Bank of Greece: Full Year 2011 Results, 20.4.2012.

nalwertes der bestehenden Anleihen umfasst, wurde von der National Bank of Greece im 4. Quartal 2011 verbucht und zeigt eine beispiellose Eigenkapitalerosion: Zum 31.12.2011 verzeichnet die NBG eine Kernkapitalsumme in Höhe von -2841 Mio. Euro, die nur durch eine Rekapitalisierung durch den Hellenic Financial Stability Fund (HFSF) auf einen positiven Kernkapitalbetrag in Höhe von 4059 Mio. Euro gebracht werden konnte. Die Rekapitalisierung durch den HFSF wird mit Mitteln aus der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) gestemmt. Der Austritt Griechenlands aus der Europäischen Union und/oder Eurozone bei gleichzeitigem Zahlungsausfall der griechischen Staatsanleihen führt angesichts der Eigenkapitalerosion zu einer faktischen Insolvenz des griechischen Bankensystems. Die politischen Kräfte in Griechenland müssen sich demnach zwischen der PSI-Initiative mit Rekapitalisierung des Bankensystems durch den EFSF/HFSF oder einem Euro-Austritt mit nachfolgender Insolvenz und Verstaatlichung aller bedeutsamen griechischen Kreditinstitute entscheiden.<sup>16</sup>

### Argentinien: Vorbild für Griechenland?

Die Wirtschaftskrise in Griechenland gleicht in vielerlei Hinsicht der Argentinien-Krise von 2001 und 2002:

16 Nach den Parlamentswahlen am 6.5.2012, favorisiert beispielsweise die zweitstärkste Partei Syriza eine Verstaatlichung des griechischen Bankensystems.

Beide Länder weisen Parallelen im Hinblick auf Staats-, Handelsbilanz- und Reformdefizite auf.<sup>17</sup> Die wirtschaftliche Erholung Argentiniens wird in der Öffentlichkeit oftmals mit der Abwertung des Argentinischen Peso 2002 begründet. Das argentinische Wirtschaftswachstum lässt sich jedoch primär auf Exportzuwächse im Agrarsektor, die hauptsächlich durch die steigende Nachfrage der Schwellenländer Asiens vorangetrieben wurden, zurückführen.<sup>18</sup> Weiterhin wurde das Wirtschaftswachstum innerhalb des letzten Jahrzehnts durch jährliche Inflationsraten von über 20% erkaufte. Die sich beschleunigende Inflation wird dessen ungeachtet durch massive Eingriffe des Staates in die argentinische Wirtschaft zurückgehalten: Exportrestriktionen und Preiskontrollen in unterschiedlichen Wirtschaftszweigen haben in den letzten Jahren zu anschwellenden Staatsausgaben geführt. Empirisch betrachtet ist Argentinien deshalb kein Vorbild für Griechenland, vielmehr verdeutlichen die wirtschaftlichen Daten die Schattenseiten einer Währungsreform.

### Fazit

Griechenland hat die Wahl zwischen Skylla und Charybdis: Um die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft voranzutreiben, muss es eine Entscheidung zwischen Euro-Austritt mit externer Abwertung der Drachme oder internen Abwertung mit Austeritätsmaßnahmen treffen. Die externe Abwertung ist für Griechenland die schlechtere Alternative, da sie rechtlich enorm komplex und ökonomisch schwierig ist. Somit muss Griechenland versuchen, die interne Abwertung mit restriktiver Lohn-, Wirtschafts- und Finanzpolitik durch strukturelle Reformen und Investitionen in die Industriestruktur zu kompensieren, sodass das Leistungs- und Haushaltsdefizit durch einen produktiven Exportsektor auf ein tragbares Maß zurückgeführt werden kann, auch wenn die temporären Lösungskonzepte schmerzliche Einschnitte für den griechischen Durchschnittsbürger mit sich bringen.

17 Vgl. J. Saxton: Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures, in: Joint Economic Committee, United States Congress (2003), S. 29 ff.

18 Vgl. D. Cavallo, J. Cottani: Distorting the Micro to Embellish the Macro: The Case of Argentina, in: Group of Thirty Occasional Papers, Nr. 77 (2008), S. 17.

### Titel: A Differentiated Perspective on the Possibility of a Greek Euro Exit

**Abstract:** Since the large current account deficit in Greece has become a source of concern regarding its sustainability, an increasing number of economists advocate the reintroduction of a devalued Greek drachma in order to improve the competitiveness of the Greek economy and help boost exports. This paper offers a contrasting perspective and puts the positive aspects of the reintroduction of the drachma in the context of legal and economic repercussions following the devaluation. The paper concludes that it is advisable for Greece to stay within the eurozone and counterbalance the ongoing austerity measures with investments to increase the competitiveness of its economy.

**JEL-Classification:** H630, E420