

Die Kosten eines Euro-Zerfalls für Europa sind hoch

Von Markus Rudolf, Center of Private Banking, WHU – Otto Beisheim School of Management

Juni 2012

Abstract:

Germany's interest to maintain the European Monetary Union (EMU) from an economic point of view should be significantly higher than for other EMU countries. It would be an economic disaster for Germany, if other countries leave the EMU. Consequently, Germany's position supporting austerity and fiscal discipline is right, but very difficult to realize. The costs for Germany if the country leaves the EMU are at least € 12b per annum and could easily grow to € 85b p.a. In contrast to that, France would be able to gain export shares by between € 19b and € 37b p.a. if it leaves the EMU. Analogously, Italy gains between € 10b and € 186b p.a., Greece at least € 0.5b up to € 35b p.a. In the case of a Grexit, the Greek currency (Greek €: G€) depreciates immediately down to 1.69 G€/€ which rises the Greek GDP in the same instant by € 35b or 17%. At the same time, enormous costs caused by the two rescue packages would be initiated for the EMU countries. Spain and Italy as well would be able to realize immediate gains caused by immediate currency depreciation which amount to around 12% of their GDP. The German costs of a "Grexit" are at least as high as € 3.9b p.a. Inventing Eurobonds causes extra interest costs for Germany of € 65b p.a. unless the fiscal treaty and possibly a closer coordination of fiscal and bank policy of the EMU member countries is initiated causes more fiscal discipline. In the latter case, France, Italy, Spain, and Greece would be able to benefit from dramatically falling interest costs without having higher interest burdens in Germany. Germany will have to pass a significant proportion of its EMU benefits to the member countries, otherwise the currency union will fall apart. Currently, the cheapest option from Germany's viewpoint is to establish continuous transfers to Greece which costs Germany roughly € 5b a year and transfers roughly € 12 b a year to Greece.

Deutschlands Wunsch, die Währungsunion zu erhalten, muss aus ökonomischer Sicht ungleich viel größer sein, als der Wunsch anderer Staaten in der Währungsunion. Der Austritt anderer EMU – Länder wäre für Deutschland ein ökonomisches Desaster. Deshalb ist die deutsche Verhandlungsposition im Bemühen um fiskalische Disziplin in der Eurozone ausgesprochen schwierig. Die deutschen Kosten eines Euroaustritts betragen mindestens 12 Mrd. € pro Jahr wegen wegfallender Exportmöglichkeiten und können bis zu 85 Mrd. € anwachsen. Frankreich hingegen würde mindestens 19 und bis zu 37 Mrd. € pro Jahr an Exportanteilen gewinnen, Italien zwischen 10 und 186 Mrd. € und Griechenland mindestens 0.5 und bis zu 35 Mrd. €. Bei einem Grexit würde die griechische Währung (Greek €: G€) unmittelbar auf 1.69 G€/€ abwerten und damit würde das griechische BIP unmittelbar um 35 Mrd. G€ oder 17% ansteigen. Gleichzeitig entstünden immense Kosten aus den verschiedenen Rettungsmaßnahmen für die EMU-Länder. Auch Spanien und Italien hätten bei einem Ausstieg eine Währungsabwertung und damit einen sofortigen Anstieg des BIP von jeweils 12%. Die deutschen sofortigen Kosten eines „Grexit“ lägen bei mindestens 3.9 Mrd. € pro Jahr. Die Einführung von Eurobonds kostet Deutschland etwa 65 Mrd. € pro Jahr, es sei denn, der Fiskalpakt wird eingeführt und er führt zu hoher fiskalischer Disziplin im Euroraum. Dann profitieren Frankreich, Italien, Spanien und Griechenland von sinkenden Zinsen ohne dass Deutschland zusätzliche Zinslasten hätte. Deutschland wird seinen Vorteil aus der Währungsunion letztlich teilweise an andere Euro-Länder weitergeben müssen, sonst wird die Währungsunion auseinanderbrechen. Die derzeit preiswerteste Variante wäre ein Finanzausgleich an Griechenland,

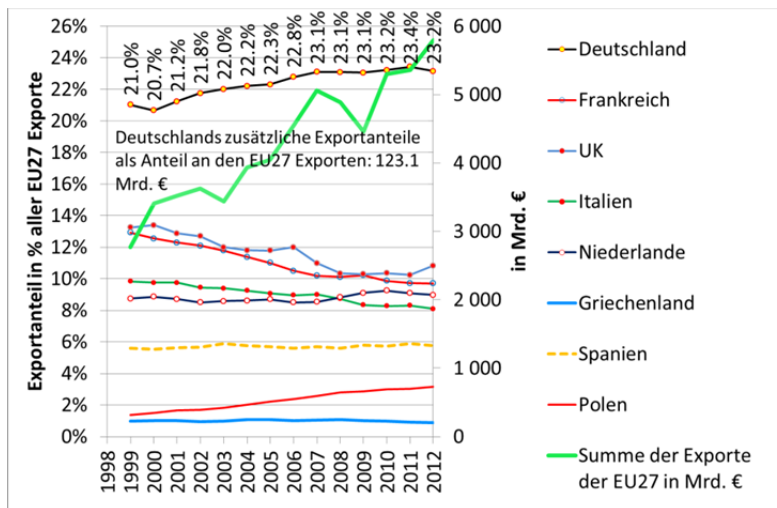
der Deutschland etwa 5 Mrd. € pro Jahr kosten würde und Griechenland etwa 12 Mrd. € pro Jahr an zusätzlichen Einnahmen bringen würde.

Deutschland profitiert als exportstarke Nation vom Euro wie kein anderes Land in der EU, weil es über eine höhere Wettbewerbsfähigkeit verfügt als beispielsweise Frankreich, Italien oder Griechenland. Deshalb kann Deutschland seine Waren und Dienstleistungen nicht nur im Euroraum, sondern in der ganzen Welt preiswerter anbieten, als im Fall einer eigenen deutschen Währung. Ein „German Exit“ wäre für Deutschland extrem teuer. Genauso unattraktiv ist der Austritt anderer Länder aus der Währungsunion, da dies die Gefahr eines Dominoeffekts und letztendlich die Reduzierung auf wenige "Kernländer" bedeutet. Zusätzlich zur Schwächung der Wettbewerbsfähigkeit hätte Deutschland im Falle des Ausscheidens eines Euro-Landes die Lasten aus den europäischen Rettungspaketen, dem EFSF und dem ESM zu tragen. Unter Umständen addieren sich hierzu noch der Anteil aus dem Anleihenankaufprogramm der EZB und die Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank. Auch die Einführung von Eurobonds ist für Deutschland extrem unattraktiv, weil Deutschland nicht nur wettbewerbsfähiger ist als andere Euro-Länder, sondern zusätzlich auch ein besonders niedriges Kreditrisiko aufweist.

Die Situation anderer Euro-Länder ist hingegen zum Teil gänzlich anders. Ein „Greek Exit“ (Grexit) beispielsweise würde Griechenlands Wettbewerbsfähigkeit über Nacht deutlich erhöhen, weil die neue Währung abwerten würde. Ein weiterer Schuldenerlass wäre zusätzlich zwingend notwendig. Eurobonds sind für Griechenland sehr attraktiv – anders als für Deutschland - weil die Finanzierungskosten über Nacht beinahe auf das europäische Niveau absinken würden. Das hier vorliegende Paper analysiert verschiedene Möglichkeiten, die Eurokrise hinter sich zu bringen, aus der Sicht verschiedener Euro-Länder.

Ausstieg aus dem Euro – Vergleich der Blickwinkel Deutschlands, Frankreichs, Italiens, Portugals, Spaniens und Griechenlands

Das am häufigsten gehörte Argument gegen den Euro-Ausstieg Deutschlands ist die Exportstärke, die sich bei einer aufwertenden, deutschen Währung erheblich relativieren würde. Aus den Daten von Eurostat, dem statistischen Amt der EU, lassen sich die Exportzahlen aller EU-Länder ablesen. Für Deutschland findet man eine durchschnittliche Exportquote für die Zeit nach der Wiedervereinigung bis zur Einführung des Euro (1991 bis 1999) von 25 % des Bruttoinlandsproduktes. Von 2000 bis 2012 ist die Exportquote auf durchschnittlich 42% gestiegen. Es macht daher den Anschein, als ob Deutschland seinen Export seit 1999 sehr stark steigern konnte. Wie die Abbildung zeigt, sind aber gleichzeitig die Exporte aller EU27 Staaten seit 1999 stark angestiegen und zwar von 2700 Mrd. € im Jahr 1999 auf 5800 Mrd. € im Jahr 2012.



Die Einführung des Euros hat den Außenhandel für alle Länder befördert. Dennoch erkennt man Unterschiede. Deutschland hat seinen Anteil an den EU27 Exporten beispielsweise von 21% auf 23.2% steigern können. Dies entspricht einem zusätzlichen Volumen von etwa 123 Mrd. € pro Jahr. Bei einer Gewinnmarge des Exports macht dies einen Gewinn von 12 Mrd. € pro Jahr aus. Während Deutschland Anteile am EU27-Exportmarkt gewonnen hat, haben Frankreich, Italien, Spanien, Portugal und Griechenland zum Teil empfindlich eingebüßt. Frankreichs Beitrag zum EU27-Export schrumpfte von 12.9% im Jahr 1999 auf 9.7% im Jahr 2012. Dies entspricht einem Minder-Export in Höhe von 186 Mrd. Euro (Verlust: 18.6 Mrd. €) pro Jahr. Zwar ist auch in Frankreich der Exportanteil am eigenen BIP angestiegen – nämlich von 24% auf 27%. Durch den weitaus höheren Exportanteil Deutschlands hat Frankreich aber im Vergleich mit der EU27 im Export dramatisch an Bedeutung verloren. Auch Italien und Griechenland haben Exportanteile verloren. Sie und Frankreich werden demnach kaum bereit sein, für die Rettung des Euro nennenswerte Beträge zur Verfügung zu stellen – im Gegensatz zu Deutschland. Gemessen an den EU27 – Exporten verliert Italien Marktanteile im Wert von 102 Mrd. € (Verlust: 10 Mrd. €) pro Jahr, Portugal um 4 Mrd. € (Verlust: 0.4 Mrd. €) und Griechenland um 5 Mrd. € (Verlust: 0.5 Mrd. €) pro Jahr. Etwas anders ist die Lage bei Spanien, das sich bis zur Immobilienblase 2008 in seiner Wettbewerbsfähigkeit verbessert hat. Spaniens Anteil an den EU27-Exporten konnte daher zwischen 1999 und 2012 leicht zulegen und zwar von 5.6% auf 5.8%. Deshalb konnte Spanien seinen Anteil an den EU Exporten um 10 Mrd. € pro Jahr (Gewinn: 1 Mrd. €) steigern. Für Spanien wäre die Aufgabe des Euro daher unattraktiv – ebenso wie für Deutschland. Für Frankreich und Italien ist die Aufgabe des Euro aus Export-Sicht durchaus diskutabel, für Griechenland sowieso. Deutschland muss versuchen, am Euro festzuhalten, wenn es seine Wettbewerbsfähigkeit erhalten möchte. Auch für Spaniens Exporte ist der Euro sehr förderlich. Ein Scheitern der Eurorettung trifft vor allem Deutschland und könnte Frankreich und Italien sogar nützen – zumindest aus dem Blickwinkel der Exporte.

Wie entwickelt sich der Wechselkurs bei einem Euro-Ausstieg?

Würde Griechenland aus dem Euro ausscheiden, dann würde die griechische Währung (Greek €) unmittelbar abwerten. Nimmt man nun die jährliche Abwertung der griechischen Drachme in den Jahren 1990 bis 1999 gegenüber dem ECU (dem damaligen, synthetischen Euro) als Berechnungsbasis, dann würde der Greek € unmittelbar nach dem Austritt Griechenlands aus der Währungsunion sofort auf etwa 1.69 Greek € für einen Euro abwerten. Nimmt man nun an, dass die Greek €-Importe gleich bleiben könnten, die Euro-Importe also sanken, und dass für den gleichen Betrag an Euro exportiert würde, dann würde der Export für Griechenland gemessen in Greek € von

derzeit 51 Mrd. € auf 86 Mrd. Greek € ansteigen. Entsprechend würde das BIP Griechenlands gemessen in Greek € quasi sofort ansteigen und zwar von 207 Mrd. € im Jahr 2012 auf 242 Mrd. Greek €. Das entspricht einem sofortigen BIP – Anstieg von 17%, mit den entsprechenden, positiven Effekten auf die Arbeitslosigkeit und die Staatsfinanzen. Gleichzeitig würden sich natürlich auch die Auslandsschulden wieder massiv erhöhen, und zwar von etwa 240 Mrd. € nach dem Hair-Cut von 2012 auf dann 407 Mrd. Greek €. Ein weiterer Schuldenschnitt wäre unausweichlich. Ähnliche Berechnungen zum Wechselkurs und den Export-Effekten einer abgewerteten Währung lassen sich auch für Italien, Spanien und Portugal anstellen. Deren Währung würde auf 1.49 Italian € / € bzw. auf 1.50 Spanish € / € bzw. auf 1.24 Portuguese € / € abwerten, weil die Währungen dieser Länder zwischen 1990 und 1999 gegenüber dem ECU entsprechend abgewertet haben. Basierend auf dieser Art der Berechnung ergeben sich die folgenden, sofortigen BIP – Wachstumsraten bei einem Euro-Ausstieg des betreffenden Landes:

Griechenland:	+17%	(+35 Mrd. Greek € p.a.)
Deutschland:	-3%	(-85 Mrd. German € p.a.)
Frankreich:	-2%	(-37 Mrd. French € p.a.)
Spanien:	+12%	(+136 Mrd. Spanish € p.a.)
Italien:	+12%	(+186 Mrd. Italian € p.a.)
Niederlande:	-6%	(-35 Mrd. Dutch € p.a.)

Unterstellt man, dass die Wechselkursverluste der Jahre 1990 bis 1999 im Fall eines Euro-Austritts im Jahr 2012 auch für die Zeit von 2000 bis 2011 nachgeholt würden, dann werden Griechenland, Spanien und Italien auch aus dem Blickwinkel des BIP – Wachstums wenig Interesse haben, nennenswerte Beträge zur Euro-Rettung aufzubringen. Bei Frankreich ist dieser Blickwinkel ein wenig verschieden von der reinen Exportsicht. Frankreich hat wenig BIP-Wachstum durch ein Ausscheiden aus dem Euro zu erwarten, weil die französische Währung in den Jahren 1990 bis 1999 stabil zum ECU war. Hier sind sich die Positionen Deutschlands und Frankreichs damit näher als bei der reinen Exportsicht. Die Niederlande profitieren in gleicher Größenordnung vom Euro, wie Deutschland.

Grexit: Griechenland steigt aus dem Euro aus

Nicht nur der eigene Ausstieg aus der Währungsunion ist für Deutschland viel unattraktiver als für die anderen großen EU-Länder. Auch der Ausstieg Griechenlands – der so genannte Grexit – ist für Deutschland mit höheren Kosten verbunden, als für alle anderen EU-Länder. Denn im Falle eines Grexit würden alle früheren Rettungsmaßnahmen wertlos. Gleichzeitig würden wegen der sofortigen Abwertung des Greek € weitere Rettungspakete auf die EU, und besonders auf Deutschland zukommen. Es ist relativ schwer vorherzusehen, welche Garantien und Haftungen, zu denen Deutschland verpflichtet ist, tatsächlich effektiv werden. Man kann aber die folgenden Stufen an Rettungsmaßnahmen benennen und versuchen, ihnen Kosten zuzuweisen.

Stufe 1: Die beiden Rettungspakete vom Mai 2010 und Februar 2012 über 110 bzw. 130 Mrd. € werden wertlos. Der direkte deutsche Anteil daran plus der indirekte über die IWF Beteiligung an den beiden Rettungspaketen beträgt etwa 60 Mrd. €. Dazu käme ein drittes Rettungspaket mit dem Ziel, den griechischen Schuldenstand auf das Niveau vor dem Grexit zu senken. Der Schuldenstand würde sich dann von etwa 240 Mrd. € auf 407 Mrd. Greek € mit sofortiger Wirkung steigern, weil der Wechselkurs 1.69 Greek € / € betragen würde. 167 Mrd. Greek € - also 98 Mrd. € - der griechischen Schulden müssten die europäischen Partner schultern, wenn sie ein Übergreifen auf ihre eigenen Finanzsysteme verhindern wollten. Der deutsche Anteil an diesen 98 Mrd. € beträgt etwa 27 Mrd. €,

so dass sich die Gesamtkosten für Deutschland auf dieser ersten Stufe etwa auf 87 Mrd. € belaufen würden. Die Beträge dieser ersten Stufe sind praktisch mit Sicherheit fällig, so bald Griechenland den Euro verlässt. Bei einem Finanzierungssatz von 4.5% kämen daraus auf Deutschland jährliche Kosten in Höhe von 3.9 Mrd. € zu.

Stufe 2: Weniger wahrscheinlich – aber absolut möglich im Fall eines Grexit und eines möglichen Dominoeffekts – ist es, dass die Garantien im ESM über 700 Mrd. € und auch das IMF Rettungspaket über 250 Mrd. € für Krisenländer zur Auszahlung kommen. Der deutsche Anteil am IMF Paket beträgt etwa 15 Mrd. €, der am ESM etwa 190 Mrd. €, insgesamt drohen Deutschland auf Stufe 2 also weitere 205 Mrd. €. Die jährlichen Finanzierungskosten aus Stufe 2 summieren sich für Deutschland auf 9.2 Mrd. €.

Stufe 3: Viel weniger wahrscheinlich aber nicht unmöglich ist auch, dass die Target-Verbindlichkeiten der GIIPS Zentralbanken gegenüber der Deutschen Bundesbank über etwa 500 Mrd. € uneinbringlich werden und das die EZB aus ihrem Securities Market Program (SMP) Verluste von etwa 214 Mrd. € erleidet (deutscher Anteil etwa 70 Mrd. €), die durch die Mitgliedsländer auszugleichen wären. Schließlich könnten auch die noch offenen EFSF Garantien über 780 Mrd. € (deutscher Anteil 211 Mrd. €) gezogen werden. Das gesamte Kostenrisiko für Deutschland aus Stufe 3 summiert sich auf 781 Mrd. €. Die jährlichen Kosten aus Stufe 3 wären dann 32 Mrd. € für Deutschland.

Ein Grexit ist für Deutschland, aber auch für andere EU-Länder ausgesprochen teuer. Auf der Basis ähnlicher Berechnungen lassen sich die jährlichen Kosten für die 3 Stufen folgendermaßen darstellen:

	Deutschland	Frankreich	Italien
Stufe 1: sichere Kosten p.a. im Grexit-Fall	3.9 Mrd. €	2.8 Mrd. €	2.4 Mrd. €
Stufe 2: wahrscheinliche Kosten p.a. im Grexit-Fall	9.2 Mrd. €	6.9 Mrd. €	6.0 Mrd. €
Stufe 3: mögliche Kosten p.a. im Grexit-Fall	32 Mrd. €	7.1 Mrd. €	6.3 Mrd. €

Etablierung eines Transfersystems über den ESM

Die finanziell preiswerteste Variante zur Rettung Griechenlands und des Euro wäre die Etablierung eines Finanzausgleichs zwischen den Euro-Staaten – sofern die Verschuldungsdisziplin durch einen Fiskalpakt sichergestellt werden kann. Um hier die langfristigen Kosten abzuschätzen, muss man sich fragen, welches Defizit Griechenland maximal aus der eigenen Wirtschaftskraft heraus finanzieren könnte. Sieht man sich die Jahre 2001 bis 2011 an, so stellt man ein durchschnittliches Defizit des griechischen Staatshaushalts von 7.7 % p.a. fest bei einer gleichzeitigen, durchschnittlichen und realen Wachstumsrate von 1.6 % p.a. (Eurostat). Geht man davon aus, dass ein nachhaltiges Staatsdefizit im Umfang des Wirtschaftswachstums tragbar ist, summiert sich das für Griechenland nicht tragbare Defizit auf 6.1% des BIP, das entspricht 12.6 Mrd. € pro Jahr bei einem BIP von 207 Mrd. €. Die deutschen Kosten betragen wiederum 27.1 % dieser Summe, also 3.4 Mrd. €. Zusätzlich hat man etwa 2 Mrd. € p.a. Finanzierungskosten für Deutschland, die aus den bisherigen Rettungspaketen stammen. Legt man den entsprechenden Schlüssel für andere Euro-Länder zugrunde, so ergeben sich folgende Kosten des Finanzausgleichs:

Deutschland:	5.4 Mrd. €
Frankreich:	4.2 Mrd. €
Italien:	3.5 Mrd. €
Spanien:	2.5 Mrd. €

Portugal:	0.5 Mrd. €
Griechenland:	-12.3 Mrd. €

Neben den relativ niedrigen Kosten hat der Finanzausgleich zudem den Vorteil, dass er auch in Griechenlands Interesse liegt, weil er eine substantielle Entlastung seines Budgets impliziert. Ein Grexit entlastet das Budget durch zusätzliche Exporte zwar noch wesentlich stärker (35 Mrd. Greek € p.a.). Allerdings käme die Transfer-Variante ohne einen weiteren Schuldenschnitt für Griechenland aus.

Einführung von Eurobonds

Die Vergemeinschaftung der europäischen Schulden durch die Einführung von Eurobonds hat einige häufig gehörte Vorzüge. Im August 2011 schätzte das ifo-Institut die Kosten für den deutschen Steuerzahler hierfür allerdings ab und kam auf inakzeptabel hohe Kosten. Allerdings entspricht die deutsche Sicht auf Eurobonds nicht der aller anderen Länder. Im Mai 2012 betrug der Zins auf 10-jährige Bundesanleihen 1.6%, der für französische Staatsanleihen betrug 3%, der für italienische 5.6%, für spanische 5.8%, für portugiesische 10.5% und für griechische 20.5%. Der Durchschnitt in der Währungsunion lag bei 4.6%. Legt man nun die Schuldenstände der sechs betrachteten Länder zugrunde, dann wird klar, dass nur Deutschland und Frankreich einen Nachteil erleiden, wenn sich das Eurobonds-Zinsniveau dem derzeitigen Durchschnitt in der Währungsunion annähern sollte, nämlich:

Deutschland:	+65 Mrd. € (+0 Mrd. €)
Frankreich:	+29 Mrd. € (-17 Mrd. €)
Italien:	-19 Mrd. € (-33 Mrd. €)
Spanien:	-10 Mrd. € (-25 Mrd. €)
Portugal:	-11 Mrd. € (-77 Mrd. €)
Griechenland:	-60 Mrd. € (-72 Mrd. €)

In Klammern finden sich die Zinskostensparnisse für den Fall, dass das Zinsniveau der Eurobonds sich dem deutschen Zinsniveau annähern sollte. In diesem Fall hätten alle Vorteile außer Deutschland, aber Deutschland hätte zumindest keine Nachteile. Dieser Fall setzt allerdings voraus, dass alle Länder über eine mit Deutschland vergleichbare Bonität verfügen. Die Schuldendisziplin aller Länder müsste also mit der deutschen vergleichbar sein. Ein solches Szenario ist denkbar, wenn der im März ausgehandelte Fiskalpakt tatsächlich umgesetzt wird. Dann wäre die Emission von Eurobonds ein Beitrag zu sehr viel geringeren Kapitalkosten in der gesamten Eurozone.

Konklusion

Die Verhandlungen zwischen den Euro-Staaten sind sehr schwierig, weil die ökonomische Interessenlage für die Länder völlig verschieden ist. Deutschlands Schaden beim Zusammenbruch des Euro ist zweifellos am größten, allerdings trägt es auch bei einem Fortbestand des Euro die größte Last. Griechenland hätte bei einem Austritt (Grexit) keine finanziellen Kosten, sondern gravierende Vorteile durch die sofortige Abwertung seiner Währung – aber auch erhebliche Reputationskosten. Aber auch Spanien und Italien und – in Grenzen – auch Frankreich hätten Vorteile bei einem Euro – Austritt. Insofern ist klar, dass deren Interesse, Mittel für die Euro-Rettung aufzuwenden wesentlich kleiner ist, als das deutsche. Der ökonomische Schaden für Deutschland eines Grexits oder gar des Austritts anderer Länder ist immens. Gemeinsame Interessen aller Euro-Länder gibt es in Bezug auf

den Außenhandel, der sich im ganzen Euro-Raum seit 1999 deutlich belebt hat.

Interessensgegensätze zwischen Deutschland und sehr vielen Euro-Ländern gibt es in Bezug auf die Exportanteile, wo Deutschland auf Kosten von Frankreich, Italien, Spanien, Griechenland und Portugal seit 1999 deutlich zulegen konnte. Interessensgegensätze gibt es auch in Bezug auf die Rettungsfonds wie z.B. ESM und IMF zwischen den zahlenden EU-Ländern und den empfangenden, v.a. Griechenland und Portugal. Die nachfolgende Tabelle fasst die Kosten für verschiedene Länder zusammen.

Jährliche Kosten verschiedener Euro - Strategien (negative Zahlen bedeuten Zugewinne statt Kosten)

Kosten für...	Ausstieg aus der Währungsunion	Grexit	Finanzausgleich	Eurobonds
Deutschland:	12.0 bis 85 Mrd. €	3.9 bis 32 Mrd. €	5.4 Mrd. €	65 Mrd. €
Frankreich:	-18.6 bis -37 Mrd. €	2.8 bis 7.1 Mrd. €	4.2 Mrd. €	29 Mrd. €
Italien:	-10.0 bis -186 Mrd. €	2.4 bis 6.3 Mrd. €	3.5 Mrd. €	-19 Mrd. €
Spanien:	-136.0 bis 1 Mrd. €		2.5 Mrd. €	-10 Mrd. €
Portugal:	>-0.4 Mrd. €		0.5 Mrd. €	-11 Mrd. €
Griechenland:	>-0.5 Mrd. €	-35 Mrd. €	-12.3 Mrd. €	-60 Mrd. €

Deutschland würde mindestens 12 Mrd. € pro Jahr einbüßen im Falle eines Euro-Ausstiegs. Wenn nicht nur die Verluste an Exportanteilen berechnet werden, sondern die Effekte auf die gesamte Volkswirtschaft durch eine aufwertende Währung, dann liegen die Kosten für Deutschland bei bis zu 85 Mrd. € pro Jahr. Die für Deutschland preiswerteste Variante ist die Beteiligung an einem kontinuierlichen Transfersystem. Das würde etwa 5.4 Mrd. € pro Jahr kosten, wobei die Finanzierungskosten für die beiden Rettungspakete für Griechenland bereits eingerechnet sind.

Griechenland hingegen könnte durch einen Grexit 35 Mrd. € pro Jahr mehr Gewinne erwirtschaften – allerdings zum Preis erheblicher Reputationsverluste auch am Kapitalmarkt. Deshalb wird es allenfalls mit Transferzahlungen in Höhe von 12.6 Mrd. € in der Währungsunion zu halten sein. Für Frankreich, Italien und Spanien – und selbst für Frankreich - ist der Austritt aus dem Euro bedenkenswerte Option. Zwar hat der Euro den Außenhandel auch in diesen Ländern befördert, aber wesentlich weniger als in Deutschland. Die Wettbewerbsfähigkeit dieser beiden Länder könnte durch einen Austritt deutlich gestärkt werden. Deshalb werden die beiden Länder nur bei einer Vergemeinschaftung der Schulden bereit sein, den Euro weiterhin zu unterstützen. Eine solche Vergemeinschaftung erreicht man entweder durch Eurobonds oder durch eine höhere Schuldenaufnahme auf Kosten der stabileren Länder.

Deutschlands Ziel muss es sein, die Verpflichtung zur fiskalischen Disziplin möglichst weit voran zu treiben im ganzen Euro-Raum. Da sein Interesse am Euro wesentlich größer ist als das aller anderen Länder, wird Deutschland danach in der einen oder anderen Weise seinen Vorteil an andere Euro-Länder weitergeben müssen, entweder über Transfers oder über Eurobonds.