

Stefan Ederer

## Europäische Währungsunion in der Krise

**Die Krise der Europäischen Währungsunion verschärfte sich in den vergangenen Monaten merklich und belastet die Weltwirtschaft. Die Lösungsversuche der EU-Regierungen sind bislang gescheitert. Eine umfassende Lösungsstrategie muss an mehreren Punkten ansetzen: an einer zumindest teilweisen Vergemeinschaftung der Staatsschulden, an Maßnahmen zur kurzfristigen Stabilisierung der Konjunktur und an der langfristigen Stabilisierung der öffentlichen Verschuldung. Die Alternative wäre ein Auseinanderbrechen der Währungsunion mit erheblichen Folgen für die Realwirtschaft der Euro-Länder.**

Wissenschaftliche Begutachtung: Fritz Breuss • Wissenschaftliche Assistenz: Martha Steiner • E-Mail-Adressen: [Stefan.Ederer@wifo.ac.at](mailto:Stefan.Ederer@wifo.ac.at), [Martha.Steiner@wifo.ac.at](mailto:Martha.Steiner@wifo.ac.at)

In den vergangenen zwei Jahren erholte sich die Weltwirtschaft uneinheitlich, aber relativ kräftig. In der Europäischen Union war die Erholung allerdings wesentlich schwächer ausgeprägt als in den anderen Regionen. Die lebhafteste Steigerung der Exporte in die aufstrebenden Schwellenländer, insbesondere aus Deutschland, bewirkte einen kräftigen Aufschwung in einigen Ländern des Euro-Raumes (Deutschland, Österreich, Niederlande, Tschechien, Slowakei) und ließ im Frühjahr 2010 den Eindruck entstehen, die Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/09 sei überwunden. Lediglich in einigen Ländern an der Peripherie des Euro-Raumes (überwiegend in Südeuropa) mit hohem Budgetdefizit und/oder hoher Verschuldung der öffentlichen Haushalte hielt die Krise an.

Dieser Eindruck war jedoch trügerisch. Die Finanzmarktkrise war nicht überwunden, sondern in eine Krise des Vertrauens in die öffentlichen Finanzen übergegangen. Diese dämpfte das Wachstum und verhinderte einen selbsttragenden Konjunkturaufschwung im Euro-Raum. Die "Euro-Krise" hat ihre Ursachen in einer ungleichgewichtigen Entwicklung innerhalb der Währungsunion, den staatlichen Unterstützungsmaßnahmen für den Bankensektor sowie einer teilweise bereits vor der Krise hohen öffentlichen und privaten Verschuldung<sup>1)</sup>. Sie verschärfte sich in den vergangenen Monaten merklich und bildet mittlerweile das größte Risiko für die Weltwirtschaft. Alle Versuche der EU-Regierungen, die Krise einzudämmen, sind bisher gescheitert. Der vorliegende Beitrag geht nicht auf die Ursachen der Krise in der Währungsunion ein, sondern zeichnet ihre jüngste Entwicklung nach und diskutiert die wichtigsten Mechanismen und bisherigen Lösungsversuche. Abschließend werden Ansätze einer erfolversprechenden Lösungsstrategie skizziert.

Im Frühjahr 2010 stiegen die Renditen griechischer Staatsanleihen nach Bekanntwerden des tatsächlichen Schuldenstands stark. Im Mai wurde von Ländern des Euro-Raumes, der Europäischen Kommission und dem IWF ein Unterstützungspaket mit einem Volumen von 110 Mrd. € beschlossen (siehe Kasten "Bisherige Hilfspakete"). Gleichzeitig wurde die Gründung der *Europäischen Finanzstabilitätsfazilität* (EFSF; siehe Kasten "Rettungsschirm") beschlossen, um Ländern, die in eine Staatsschuldenkrise geraten sind, Kredite von insgesamt bis zu 440 Mrd. € gewähren zu können. Die EFSF wurde im November 2010 bzw. Mai 2011 von Irland und Portugal in Anspruch genommen, nachdem seit dem Sommer 2010 die Renditen der Staatsanleihen auch

---

### Bisheriger Verlauf der Krise

---

<sup>1)</sup> Zu den Ursachen der Staatsschuldenkrise siehe Tichy, G., "Die Staatsschuldenkrise: Ursachen und Folgen", in diesem Heft, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/43196>. Eine ausführliche Diskussion der ungleichgewichtigen Entwicklung im Euro-Raum findet sich in Ederer (2010).

in diesen Ländern dramatisch gestiegen und sie daher de facto vom Kapitalmarkt abgeschnitten waren. Die Kredite an alle drei Länder waren jeweils mit Reformprogrammen verbunden, in denen Ausgabenkürzungen, Steuererhöhungen und eine Fülle struktureller Maßnahmen vereinbart wurden. Die Auszahlung der Kredite erfolgt in mehreren Tranchen, denen jeweils eine Überprüfung der Umsetzung der vereinbarten Reformprogramme vorangeht (siehe Kasten "Bisherige Hilfspakete").

### Bisherige Hilfspakete

#### Griechenland: erstes Hilfspaket

Das erste Hilfspaket für Griechenland im Ausmaß von 110 Mrd. € wurde im Mai 2010 beschlossen. 80 Mrd. € davon sind bilaterale Kredite der Euro-Länder, 30 Mrd. € stellt der IWF bereit. Das Programm sollte eine Laufzeit von drei Jahren haben. Die Europäische Kommission agiert als Kreditvermittler, trägt selbst aber keine Mittel bei.

Bislang wurden aus diesem Hilfspaket in 5 Tranchen Kredite im Ausmaß von 65 Mrd. € ausgezahlt. Jeder Auszahlung geht eine Prüfung des Fortschritts in der Umsetzung der vereinbarten Maßnahmen voraus. Die Auszahlung der nächsten Tranche von 8 Mrd. € wurde nach mehrmaliger Verschiebung Anfang Dezember 2011 freigegeben und soll noch vor Ende 2011 erfolgen.

#### Griechenland: zweites Hilfspaket

Im Juli 2011 wurde ein zweites Hilfspaket im Ausmaß von 109 Mrd. € bis 2014 beschlossen. Die bislang noch nicht ausgezahlten Hilfskredite aus dem ersten Paket (45 Mrd. €) sollten in das zweite Paket inkludiert werden. Das gesamte Ausmaß der beiden Pakete hätte demnach 174 Mrd. € betragen.

Aufgrund einer weiteren Verschlechterung der wirtschaftlichen und fiskalischen Lage Griechenlands wurde das Paket im Oktober 2011 überarbeitet: Nunmehr sollen 130 Mrd. € an Hilfskrediten bereitgestellt werden. 30 Mrd. € davon sind als Beteiligung der EU am freiwilligen Schuldennachlass von 50% durch private Gläubiger geplant. Durch die private Beteiligung soll die Schuldenquote Griechenlands bis 2020 auf 120% des BIP gesenkt werden. Das Gesamtausmaß der Griechenland-Hilfe würde demnach auf 195 Mrd. € steigen. Die Details des überarbeiteten zweiten Hilfspakets werden jedoch noch definiert.

#### Irland

Im November 2010 wurde ein Hilfspaket für Irland im Ausmaß von 85 Mrd. € beschlossen. 17,5 Mrd. € davon musste Irland selbst durch Auflösung von Vermögenswerten beitragen. Die externe Unterstützung kommt zu zwei Dritteln von der EU und einzelnen Mitgliedsländern und zu einem Drittel vom IWF. 22,5 Mrd. € werden über den EFSM und 17,7 Mrd. € über die EFSF (siehe Kasten "Rettungsschirm") bereitgestellt. Das Programm läuft 3 Jahre, die Kredite haben eine durchschnittliche Laufzeit von 7,5 Jahren. 34 Mrd. € wurden bisher von EU und IWF ausgezahlt. Eine weitere Tranche von 4,2 Mrd. € wurde Anfang Dezember freigegeben.

#### Portugal

Im Mai 2011 wurde das Hilfspaket für Portugal in der Höhe von 78 Mrd. € beschlossen. Zwei Drittel der Kredite werden von der EU und ein Drittel vom IWF beigesteuert. Der Anteil der EU wird jeweils zur Hälfte (26 Mrd. €) über EFSM und EFSF aufgebracht. Das Programm dauert 3 Jahre, die Kredite haben eine durchschnittliche Laufzeit von 7,5 Jahren. 30,3 Mrd. € wurden bisher von EU und IWF bereitgestellt.

### Übersicht 1: Hilfsprogramme für Griechenland, Irland und Portugal

	Griechenland <sup>1)</sup> 1. Paket		Irland <sup>2)</sup>		Portugal		Griechenland <sup>1)</sup> 2. Paket
	Zugesagt	Ausgezahlt	Zugesagt	Ausgezahlt Mrd. €	Zugesagt	Ausgezahlt	Zugesagt
Insgesamt	110,0	65,0	67,5	34,0	78,0	30,3	130,0
IWF	30,0	17,9	22,5	8,7	26,0	10,4	33,3
EU	80,0	47,1	45,0	25,3	52,0	19,9	96,7
Bilaterale Kredite	80,0	47,1	4,8	4,8	–	–	–
EFSM	–	–	22,5	13,9	26,0	14,1	–
EFSF	–	–	17,7	6,6	26,0	5,8	96,7

Q: EFSF, Europäische Kommission, Sachverständigenrat (2011). Stand Anfang Dezember 2011. Die Auszahlung der nächsten Tranche für Griechenland (8 Mrd. €) und Irland (4,2 Mrd. €) wurde Anfang Dezember freigegeben und soll noch 2011 erfolgen. – <sup>1)</sup> 45 Mrd. € aus dem 1. Paket werden in das 2. Paket übernommen. Das Gesamtvolumen beträgt daher 195 Mrd. €. – <sup>2)</sup> Irland musste zusätzlich 17,5 Mrd. € durch Auflösung von Vermögenswerten beitragen. Das gesamte Hilfsprogramm umfasst 85 Mrd. €.

## Rettungsschirm

Im Mai 2010 beschlossen die Euro-Länder auf Basis von Art. 122 Abs. 2 AEUV die Einrichtung eines "Europäischen Stabilitätsmechanismus" (ESM) mit einem Gesamtkreditvolumen von 500 Mrd. €. Er besteht aus zwei Elementen<sup>1)</sup>: dem europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus und der europäischen Finanzstabilisierungsfazilität.

### *Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM, 60 Mrd. €)*

Der EFSM erweitert die bisher nur für Nicht-Euro-Länder bestehenden Zahlungsbilanzhilfen auch auf Euro-Länder. Unter diesem Programm werden Anleihen auf dem Kapitalmarkt aufgenommen und diese Mittel an die profitierenden Länder weitergegeben. Die EU haftet für die ausgegebenen Anleihen mit ihrem Haushalt. Das Volumen beträgt bis zu 60 Mrd. €, bisher wurden davon 22,5 Mrd. € für Irland und 26 Mrd. € für Portugal aktiviert.

### *Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF, 440 Mrd. €)*

Auf der Basis eines multilateralen Abkommens wurde eine privatrechtliche Gesellschaft gegründet, die berechtigt ist, Anleihen aufzunehmen und an die Länder der Währungsunion zu vergeben. Die Staaten haften dafür jeweils aliquot mit ihrem Anteil an der EZB. Das Kreditvolumen der EFSF beträgt 440 Mrd. €. Da jedoch nur 6 Euro-Länder über ein Triple-A-Rating verfügen und diese Länder insgesamt für etwa 58% der Kredite haften, waren zunächst nur 250 Mrd. € abrufbar. Im Juli 2011 wurde daher beschlossen, das Haftungsvolumen der EFSF auf 780 Mrd. € anzuheben. Dies wurde durch eine Überhaftung aller Länder von 165% ihres jeweiligen Anteils möglich. Da jene Länder, die ein Hilfsprogramm in Anspruch nehmen, nicht mehr für Anleihen der EFSF haften, beträgt das Gesamtvolumen effektiv 726 Mrd. €. Das ohne Verlust des Triple-A-Ratings abrufbare Volumen erhöht sich dadurch auf etwa 450 Mrd. €. Bislang wurden 17,7 Mrd. € für Irland und 26 Mrd. € für Portugal aktiviert. Weitere 130 Mrd. € wurden im Rahmen des überarbeiteten zweiten Hilfspakets für Griechenland zugesagt.

Der Aktionsspielraum der EFSF wurde im Juli 2011 deutlich ausgeweitet. Bis zu diesem Zeitpunkt wurden einzelnen Ländern nach Ansuchen und im Rahmen eines Übereinkommens Kredite gewährt. Nunmehr ist die EFSF auch berechtigt, vorbeugend auf dem Sekundärmarkt Anleihen anzukaufen und indirekt über Kreditvergabe an die Staaten auch das Bankensystem zu stützen. Im Oktober 2011 wurde vereinbart, das Volumen der EFSF auf das Vier- bis Fünffache zu "hebeln", um den Aktionsumfang auf etwa 1 Bio. € zu erweitern. An der Formulierung der Details wird noch gearbeitet. Zwei Varianten zeichnen sich ab: die Schaffung eines Co-Investmentfonds und die teilweise Besicherung neuer nationaler Anleihen durch die EFSF.

### *Europäischer Stabilisierungsmechanismus (ESM)*

EFSM und EFSF sind auf drei Jahre befristet und sollen 2013 von einem permanenten europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) abgelöst werden. Der ESM-Vertrag wurde von den Euro-Ländern im Juli 2011 unterzeichnet. Rechtlich stützt er sich auf den neuen Art. 136 Abs. 3 AEUV<sup>2)</sup>, der allerdings erst von den Mitgliedsländern ratifiziert werden muss, damit der ESM eingerichtet werden kann. Im Unterschied zur EFSF müssen in den ESM 80 Mrd. € als Kapital eingezahlt werden. Weitere 620 Mrd. € können abgerufen werden. Insgesamt beträgt das gezeichnete Kapital 700 Mrd. €. Die Darlehensobergrenze wurde mit 500 Mrd. € festgelegt (ECB, 2011).

<sup>1)</sup> Zusätzlich stellt der IWF im Rahmen des Europäischen Stabilitätsmechanismus 250 Mrd. € bereit. Das Gesamtvolumen beträgt damit 750 Mrd. €. –  
<sup>2)</sup> "Die Mitgliedsstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilisierungsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen" (zitiert nach Breuss, 2011).

Die Hilfspakete und die Installation des Rettungsschirmes konnten das Vertrauen der Anleger nicht so weit stabilisieren, dass die Renditen der Staatsanleihen wieder gesunken wären, sie verhinderten aber kurzfristig eine weitere Eskalation der Krise. Seit dem Sommer 2011 haben sich Tempo und Ausmaß der Euro-Krise jedoch deutlich verschärft. Im Juli begannen die Zinssätze für italienische und spanische Anleihen stark zu steigen. Damit drohte die Krise auch auf größere EU-Länder überzugreifen. Erstmals wurde von den Regierungen der Euro-Länder implizit anerkannt, dass die Krise nicht mehr nur einzelne Länder an der Peripherie des Euro-Raumes betrifft. Die systemische und europäische Dimension der Krise wurden nunmehr stärker diskutiert. Die Regierungen beschlossen eine Ausweitung der Möglichkeiten der EFSF, in die Krise einzugreifen. Die EFSF sollte in die Lage versetzt werden, vorbeugend auf dem Sekundärmarkt Anleihen zu kaufen. Darüber hinaus wurde die Möglichkeit der Kreditvergabe an Banken vorgesehen. Die erweiterte EFSF trat nach Ratifizierung durch die einzelnen Mitgliedsländer im Oktober 2011 in Kraft.

Gleichzeitig mit der Reform der EFSF wurde im Juli ein neuerliches Hilfspaket für Griechenland in der Höhe von 109 Mrd. € beschlossen, da sich die Erwartungen über Wirtschaftswachstum und Budgetkonsolidierung als zu positiv erwiesen und die Renditen für griechische Anleihen im Frühjahr neuerlich auf Rekordwerte gestiegen waren. Zu diesem Zeitpunkt wurde mit der Beteiligung privater Gläubiger an der Schul-

denreduktion erstmals die Notwendigkeit eines Schuldenschnitts in Griechenland unterstellt. Das zweite Hilfspaket für Griechenland vom Juli 2011 kam aber letztlich nicht zum Tragen, weil sich die Lage weiter verschärfte und daher neue Maßnahmen ins Auge gefasst werden mussten.

Übersicht 2: Kapitalausstattung der Rettungsschirme EFSF und ESM

	Anteile am Eigenkapital der EZB <sup>1)</sup>	EFSF Haftungs- volumen	ESM Gezeichnetes Kapital		Kreditwürdig- keit laut Moody's
	In %		Insgesamt	Eingezahltes Kapital	Rating
			Mrd. €		
Deutschland	27,06	211,0	190,0	21,7	Aaa
Frankreich	20,32	158,5	142,7	16,3	Aaa
Italien	17,86	139,3	125,4	14,3	A2
Spanien	11,87	92,5	83,3	9,5	A1
Niederlande	5,70	44,4	40,0	4,6	Aaa
Belgien	3,47	27,0	24,3	2,8	Aa1
Griechenland <sup>2)</sup>	2,81	21,9	19,7	2,3	Ca
Österreich	2,78	21,6	19,5	2,2	Aaa
Portugal <sup>2)</sup>	2,50	19,5	17,6	2,0	Ba2
Finnland	1,79	14,0	12,6	1,4	Aaa
Irland <sup>2)</sup>	1,59	12,4	11,5	1,3	Ba1
Slowakei	0,99	7,7	5,8	0,7	A1
Slowenien	0,47	3,7	3,0	0,3	Aa2
Estland	0,26	2,0	1,3	0,1	A1
Luxemburg	0,25	1,9	1,8	0,2	Aaa
Zypern	0,20	1,5	1,4	0,2	Baa1
Malta	0,09	0,7	0,5	0,1	A1
Insgesamt	100,0	780	700	80	
Effektiv <sup>3)</sup>	93,1	726			
Länder mit Triple A <sup>4)</sup>	57,9	452			

Q: EFSF Framework Agreement; Moody's Investors Service, Inc.; Moody's Analytics, Inc. Stand Anfang Dezember 2011. Aaa . . . erstklassig, kein Ausfallrisiko, Aa . . . starke Zahlungsfähigkeit, A . . . gute Zahlungsfähigkeit, Ba . . . spekulativer Bereich beginnt, B . . . spekulativ, hohes Risiko, Caa . . . sehr hohes Ausfallrisiko. – <sup>1)</sup> Der ESM-Aufteilungsschlüssel weicht geringfügig davon ab. – <sup>2)</sup> Griechenland, Irland und Portugal beziehen bereits Hilfskredite und tragen daher nicht zur EFSF bei. – <sup>3)</sup> Ohne Griechenland, Irland und Portugal. – <sup>4)</sup> Deutschland, Frankreich, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Finnland.

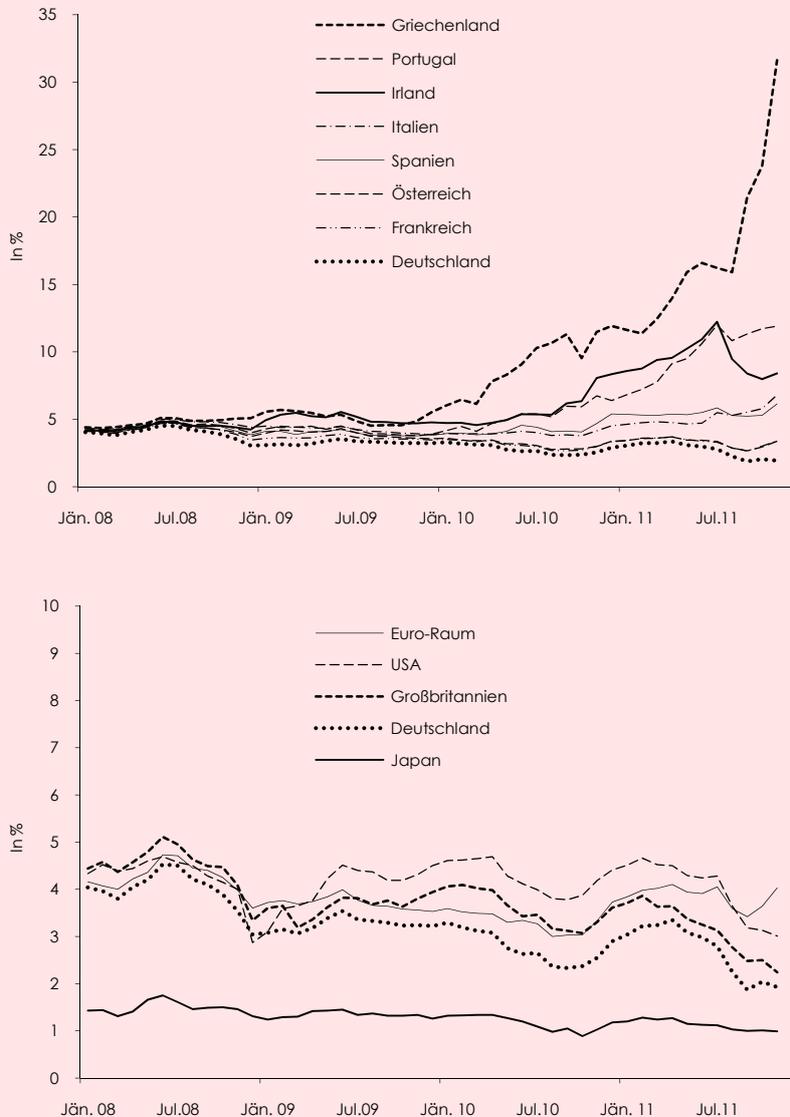
Die Lage beruhigte sich nur mehr kurz. Nach den Beschlüssen im Juli begannen die Zinssätze für italienische und spanische Anleihen wieder zu steigen. Die EZB trat als Kreditgeber auf und kaufte auf dem Sekundärmarkt in großem Umfang italienische und spanische Anleihen, um einen weiteren Anstieg zu verhindern. Im August und September 2011 weitete sich die Krise auf den Bankensektor aus. Die Aktienkurse mehrerer europäischer Banken verfielen dramatisch. Die anhaltende Diskussion über einen Schuldenschnitt in Griechenland und die möglichen Auswirkungen auf das Finanz- und Bankensystem ließen das Vertrauen in die Stabilität der Banken sinken. Der Interbankenmarkt versiegte praktisch ganz, da Banken nicht mehr bereit waren, einander Kredite zu gewähren. Die Krise hatte damit auch in der öffentlichen Wahrnehmung eine "systemische Dimension" (Jean-Claude Trichet, 11. Oktober 2011) erreicht.

Die im Juli beschlossenen Maßnahmen zur Ausweitung der Kompetenzen der EFSF wurden nach langen innenpolitischen Diskussionen, insbesondere in Deutschland und der Slowakei, Anfang Oktober 2011 von allen Ländern des Euro-Raumes bestätigt. Gleichzeitig zeigte sich jedoch, dass die Maßnahmen abermals nicht umfassend genug waren, um das Vertrauen zu stabilisieren und die Krise zu beenden. Die Eskalation beschleunigte sich zuletzt immer mehr und setzt die Politik unter Zugzwang. Als sich im Oktober die Anzeichen verdichteten, dass Griechenland aufgrund des massiven Wirtschaftseinbruchs das angestrebte Budgetdefizit 2011 nicht erreichen würde, und sich die politische Diskussion in Italien um die Reformbemühungen intensivierte, stiegen die Zinssätze für Staatsanleihen dieser Länder weiter. Ende Oktober wurden daher in mehreren Krisen-Gipfeltreffen weitere Maßnahmen angekündigt. Diese enthielten eine Vorgabe zur Erhöhung der Eigenkapitalquote von "systemrelevanten" Banken, die Ankündigung eines freiwilligen Verzichts von Privatgläubigern auf 50% des Wertes ihrer griechischen Staatsanleihen sowie eine "Hebelung" der EFSF

(siehe Kasten "Rettungsschirm"). Das zweite Hilfspaket für Griechenland wurde auf 130 Mrd. € ausgeweitet. Die detaillierte Ausarbeitung dieser Maßnahmen ist jedoch noch im Gange.

Abbildung 1: Renditen langfristiger staatlicher Schuldverschreibungen

Laufzeit von 10 Jahren

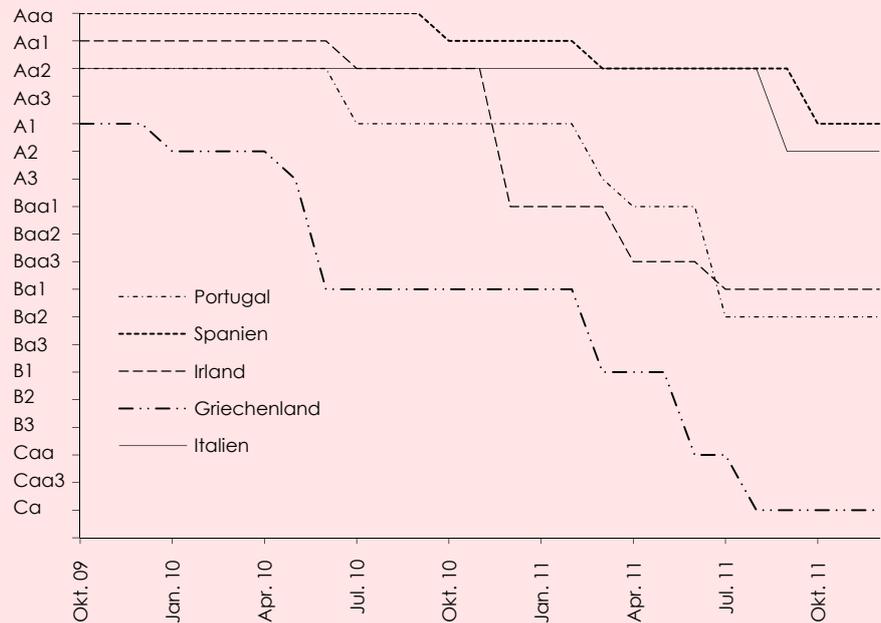


Q: OeNB.

Auch diese Beschlüsse konnten jedoch das Vertrauen in die öffentlichen Finanzen nicht wiederherstellen. Ende November lagen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in Griechenland, Portugal und Irland weiterhin auf hohem Niveau, jene für Italien und Spanien nahe der 7%-Marke. In Frankreich, Belgien, Slowenien, Österreich und anderen Ländern stiegen sie zuletzt bedenklich rasch, allerdings ausgehend von deutlich niedrigerem Niveau. Ende November drohte die Agentur Moody's mit einer Herabstufung des Ratings für 87 europäische Banken. Standard & Poor's setzte den Ausblick für 15 Euro-Länder Anfang Dezember auf negativ. Beim EU-Gipfel am 8. und 9. Dezember wurde beschlossen, im März 2012 einen Vertragsentwurf für einen neuen "Fiskalpakt" der Euro-Länder vorzulegen. Dieser soll noch strengere Regeln für die Budgetplanung und -kontrolle vorgeben als bisher. Darüber hinaus sollen dem IWF von den Zentralbanken der EU und anderen Ländern zusätzlich 200 Mrd. € zur Verfügung gestellt werden. Der Termin für das Inkrafttreten des ESM (siehe Kasten "Ret-

tungsschirm") soll auf Juli 2012 vorverlegt werden. Die unmittelbare Reaktion der Anleger auf den Finanzmärkten auf diese Beschlüsse war verhalten.

Abbildung 2: Bewertung der Kreditwürdigkeit der Krisenländer seit 2009



Q: Moody's Investors Service, Inc.; Moody's Analytics, Inc. Aaa . . . erstklassig, kein Ausfallsrisiko, Aa . . . starke Zahlungsfähigkeit, A . . . gute Zahlungsfähigkeit, Ba . . . spekulativer Bereich beginnt, B . . . spekulativ, hohes Risiko, Caa . . . sehr hohes Ausfallsrisiko.

### Bisherige Lösungsversuche gescheitert

Wie diese sehr komprimierte Darstellung des Verlaufs der Euro-Krise zeigt, sind die bisherigen Versuche der Europäischen Union die Krise einzudämmen gescheitert. Die beschlossenen Maßnahmen waren nicht geeignet oder nicht weitreichend genug, um die Mechanismen der Krise zu unterbrechen und sie auf einige kleine Länder an der Peripherie zu beschränken. Auch die zuletzt diskutierten Maßnahmen dürften nicht ausreichen, um die Situation zu stabilisieren.

Die Euro-Krise zeigt sich in einer Kombination von schwachem Wirtschaftswachstum, hoher privater und öffentlicher Verschuldung, einem stark exponierten Finanz- und Bankensystem, der zunehmenden Unsicherheit sowie verspäteten und unzureichenden Politikreaktionen. Diese Faktoren verstärken einander in mehreren Rückkopplungsschleifen und erzeugen so eine "Abwärtsspirale" von der ein Land nach dem anderen erfasst wurde. Eine hohe öffentliche Verschuldung und ein hohes Budgetdefizit zogen in Verbindung mit negativen Wachstumsaussichten in einigen Ländern den Verlust des Anlegervertrauens in die Zahlungsfähigkeit der öffentlichen Haushalte nach sich. In der Folge wurden die Anleihen dieser Länder auf dem Sekundärmarkt weniger stark nachgefragt, sodass die Renditen entsprechend stiegen. Wenn dieser Anstieg über einen längeren Zeitraum anhält, erhöht sich die Zinsbelastung der öffentlichen Haushalte, da die für die laufende Refinanzierung der Staatsschuld und zur Abdeckung des zusätzlichen Finanzierungsbedarfs neu ausgegebenen Anleihen diesem höheren Zinssatz unterliegen. Die hohe Zinsbelastung bedeutet eine tatsächliche Verschlechterung der Zahlungsfähigkeit. Wenn dadurch die Staatsschuld weiter steigt, verlieren die Anleger das Vertrauen in die Bedienung und Rückzahlung der Schulden. Eine Liquiditätskrise – die vorübergehende Knappheit von liquiden Mitteln zur Finanzierung der öffentlichen Haushalte – wird so zu einer Solvenzkrise.

## Übersicht 3: Wirtschaftswachstum und Staatshaushalt der Krisenländer im Euro-Raum seit 2007

			2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Griechenland									
BIP, real	Veränderung gegen das Vorjahr in %		+ 3,0	- 0,2	- 3,2	- 3,5	- 5,5	- 2,8	+ 0,7
Finanzierungssaldo des Staates	in % des BIP		- 6,5	- 9,9	-15,8	-10,8	- 8,9	- 7,0	- 6,8
Primärsaldo <sup>1)</sup> des Staates	in % des BIP		- 2,0	- 4,8	-10,6	- 5,0	- 2,2	+ 0,1	+ 0,9
Staatsschuld, brutto	in % des BIP		107,4	113,0	129,3	144,9	162,8	198,3	198,5
Irland									
BIP, real	Veränderung gegen das Vorjahr in %		+ 5,2	- 3,0	- 7,0	- 0,4	+ 1,1	+ 1,1	+ 2,3
Finanzierungssaldo des Staates	in % des BIP		+ 0,1	- 7,3	-14,2	-31,3	-10,3	- 8,6	- 7,8
Primärsaldo <sup>1)</sup> des Staates	in % des BIP		+ 1,1	- 6,0	-12,1	-28,2	- 6,7	- 4,3	- 2,0
Staatsschuld, brutto	in % des BIP		24,9	44,3	65,2	94,9	108,1	117,5	121,1
Portugal									
BIP, real	Veränderung gegen das Vorjahr in %		+ 2,4	+ 0,0	- 2,5	+ 1,4	- 1,9	- 3,0	+ 1,1
Finanzierungssaldo des Staates	in % des BIP		- 3,1	- 3,7	-10,2	- 9,8	- 5,8	- 4,5	- 3,2
Primärsaldo <sup>1)</sup> des Staates	in % des BIP		- 0,2	- 0,6	- 7,3	- 6,8	- 1,6	+ 0,8	+ 2,3
Staatsschuld, brutto	in % des BIP		68,3	71,6	83,0	93,3	101,6	111,0	112,1
Spanien									
BIP, real	Veränderung gegen das Vorjahr in %		+ 3,5	+ 0,9	- 3,7	- 0,1	+ 0,7	+ 0,7	+ 1,4
Finanzierungssaldo des Staates	in % des BIP		+ 1,9	- 4,5	-11,2	- 9,3	- 6,6	- 5,9	- 5,3
Primärsaldo <sup>1)</sup> des Staates	in % des BIP		+ 3,5	- 2,9	- 9,4	- 7,4	- 4,5	- 3,5	- 2,7
Staatsschuld, brutto	in % des BIP		36,2	40,1	53,8	61,0	69,6	73,8	78,0
Italien									
BIP, real	Veränderung gegen das Vorjahr in %		+ 1,7	- 1,2	- 5,1	+ 1,5	+ 0,5	+ 0,1	+ 0,7
Finanzierungssaldo des Staates	in % des BIP		- 1,6	- 2,7	- 5,4	- 4,5	- 3,8	- 2,2	- 1,1
Primärsaldo <sup>1)</sup> des Staates	in % des BIP		+ 3,4	+ 2,5	- 0,8	- 0,1	+ 0,9	+ 3,1	+ 4,4
Staatsschuld, brutto	in % des BIP		103,1	105,8	115,5	118,4	120,5	120,5	118,7
Euro-Raum									
BIP, real	Veränderung gegen das Vorjahr in %		+ 3,0	+ 0,4	- 4,2	+ 1,9	+ 1,5	+ 0,5	+ 1,3
Finanzierungssaldo des Staates	in % des BIP		- 0,7	- 2,1	- 6,4	- 6,2	- 4,1	- 3,4	- 2,9
Primärsaldo <sup>1)</sup> des Staates	in % des BIP		+ 2,3	+ 0,9	- 3,5	- 3,4	- 1,2	- 0,3	+ 0,3
Staatsschuld, brutto	in % des BIP		66,3	70,1	79,8	85,6	88,0	90,4	90,9
USA									
BIP, real	Veränderung gegen das Vorjahr in %		+ 1,9	- 0,4	- 3,5	+ 3,0	+ 1,6	+ 1,5	+ 1,3
Finanzierungssaldo des Staates	in % des BIP		- 2,8	- 6,4	-11,5	-10,6	-10,0	- 8,5	- 5,0
Primärsaldo <sup>1)</sup> des Staates	in % des BIP		+ 0,1	- 3,7	- 9,0	- 8,0	- 7,0	- 5,4	- 1,7
Staatsschuld, brutto	in % des BIP		62,4	71,8	85,8	95,2	101,0	105,6	107,1

Q: Europäische Kommission. – <sup>1)</sup> Finanzierungssaldo des Staates ohne Zinszahlungen für die Staatsschuld. 2011, 2012 und 2013: Herbstprognose der Europäischen Kommission.

Um eine Schuldenexplosion zu vermeiden, versuchten die Regierungen der betroffenen Länder, den Primärsaldo zu verbessern, und verabschiedeten drastische Sparprogramme. Griechenland, Irland und Portugal mussten sich im Gegenzug für den Erhalt der Hilfskredite zu massiven Spar- und Strukturprogrammen verpflichten. Italien, Spanien, Frankreich und andere Länder des Euro-Raumes beschlossen ebenfalls umfangreiche Konsolidierungsmaßnahmen. Die bisher unternommenen Sparanstrengungen waren dabei beträchtlich. Der Primärsaldo der öffentlichen Haushalte verbesserte sich 2010 in Griechenland gegenüber dem Vorjahr um 5½% des BIP, in Spanien um 2% und in Portugal um ½%. In Irland stieg hingegen das Defizit des Primärsaldos aufgrund der Bankenrettungspakete stark. Insgesamt sind in den vier Jahren von 2009 bis 2013 Verbesserungen des Primärsaldos von 6½% (Spanien), 10% (Irland, Portugal) und 12% des BIP (Griechenland) geplant. Besonders dramatisch sind die Sparmaßnahmen im Lichte der Wirtschaftsentwicklung: Die gesamtwirtschaftliche Produktion schrumpfte zwischen 2007 und 2010 in Irland um 10%, in Griechenland um 7%, in Spanien um 3% und in Portugal um 1%. Für 2013 rechnet die Europäische Kommission mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung Griechenlands um 14% gegenüber 2007. Auch Irland (-6%) und Portugal (-5%), dürften nach dieser Prognose 2013 eine deutlich geringere Wirtschaftsleistung aufweisen als im Jahr 2007.

Die in den Programmen enthaltenen Maßnahmen zielen meist auf eine kurzfristige Kürzung der Ausgaben und Erhöhung der Einnahmen (*European Commission*, 2010, 2011B, 2011C). Eine Anhebung der Mehrwertsteuer und Einkommensteuer, Gehaltskürzungen und Stellenabbau im öffentlichen Dienst sowie die Kürzung von Pensionszahlungen bewirken aber unmittelbar einen Einkommensausfall der privaten Haushalte und dämpfen daher die Konsumausgaben. Die Folge ist eine Schwächung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und des Wirtschaftswachstums. Die Maßnahmenpakete enthalten zwar Strukturreformen, die das Wachstum fördern sollen. Diese

wirken aber meist erst langfristig; Maßnahmen, um den Nachfrageausfall kurzfristig zu kompensieren, wurden nicht getroffen. Eine Wachstumsverlangsamung bedeutet jedoch wiederum den Entfall von Steuereinnahmen und eine Ausweitung der Ausgaben, sodass die gesteckten Sparziele nicht erreicht und in der Folge weitere Sparmaßnahmen umgesetzt werden. Griechenland hat bereits angekündigt, das angestrebte Budgetdefizit 2011 zu überschreiten; in anderen Ländern ist eine ähnliche Entwicklung zu erwarten. Als Reaktion darauf wurden bereits weitere Sparprogramme angekündigt. Die drastischen Sparmaßnahmen stoßen allerdings bereits an die Grenze der politischen Umsetzbarkeit, Streiks und Proteste sind in den meisten betroffenen Ländern an der Tagesordnung. Die griechische Regierung konnte für das Maßnahmenpaket im September 2011 nur mehr knapp eine Mehrheit im Parlament gewinnen. Zuletzt wurden in Griechenland und Italien Expertenregierungen eingesetzt, die sich auf eine breite Mehrheit im Parlament stützen. Ob es ihnen gelingt, weitere Reformpakete umzusetzen, bleibt abzuwarten.

Die oben beschriebenen Rückkoppelungsmechanismen bewirken eine Abwärtsspirale, in der sich die Krise im jeweiligen Land immer weiter verschärft. Aufgrund der anhaltenden Krise nimmt auch die Unsicherheit unter Unternehmen und privaten Haushalten weiter zu. Konsum und Investitionen werden deshalb eingeschränkt, und dies schwächt die Nachfrage zusätzlich. Eine prozyklische Reaktion der Ratingagenturen auf diese Entwicklungen beschleunigt die Abwärtsspirale. Wie der oben beschriebene Verlauf der Krise zeigt, konnte das Anlegervertrauen durch die Hilfskredite und die damit verbundenen Programme bislang nicht wiedergewonnen werden. Eine baldige Rückkehr Griechenlands, Irlands und Portugals auf die Kapitalmärkte erscheint unwahrscheinlich. Neuerliche Hilfskredite könnten notwendig werden, um den Finanzierungsbedarf zu decken.

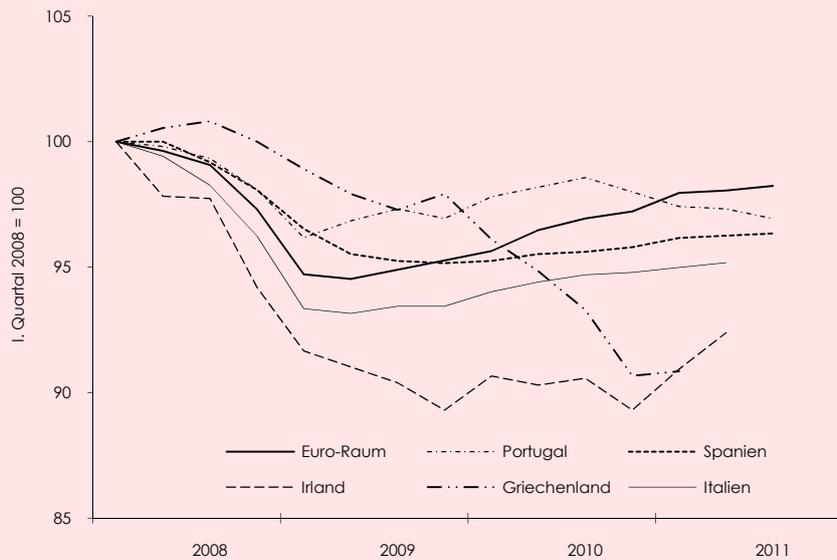
Weitere Rückkoppelungsschleifen bestehen mit dem Finanz- und Bankensystem, das einen großen Teil der Staatsanleihen hält. Ein Zahlungsausfall eines Staates würde das Anlagevermögen der Banken verringern und dadurch ihre Eigenkapitalbasis schmälern. Den betroffenen Instituten droht daher im äußersten Fall ebenfalls eine Insolvenz. Das europäische Finanz- und Bankensystem ist durch das gegenseitige Halten von Aktien und Anleihen sowie die Vergabe kurzfristiger Kredite stark verwoben (IMF, 2011); der Zahlungsausfall einer großen Bank würde daher auch andere Banken in Schwierigkeiten bringen. Zu dem Vertrauensverlust gegenüber dem Bankensystem trugen vermutlich auch die europaweit durchgeführten Stresstests bei, die vielfach als zu "milde" angesehen wurden. Die Verschärfung der Krise machte neue, härtere Tests notwendig. Erst Mitte Oktober wurde in einem "Schnell-Stresstest" der europäischen Bankenaufsicht die Abschreibung aller Staatsanleihen auf ihren Marktwert unterstellt. Das Ergebnis war ein geschätzter Kapitalbedarf von 106 Mrd. €. Am 8. Dezember wurden detaillierte Ergebnisse für 71 systemrelevante Großbanken in der EU vorgelegt. Der geschätzte Kapitalbedarf beträgt nunmehr insgesamt 115 Mrd. €<sup>2)</sup>. Der IMF (2011) hatte bereits im Oktober darauf hingewiesen, dass die europäischen Banken eine dringende Aufstockung ihres Eigenkapitals benötigen; damals wurde dies noch zurückgewiesen.

Diese Liquiditätskrise könnte zusätzlich verschärft werden, wenn aufgrund der anhaltenden Unsicherheit auch die privaten Haushalte ihr Vertrauen in die Sicherheit ihrer Sparguthaben verlieren und beginnen, diese in Bargeld umzuwandeln ("Bank-Run"). Banken könnten in der Folge zunehmend versuchen, einen Teil ihres Anlagevermögens zu verkaufen, oder die Kreditvergabe einschränken ("Kreditklemme"), um ihre Eigenkapitalquote zu erhöhen. Dies würde wiederum einen Preisverfall der Finanzanlagen nach sich ziehen, sodass die Eigenkapitalbasis weiter geschwächt würde. Die Liquiditätskrise würde sich so zu einer Solvenzkrise der Banken ausweiten. Um dieser Entwicklung vorzubeugen, stellte die EZB den Banken liquide Mittel in hohem Ausmaß zur Verfügung. Eine Eskalation der Krise des Bankensektors konnte dadurch bisher verhindert werden.

<sup>2)</sup> Siehe <http://www.eba.europa.eu>.

Abbildung 3: Bruttoinlandsprodukt, real

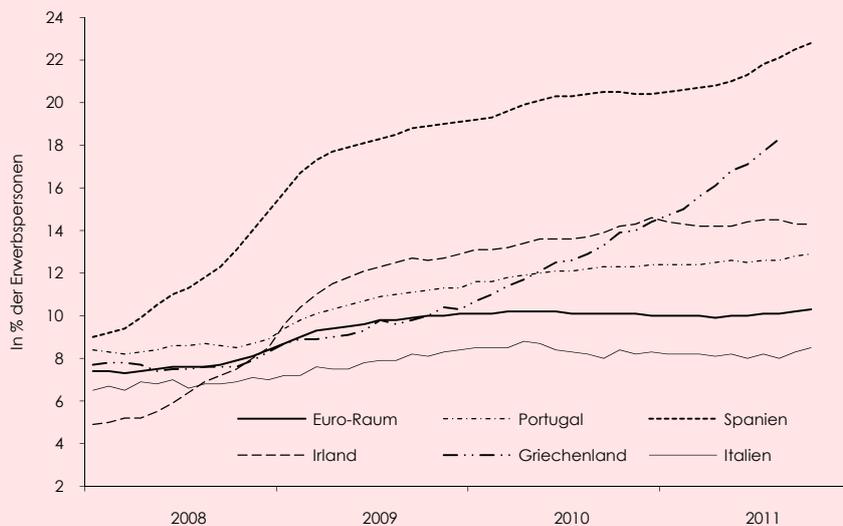
Arbeitsmäßig- und saisonbereinigt



Q: Eurostat.

Abbildung 4: Entwicklung der Arbeitslosigkeit seit 2008

Saisonbereinigt



Q: Eurostat.

Zwei Faktoren könnten allerdings dazu beitragen, dass das Finanz- und Bankensystem weiter unter Druck gerät. Zum einen hat eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums Kreditausfälle des privaten Sektors zur Folge. Da Sicherheiten – z. B. eine Immobilie – in einem schwachen wirtschaftlichen Umfeld schwierig zu veräußern sind, würden die kreditgebenden Banken einen Teil ihres Anlagevermögens verlieren, ihre Eigenkapitalbasis würde somit weiter geschmälert. Dies ist insbesondere in jenen Ländern problematisch, in denen die private Verschuldung hoch ist. Zum anderen könnte die Verschärfung der Eigenkapitalrichtlinien für europäische Großbanken die Banken veranlassen, ihre Bilanz zu verkürzen. In der aktuellen Situation dürfte es schwierig sein, Eigenkapital auf dem Finanzmarkt aufzunehmen. Banken könnten daher in Zukunft weniger Kredite vergeben.

Die Krise mit ihren oben beschriebenen Mechanismen kann grundsätzlich auf jedes Land der Währungsunion übergreifen. Die Wahrscheinlichkeit, dass Anleger das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit von Staaten oder anderen Institutionen verlieren, ist dabei umso höher, je schlechter die Wachstumsaussichten und je höher die öffentliche und private Verschuldung bzw. je anfälliger das Finanz- und Bankensystem ist. Je länger die Unsicherheit anhält und je mehr sich die Euro-Krise verschärft, desto höher ist auch das Risiko, dass weitere Staaten davon betroffen werden. Diese Entwicklung ist im Euro-Raum zu beobachten: Nach Griechenland, Irland und Portugal droht die Krise mittlerweile auf eine Reihe anderer Länder – Italien und Spanien, aber auch Belgien, Frankreich und Slowenien – überzugreifen. Es besteht eine ernstzunehmende Gefahr, dass ein Land nach dem anderen vom Kern der Eurozone "abgeschält" wird. Lediglich Deutschland und einige wenige andere Länder profitieren bisher von dieser Entwicklung: Die Zinssätze für deutsche Staatsanleihen sanken seit dem Frühjahr 2011 und erreichten im Herbst den bisher niedrigsten Wert seit Bestehen der Währungsunion.

Die bislang beschlossenen Maßnahmen waren nicht ausreichend, um die Situation zu stabilisieren. Die Hilfskredite und die EFSF in ihrer ursprünglichen Form waren dafür konzipiert, einzelnen Staaten im Euro-Raum Kredite zu gewähren, wenn die Refinanzierung der öffentlichen Haushalte immer belastender wird und eine Zahlungsunfähigkeit droht. Sie sollten erst dann wirksam werden, wenn die Krise ein Land bereits erreicht hat und das Land einen Antrag auf Hilfskredite stellt. Mit der Reform der EFSF wurden zwar ihre Möglichkeiten erweitert, vorbeugend in die Krise einzugreifen; der systemische Charakter der Krise wurde jedoch zu wenig berücksichtigt.

Der Beschlussfassung der bisherigen Maßnahmen ging jeweils ein monatelanger Diskussionsprozess voraus, der in hohem Ausmaß öffentlich stattfand. Mit der Ausbreitung der Krise wurden immer wieder neue Maßnahmen diskutiert, die zuvor vehement abgelehnt worden waren (z. B. "Schuldenschnitt für Griechenland"). Die Lösungen wurden daher in der Öffentlichkeit nie als endgültig und umfassend wahrgenommen. Dies dürfte zu der zunehmenden Unsicherheit der Unternehmen und privaten Haushalte beigetragen haben. Die anhaltende Diskussion und das Fehlen eines glaubwürdigen Maßnahmenpakets hatten auch zur Folge, dass sich die Krise auf immer mehr Länder ausbreiten konnte.

---

## Euro-Krise erfordert umfassende Lösung

---

### Eine "europäische" Lösung

Eine umfassende Lösung der Euro-Krise muss auf die oben diskutierten Krisenmechanismen und die Mängel der bisherigen Lösungsversuche Bedacht nehmen. Im Folgenden werden Eckpunkte einer solchen Lösung diskutiert:

Die öffentlichen Schulden betragen 2010 im Euro-Raum insgesamt etwa 85% des BIP, die Schuldenquote ist daher nicht höher als in den USA, in Großbritannien oder Japan. Dennoch sind die Zinssätze auf 10-jährige Staatsanleihen in den letztgenannten Ländern niedriger als im Euro-Raum. Eine Erklärung für dieses Paradoxon ist, dass die USA, Großbritannien und Japan eigene Zentralbanken haben, die notfalls den Markt für Staatsanleihen ausreichend mit Liquidität versorgen würden. Die Länder der Eurozone verschulden sich hingegen in einer Währung, deren Kurs sie nicht kontrollieren können. Einerseits verfügen sie über keine eigene Zentralbank, die diese Rolle als "lender of last resort" wahrnehmen könnte. Andererseits kann in einem gemeinsamen Währungsraum Liquidität in andere Länder abfließen (De Grauwe, 2011A). Eine gemeinsame Haftung der Teilnehmer an der Währungsunion würde die Unsicherheit in Bezug auf die Zahlungsfähigkeit einzelner Länder stoppen und die weitere Ausbreitung der Krise verhindern.

Die EFSF ist ein erster Schritt zu einer Europäisierung der Schulden. Ihre Funktion besteht darin, auf dem Finanzmarkt Anleihen zu begeben und die aufgenommenen Mittel in Form von Krediten an die Krisenländer weiterzugeben. Die EFSF ist nach ihrer Erweiterung nunmehr auch in der Lage, auf dem Sekundärmarkt einzugreifen oder Kredite an Länder der Eurozone zu vergeben, um den Finanz- und Bankensektor zu stabilisieren. Ihre aktuelle Ausgestaltung hat allerdings zwei Schwachpunkte:

- Erstens ist der Umfang zu klein, um der EFSF Glaubwürdigkeit als Krisenabwehrmaßnahme zu verleihen – ihr Vergabevolumen beträgt 440 Mrd. €; davon sind

etwa 140 Mrd. € bereits für Griechenland, Irland und Portugal verplant. Da eine Aufstockung durch die Beiträge der Geldgeber politisch schwierig umzusetzen sein dürfte, planen die EU-Regierungen eine "Hebelung" des Vergabevolumens. Derzeit sind dazu zwei unterschiedliche Varianten im Gespräch. In der ersten würde ein "Co-Investment Fund" (CIF) geschaffen, an dem sich neben der EFSF auch andere Investoren beteiligen. Die zweite Variante sieht vor, dass die EFSF 20% der neu ausgegebenen Anleihen garantiert ("Versicherungslösung"). Beide Lösungen sollen bewirken, dass die EFSF ohne Aufstockung ein größeres Kreditvolumen bewegen kann. Es bestehen jedoch erhebliche Zweifel, dass diese beiden Lösungen tatsächlich funktionieren können. Die Bereitschaft privater Investoren oder von Ländern außerhalb des Euro-Raumes, sich an einem CIF zu beteiligen, dürfte ohne zusätzliche Garantien gering sein. Die Versicherungslösung könnte zwar den Zinssatz etwas senken, wäre bei einem schweren Vertrauensverlust aber wohl unwirksam (Gros, 2011). Der einfachste Weg, das Volumen der EFSF zu hebeln, wäre die Vergabe einer Banklizenz. So könnten über die EFSF Kredite bei der EZB aufgenommen werden, um damit Staatsanleihen zu kaufen (Gros – Mayer, 2011). Diese Lösung wird jedoch derzeit nicht mehr diskutiert, da sie de facto eine Finanzierung von Staatsanleihen durch die EZB bedeutet.

- Der zweite Schwachpunkt der EFSF besteht darin, dass alle Länder nur mit einer bestimmten Quote haften. Staaten, die bereits Hilfskredite beziehen, sind von dieser Haftung ausgenommen. Im Falle einer weiteren Ausbreitung der Krise auf andere Länder würde daher die Kapazität der EFSF abnehmen. Außerdem bemisst sich das Volumen, das die EFSF mit dem höchsten Rating auf dem Markt aufnehmen kann, an der Quote der Länder, die noch über diese Einstufung verfügen (siehe Kasten "Rettungsschirm"). Der Verlust des Triple-A-Ratings eines dieser Länder hätte so eine Verringerung des Vergabevolumens der EFSF zur Folge. Umso wichtiger wäre es daher, die EFSF rasch aufzustocken, bevor weitere Länder in die Krise schlittern.

Eine andere Möglichkeit zur "Europäisierung" der Schulden ist die Ausgabe von Eurobonds. Dies sind Anleihen, die mit einer gemeinsamen, solidarischen Garantie aller Länder ausgestattet werden. Die Europäische Kommission hat vor kurzem einen Vorschlag für die Einführung solcher gemeinsamer Anleihen ("Stabilitätsanleihen") vorgelegt (siehe Kasten "Eurobonds und Schuldentilgungsfonds"). Durch die Ausgabe von Eurobonds würden das Vertrauen der Anleger stabilisiert, die Zinssätze gesenkt und somit die kurz- und mittelfristige Solvenz der Staaten sichergestellt. Die politische Umsetzbarkeit einer solchen Lösung erscheint allerdings schwierig und dürfte eine Änderung der EU-Verträge erfordern. Der Vorschlag der Europäischen Kommission enthält aber auch eine Variante, die anstelle einer gemeinschaftlichen eine anteilmäßige Haftung vorsieht und in ihrer Konstruktion daher der EFSF sehr nahe kommt. Es wäre dafür ein deutlich höheres Volumen vorgesehen – bis zu 60% des BIP des Euro-Raumes. Diese Variante dürfte ohne Änderung der Verträge möglich sein und wäre daher rascher umsetzbar.

Bislang konnte die reformierte EFSF ihre neuen Aufgaben noch nicht wahrnehmen. Im Sommer 2011 musste daher die EZB einschreiten und in hohem Ausmaß Staatsanleihen kaufen, um den Zinssatz in Italien und Spanien zu stabilisieren. Das Ankaufprogramm wurde im Herbst fortgesetzt. Die EZB hält sich allerdings offen, wie lange und in welchem Umfang sie bereit ist, dieses Programm fortzusetzen. Im November wurde angekündigt, das Volumen des wöchentlichen Ankaufs mit 20 Mrd. € zu begrenzen. Nun mehren sich die Stimmen, die eine unbegrenzte Garantie der EZB für Staatsanleihen im Euro-Raum fordern. Da der direkte Kauf von Staatsanleihen auf dem Primärmarkt vertraglich verboten ist, könnte die EZB ankündigen, auf dem Sekundärmarkt unbegrenzt Anleihen aufzukaufen, um die Zinssätze nach oben zu begrenzen. Da die EZB unbegrenzt über Liquidität verfügt, wäre eine solche Ankündigung äußerst glaubwürdig. Sie würde die Unsicherheit drastisch reduzieren und dürfte weniger tatsächliche Interventionen notwendig machen als im bisherigen Verlauf (De Grauwe, 2011b). Weder Eurobonds noch ein stärkeres Eingreifen der EZB war jedoch Thema auf dem EU-Gipfel am 8. und 9. Dezember.

### *Eurobonds und Schuldentilgungsfonds*

Als *Eurobonds* werden Anleihen bezeichnet, für die alle Länder des Euro-Raumes gemeinsam haften. Der jüngste Vorschlag der Europäischen Kommission (*European Commission*, 2011A) sieht 3 verschiedene Varianten für "Stabilisierungsanleihen" vor. Diese unterscheiden sich hinsichtlich der Art der Haftung (gemeinschaftlich oder anteilsmäßig) und des Ausmaßes der Substituierung nationaler Staatsanleihen durch EU-Anleihen (vollständig oder teilweise):

#### *Gemeinschaftliche Haftung, vollständige Substitution nationaler Anleihen*

Diese Variante bedeutet die umfassendste "Europäisierung" von Staatsschulden. In ihr werden alle nationalen durch gemeinschaftliche Anleihen ersetzt; die Euro-Länder haften gemeinschaftlich für alle ausgegebenen Anleihen. Das Risiko eines Zahlungsausfalls wäre so auf den gesamten Euro-Raum verteilt. Damit würden auch alle Länder einen einheitlichen Zinssatz für öffentliche Schulden zahlen.

Durch die Ausgabe solcher Anleihen würde ein sehr großer und liquider Anleihenmarkt entstehen, hinter dem die gesamte Wirtschaftsleistung des Euro-Raumes steht. Dieser Markt dürfte auch für internationale Anleger sehr attraktiv sein und einen ähnlichen Status einnehmen wie der Markt für Staatsanleihen der USA. Die Stabilitätsanleihen würden daher aller Voraussicht nach über ein Triple-A-Rating verfügen. Die bisherigen Hochzinsländer würden von deutlich niedrigeren Zinssätzen profitieren. Die höhere Liquiditätsprämie könnte letztlich sogar bewirken, dass die Zinssätze für Deutschland niedriger sind als bisher.

Das größte Problem bei der Ausgabe von Stabilitätsanleihen ist das Entstehen von Moral Hazard. Wenn alle Länder gemeinschaftlich haften, ist der Anreiz für ein einzelnes Land hoch, sich auf Kosten der anderen stark zu verschulden. Daher ist ein zusätzlicher Mechanismus notwendig, der die Begrenzung der Staatsverschuldung sicherstellt. Weitere Nachteile dieses Schemas sind die lange Vorlaufzeit und Dauer der Umstellung. Zur Etablierung der Stabilitätsanleihen in dieser Variante dürfte eine Änderung der EU-Verträge notwendig sein. Bis die gesamten nationalen Schulden in gemeinschaftliche Schulden umgewandelt sind, könnten mehrere Jahre vergehen.

#### *Gemeinschaftliche Haftung, teilweise Substitution nationaler Anleihen*

Diese Variante sieht die Ausgabe von Stabilitätsbonds mit gemeinschaftlicher Haftung bis zu einer bestimmten Grenze vor. Sie entspricht in ihren Grundzügen dem Vorschlag, der vom belgischen Bruegel-Institut ausgearbeitet wurde: *Delpla – von Weizsäcker* (2010, 2011) schlagen vor, die Grenze für die Ausgabe von Eurobonds bei 60% des BIP anzusetzen ("Blue Bonds"). Für eine Verschuldung über diese Grenze hinaus würden weiter nationale Anleihen ausgegeben, für die jeder Staat selbst haftet ("Red Bonds"). Blue Bonds würden in diesem Vorschlag vorrangig vor Red Bonds bedient werden. Die oben beschriebenen Vorteile eines großen, liquiden Anleihenmarktes gelten auch für diese Variante, allerdings nur für die gemeinschaftlichen Anleihen. Für die weiterhin in Eigenverantwortung der Nationalstaaten ausgegebenen Anleihen würden das Risiko eines Zahlungsausfalls und damit auch der Zinssatz steigen. Dies hätte den zusätzlichen Effekt, dass der marginale Zinssatz, den Staaten für Schulden über der Maastricht-Grenze zahlen, erhöht würde. Auf Ländern mit hoher Schuldenquote lastet daher weiterhin hoher Marktdruck. Trotzdem würde auch diese Variante nicht ohne ein zusätzliches Rahmenwerk zur Begrenzung der Schulden auskommen. Dies ist insbesondere zur Stärkung der Glaubwürdigkeit der 60%-Grenze notwendig (*European Commission*, 2011A). Auch für diese Variante wäre eine Vertragsänderung nötig und eine Umstellungsdauer von mehreren Jahren zu erwarten.

#### *Haftung entsprechend einer Quote, teilweise Substitution nationaler Anleihen*

In dieser Variante haften die Staaten der Währungsunion nicht gemeinschaftlich, sondern entsprechend einer festgelegten Quote<sup>1)</sup>. Die Vorteile von höherer Liquidität und geringerem Risiko würden wesentlich geringer ausfallen als in den anderen zwei Varianten. Der Zinssatz für Hochzinsländer dürfte deutlich niedriger sein. Für Niedrigzinsländer, insbesondere für Deutschland, ist jedoch mit einem höheren Zinssatz zu rechnen. Wie hoch dieser wäre, wird derzeit kontrovers diskutiert. Das ifo-Institut (*Berg – Carstensen – Sinn*, 2011) geht davon aus, dass sich der Zinssatz für solche Eurobonds aus dem gewichteten Zinssatz der einzelnen Euro-Länder ergibt. Der Zinssatz für Deutschland wäre dann um etwa 2 Prozentpunkte höher als derzeit. Da die Gesamtverschuldung des Euro-Raumes im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung etwa der von Frankreich entspricht, könnten solche Anleihen allerdings auch entsprechend jenen von Frankreich eingestuft werden. Dies ergäbe für Deutschland eine Steigerung um 0,5 Prozentpunkte.

Der Vorteil dieser Variante wäre, dass sie voraussichtlich ohne Änderung der EU-Verträge durchführbar und daher schnell umsetzbar ist. Die Probleme, die durch eine Teilung in gemeinschaftliche und nationale Schulden entstehen, gelten hingegen auch für diese Lösung.

Im jüngsten Gutachten des *Sachverständigenrates* (2011) wurde ein *Schuldentilgungsfonds* vorgeschlagen. Diese Lösung sieht sowohl eine gemeinschaftliche Haftung für Staatsanleihen als auch einen Mechanismus zum Abbau der Schulden vor. In den Tilgungsfonds würden jene Staatsschulden eingebracht, die über 60% des BIP hinausgehen. Für diese Schulden haften die Länder der Währungsunion solidarisch. Die Schulden unter der 60%-Marke bleiben in nationaler Eigenverantwortung. Jedes Land verpflichtet sich, die in den Fonds eingebrachten Schulden anhand eines definierten Konsolidierungspfades über einen Zeitraum von 20 bis 25 Jahren zu tilgen. Die gemeinschaftliche Haftung würde Hochzinsländern Spielraum bei der Finanzierung verschaffen. Der Vorschlag wäre jedoch eine temporäre Maßnahme: Sobald die Schulden getilgt sind, soll der Fonds aufgelöst werden. Die Möglichkeit, nationale Anleihen über die 60%-Marke hinaus auszugeben, wäre eingeschränkt.

<sup>1)</sup> Etwa entsprechend ihrem Anteil am Eigenkapital der EZB.

Eine nachhaltige Lösung des Schuldenproblems kann nur dann erzielt werden, wenn die Volkswirtschaften des Euro-Raumes auf einen Wachstumspfad zurückkehren. Angesichts der weltweiten Konjunkturabschwächung dürften dazu die automatischen Stabilisatoren in ihrer Wirkung nicht eingeschränkt oder durch zusätzliche Ausgabenkürzungen abgeschwächt werden. Dies bedeutet de facto allerdings eine Aufgabe der Defizitziele. Die mittelfristige Budgetkonsolidierung müsste sich an strukturellen Ausgabepfaden orientieren, die insgesamt "flacher" verlaufen, d. h. konjunkturstabilisierende Ausgaben würden in der nahen Zukunft und geplante Konsolidierungsmaßnahmen auf später verschoben. Die Auswirkungen auf andere Volkswirtschaften müssten ebenso berücksichtigt werden. Dies würde Spielraum eröffnen, um schwache Volkswirtschaften ohne die Hilfe von Fiskaltransfers zu stärken: Länder mit größerem Budgetspielraum könnten stärker zur Stabilisierung beitragen als andere. Jedes Land müsste allerdings jene konkreten Maßnahmen treffen, die im jeweiligen nationalen Kontext am besten zur Stabilisierung der Konjunktur geeignet sind.

Die öffentliche und private Verschuldung hat im Euro-Raum ein hohes Ausmaß erreicht und macht dadurch das europäische Wirtschaftssystem anfälliger für Finanzmarkt- und Wirtschaftskrisen. Langfristig ist daher eine Stabilisierung der Verschuldung unbedingt notwendig. Die kurzfristige Erhöhung der Ausgaben zur Konjunkturbelebung sollte deshalb mit Maßnahmen einhergehen, die langfristig die Ausgaben dämpfen. Mittelfristig wirkende Strukturreformen, wie etwa eine Reform des Pension- und Gesundheitssystems oder der öffentlichen Verwaltung, sind am besten geeignet, die Belastung der öffentlichen Haushalte zu verringern. Auch eine Reform des Steuer- und Abgabewesens, z. B. im Hinblick auf eine stärkere Rolle vermögensbezogener Steuern, ist denkbar.

Die langfristige Stabilisierung der öffentlichen Verschuldung macht Maßnahmen notwendig, die die weitere Neuverschuldung verringern. Eine gemeinsame Haftung der EU-Länder für öffentliche Schulden steigert die Anreize für einzelne Länder, sich stärker zu verschulden. Um diese Anreize abzuschwächen, wäre eine verbesserte Koordination der Fiskalpolitik erforderlich. Dies könnte durch eine stärkere Kontrolle ungleichgewichtiger Entwicklungen (Inflation, Lohnstückkosten, Vermögenspreise, Kreditmenge usw.) ergänzt werden, wie sie in den Ergänzungen zum Stabilitäts- und Wachstumspakt ("Six-Pack") vorgesehen ist<sup>3)</sup>. Langfristig könnte auch darüber nachgedacht werden, eine echte Fiskalunion nach dem Vorbild der USA zu schaffen.

Die Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/09 hat sich zu einer Krise des Vertrauens in die öffentlichen Finanzen der Euro-Länder und in die Fähigkeit ihrer politischen Institutionen zur Krisenbewältigung ausgeweitet. Sie verschärfte sich in den vergangenen Monaten merklich und bildet mittlerweile das größte Risiko für die Weltwirtschaftsentwicklung. Die bisher von den EU-Regierungen getroffenen Maßnahmen waren nicht ausreichend oder ungeeignet, um die Krise zu lösen. Die Eckpunkte einer umfassenden Lösung der Euro-Krise könnten unmittelbar an den Krisenmechanismen ansetzen:

Wie erstens die jüngsten Entwicklungen zeigen, ist eine zumindest teilweise gemeinschaftliche Haftung der Länder des Euro-Raumes für Staatsschulden die wichtigste Voraussetzung für die Wiederherstellung des Vertrauens in die öffentlichen Finanzen. Diese kann über einen Ausbau des Rettungsschirmes, die Ausgabe von Eurobonds oder durch Bereitstellung von Liquidität durch die EZB gewährleistet werden. Zweitens müssen die Rückkoppelungen zwischen Vertrauenskrise und Realwirtschaft unterbrochen werden. Dies sollte über Maßnahmen zur Stabilisierung des Wirtschaftswachstums anstelle von immer neuen, kurzfristigen Sparbemühungen erfolgen. Eine europaweit koordinierte Vorgangsweise würde die Wirkung dieser Maßnahmen erhöhen. Drittens muss mit langfristig wirksamen Maßnahmen versucht werden, die öffentliche Verschuldung in der Zukunft zu begrenzen. Gerade die gemeinschaftliche Haftung für Schulden bringt die Notwendigkeit mit sich, den Anreiz für eine stärkere Neuverschuldung auf Kosten anderer Länder zu verringern.

---

### **Maßnahmen zur kurzfristigen Stabilisierung der Wirtschaftsentwicklung**

---

### **Maßnahmen zur langfristigen Stabilisierung der Verschuldung**

---

### **Schlussfolgerungen**

---

<sup>3)</sup> Eine detaillierte Diskussion der Maßnahmen des "Six-Pack" findet sich in Breuss (2011).

Diese Maßnahmen erfordern eine deutliche Änderung der bisherigen Krisenstrategie. Sollte die Euro-Krise jedoch nicht rechtzeitig gelöst werden, droht der Zerfall oder eine Spaltung der Währungsunion. Das würde erhebliche Schockwellen im Finanz- und Bankensystem auslösen, das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit der Euro-Länder massiv beeinträchtigen und die Unsicherheit der privaten Haushalte und Unternehmen dramatisch erhöhen. Ein solcher Schock würde die Realwirtschaft des Euro-Raumes schwer treffen.

## Literaturhinweise

- Berg, T. O., Carstensen, K., Sinn, H.-W., "Was kosten Eurobonds?", ifo Schnelldienst, 2011, 17.
- Breuss, F., "EU-Wirtschaftsregierung. Eine notwendige aber nicht hinreichende Bedingung für das Überleben der Eurozone und des Euro", FIW Policy Brief, 2011, (12).
- Delpla, J., von Weizsäcker, J., "The Blue Bond Proposal", Bruegel Policy Brief, 2010, (03).
- Delpla, J., von Weizsäcker, J., "Eurobonds: The Blue Bond Concept and Its Implications", Bruegel Policy Contribution, 2011, (02).
- De Grauwe, P. (2011A), "Governance of a Fragile Eurozone", CEPS Working Document, 2011, (346).
- De Grauwe, P. (2011B), "Only a more active ECB can solve the euro crisis", CEPS Policy Brief, 2011, (250).
- ECB, Monthly Bulletin July 2011, Frankfurt, 2011.
- Ederer, St., "Ungleichgewichte im Euro-Raum", WIFO-Monatsberichte, 2010, 83(7), S. 589-602, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/40116>.
- European Commission, "The Economic Adjustment Programme for Greece", Occasional Papers, 2010, (61).
- European Commission (2011A), Feasibility of Introducing Stability Bonds. Green Paper, 2011, (820).
- European Commission (2011B), "The Economic Adjustment Programme for Ireland", Occasional Papers, 2011, (76).
- European Commission (2011C), "The Economic Adjustment Programme for Portugal", Occasional Papers, 2011, (79).
- Gros, D., "The pitfalls of official first-loss bond insurance", CEPS Commentary, 2011.
- Gros, D., Mayer, T., "Refinancing the EFSF via the ECB", CEPS Commentary, 2011.
- IMF, Global Financial Stability Report, Washington, D.C., 2011.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Verantwortung für Europa wahrnehmen. Jahresgutachten 2011/12, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden 2011.

### *European Monetary Union in Crisis – Summary*

The world economy has gone through two years of a mixed but relatively strong recovery. In the European Union, however, the rebound was much less pronounced than in the rest of the world. Strong exports to the fast-growing emerging economies lead to a powerful upswing in some countries of the euro area, notably in Germany, and suggested in spring 2010 that the financial and economic crisis of 2008-09 had been overcome. The crisis seemed to continue merely in some "peripheral" countries, mostly in southern Europe, which were struggling with high budget deficits and/or high government debt. This impression was deceptive. The financial crisis had not been overcome, but, rather, passed into a crisis of confidence in public finances. It dampened growth and prevented a self-sustained upswing in the euro area. The "euro crisis" has intensified noticeably during recent months and is by now the greatest risk for the global economy. So far, all attempts of EU governments to contain the crisis have failed.

A comprehensive solution to the crisis would be based on the following key points: firstly, the most recent developments show that the joint liability of the euro area countries, at least in part, is the most important prerequisite for the restoration of confidence in public finances. It can be ensured via an expansion of the rescue fund, the issue of euro bonds or via the provision of liquidity by the ECB. Secondly, the feedback loops between the confidence crisis and the real economy must be broken. This should happen via measures to stabilise growth rather than repeated short-dated austerity efforts. A coordinated Europe-wide approach would enhance the effects of these measures. Thirdly, long-term measures have to be implemented in an attempt to stabilise government debt in the future. It is precisely the joint liability for debt that implies the necessity to reduce incentives for increased borrowing at the expense of other countries.

These measures require substantial changes in the current anti-crisis strategy. However, if the euro crisis is not solved in time, a collapse or breakup of the euro area will be imminent. Either would cause considerable shock-waves in the financial system, massively impair confidence in the solvency of the euro area countries and dramatically increase uncertainty for private households and businesses. Such a shock would hit the euro area economy hard.