



DER EURO – WÄHRUNG FÜR EUROPA

WIE IST DIE BILANZ
DER GEMEINSCHAFTSWÄHRUNG ZU BEURTEILEN?

DIE EUROZONE

-  LÄNDER DER EUROZONE
-  WEITERE EU-LÄNDER



INHALT

4 	ZUSAMMENFASSUNG	
6 	EINLEITUNG: ZWEI GESICHTER PRÄGEN DIE EURO-BILANZ	
7 	WO ERGAB SICH EINE POSITIVE BILANZ DER EWWU?	
	<i>Das Hauptziel Preisstabilität wurde erreicht.....</i>	<i>7</i>
	<i>Niedrige Zinsen: der Lohn für Preisstabilität.....</i>	<i>7</i>
	<i>Die Währungsunion verleiht Handel und Investitionen Impulse.....</i>	<i>8</i>
	<i>Der Euro stärkt die Integration der Finanzmärkte.....</i>	<i>8</i>
	<i>Ein großer Währungsraum reduziert Konjunkturrisiken.....</i>	<i>9</i>
	<i>Der Euro profiliert sich als internationale Währung.....</i>	<i>9</i>
10 	BEISPIELE FÜR EINE DURCHWACHSENE EUROBILANZ	
	<i>Die Erweiterung der EWWU verläuft im Schnecken tempo.....</i>	<i>10</i>
	<i>Mittelmäßiges Wirtschaftswachstum.....</i>	<i>10</i>
11 	SCHWACHSTELLEN DER WÄHRUNGSUNION	
	<i>Sinkende Wettbewerbsfähigkeit in mehreren Euroländern.....</i>	<i>11</i>
	<i>Mangelnde Budgetdisziplin löst Staatsschuldenkrise aus.....</i>	<i>11</i>
12 	INWIEWEIT IST DIE SCHULDENKRISE EINE EUROKRISE?	
13 	MEHRERE REFORMBESCHLÜSSE ZUM REGELWERK DER EWWU	
14 	ZWEIFELHAFTE INSTRUMENTE HABEN IN DER KRISE KONJUNKTUR	
15 	WAS IST NOTWENDIG, UM DIE HERAUSFORDERUNGEN DER EWWU ZU MEISTERN?	
	<i>Rückkehr zur Budgetdisziplin braucht politischen Willen.....</i>	<i>15</i>
	<i>Wirtschaftspolitik: Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum stärken.....</i>	<i>15</i>
	<i>Kontrollfunktion der Finanzmärkte nicht in Frage stellen.....</i>	<i>16</i>
	<i>Geordnete Umschuldung aller Gläubiger sollte eine Option sein.....</i>	<i>17</i>
19 	EZB: EIN SEHR LANGER WEG ZUR NORMALITÄT	
20 	AUSBLICK	

Zusammenfassung



■ **Zwei Gesichter prägen die Euro-Bilanz:** Nach zehnjähriger Schönwetterphase begann 2009 eine Sturmperiode mit großen Risiken und offenem Ausgang. Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) ist aber auch nach dreizehn Jahren noch eine Erfolgsgeschichte. Der Euro sorgte für Preisstabilität, niedrige Zinsen, größere Planungssicherheit für Unternehmen und geringere Konjunkturrisiken. Er hat sich als Katalysator der Integration und als Klammer für den Zusammenhalt Europas bewährt. Den Herausforderungen der Globalisierung mit einer gemeinsamen Währung zu begegnen, war und ist ein richtiger Ansatz.

■ **Die Schwachstellen der EWWU – mangelnde Budgetdisziplin und sinkende Wettbewerbsfähigkeit mehrerer Euroländer – lösten die Staatsschuldenkrise aus.** Rettungspakete für Griechenland und immer umfangreichere Rettungsschirme haben weder die Märkte nachhaltig beruhigt noch Vertrauen geschaffen.

■ **Die Schuldenkrise ist aber keine Währungs-krise,** da weder der Eurowechsellkurs noch die Inflationsrate ein Währungsproblem signalisieren. Vielmehr haben einzelne Euroländer eine Staatsschuldenkrise. Hier ist das Risiko hoch, dass Konjunktur und Vertrauen in den Geldwert in Mitleidenschaft gezogen werden.

■ Die Regierungen haben 2011 die **Weichen für zukunftsweisende Reformen im Regelwerk der EWWU gestellt:** der neue Stabilitäts- und Wachstumspakt und die Fiskalunion zur Verbesserung der Budgetdisziplin, der Euro-Plus-Pakt zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit, ein neues Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte sowie ein dauerhafter Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM) ab Juli 2012. Der ESM als Notfallfond für Finanzkrisen braucht strenge Auflagen, um Fehlanreize zu vermeiden.

■ **Die Therapie der Krise verursacht hohe Kosten und erfordert einen langen Atem.** Die 332 Mio. Einwohner der EWWU profitieren mehr oder weniger stark vom Euro. Das rechtfertigt auch, die Lasten der Krise auf die kräftigen Schultern zu verteilen. Um die Vorteile des Euro künftig zu wahren, muss Vertrauen zurückgewonnen und an den Schwachstellen der EWWU angesetzt werden: der unsoliden Budgetpolitik, der erodierten Wettbewerbsfähigkeit mehrerer Euroländer, der Rolle der Finanzmärkte und der völligen Überschuldung Griechenlands.

■ **Die Wiederherstellung tragfähiger Staatshaushalte** erfordert einen festen politischen Willen und eine überzeugende Konsolidierungsstrategie. Bei der Rückkehr des Vertrauens winken aber neue Investitions- und Wachstumsimpulse.

■ **Die Eurokrisenländer brauchen ein nachhaltiges Wachstumsmodell.** Die beste Lösung wäre, wenn sie aus den Schulden herauswachsen würden. Die Lokomotivrolle Deutschlands reicht dabei nicht aus, eigene Exportanstrengungen sind unabdingbar. Ansatzpunkt muss die Korrektur der vorangegangenen Fehlentwicklungen bei der Kapitalverwendung sein. Tragfähige Staatsfinanzen und Strukturreformen sind Voraussetzungen für nachhaltiges Wachstum.

■ **Die Finanzmärkte brauchen Orientierung und Planungssicherheit.** Selbst dann neigen sie zu Übertreibungen. So war die hohe Zinskonvergenz der Staatsanleihen von Eurokrisenländern zu Bundesanleihen bis 2009 Ausdruck der Marktmeinung, dass die No-Bail-Out-Klausel nicht eingehalten würde, was sich dann auch bewahrheitet hat. Der seitherige starke Anstieg des Zinsabstands war nicht in der Richtung, wohl aber im Ausmaß eine Übertreibung.

■ **Ein geordnetes Umschuldungsverfahren mit allen Gläubigern sollte als Ultima Ratio eine Option zur Krisenbewältigung sein.** Griechenland weist als einziges Euroland mit einer Schuldenquote von 160 % des BIP eine nicht tragfähige Staatsschuld auf. Zudem steigt die Schuldenquote aufgrund hoher laufender Defizite und schrumpfendem BIP weiter spürbar an. Ein Schuldenschnitt, der die Schuldenquote Griechenlands auf ca. 60 % drückt, wäre hier problemadäquat.

■ Ein ungeordneter Staatsbankrott sollte vermieden werden, eine geordnete Umschuldung ist möglich, aufbauend auf den vorhandenen Strukturen des Pariser und Londoner Clubs und den Erfahrungen z. B. Mexikos ab 1989 (Stichwort: Bradybonds). Diese Strukturen müssten für den Fall eines Eurolandes angepasst werden. Eine ausreichende Kapitalausstattung der Banken ist dafür unabdingbar.

Der Vorteil für Griechenland wäre eine deutliche Zins- und Tilgungsentlastung. Die Hauptursache der anhaltenden Unsicherheit – untragbare Staatsschulden – würde beseitigt. Unternehmen und Anleger erhielten Planungssicherheit für Investitionen und Griechenland eine neue wirtschaftliche Perspektive.

Die übrigen Euroländer hätten die Chance, mit der Botschaft „Griechenland ist ein Sonderfall und es gibt keine weitere Umschuldung“ Vertrauen und Initiative zurückzugewinnen. Flankierende Konsolidierungsprogramme der übrigen Krisenländer könnten die Ansteckungsgefahr gering halten. Dies würde die Ausfallrisiken der Rettungsschirme begrenzen und die Geberländer entlasten.

■ Das Krisenmanagement der EZB brachte die Erkenntnis, dass Preisstabilität allein nicht ausreicht, um Finanzstabilität zu sichern. Finanzstabilität ist zu einem anerkannten Nebenziel der EZB avanciert. **Beim Krisenmanagement steigt das Risiko, die EZB mit Aufgabenhäufung (z. B. Staatsanleihenkäufen) zu überfordern.** Mittelfristig muss sie sich daher ihrem originären Mandat zuwenden.

■ Die Schuldenkrise hat die Sorge aufkommen lassen, die sehr expansive Geldpolitik könnte Inflationsprozesse auslösen. **Kurzfristig drohen bei schwacher Konjunktur keine Inflationsgefahren.** Die Inflationsrate dürfte sich 2012 von 3 % in den Bereich der EZB-Zielmarke von knapp 2 % zurückbilden. Anhaltend niedrige Zinsen können aber einer Flucht in die Sachwerte (z. B. Immobilien) und damit neuen Stabilitätsrisiken Vorschub leisten. Die EZB muss diese Gefahr ernst nehmen. Angesichts aktueller geldpolitischer Herausforderungen wird sie ihre Aufgabe kurzfristig weit auslegen müssen.

■ **Die EWWU steht derzeit am Scheideweg** mit drei Abbiegemöglichkeiten, wobei die Marschrichtung offen erscheint.

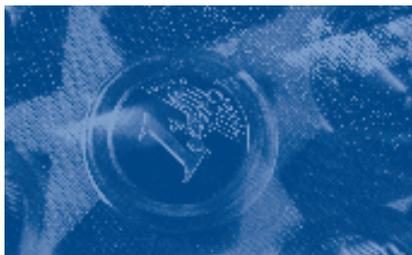
Erstens, das Worst-Case-Szenario, dass die EWWU an anhaltend überhöhten Staatsschulden zerbricht, ist politisch derzeit eher unwahrscheinlich.

Der zweite Weg geht in Richtung einer modifizierten Maastricht-Version mit Fiskalunion. Mit den Gipfelbeschlüssen zur EWWU-Reform können tragfähige Budget- und Wettbewerbspositionen wiederhergestellt werden. Grundpfeiler wie das No-Bail-Out-Prinzip und die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB) sollten weiter gelten.

Der dritte Weg wäre eine Politische Union in Europa. **Eine noch engere politische Zusammenarbeit auf der Grundlage solider Staatsfinanzen in vitalen Volkswirtschaften ist langfristig wünschenswert.** Nicht erstrebenswert wäre eine Vergemeinschaftung von Staatsschulden in der jetzigen Krisensituation unter dem Deckmantel einer „Politischen Union“. Das Ziel einer Politischen Union Europas muss aus einer Position der Stärke angestrebt werden – unter Einbindung der Bevölkerung und der Weiterentwicklung europäischer Institutionen. Krisengetriebene Kompetenzverschiebungen nach Europa bergen erhebliche Gefahren. Derzeit ist allerdings noch offen, ob der zweite oder der dritte Weg wahrscheinlicher sein wird.

Zwei Gesichter prägen die Euro-Bilanz

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) ist ein Kernstück der europäischen Integration. Die EWWU mit dem Euro als Gemeinschaftswährung von 11 EU-Ländern ging Anfang 1999 an den Start. Die Einführung des Euro erfolgte in zwei Stufen. Zunächst wurde die neue Europawährung als Buchgeld an den Finanzmärkten und in der Geldpolitik etabliert. Somit begeht Europa Anfang 2012 den 13. Geburtstag des Euro. Hebt man hingegen auf die Einführung des Euro-Bargeldes zu Beginn des Jahres 2002 ab, so steht erst das zehnjährige Jubiläum auf der Agenda. Für den Bürger wurde der Euro erst mit der Bargeldeinführung fassbar und erlebbar. Für Politik und Wirtschaft war freilich das Startdatum 1999 maßgeblich, um sich auf dieses Jahrhundertprojekt der europäischen Integration angemessen vorzubereiten. Die Gründung der EWWU als Stabilitätsunion ruht auf drei Pfeilern:

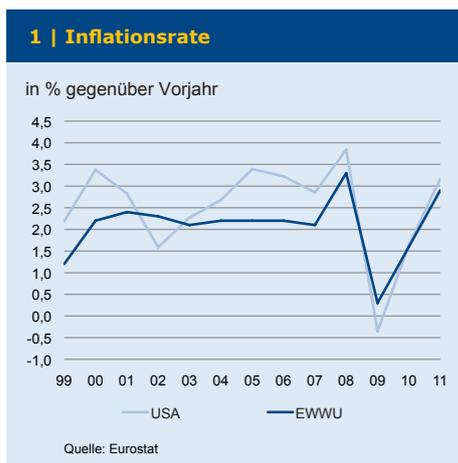


1. einer unabhängigen EZB, deren einheitliche zentrale Geldpolitik vorrangig dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet ist;
2. einer soliden dezentralen Finanzpolitik, die auf dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) und der „No-Bail-Out-Klausel“ fußt¹;
3. einer leistungsfähigen, eng verflochtenen Wirtschaft basierend auf dem nach außen offenen Europäischen Binnenmarkt.

Die kurze Historie des Euro kann man in zwei Abschnitte unterteilen: in eine etwa zehnjährige Schönwetterphase bis 2009 und einer anschließenden Sturmperiode mit großen Herausforderungen und Risiken sowie offenem Ausgang. Während der Euro anlässlich des zehnten Geburtstags Anfang 2009 noch allenthalben als Erfolgsgeschichte angesehen wurde², hat sich das Bild seit dem Frühjahr 2010 mit dem Ausbruch der Staatsschuldenkrise in mehreren Eurostaaten stark eingetrübt. Bei einer Bilanz des noch jungen Euro gilt es, sowohl positive Entwicklungen als auch Enttäuschungen und gravierende Mängel aufzuzeigen. Zunächst wird die bisherige Bilanz des Euro anhand von Kriterien abgearbeitet. Sodann wird nach dem Stand der Schuldenkrise gefragt und die politischen Entscheidungen von 2011 zur Kriseneindämmung und künftigen Architektur der EWWU bewertet. Schließlich werden die künftigen Chancen und Risiken im Lichte der Schuldenkrise beleuchtet.

Wo ergab sich eine positive Bilanz der EWWU?

DAS HAUPTZIEL PREISSTABILITÄT WURDE ERREICHT



Grundsätzlich ist festzustellen, dass die EWWU auf einer Reihe von Gebieten auch nach dreizehn Jahren eine Erfolgsgeschichte ist³. Dies gilt vor allem für die Bilanz der EZB in punkto Preisstabilität⁴, die sich im historischen und internationalen Vergleich sehen lassen kann. Die Inflationsraten in der EWWU (und in Deutschland) waren von 1999 bis 2011 mit rund 2,2% (und 1,5%) im Schnitt deutlich niedriger als während der fünfzigjährigen D-Mark-Periode (2,8%) oder in den USA (2,7%). Dabei sind starke nicht-monetäre Inflationsimpulse⁵ zu berücksichtigen. Die EZB konnte also Preisstabilität erreichen. Damit wurden zahlreiche Skeptiker widerlegt. Zu dieser guten Stabilitätsbilanz haben das klare Mandat der EZB, vorrangig das Ziel der Preisstabilität zu verfolgen, sowie ihre Unabhängigkeit maßgeblich beigetragen. So konnte die EZB als neue Institution ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit an den Finanzmärkten und bei weiten Teilen der Bevölkerung erlangen (Grafik 1).

Die Geldpolitik der EZB war auch durch Flexibilität und Pragmatismus geprägt. Ein Beispiel hierfür ist die Ausrichtung des Preisstabilitätsziels auf mittlere Sicht, d. h. bei vorübergehenden Preissprüngen reagiert die EZB nicht automatisch mit einer Verschärfung der Geldpolitik. Dies ist erst bei sog. Zweitrundeneffekten der Fall, wenn z. B. höhere Inflationsraten als Maßstab für Lohnabschlüsse verwendet werden.

Die EZB hat auch in der Finanz- und Wirtschaftskrise seit August 2007 wichtige Funktionen beim Krisenmanagement übernommen. Sie war vom ersten Tag der Krise in ihrer Funktion als „Lender of last liquidity“ gefordert. So hat die EZB nach dem Vertrauenseinbruch am Interbankenmarkt im August 2007, dem Kollaps der Investmentbank Lehman-Brothers im September 2008 und erneut im Zuge der Staatsschulden- und Bankenkrise 2010/11 in Europa umfangreiche Liquidität bereitgestellt. Durch mehrere Zinssenkungen sowie durch den flexiblen Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente hat sie zur Finanzmarktstabilisierung beigetragen⁶. Die EZB hat in der Krise insgesamt gute Arbeit geleistet.



NIEDRIGE ZINSEN: DER LOHN FÜR PREISSTABILITÄT

Die Tatsache, dass die EZB an den Märkten relativ rasch Glaubwürdigkeit gewinnen konnte, hat maßgeblich zu den niedrigen Euro-Zinsen an den Geld- und Kapitalmärkten seit 1999 beigetragen. Die Entstehung großer und liquider EWWU-Finanzmärkte – z. B. für Staatsanleihen – und das zunehmende Euro-Engagement internationaler Investoren hat dämpfend auf die Zinsen gewirkt. Zudem entfiel die Zinsrisikoprämie, die die Märkte vor der Euroeinführung für die Verteidigung des Wechselkurses gegenüber der Ankerwährung D-Mark verlangt haben (Grafik 2).

Die Nominalzinsen des Euro lagen seit 1999 deutlich unter dem Niveau der DM-Zinsen der drei vorangegangenen Dekaden. Relativ niedrige Zinsen haben günstige Finanzierungsbedingungen für Unternehmen, Verbraucher und den Staat geschaffen. Dies hat Wachstum und Investitionen im Euroraum seit 1999 gestützt. Niedrige Zinsen sind

3 | Langfristige Realzinsen senken

in %, Bundesanleihen 10 J. bezogen auf die harmonisierte Inflationsrate



also ein wichtiger Vorteil des Euro. Dies gilt auch für die Staatsanleihen, deren Zins- und Renditedifferenzen bis Herbst 2008 gering blieben⁷, danach aber aufgrund der Neubewertung der Länderrisiken z. T. stark divergierten. Dass die heutigen Europroblemländer wegen niedriger Zinsen eine übermäßige Staatsverschuldung anhäuften, ist aber nicht dem Euro als Währung anzulasten (Grafik 3).

DIE WÄHRUNGSUNION VERLEIHT HANDEL UND INVESTITIONEN IMPULSE

Mit der Einführung des Euro sind die währungsbedingten Umtauschkosten und Wechselkursrisiken im Euroraum entfallen. Dies hat die Planungssicherheit der Unternehmen im Handel und bei Investitionen im Euroraum erhöht. Der BDI schätzt z. B. die Kostenersparnis für Unternehmen in Deutschland im Schnitt auf ca. 0,5% ihres Außenhandelsumsatzes p. a. Auf den sehr bedeutsamen Intra-EWWU-Handel entfallen bei den meisten EWWU-Ländern etwa die Hälfte der Aus- und Einfuhren. Der EWWU-Anteil am Außenhandel Deutschlands ist aber wegen der globalen Ausrichtung mit 37,6% bei den Importen und 41% bei den Exporten viel geringer.

Die Erwartungen, dass der Euro den Binnenhandel stimulieren würde, haben sich weitgehend erfüllt. So ist der Anteil des Intra-EWWU-Handels am BIP der EWWU von 26% im Jahre 1998 auf etwa 33% in 2008 gestiegen. Allerdings expandierten die Exporte der EWWU mit dem Rest der Welt im Zeitraum 1999 bis 2011 aufgrund des kräftigen Wachstums Asiens noch stärker als der Intra-EWWU-Handel.

DER EURO STÄRKT DIE INTEGRATION DER FINANZMÄRKTE

Ein weiterer Vorteil, der in der Debatte über die Schuldenkrise leicht übersehen wird, ist die starke Katalysatorwirkung des Euro für die Integration der Finanzmärkte in Europa. Allerdings war der Euro nur eine wichtige Einflussgröße neben der fortschreitenden Liberalisierung der EU-Finanzmarktregeln, der Globalisierung und den Umwälzungen in der Informations- und Kommunikationstechnologie.

Die Schaffung effizienter Finanzmärkte ist ein wesentlicher Bestandteil der Vollendung des Binnenmarktes. Die Integration der Finanzmärkte war politisch gewollt, sie vollzog sich aber primär marktgetrieben. Sie erforderte eine aktive Begleitung durch gemeinsame rechtliche Rahmenbedingungen in der EU, um gleiche Wettbewerbsbedingungen für die Finanzmarktakteure zu schaffen. Ein Meilenstein war der „Aktionsplan für Finanzdienstleistungen“ (FSAP) von 1999. Die meisten Vorhaben des FSAP sind bis 2005 umgesetzt worden.

Effiziente Finanzmärkte dienen dem Zweck, Vorteile des Euro, z. B. niedrige Zinsen, auf die reale Wirtschaft zu übertragen. Generell profitiert die gesamte Wirtschaft von gut funktionierenden Finanzmärkten in Form einer breiteren Palette von Finanzdienstleistungen zu günstigen Konditionen. Die Wachstumsimpulse werden auf bis zu einem Prozentpunkt des BIP p. a. geschätzt. Die enge Verflechtung der Finanzmärkte hat aber auch die gegenseitige Abhängigkeit der Euroländer erhöht.

Die Finanz- und Staatsschuldenkrise hat allerdings auch die Integration der Finanzmärkte in Mitleidenschaft gezogen. So sind z. B. die Handels- und Emissionsaktivitäten an den Euro-Anleihemärkten zeitweise stark gedämpft worden. Die Schuldenkrise hat v. a. den Geld- und Staatsanleihenmarkt negativ betroffen.

EIN GROSSER WÄHRUNGSRAUM REDUZIERT KONJUNKTURRISIKEN

Ein positiver Aspekt der EWWU ist das Entstehen eines großen Währungsraums mit aufnahmefähigen Finanzmärkten. Dies hat die Konjunkturrisiken in Europa erheblich reduziert. Europa durchlief bis Mitte der 1990er Jahre mehrere Phasen von die Konjunktur gefährdenden Wechselkursspannungen im EWS, beispielsweise in den Jahren 1992/93 und 1995. Perioden einer ausgeprägten Dollarschwäche gegenüber der D-Mark als zweitwichtigster Anlage- und Reservewährung waren gleichzeitig mit Spannungen im innereuropäischen Währungsgefüge und Aufwertungen der D-Mark auch gegenüber den Währungen der Haupthandelspartner in Europa verbunden. Dank des Euro sind Deutschland und Europa seit 1999 derartige dollarkursbedingte Konjunkturdämpfungen erspart geblieben. Ein Beispiel hierfür war der Kursrutsch des Dollar auf bis zu 1,60 USD/EUR im Sommer 2008.

DER EURO PROFILIERT SICH ALS INTERNATIONALE WÄHRUNG

Die wachsende Rolle des Euro als internationaler Handels-, Investitions-, Reserve- und Ankerwährung ist ebenfalls Teil seiner Erfolgsgeschichte. Das internationale Währungssystem, das bis 1998 durch die drei Pole Dollar, D-Mark und Yen charakterisiert war, hat sich seit der Einführung des Euro zu einem bipolaren System entwickelt, mit dem Dollar als Leitwährung und dem Euro als unangefochtene globale Währung Nr. 2, während der Yen stark eingebüßt hat.

Dass der Euro gegenüber dem Dollar fast überall aufgeholt hat, ist das Ergebnis von Marktentwicklungen⁸. So profilierte sich der Euro z.B. als Investitionswährung. Sein Anteil betrug Ende 2010 z. B. beim Umlauf internationaler Anleihen 27,4% (Dollar: 49%; Yen: 6,3%). Der Anteil des Euro an den globalen Devisenreserven stieg seit 1999 von 18% auf 26%, während der Dollaranteil von 71,5% im Jahre 2001 auf 61% Ende 2010 fiel. Der Euro hat sich ungeachtet der Schuldenkrise als zweitwichtigste globale Währung etabliert und somit das Erbe der D-Mark angetreten. Der Dollar wird aber auf absehbare Zeit die Weltwährung Nr. 1 bleiben.



Beispiele für eine durchwachsende Eurobilanz

DIE ERWEITERUNG DER EWWU VERLÄUFT IM SCHNECKENTEMPO

Die EWWU war von Anfang an mit der Vorstellung verbunden, möglichst alle EU-Staaten aufzunehmen, soweit sie die Konvergenzvoraussetzungen erfüllen. Die Tatsache, dass die EWWU 1999 nicht als „Kernunion“, sondern als „große Währungsunion“ mit 11 von 15 EU-Mitgliedsländern startete, wurde als Zeichen einer raschen Integration der ausstehenden Mitglieder gewertet. Immerhin gehörten vier der fünf Problemländer – Italien, Spanien, Portugal und Irland – zu den Erstmitgliedern außerhalb des damaligen „Kerns“ und die Aufnahme Griechenlands 2001 wurde eher als politische Entscheidung angesehen.

Die Beitrittsbilanz seit 1999 sieht eher dürrftig aus, denn die EWWU ist nur um sechs auf 17 Länder gewachsen, während die EU von 15 auf 27 Mitgliedstaaten erweitert wurde. Die neuen EU-Länder haben sich im Rahmen des „Acquis communautaire“ zwar verpflichtet, den Euro zu übernehmen, sobald sie die Konvergenzkriterien erfüllen. Von den 12 neuen EU-Ländern haben seit 2007 nur fünf Staaten den Euro eingeführt. Großbritannien, Dänemark und Schweden zeigen weiterhin kein Interesse an der Einführung des Euro. Weitere EWWU-Beitritte sind angesichts der Schuldenkrise zunächst nicht zu erwarten. Der Euro-Beitritt von Polen und Litauen ist für Mitte der Dekade ins Auge gefasst.

4 | Moderates Wachstum in der EWWU

in % gegenüber Vorjahr

	→ 1999-2009	2010	2011
EWWU	1,5	0,7	1,5
Deutschland	1,0	3,7	2,9
Frankreich	1,5	1,5	1,6
Italien	0,7	1,5	0,5
Spanien	2,8	-0,1	0,7
Irland	4,0	-0,4	1,1
Griechenland	2,9	-3,5	-5,5
Portugal	1,2	1,4	-1,9
USA	2,0	3,0	1,6
Großbritannien	2,1	1,8	0,7

Quelle: Eurostat

MITTELMÄSSIGES WIRTSCHAFTSWACHSTUM

Die Euroeinführung war mit der Erwartung verbunden, das Wachstum über mehrere Kanäle zu stimulieren: Niedrigere Zinsen, Einsparungen durch den Wegfall von Wechselkursrisiken und währungsbedingten Transaktionskosten sowie mehr Preistransparenz und Wettbewerb. Die Wachstumsraten des BIP blieben jedoch in den Jahren 1999 bis 2011 mit durchschnittlich 1,5% p. a. hinter der Zunahme der Wirtschaftsleistung in den USA zurück (2,1%), Deutschland erreichte sogar nur 1,3%. Enttäuschend war auch, dass die Eurozone mit dem großen Binnenmarkt sich nicht von der US-Konjunktur abkoppeln konnte. Dies galt auch in der scharfen Weltrezession 2009: Während die Eurozone einen Rückgang des BIP von 4,2% erlebte, Deutschland sogar von 5,1%, sank das Sozialprodukt in den USA, wo die Krise 2007 mit dem Subprime-debakel ihren Ausgang nahm, nur um 3,5%. Die deutsche Wirtschaft, die dank des Exportbooms nach Asien 2010 mit 3,7% wieder überraschend kräftig wuchs, hat 2011 allerdings an Dynamik verloren (Grafik 4).

Die Wachstumsraten innerhalb der EWWU entwickelten sich sehr unterschiedlich. Zeitweise betrug die Wachstumsdifferenz zwischen den drei dynamischsten EWWU-Staaten (Irland, Spanien, Griechenland) und den drei schwächsten Ländern (Deutschland, Italien, Portugal) über 4 Prozentpunkte. Während das Wachstum in den meisten EWWU-Ländern von den niedrigen Zinsen profitierte, hatte das schwache Wachstum in Deutschland bis 2005 primär strukturelle Gründe.

Schwachstellen der Währungsunion

5 | Lohnstückkosten „heben ab“

Nominale Lohnstückkosten, Basisjahr 1999



SINKENDE WETTBEWERBSFÄHIGKEIT IN MEHREREN EUROLÄNDERN

Die Wettbewerbsposition der erwähnten fünf Europroblemstaaten hat sich seit 1999 ständig verschlechtert. Ein Grund war der Mangel an Strukturreformen, z. B. am Arbeitsmarkt. Auch wurde die Notwendigkeit, die Tarifpolitik an die Rahmenbedingungen einer Währungsunion anzupassen, nicht ernst genommen. Die Erhöhungen der Nominallöhne lagen häufig deutlich über der Entwicklung der Produktivität. Deshalb waren die Lohnstückkosten in den fünf Problemländern 2010 um bis zu 30% höher als im Jahr 2000, wohingegen diese in Deutschland nur um 7% gestiegen sind⁹. Im Ergebnis hat sich Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder gegenüber Deutschland deutlich – in der Größenordnung von einem Fünftel – verschlechtert (Grafik 5).

6 | Leistungsbilanzungleichgewichte steigen

Überschüsse und Defizite in % des BIP



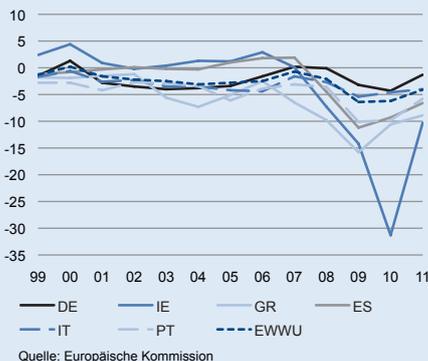
Dies hat zu erheblichen Leistungsbilanz-Ungleichgewichten einzelner EWWU-Länder geführt. Deutschland, das 1999 mit einem Defizit in die EWWU startete, wies 2009 trotz des Exporteinbruchs noch ein Leistungsbilanzplus in Höhe von 5% des BIP auf. Hingegen haben die Preis- und Kostensteigerungen in den fünf Problemländern dort die Leistungsbilanzdefizite anschwellen lassen. Währungspolitisch sind solche nationalen Ungleichgewichte für den Euro kein Problem, da die EWWU-Leistungsbilanz jahrelang ausgeglichen war. Realwirtschaftlich gehen hohe nationale Defizite aber mit steigenden Auslandsschulden einher, die bedient werden müssen (Grafik 6).

MANGELNDE BUDGETDISZIPLIN LÖST STAATSSCHULDENKRISE AUS

Die größte Schwachstelle der EWWU seit 1999 war die fehlende Budgetdisziplin, was sich in der kräftigen Zunahme der Budgetdefizite ab 2001 und erneut ab 2009 niederschlug. Der SWP, der durch eine regelmäßige Koordinierung und Überwachung für nationale Budgetdisziplin sorgen sollte, hat nicht funktioniert, da die Spielregeln häufig missachtet wurden. Auch Deutschland, auf dessen Initiative der SWP 1997 geschaffen wurde, hatte die Spielregeln 2003 zusammen mit Frankreich ausgehebelt. Dies schuf einen Präzedenzfall. Der Pakt wurde danach politisch nicht mehr wirklich ernst genommen. Daran hat auch die Paktreform im Jahre 2005¹⁰ wenig geändert. Trotz vielfältiger und massiver Regelverletzungen kam es kein einziges Mal zur Verhängung von Sanktionen. Hier behielten die Kritiker Recht, die das problematische Entscheidungsverfahren – Regierungen von potenziellen Sünderstaaten richten über aktuelle Sünderstaaten – angeprangert haben. Für die Verletzungen des SWP tragen die Budgetsünder die Hauptverantwortung, aber auch die „Weggucker“ haben Mitschuld, weil sie die Fehlentwicklungen geduldet haben (Grafik 7).

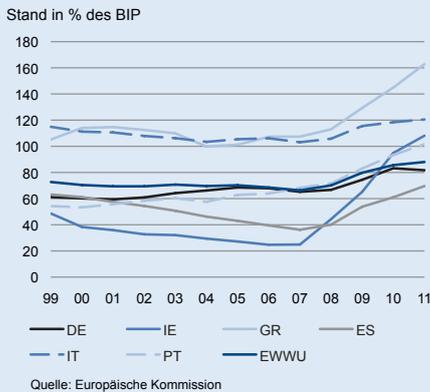
7 | Staatsdefizite

in % des BIP



Ausgangspunkt für die Staatsschuldenkrise der Eurozone war die von den USA ausgehende globale Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008/09. Die Regierungen in Europa haben mit Konjunktur- und Bankenstützungsprogrammen gegengesteuert. Als Folge stiegen die Budgetdefizite und Staatsschuldenstände kräftig an. Seit 2009 wiesen viele Euroländer exzessive Budgetdefizite auf, mehrere sogar ein Mehrfaches der Marke von 3% des BIP. Die Finanz- und Wirtschaftskrise ging Anfang 2010 in die Staatsschuldenkrise in Europa über, nachdem die Verschuldungsdynamik Zweifel an der

8 | Staatsverschuldung



Schulden tragfähigkeit vieler Euroländer aufkommen ließ und die Länderrisiken neu bewertet wurden (Grafik 8).

Auslöser der Krise war dann Griechenland, das über viele Jahre die Budgetregeln der EWWU grob verletzt hatte. Mit dem Rettungspaket für Griechenland¹¹ am 2. 5. 2010 wurde erstmals das No-Bail-Out-Verbot aufgeweicht. Dies löste an den Finanzmärkten schnell starke Ansteckungseffekte bei anderen Euroländern mit geschwächter Budgetposition aus. Die Märkte spekulierten darauf, dass auch hier Hilfen notwendig werden würden. Die Regierungen haben dann nochmals entschlossen gehandelt und bereits am 9. 5. 2010 zusammen mit dem IWF einen massiven Rettungsschirm in Höhe von insgesamt 750 Mrd. € aufgespannt¹². Auch die EZB ließ sich in dieser Rettungsaktion erstmals durch den Ankauf von Staatsanleihen angeschlagener EWWU-Staaten „einspannen“, um die Märkte zu stabilisieren¹³. Diese Aktionen waren unvermeidlich geworden, um der ersten ernsthaften Krise der EWWU zu begegnen. Die Regierungen und die EZB haben in dieser Notsituation ihre Handlungsfähigkeit bewiesen. Hingegen hat die Antikrisenstrategie des Aufspannens immer umfangreicherer Rettungsschirme die Märkte bis Anfang 2012 nicht nachhaltig beruhigen können¹⁴.

Inwieweit ist die Schuldenkrise eine Eurokrise?

9 | Wechselkurs EUR/USD



Die Staatsschuldenkrise seit 2010 wird in aller Regel mit einer Eurokrise gleich gesetzt. Als Argument wird u. a. die Abschwächung des Euro gegenüber dem US-Dollar angeführt. Der Wechselkurs bewegt sich aber seit 2004 in einem Band zwischen 1,20 und 1,45 USD/EUR (Ausnahme: Höchststand von 1,60 USD/EUR im Sommer 2008) und gilt auf Kaufkraftbasis eher als überbewertet. Eine solche Schwankungsbreite signalisiert keineswegs ein Währungsproblem (Grafik 9).

Dies gilt auch für die EWWU-Inflationsrate mit Werten um 2% in den Jahren 2009 bis 2011. Vielmehr haben einzelne Mitgliedsländer Staatsschulden- und Bankenprobleme. Allerdings entwickelte sich die von Griechenland ausgehende Schuldenkrise 2011 immer mehr zu einer Vertrauenskrise für Europa. Irland und Portugal haben Hilfen aus dem Rettungsschirm in Anspruch genommen. Auch Spanien und Italien sind erheblich unter Druck geraten. Es kam zu einem erneuten Vertrauensschwund unter den Banken und es drohte ein Teufelskreis aus Staatsschulden- und Bankenkrise. Dennoch besteht derzeit noch keine ernstzunehmende Gefahr eines Auseinanderbrechens der Währungsunion. Ein Austritt einzelner Mitgliedsländer ist keine wirklich hilfreiche Option, auch wenn dies immer wieder ins Spiel gebracht wird. Entscheidend ist der ungebrochene politische Wille, die EWWU als Kernstück Europas zu stabilisieren und zu erhalten.

Gravierend ist jedoch das Risiko, dass der krisenbedingte Vertrauensschwund andere Bereiche der Wirtschaft stark in Mitleidenschaft ziehen könnte. Die derzeit größte Sorge ist das Auslösen einer starken Rezession der realen Wirtschaft ähnlich wie im Jahre 2009. Auch geht es um das Vertrauen der Sparer und internationalen Anleger, die sich vermehrt Gedanken über die künftige Werthaltigkeit und die Sicherheit ihres in Euro gehaltenen Geldvermögens machen.

■ 31. Dezember 1998

Die Wechselkurse zwischen dem Euro und den nationalen Währungen der Mitgliedstaaten werden unwiderruflich festgelegt.

■ 1. Januar 1999

Der Euro wird eine gemeinsame Währung für elf Länder: Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien. Die nationalen Noten und Münzen bleiben in der Übergangszeit vom 1.1.1999 bis zum 31.12.2011 als gesetzliches Zahlungsmittel in Umlauf, und zwar als nicht-dezimale Untereinheit des Euro. Bargeldlos kann aber per Scheck, Kredit- oder EC-Karte bereits in Euro bezahlt werden.



Mehrere Reformbeschlüsse zum Regelwerk der EWWU

Die Schuldenkrise hat die Schwachstellen im Regelwerk der Währungsunion schonungslos aufgedeckt. Wie erwähnt, hat der SWP beim Entstehen und Abbau von Budgetdefiziten versagt. Die bestehende wirtschaftspolitische Überwachung und Koordinierung hat bezüglich der notwendigen Reformmaßnahmen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit nicht gegriffen. Zudem gab es keinen Beistands- und Anpassungsmechanismus für EWWU-Länder mit angeschlagenen Staatsfinanzen.

Angeichts der zahlreichen Gipfelbeschlüsse im turbulenten Jahr 2011¹⁵ mit z. T. kurzen Halbwertszeiten wird das Augenmerk auf diejenigen Reformprojekte gerichtet, die einen nachhaltigen Beitrag zur Neuordnung des EWWU-Regelwerkes und einer Eindämmung der Schuldenkrise versprechen sowie die Prävention gegen künftige Krisen stärken. Auf den Weg gebracht wurden v. a. eine (1) Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) und eine Fiskalunion, (2) der Euro-Plus-Pakt zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit, (3) ein Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte und (4) ein um ein Jahr vorgezogener dauerhafter Stabilitätsmechanismus (ESM) ab Juli 2012.

Erstens: Die Reform des SWP sieht vor, Fehlentwicklungen beim Budget bereits frühzeitig entgegenzuwirken und zu ahnden. Gemäß Reform sind Länder mit hohem Staatsschuldenstand gehalten, jährlich ein Zwanzigstel der Schulden zu tilgen, die über die Marke von 60% des BIP hinausgehen. Sanktionen bei exzessiven Budgetdefiziten können nur noch durch eine qualifizierte Mehrheit der Eurostaaten verhindert werden und damit quasi automatisch erfolgen. Dies schränkt zwar die Budgethoheit für Budgetsünder ein, stärkt aber den Anreiz zu mehr Budgetdisziplin.

Die Beschlüsse vom Dezember 2011 stellen eine starke politische Willenserklärung für eine Fiskalunion¹⁶ mit mehr Budgetdisziplin dar. Die fiskalpolitische Koordinierung und die Sanktionsregeln für Budgetsünder werden präzisiert und verschärft. Die Mitgliedstaaten verpflichten sich z. B., eine nationale Schuldenbremse zu verankern sowie die nationalen Staatshaushalte auszugleichen oder einen Überschuss zu erzielen. Strukturelle Defizite dürfen 0,5% des BIP nicht übersteigen.

Das zweite Reformprojekt, der Euro-Plus-Pakt, dient der Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Dieser Pakt verpflichtet die Euroländer, ausgehend von bestimmten Indikatoren wie den Lohnstückkosten, jedes Jahr ein Paket konkreter Maßnahmen zur Stärkung der Wirtschaftsstruktur anzukündigen, die binnen Jahresfrist umgesetzt werden müssen. Primär geht es um Strukturreformen in den Sozialsystemen und am Arbeitsmarkt. Ein Ziel ist z. B., über mehr Flexibilität am Arbeitsmarkt den notwendigen Strukturwandel zu erleichtern. Ob die wirtschaftspolitische Koordinierung durch den Euro-Plus-Pakt die erwartete neue Qualität erhält, bleibt allerdings abzuwarten, da keine Sanktionen vorgesehen sind.

Drittens wurde ein neues Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte lanciert. Danach soll die Kommission anhand ökonomischer Indikatoren („Scoreboard“) makroökonomische Ungleichgewichte – z. B. übermäßige Leistungsbilanzdefizite – diagnostizieren und Korrektorempfehlungen geben. Bei Nichteinhaltung



„Deutschlands Zukunft ist untrennbar mit der Zukunft Europas verbunden.“, Dr. Angela Merkel, Generaldebatte zum Bundeshaushalt 2012 im Deutschen Bundestag

kann es Sanktionen geben. Da überhöhte Leistungsbilanzdefizite Teil des Schuldenproblems sind, ist dieser Ansatz sachgerecht. Problematisch ist aber die Absicht, auch Überschüsse zu ahnden, weil dann Deutschland aufgefordert werden könnte, bewusst Wettbewerbseinbußen in Kauf zu nehmen.

Schließlich wird ab Juli 2012 ein dauerhafter Europäischer Stabilitätsmechanismus¹⁷ (ESM) etabliert, wobei der befristete Rettungsschirm EFSF noch für eine ungewisse Übergangszeit parallel fortbestehen wird. Um den ESM rechtlich abzusichern, wird der bestehende EU-Vertrag in einem vereinfachten Ratifizierungsverfahren um zwei Sätze ergänzt¹⁸. Der ESM soll nur bei Finanzkrisen aktiv werden dürfen. Mit Krediten des ESM sollen angeschlagene Europroblemländer auch künftig Zeit für die Streckung der notwendigen Budgetsanierung „kaufen“ können. Die Gewissheit eines Budgetsünder, in jedem Fall unter einem dauerhaften Rettungsschirm „herausgepackt“ zu werden, beinhaltet allerdings ein Moral-Hazard-Problem. Kredite sind daher an strenge Auflagen geknüpft, wobei der IWF durch Beratung und Finanzmittel beteiligt wird. Dies ist essentiell, um Fehlanreize zu vermeiden.

Zweifelhafte Instrumente haben in der Krise Konjunktur

Beim Gipfelmарathon 2011 wurden auch eine Reihe von gemeinsamen Verschuldungs- und Interventionsinstrumenten mit problematischem Hintergrund debattiert, insbesondere der forcierte Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB und den EFSF, die Emission von Eurobonds zugunsten von Problemländern sowie die Vergabe einer Banklizenz für den EFSF mit EZB-Zugang. Die erste Variante ist bereits mehrfach zum Zuge gekommen, während der EFSF bisher nur die Option hat. Umfangreiche Staatsanleihenkäufe der EZB liegen im Grenzbereich zwischen Geld- und Fiskalpolitik und haben den gravierenden Nachteil, dass sie den Anreiz der Problemländer untergraben, notwendige Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen zu forcieren. Dieser Nachteil gilt auch für die Option des EFSF, notfalls an den Primär- und Sekundärmärkten Staatsanleihen von Problemländern zu kaufen, sowie die gemeinsame Emission von Eurobonds. Letztere würden eine gesamtschuldnerische Haftung aller beteiligten Euroländer implizieren¹⁹. Damit würde aber ihr Rating aufs Spiel gesetzt mit dem Risiko höherer Zinskosten in der Zukunft und einer wirtschaftlichen und politischen Überforderung der Geberländer. Schließlich ist eine Banklizenz für den EFSF mit EZB-Zugang zu Recht verworfen worden, weil dies eine Staatsfinanzierung über die Notenpresse ermöglichen könnte.

■ 4. Januar 1999

Weltweit nehmen die Börsen den Handel mit Euro auf.

■ Juli 1999

Die Herstellung des neuen Bargeldes startet.

■ Januar 2001

Griechenland erfüllt – zumindest den nationalen Statistiken zufolge – die Beitrittskriterien und tritt als zwölftes Land der Euro-Zone bei. Später stellt sich heraus, dass die Haushaltszahlen nicht den Tatsachen entsprochen haben.

■ 1. September 2001

Die Ausgabe von Banknoten und Münzen beginnt: zunächst an Banken und Handel. Ab Dezember werden Euro-Münzpakete, sogenannte Starter Kits, im Wert von 20 D-Mark an Verbraucher ausgegeben – umgerechnet 10,23 Euro.

■ 1. Januar 2002

Das Euro-Bargeld wird in allen Mitgliedstaaten der Währungsunion gesetzliches Zahlungsmittel. Zwei Monate lang gelten nationales Bargeld und Euro-Bargeld parallel. In Deutschland sind während dieser Übergangszeit Barzahlungen sowohl in Euro als auch in D-Mark möglich. Die Banken und die Filialen der Deutschen Bundesbank tauschen D-Mark gegen Euro um.



Was ist notwendig, um die Herausforderungen der EWWU zu meistern?

Die Sicherung des Fortbestandes der EWWU liegt nicht nur im Interesse Europas, sondern auch im wohlverstandenen Eigeninteresse Deutschlands. Gewiss ist inzwischen, dass die Eindämmung der Schuldenkrise mit erheblichen Kosten und Unsicherheiten²⁰ verbunden sein wird, die von vielen und breiten Schultern getragen werden müssen. Die Bewältigung der Krise erfordert Zeit und einen langen Atem. Eine nachhaltige Therapie der Schuldenkrise muss an den Schwachstellen der EWWU ansetzen: unsolide Budgetpolitik, erodierte Wettbewerbsfähigkeit einzelner Euroländer, Rolle der Finanzmärkte und der völligen Überschuldung Griechenlands.

RÜCKKEHR ZUR BUDGETDISZIPLIN BRAUCHT POLITISCHEN WILLEN

Die Finanzmärkte setzen offenbar die Messlatte für die Budgetdisziplin in der EWWU besonders hoch an. Sichtbar wird dies durch die Tatsache, dass die Eurozone seit 2010 im Brennpunkt der Märkte steht, obwohl die Schuldenprobleme anderswo in Europa und weltweit z. T. noch viel gravierender sind. So belegen z. B. die Ratingagenturen die Euroländer mit einem Bewertungsmalus, weil diese nicht mehr die Option haben, ihre Schuldenlast durch Inflationierung über die Notenpresse zu reduzieren.

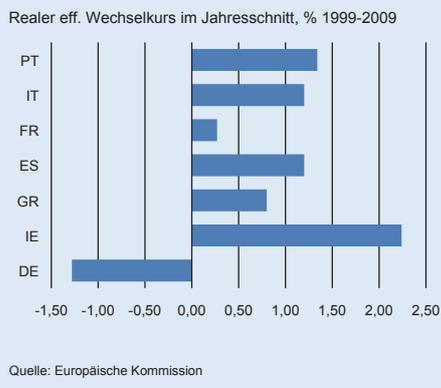
Um das Vertrauen der Finanzmärkte in die Tragfähigkeit der Staatshaushalte wiederherzustellen, ist in allen EWWU-Ländern mit exzessiven Budgetdefiziten ein glaubwürdiger Konsolidierungspfad notwendig. Laut Gipfelbeschluss sind die übermäßigen Budgetdefizite bis 2013 unter 3% des BIP zu drücken²¹. Ob dies zur Wiedergewinnung des Vertrauens ausreicht, ist offen. Nach den enttäuschenden Erfahrungen der Vergangenheit müssen die Regierungen der Problemländer dem reformierten SWP „Biss“ verleihen. Der politische Wille steht auf dem Prüfstand. Die Wiedergewinnung des Vertrauens erfordert Konsolidierung, wobei eine temporäre Dämpfung der Binnen- nachfrage in den Problemländern hinzunehmen ist. Bei der Rückkehr des Vertrauens winken dann neue Investitions- und Wachstumsimpulse, vor allem dann, wenn die Konsolidierung und Strukturreformen Hand in Hand gehen.

WIRTSCHAFTSPOLITIK: WETTBEWERBSFÄHIGKEIT UND WACHSTUM STÄRKEN

Hohe Leistungsbilanzdefizite, die nicht dem Import produktiver Investitionsgüter dienen, sind ein Zeichen für mangelnde Wettbewerbsfähigkeit. Der erwähnte Euro-Plus-Pakt trägt dem wirtschaftspolitischen Handlungsbedarf Rechnung.

Da die bisherigen Wachstumsmodelle einer mit Staatskrediten finanzierten Binnen- nachfrage in den Europroblemländern obsolet geworden sind, stellt sich die Frage nach neuen nachhaltigen Wachstumsmodellen. Die beste Lösung wäre, wenn die angeschlagenen Euroländer aus den Schulden herauswachsen könnten, um ihre Schuldenquote zu senken. Hilfreich wäre natürlich, wenn Deutschland auch über 2011 hinaus als Wachstumslokomotive fungieren würde. Das wird aber bei Weitem nicht ausreichen. Verstärkte eigene Exportanstrengungen sind unabdingbar.

10 | Reale Abwertung Deutschlands



Die klassische Option, Wettbewerbseinbußen durch eine Abwertung zu korrigieren, steht in der EWWU nicht mehr zur Verfügung. Ein Austritt aus der EWWU und die Wiedereinführung einer nationalen Währung stellen keine hilfreiche Option dar²².

Hingegen kann man den realen Wechselkurskanal wirken lassen, indem Wettbewerbsverbesserungen durch Inflationsunterschiede über einen längeren Zeitraum erzielt werden. Dieser Anpassungsmechanismus ist zwar langwierig, hat aber durchaus Bedeutung, wie z. B. Deutschland seit der zweiten Hälfte der 90er Jahre gezeigt hat, indem es seine Wettbewerbsposition durch eine Mischung aus massiver Restrukturierung der Unternehmen, Lohnzurückhaltung und Strukturreformen nachhaltig gestärkt hat. Da die Inflationsrate in Deutschland bis 2006 zwischen einem halben und einem Prozentpunkt unter dem EWWU-Schnitt lag, kam es zu einer realen Abwertung zugunsten Deutschlands. Dieses Modell kann den Europroblemländern als Orientierung dienen, aber nicht ohne weiteres übertragen werden, da Deutschland jahrelang unter einer schwachen Binnennachfrage litt (Grafik 10).

Der Realzinskanal, der in der Vergangenheit das Wachstum durch niedrige Realzinsen beflügelte, steht Schuldern aus den Problemländern wegen des begrenzten Zugangs zum Kredit- und Kapitalmarkt nur bedingt zur Verfügung. Ob die sehr expansive Geldpolitik die schwache Konjunktur beleben wird, bleibt abzuwarten. Ansatzpunkt für die künftige Wachstumspolitik der Problemländer muss in jedem Fall die Korrektur von vorangegangenen Fehlentwicklungen bei der Kapitalverwendung sein. So wurden die Kapitalzuflüsse z. B. in Griechenland zur Finanzierung immenser Staatsdefizite verwendet, während in Irland und Spanien die Immobilienmärkte boomten, bis die Immobilienblase zerplatzte und Probleme im Bankensektor verursachte. Die Wiederherstellung tragfähiger Staatsfinanzen und Strukturreformen sind notwendige Voraussetzungen für nachhaltiges Wachstum in der Zukunft.

KONTROLLFUNKTION DER FINANZMÄRKTE NICHT IN FRAGE STELLEN

Die Finanzkrise hat einen Paradigmenwechsel hinsichtlich der lange Zeit dominanten Rolle der Finanzmärkte bewirkt. Marktversagen und die Rettungsoperationen aus Steuermitteln haben eine intensive Debatte um die Rolle und die Begrenzung der Macht der Finanzmärkte entfacht. Dabei wird u. a. die Kontrollfunktion der Finanzmärkte für die Prüfung der Solidität von Finanzanlagen kritisiert²³. Zuweilen entsteht der Eindruck, dass nicht Griechenland mit seiner jahrelang laxen Finanzpolitik die Schuldenkrise ausgelöst habe, sondern die Spekulanten, die an den Finanzmärkten nur eine kleine Minderheit sind. Dabei wird leicht übersehen, dass täglich eine Vielzahl von seriösen institutionellen und privaten Anlegern an den Finanzmärkten operiert, die solide Anlagen (z. B. als Altersvorsorge) suchen und Risiken bewerten müssen. Es ist deshalb im Interesse der Geldanlagen der Sparer notwendig, dass auch das Länderrisiko in der Eurozone ständig neu bewertet wird. Die Finanzmärkte brauchen hier Orientierung und Planungssicherheit.

Die Erfahrung lehrt aber auch, dass die Finanzmärkte zu Übertreibungen neigen. So war die starke Zinskonvergenz in der Dekade vor 2009 nicht sachgerecht, sondern Ausdruck der Marktmeinung, dass die No-Bail-Out-Klausel ohnehin nicht eingehalten würde. Dies hat sich dann bei Griechenland, Irland und Portugal auch bewahrheitet. Dass die fünf Problemländer der Eurozone während der Schuldenkrise einen z. T. sehr starken Anstieg der Anleihezinsen und Zinsabstände gegenüber Bundesanleihen erlebt haben, ist nicht in der Richtung, wohl aber im Ausmaß wiederum eine Übertreibung. Die starke Zinsspreizung bei Italien²⁴ signalisiert z. B., dass die Märkte ein „Herauspauken“ Italiens als nicht machbar ansehen.

■ Seit 1. März 2002

Die Filialen der Bundesbank tauschen D-Mark-Banknoten und Münzen weiterhin um – unbefristet, unbegrenzt und unentgeltlich. Nach Angaben der Deutschen Bundesbank waren 2011 noch immer D-Mark-Scheine und -Münzen im Wert von mehr als 13 Mrd. DM im Umlauf.

■ 1. Januar 2007

Slowenien wird das 13. Mitgliedsland der Euro-Zone. Das Beitritts-gesuch Litauens lehnt die EU-Kommission ab – wegen einer zu hohen Inflation.

■ 1. Januar 2008

Malta und die Republik Zypern führen den Euro ein.

■ 1. Januar 2009

Die Slowakei führt den Euro ein.

■ 1. Januar 2011

Estland führt den Euro ein – zum Auftakt eines Jahres, in dem sich die Euro-Schuldenkrise zuspitzt. Damit ist der Euro die Währung für rund 332 Millionen Menschen in 17 Mitgliedsländern geworden.

GEORDNETE UMSCHULDUNG ALLER GLÄUBIGER SOLLTE EINE OPTION SEIN

Die Umschuldung eines Eurolandes ist mit Hinweis auf die enge Verflechtung in Europa zunächst tabuisiert, dann auf die freiwillige Schuldenreduktionen einiger privater Gläubigergruppen (Banken und Versicherungen) im Falle Griechenlands beschränkt worden. Ein geordnetes Umschuldungsverfahren mit allen Gläubigern sollte aber als Ultima Ratio sehr wohl eine Option darstellen. Ein Blick auf die Schuldenstände der Euro-Problemländer verrät, dass Griechenland mit einem Schuldenstand von rund 160 % des BIP eine nicht tragfähige Staatsschuld aufweist, während die anderen Europroblemländer eine weitaus bessere Schuldnerposition haben²⁵. Zudem steigt die Schuldenquote Griechenlands vorerst weiter spürbar an, da die Staatsschuld im Zähler aufgrund des laufenden Budgetdefizits (2011: ca. 9½ % des BIP) immer noch zunimmt und das BIP im Nenner weiter schrumpft. Ein Schuldenschnitt wäre hier ein problemadäquater Ansatz. Der im Oktober 2011 vereinbarte freiwillige Forderungsverzicht der Finanzinstitute von 50 % des Nennwertes der griechischen Staatsanleihen geht in die richtige Richtung. Das Gipfelziel vom Oktober 2011, bis 2020 den griechischen Schuldenstand auf 120 % zu senken, reicht aber wohl nicht aus, um tragfähig zu sein. Vielmehr ist angesichts der aktuell schwachen Wettbewerbsposition Griechenlands mindestens ein Wert in der Nähe der Maastricht-Marke von 60 % des BIP notwendig.

Es gibt zwar keine internationale Insolvenzordnung für Staaten. Traditionell verhandeln überschuldete Länder aber im sog. Pariser Club mit ihren staatlichen Gläubigern und im sog. Londoner Club mit den privaten Gläubigern, vorrangig Banken. Bei den Verhandlungen mit beiden Clubs ist der IWF üblicherweise mit einem auflagengebundenen Sanierungsprogramm eingeschaltet²⁶. Ein ungeordneter Staatsbankrott sollte vermieden werden. Eine geordnete Umschuldung, die ihrerseits Regeln und Strukturen erfordert, ist aber möglich, z. B. aufbauend auf den recht erfolgreichen Erfahrungen mit Mexiko ab Ende der 1980er Jahre²⁷ und Polen 1994²⁸. Diese müssten allerdings für den Fall eines Eurolandes aufbereitet werden²⁹.

Eine Voraussetzung für eine mögliche Umschuldung Griechenlands ist eine ausreichende Kapitalausstattung der Banken in Europa, damit diese die Wertberichtigungen auf Griechenlandanleihen verkraften können. Hierfür steht der Gipfelbeschluss vom Oktober 2011 zur Bankenrekapitalisierung bis Mitte 2012. Eine Umschuldung müsste weiterhin durch ein Reformprogramm flankiert sein. Zudem dürfte „fresh money“ der EWWU-Partnerländer notwendig sein, um z. B. griechische Banken mit hohen Beständen an Staatsanleihen zu rekapitalisieren³¹ und damit die Finanzierung eines künftigen Wachstums Griechenlands zu ermöglichen.

Der Vorteil für Griechenland bestünde zunächst darin, künftig eine deutlich geringere Schuldenlast in Form von Zinsen und Rückzahlungen bedienen zu müssen. Der notwendige Reformprozess sollte nach einer Umschuldung besser in Gang kommen, weil dann wieder mehr Ressourcen für Investitionen im Lande zur Verfügung stünden. Zugleich würde die Hauptursache der großen Unsicherheit beseitigt, nämlich das Damoklesschwert einer eigentlich an den Märkten für unumgänglich gehaltenen Umschuldung. Kaum ein Unternehmer oder Anleger engagiert sich in einem Land, dessen Staat von Zahlungsunfähigkeit bedroht ist und dessen Steuerzugriff jede Investition zu einem unkalkulierbaren Risiko werden lässt. Nationale und internationale Unternehmen und Anleger brauchen aber Planungssicherheit als unabdingbare Voraussetzung für neue Investitionen. Nur dann lassen sich die Aussichten auf „Reformdividende“ verbessern und eine neue wirtschaftliche Perspektive für Griechenland entwickeln.

■ Mai 2010

Ein erstes Rettungspaket für Griechenland wird über bilaterale Kreditgarantien der EU und Hilfen des IWF bereitgestellt (110 Mrd. €). Die Auszahlung ist an Auflagen gebunden. Gleichzeitig wird ein provisorischer Stabilisierungsmechanismus (EFSF) mit einem Garantierahmen von 440 Milliarden Euro beschlossen. EU und IWF steuern weitere Mittel bei. Die Staaten der Eurozone beginnen mit der Sanierung ihrer Staatsfinanzen und gehen erste Strukturformen an. Auch auf europäischer Ebene beginnen sukzessive Änderungen an der Architektur der Währungsunion. Die EZB gerät in den Folgemonaten in die Rolle eines Krisenmanagers: Durch zinspolitische Entscheidungen und Interventionen am Sekundärmarkt (Aufkauf von Staatsanleihen) versucht die Zentralbank die Lage an den Finanzmärkten zu stabilisieren.

■ Ende 2010/Anfang 2011

Irland (November 2010) und Portugal (April 2011) erhalten Unterstützungszahlungen durch den EFSF-Rettungsschirm, nachdem sich die staatlichen Finanzierungsmöglichkeiten auf den Anleihemärkten immer schwieriger gestalteten. Im März 2011 beschließen die Staats- und Regierungschefs ein Gesamtpaket zur Stabilisierung der EWWU, darunter Maßnahmen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und der Haushaltsdisziplin. Darüber hinaus wird ein dauerhafter Stabilitätsmechanismus (ESM) beschlossen, der den EFSF ablösen soll. Die Euro-Länder geben für den ESM Garantien über 620 Milliarden und zahlen 80 Milliarden Euro in bar ein. Von den 700 Milliarden kann der Fonds wegen nötiger Sicherheitsrücklagen 500 Milliarden einsetzen. Er kann dabei auch direkt Staatsanleihen von Euro-Ländern kaufen.



Der Vorteil für die EWWU-Partnerländer besteht in der guten Chance, Vertrauen und die politische Handlungsinitiative zurückzugewinnen. Die klare Botschaft „Griechenland ist ein Sonderfall und es gibt keine weitere Umschuldung“ müsste allerdings von erfolgversprechenden Konsolidierungs- und Reformprogrammen in den übrigen Europroblemländern flankiert sein, um die Märkte zu überzeugen und die Ansteckungsgefahr gering zu halten. Der Medienrummel und das Unruhepotential der quartalsweise erfolgenden Prüfungen und Auszahlungen von europäischen und internationalen Finanzhilfen an Griechenland würden deutlich entschärft. Die künftigen Ausfallrisiken der Rettungsschirme könnten stärker begrenzt werden und das Rating der Geberländer wäre weniger gefährdet. Eine anhaltend stärkere Zinsdifferenzierung bei Länderrisiken in der Eurozone ist wahrscheinlich und durchaus erwünscht, da dies einen Anreiz gäbe, sich durch nachhaltige Politik künftig für niedrigere Zinsen zu qualifizieren.

Der Vorteil für die Anleger besteht nach dem Schuldenschnitt im Erhalt garantierter Wertpapiere im Austausch gegen unsichere griechische Staatsanleihen. Den Anlegern würde also die nach dem Schuldenschnitt verbliebene Nominalsumme voll garantiert. Diese hatte einst die Bradybonds von Mexiko zeitweise relativ attraktiv gemacht und dem Land die Rückkehr an den internationalen Kapitalmarkt erleichtert. Dies dürfte auch im Falle Griechenlands möglich sein. Schließlich sollte es den traditionellen Besserungsschein geben, d.h. die Gläubiger würden eine höhere Rückzahlung erhalten, falls Griechenland sich besser als erwartet entwickelt.

Auch bei einem geordneten Umschuldungsverfahren dürfen die möglichen Risiken und Kosten nicht außer acht bleiben. Ansteckungseffekte werden sich selbst bei flankierenden Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen in den übrigen Europroblemländern nicht gänzlich ausschalten lassen. Werden alle Gläubigergruppen in eine Umschuldung einbezogen, dann werden auch die öffentlichen Gläubiger (u. a. die EZB³⁰ und Banken in Staatsbesitz) und damit der Steuerzahler belastet. Dem steht aber im Vergleich zum Status quo eine mögliche Entlastung bei eventuellen Verpflichtungen aus dem Rettungsschirm gegenüber.

Selbst wenn die Umschuldung gelingt, ist dies nicht automatisch ein Garant für einen nachhaltigen Erfolg im Anpassungsprozess. Der Lohn für eine Wiedergewinnung der Wettbewerbsfähigkeit kann über Exporterfolge nur bei einer gedeihlichen Entwicklung der Wirtschaft in Europa und der der Welt erarbeitet werden. Jede Umschuldung bringt für das betroffene Land Moral-Hazard-Probleme mit sich, wie z. B. die Erwartung, dass eine Umschuldung bereits alle Probleme von alleine lösen würde und man mit eigenen Anstrengungen nachlassen könne. Um solche Risiken möglichst klein zu halten, muss die laufende Auszahlung von Kredithilfen weiterhin in einen mehrjährigen Konsolidierungs- und Reformprogramm zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit eingebunden bleiben. Die z. T. schleppende Reformpraxis in Griechenland zeigt, dass eine Reihe von „technischen Hilfen“ zur Strukturverbesserung ebenfalls einen nützlichen Beitrag leisten können³¹. Vom Erfolg des Anpassungsprozesses hängt letztlich auch ab, ob und wann Griechenland seine Kapitalmarktfähigkeit wiedererlangen kann³².

Zu einem geordneten Umschuldungsverfahren in der Zukunft gehört auch der Gipfelbeschluss, Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses, CACs) ab 2013 in allen neuen Verträgen für Staatsanleihen von Euroländern zu berücksichtigen. Während CACs in einem normalen Marktumfeld reibungslos eingeführt werden können, würden sie in Krisenphasen wahrscheinlich merkliche Risikoaufschläge für die Europroblemländer auslösen, wobei das Risiko einer Übertreibung besteht.

■ Juli 2011

Erhöhung des potentiellen Kreditvergabevolumens des EFSF auf 780 Milliarden Euro, damit er über die Bürgschaften der Länder auch wirklich 440 Milliarden Notkredite vergeben kann und Flexibilisierung seiner Instrumente. Außerdem wird die Beteiligung privater Gläubiger (Banken und Versicherungen) bei der Sanierung Griechenlands eingeleitet und ein zweites Rettungspaket für Griechenland in Aussicht gestellt. Italien und Spanien geraten in den Fokus der Finanzmärkte. Nach Regierungswechseln im Herbst 2011 leiten diese Länder Sanierungsmaßnahmen ein.

■ Oktober 2011

Im Fall Griechenlands werden Vereinbarungen über einen Teilerlass der Altschulden durch die Gläubiger beschlossen. Zudem bekräftigt man die Zusagen für ein zweites Rettungspaket (130 Mrd. €) für Griechenland und beschließt die Erhöhung der Eigenkapitaldecken von Banken bis Mitte 2012. Das Volumen des EFSF soll durch einen Hebel vervielfacht werden.

■ Dezember 2011

Die Staaten der Eurozone bemühen sich um eine neue Stabilitätskultur und strengere Defizitregeln. Dafür sollen die europäischen Verträge geändert werden, wogegen Großbritannien sich sperrt. Nationale Schuldenbremsen sollen den Willen zu solider Fiskalpolitik unterstreichen. Der permanente Rettungsmechanismus ESM soll Mitte 2012 in Kraft treten.

■ Januar 2012

Der Internationale Währungsfonds weist darauf hin, dass Griechenland große Schwierigkeiten bei der Umsetzung notwendiger Reformen hat und fordert ergänzende Maßnahmen. Dazu zählen ein höherer Konsolidierungsbeitrag Griechenlands, eine sehr viel stärkere Gläubigerbeteiligung und das Bekenntnis zum zweiten Rettungspaket der Euro-Staaten.

EZB: Ein sehr langer Weg zur Normalität

Das Krisenmanagement der EZB seit 2007 war mit der Erkenntnis verbunden, dass Preisstabilität allein nicht ausreicht, um Finanzstabilität zu erreichen, sondern dass die EZB v. a. auch auf die Bildung von Vermögensblasen – z. B. am Immobilienmarkt – achten muss³³. Finanzstabilität ist daher zu einem anerkannten Nebenziel der Geldpolitik avanciert. Mit Blick auf die Schuldenkrise hat die EZB den 2009 eingeleiteten Ausstieg aus der Expansionsstrategie nicht nur rückgängig gemacht, sondern ihre expansive Linie unter dem neuen EZB-Präsidenten Mario Draghi im November/Dezember 2011 sogar kräftig verstärkt, um der erneuten Vertrauenskrise im Bankensystem zu begegnen³⁴. Im Krisenmanagement steigt inzwischen das Risiko, dass die EZB durch Aufgabenhäufung – neben der Preis- und Finanzstabilisierung auch der massive Ankauf von Staatsanleihen der Europroblemländer³⁵ – überfordert wird. Im Staatsanleihenkauf wurde vielfach eine Verletzung der Unabhängigkeit gesehen, die Inflationsängste weckte. Dies sollte aber nicht überbewertet werden, auch wenn das angekaufte Volumen mit dem Risiko von Wertberichtigungen behaftet ist. Der Vertrauensschaden konnte bislang in Grenzen gehalten werden, da die Käufe transparent blieben und die so entstandene Liquidität sterilisiert wurde.

Die Schuldenkrise in Europa hat v. a. die Sorge aufkommen lassen, dass die hohe Staatsverschuldung über eine sehr expansive Geldpolitik einen Inflationsprozess auslösen könnte. Dass auf kurze und mittlere Sicht Inflationsgefahren drohen, ist angesichts der schwachen Konjunktur nicht zu erwarten. Die Inflationsrate der Eurozone, die im Jahresverlauf 2011 u. a. rohstoffpreisbedingt auf 3 % angestiegen war, dürfte sich daher 2012 in den Bereich der EZB-Zielmarke von knapp 2 % zurückbilden. Langfristig gilt aber der Satz von Nobelpreisträger Milton Friedman: „Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen“. Eine anhaltend lockere Geldpolitik birgt Risiken, da sehr niedrige Zinsen Inflationsängsten und einer Flucht in die Sachwerte mit erneuter Vermögensblasenbildung Vorschub leisten können.

Aus Sicht einiger Regierungen mag die Option einer „kalten Entschuldung“ des Staates über „ein paar Prozente“ mehr Inflation p. a. von Vorteil erscheinen. Der Wirksamkeit einer Politik, die auf Geldillusion setzt, sind aber u. a. wegen des Gewerkschaftsverhaltens enge Grenzen gesetzt. Die EZB wird weiterhin zu ihrem klaren Mandat stehen. Eine Rückkehr zur geldpolitischen Normalität ist aber nicht in Sicht. Grundsätzlich muss die EZB nach dem Abklingen der Krise ihre Notmaßnahmen beenden, ebenso wie ein guter Arzt nach erfolgreicher Therapie einer schweren Krankheit überflüssig wird.





Ungeachtet der Schuldenkrise kann der Euro auch nach dreizehn Jahren insgesamt als erfolgreiches Kernstück der europäischen Integration angesehen werden. Die meisten Vorteile des Euro wie z. B. Preisstabilität, niedrige Zinsen und mehr Planungssicherheit für Unternehmen sind auch weiterhin entscheidende Stärken der Gemeinschaftswährung.

Durch die gravierenden Mängel in punkto Finanzpolitik und Wettbewerbsposition ist die EWWU allerdings 2010 in stürmisches Wetter geraten. Die Schuldenkrise ist primär eine Staatsschuldenkrise einzelner Länder Europas, während die Strukturen des „alten Kerns“, mit dessen Wirtschaftskraft die Rettungsschirme aufgespannt wurden, überwiegend gesund sind³⁶. Alle profitieren mehr oder weniger vom Euro. Das rechtfertigt, die erheblichen Lasten der Krise auf die starken Schultern zu verteilen.

Die Vorteile des Euro können allerdings nur dauerhaft gewahrt werden, wenn verlorenes Vertrauen zurück gewonnen wird. Ausgangspunkt müsste hier die Erkenntnis sein, dass das Krisenmanagement seit Mai 2010 die Grundpfeiler der EWWU stark beschädigt hat. Die Strategie, die Schuldenkrise durch immer größere Rettungsschirme zu lösen, hat die Märkte bislang nicht besänftigt. Dies ist quasi systemimmanent, denn es besteht das große Risiko, dass immer umfangreichere Hilfspakete mit einem schwindenden Vertrauen in den Konsolidierungs- und Reformwillen der Problemländer einhergehen und die starken Länder überfordern.

Eine Gemeinschaftswährung lebt aber von Solidität. Die Schaffung von Vertrauen und der dauerhafte Erhalt der EWWU erfordern daher eine Rückbesinnung auf die eingangs erwähnten Grundpfeiler. Wichtige Schritte zur Neuordnung des EWWU-Regelwerkes sind eingeleitet und der notwendige Konsolidierungs- und Reformprozess angestoßen. Der Ausgang erscheint allerdings offen. Die EWWU steht derzeit am Scheideweg mit drei Abbiegemöglichkeiten.

Erstens, eine Rückkehr zu tragfähigen Staatsschulden gelingt nicht und die resultierende starke Überforderung der Geberländer durch immer größere Rettungsschirme lässt das Risiko eines erzwungenen Zerbrechens der EWWU rasch wachsen. Das wäre ein Worst-Case-Szenario, das aber angesichts des festen politischen Willens, die EWWU zu erhalten, derzeit eher unwahrscheinlich ist.

Der zweite Weg geht in Richtung einer modifizierten Maastricht-Version mit einer verstärkten intergouvernementalen Koordination der Budgetpolitik in einer Fiskalunion und einem neuen SWP. Er ist durch die mühsame Wiederherstellung tragfähiger Budget- und der Wettbewerbspositionen geprägt. EWWU-Grundpfeiler wie das No-Bail-Out-Prinzip und die nationale Budgetverantwortlichkeit sollten weiter gelten. Es ist möglich, die EWWU mit den bisherigen Gipfelbeschlüssen in einer Maastricht-Version fortzuführen. Die Option einer auf Griechenland beschränkten Schuldenrestrukturierung bietet eine Chance, die Krise ursachengerecht anzugehen.

Der dritte Weg wäre eine Politische Union³⁷ in Europa. Eine noch engere politische Zusammenarbeit auf der Grundlage solider Staatsfinanzen und vitaler Volkswirtschaften im wettbewerbsorientierten Binnenmarkt ist ein anzustrebendes Ziel, wobei die Ausgestaltung im politischen Prozess konkretisiert werden müsste. Eine Politische Union mit einer Finalitätsperspektive der europäischen Einigung sollte allerdings nicht in einer Krisensituation forciert werden. In der Schuldenkrise besteht das Risiko, dass die Wiederherstellung solider Staatsfinanzen in den Europroblemländern nur bedingt gelingt und die Reise in Richtung einer zunehmenden Vergemeinschaftung der Staatsschulden gehen könnte. Im Falle einer solchen europäischen Schuldenunion könnte sich Europa allerdings eher ungewollt als gewollt in Richtung einer Politischen Union bewegen. Besser wäre es freilich, das Ziel einer Politischen Union aus einer Position der Stärke nach Überwindung der Schuldenkrise zu verfolgen. Auf diesem Weg sollte sich dann die um 1950 entstandene Vision des französischen Währungsexperten Jacques Rueff erfüllen: „Europa entsteht durch die Währung oder gar nicht.“

Eine Politische Union wäre auf jeden Fall ein langfristiges Projekt. Das Projekt Europa braucht gute Politik und Kommunikation, um Glaubwürdigkeit zu generieren und die überwiegende Mehrheit der Bürger in den Staaten der EU „mitnehmen“ zu können. Allerdings ist die Zeit hierfür so lange nicht reif, wie jede Regierung und die Mehrheit der Bevölkerung eines jeden Mitgliedslandes die eigenen Interessen am besten auf der nationalen Seite aufgehoben sieht. Letzteres dürfte auf der Basis des derzeitigen Meinungsbildes³⁸ in den Mitgliedstaaten wohl noch einige Zeit so sein. Auch deshalb ist derzeit noch offen, ob der zweite oder der dritte Weg wahrscheinlicher sein wird.

1 | Diese Nichteckungsklausel im Art. 125 AEUV dient der Stärkung der Budgetdisziplin. Danach dürfen weder die Gemeinschaft noch die Mitgliedstaaten für Verbindlichkeiten eines anderen Mitgliedstaats die Haftung übernehmen. Allerdings erlaubt der Artikel 122 finanzielle Nothilfen bei unverschuldeten Ereignissen.

2 | European Commission (2008), EMU@10, successes and challenges after ten years of European monetary Union; Werner Becker (2008), Der Euro wird zehn Den Kinderschuhen entwachsen, Deutsche Bank Research, EU-Monitor 57, Beiträge zur Europäischen Integration.

3 | Werner Becker, Der Euro – eine europäische Erfolgsgeschichte, Beitrag in: Norbert Walter (2011), Europa, Warum unser Kontinent es wert ist, dass wir um ihn kämpfen, Campus Verlag Frankfurt/New York.

4 | Die EZB definiert Preisstabilität als eine Inflationsrate, die mittelfristig unter, aber nahe 2% p. a. liegt.

5 | So hat sich z.B. der Ölpreis seit 1999 mehr als verdreifacht. Auch wirken zeitweise administrative Preiserhöhungen sowie Steueranhebungen preistreibend. Nach der Einführung des Euro-Bargeldes 2002 ist eine kontroverse Debatte darüber entflammt, ob der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) die Inflationsrate korrekt misst, da die von den Bürgern wahrgenommene Inflationsrate die tatsächliche Rate zeitweise stark übertraf. Die amtliche Statistik basiert aber auf verlässlichen, bewährten Methoden. Die Diskrepanz zwischen „gefühlter“ und gemessener Inflationsrate hat andere Gründe. So wurden z.B. die spürbaren Preissteigerungen bei einigen häufig erworbenen Dienstleistungen (z. B. Restaurantbesuche) stärker registriert als Preissenkungen für in größeren Abständen erworbene Produkte wie z. B. Computer.

6 | Sie hat ihr Instrumentarium an die Entwicklung der Ereignisse angepasst, z. B. hinsichtlich der Laufzeit von Wertpapierpensionsgeschäften und direkten Offenmarktgeschäften bei Hypotheken- und Staatsanleihen.

7 | Beispielsweise lagen die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen der EWWU-Länder zumeist weniger als 50 Basispunkte über denjenigen der Bundesanleihen, die innerhalb der EWWU als Maßstab („Benchmark“) dienen.

8 | European Central Bank (2011), The International Role of the Euro.

9 | Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2010/11, Chancen für einen stabilen Aufschwung, drittes Kapitel, Euroraum in der Krise, S. 66 ff.

10 | Diese Reform brachte z.B. für Budgetsünder mehr Beurteilungsspielraum für die Finanzpolitik bei schwachem Wachstum und sah mehr Flexibilität bei der Korrektur von übermäßigen Budgetdefiziten vor. Werner Becker (2005), Reform des Stabilitätspakts – Lizenz zur Verschuldung, EU-Monitor Nr. 23, Deutsche Bank Research.

11 | Das erste auflagengebundene Griechenlandpaket der EWWU-Länder (in Höhe von 110 Mrd. €) besteht aus bilateralen Krediten von bis zu 80 Mrd. € und einer Kreditzusage des IWF in Höhe von 30 Mrd. €.

12 | Der Rettungsschirm vom 9. Mai 2010 umfasst den Notfallfonds (European Financial Stabilisation Mechanism) in Höhe von bis zu 60 Mrd. € (wobei die Mittelaufnahme durch Garantien des EU-Etats gespeist wird), eine auf (zunächst) drei Jahre befristete Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) im Betrag von bis zu 440 Mrd. € sowie bis zu

250 Mrd. € Finanzmittel vom Internationalen Währungsfonds. Finanzhilfen sind mit einem mehrjährigen Anpassungsprogramm verknüpft. Irland hat im November 2010 und Portugal im April 2011 den Rettungsschirm in Anspruch genommen.

13 | Damit trat der bis dahin unwahrscheinliche Fall ein, dass ein relativ kleines Euroland wie Griechenland – mit einem Anteil von 2,7% am BIP der EWWU – eine Krise für die gesamte Eurozone heraufbeschworen hat.

14 | Im Sommer 2011 musste erneut ein großes Hilfspaket für Griechenland geschnürt werden, das auf dem Gipfel im Oktober modifiziert wurde. Es beinhaltet längere Kreditlaufzeiten und eine Zinsermäßigung. Letztere wurde auch Irland und Portugal gewährt. Rat der Europäischen Union, Erklärung der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebietes und der EU-Organe, 21. Juli 2011.

15 | Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011; Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 23./24. Juni 2011; Erklärung des Euro-Gipfels vom Oktober 2011, Brüssel, den 9. November 2011; Erklärung der Staats- und Regierungschefs des Eurowährungsgebietes vom 9. Dezember 2011.

16 | Die neue Architektur der EWWU soll auf einer zwischenstaatlichen Abmachung beruhen, die bis zum März 2012 konkretisiert werden soll. Während neun der zehn nicht zur EWWU gehörenden EU-Staaten eine Teilnahme an der zwischenstaatlichen Abmachung prüfen wollen, hat Großbritannien jede Vertragsänderung zur Verbesserung der Architektur der EWWU abgelehnt. Ein gewisses Handicap der zwischenstaatlichen Abmachung wird darin gesehen, dass es im Zweifelsfall rechtlich weniger verbindlich als der EU-Vertrag sein könnte.

17 | Die effektive Ausleihkapazität des ESM soll 500 Mrd. € betragen, basierend auf Garantien (620 Mrd. €) und Kapitaleinzahlungen (80 Mrd. €) der Euroländer.

18 | Artikel 136 des Lissabon-Vertrags: „Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilitätsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebietes insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen.“

19 | European League for Economic Cooperation (2010), CAHIER COMTE BOËL N°14, The creation of a common European bond market

20 | Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2011/12, erstes Kapitel, Verantwortung für Europa wahrnehmen, S. 1 ff.

21 | Eine Ausnahme bilden die drei Problemländer Griechenland, Irland und Portugal, die im Rahmen von mehrjährigen Hilfs- und Anpassungsprogrammen ihre Budgetsanierung mit unterschiedlichem Erfolg vorantreiben. Während Irland gute Fortschritte verzeichnet, wird der Anpassungsprozess in Griechenland und Portugal aber aufgrund der Strukturprobleme viele Jahre brauchen. Italien und Spanien haben erst auf dem Oktober-Gipfel 2011 Vertrauen stiftende Konsolidierungsmaßnahmen und Strukturreformen zugesagt.

22 | Zwar könnte eine starke nominelle Abwertung der neuen Währung kurzfristig Linderung bedeuten, jedoch sind angesichts der engen Verflechtung erhebliche wirtschaftliche und politische Nachteile zu erwarten. Der auf eine starke Abwertung folgende Inflationsprozess müsste mit restriktiver Geld- und Fiskalpolitik eingedämmt werden, sodass ein starker

Anstieg der Zinsen den Staatsetat, die Unternehmen und die privaten Haushalte stark belasten würde. Veränderungen relativer Preise über eine Abwertung können nur beim Vorhandensein einer aussichtsreichen Exportpalette wirken. Errungenschaften des Binnenmarktes – z. B. freier Handels- und Kapitalverkehr –, müssten zur Absicherung der neuen Währung eingeschränkt werden. Auch sollte nicht übersehen werden, dass die Banken, Unternehmen und die öffentliche Hand hohe Summen aufgewendet haben, um ihre Aktivitäten (Preise, Rechnungswesen, EDV, Steuern etc.) auf den Euro umzustellen. Bei der Einführung einer neuen nationalen Währung würden erneut hohe Umstellungskosten anfallen.

23 | Ein Beispiel hierfür ist die oft überzogene Kritik an den Ratingagenturen, die ungeachtet ihrer Fehler – z. B. viel zu gute Bewertung der US-Hypothekenanleihen vor dem Ausbruch der Finanzkrise – bei der Meinungsbildung an den Finanzmärkten eine wichtige Rolle spielen. Die Ratingagenturen sind für die Marktteilnehmer allerdings nur ein – wenn auch manchmal wichtiger – Baustein der Meinungsbildung.

24 | Der Zinsabstand italienischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen stieg 2011 im Zehnjahresbereich zeitweise auf über 5 Prozentpunkte. Solche Werte wurden zuletzt Anfang der 1990er Jahre verzeichnet.

25 | Mit weitem Abstand und einem Schuldenstand von 120% des BIP folgt Italien, das anders als Griechenland über eine leistungsfähige Wirtschaft, eine hohe Sparquote und ein hohes Privatvermögen verfügt, vor Irland (112%), Portugal (102%) und Spanien (68%). European Commission (2011), Public Finance in EMU, S. 26.

26 | Auf Privatanleger entfallen schätzungsweise ein Drittel der Anlagen des privaten Sektors, der Rest auf institutionelle Anleger wie Banken und Versicherungen. Angesichts dieser Gläubigerstruktur Griechenlands müsste auch eine Interessenvertretung der Privatanleger – z. B. ein „Berliner Club“ – geschaffen werden.

27 | Das Stichwort lautete Bradybonds. Das waren Anleihen, die auf Schuldenreduktionen bzw. Schuldendiensterleichterungen (Schuldenstundung, Zinsstundung, Zinsreduktion etc.) basierten und den Schuldnerländern mit frischem Geld der Gläubigerbanken und wirtschaftspolitischen Reformen neue Wachstumsspielräume gaben, um aus eigener Kraft aus dem Schuldenberg herauszuwachsen. Die Bradybonds wurden zu 100% durch den US-Staat garantiert. Dies war der (Vertrauens-) Schlüssel zum Erfolg und zur Rückkehr der Schuldnerländer an die internationalen Kapitalmärkte. Der Brady-Plan brachte sichtbare Erfolge, aber auch Enttäuschungen. So konnte z. B. Mexiko nach der Einführung von Bradybonds im Jahr 1989 recht bald an die Kapitalmärkte zurückkehren und erreichte von 1990 bis 2006 ein Wachstum von durchschnittlich 3% p. a. Hingegen konnten die Ölländer Venezuela und Nigeria bis 1995 keine Dynamik entfalten; Ecuador stellte 1999 sogar den Schuldendienst für seine Bradybonds ein.

28 | In Europa hat Polen seine erfolgreiche Wachstumsstrategie 1994 durch die Umschuldung von Auslandsschulden flankiert. Christoph Sowada (1995), Haushaltspolitische Konsequenzen steigender Staatsverschuldung in Polen, Universität Potsdam, Diskussionsbeitrag Nr. 3.

29 | Nimmt man z. B. Bradybonds als Lösungsmodell für die Schuldenkrise, so müssten die übrigen EWWU-Länder eventuelle griechische Bradybonds z. B. mit Hilfe des EFSF oder des ESM vollständig garantieren.

30 | Die EZB hat bisher eine Umschuldung Griechenlands mit allen Gläubigern abgelehnt. Einen Grund ist in der Tatsache zu vermuten, dass die EZB griechische Staatsanleihen in erheblichem Umfang als Sicherheit für Notenbankkredite hereingenommen und seit Mai 2010 griechische Staatsanleihen am Markt gekauft hat. Die EZB müsste im Falle einer Umschuldung ihren hohen Bestand an griechischen Staatsanleihen wahrscheinlich wertberichtigen – mit u. U. gravierenden Auswirkungen für ihre Bilanz. Dies wäre bei einer Umschuldung zu berücksichtigen. Auch eine Stärkung der Kapitalbasis der EZB durch die nationalen Notenbanken würde beim Steuerzahler Kosten verursachen, z. B. in Form von geringeren oder ausbleibenden Gewinnausschüttungen der nationalen Notenbanken an den jeweiligen Fiskus.

31 | Die z. T. von Griechenland erbetenen technischen Hilfen reichen von einer Stärkung des Rechts- und Steuersystems, über Verbesserungen in der Kommunalverwaltung und im Gesundheitswesen bis zur Unterstützung bei der Privatisierung von Staatsunternehmen. Zu diesem Zweck hat die EU eine Task Force ins Leben gerufen. Ob die Tatsache, dass technische Hilfen nur auf freiwilliger Basis erfolgen können, ein Handicap darstellt, wird der Praxistest zeigen müssen.

32 | Die Historie lehrt, dass die Finanzmärkte hier keineswegs das Gedächtnis eines Elefanten haben. Wenn die Bedingungen stimmen, wird eine Rückkehr zum Kapitalmarkt in einer überschaubaren Zeit von relativ wenigen Jahren möglich sein. Eine notwendige Bedingung ist eine erfolgreiche Anpassung Griechenlands mit dem Ergebnis eines geordneten Staatssektors und einer wettbewerbsfähigen Wirtschaft. Eine zweite Bedingung ist die volle Garantie der EWWU-Partnerländer für die nach der Umschuldung verbleibende Restschuld.

33 | Das Platzen von Immobilienblasen verschärfte die Staatsschuldenprobleme in Spanien und Irland und war 2007 Auslöser der Finanzkrise in den USA. Die Schwierigkeit einer Notenbank besteht hier darin, dass sie kaum über geeignete Maßnahmen zur direkten Beeinflussung von Vermögensblasen verfügt.

34 | Der Leitzins wurde erneut auf 1% gesenkt (von 1,5% seit Juli 2011). Neu war die Einführung von längerfristigen Refinanzierungsgeschäften mit Laufzeiten von bis zu 36 Monaten, geringere Bonitätsanforderungen der EZB an Sicherheiten für Kredite an Banken und die Halbierung des Mindestreservesatzes auf 1%.

35 | Die Käufe, die von Mai 2010 bis März 2011 wegen der Schuldenkrise zwecks Marktstabilisierung und erneut ab August 2011 zugunsten Italiens und Spaniens erfolgen, summierten sich bis Ende 2011 auf ca. 210 Mrd. €.

36 | Es ist daher nicht sachgerecht, die Schuldenkrise in den Medien ständig als Eurokrise darzustellen und damit die 332 Mio. Bürger der Eurozone zu verunsichern.

37 | Hier geht es um die Gestaltung von politischen Strukturen für die „Vereinigten Staaten von Europa“, bestehend aus einer europäischen Regierung, einem vollwertigen Europa-Parlament und einem großen EU-Budget. Hier müsste wohl ein politisches Format „sui generis“ entwickelt werden. Die Initiative zugunsten einer Politischen Union, die Altbundeskanzler Helmut Kohl bereits bei der Entscheidung über die EWWU im 1990 angestoßen hatte, war damals im Sande verlaufen.

38 | Standard-Eurobarometer 76 (Dezember 2011): Auf die Frage, ob sie der Europäischen Union eher vertrauen oder eher nicht vertrauen, antworteten im Schnitt 55% der Befragten in allen 27 EU-Ländern klar mit Nein.



Der Autor

Werner Becker, Jahrgang 1950, schloss das Studium der Volkswirtschaftslehre an der Johannes-Gutenberg-Universität Mainz 1974 ab und promovierte dort 1979 zum Dr. rer. pol. mit einer Arbeit über Trends in der Mittelstandsfinanzierung. Nach seiner Tätigkeit als Wissenschaftlicher Mitarbeiter an Universität Mainz im Fach Wirtschafts- und Bankenpolitik arbeitete er von 1979 bis 1991 in der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Deutschen Bank, dann bis Ende 2008 bei Deutsche Bank Research. Arbeitsschwerpunkte waren Währungs-, Finanzmarkt- und Europafragen. In den Jahren 1993 bis 2001 stand die aktive Mitwirkung an der Vorbereitung der Deutschen Bank auf die Einführung des Euro im Fokus. In den vergangenen Dekaden hat Werner Becker sich in zahlreichen Publikationen und Vorträgen mit Problemen der europäischen Integration beschäftigt. Er ist seit März 2009 Dozent an der Frankfurt School of Finance and Management.

Redaktion und Ansprechpartner in der Konrad-Adenauer-Stiftung

David Gregosz
Kordinator Grundsatzfragen/Ordnungspolitik
Team Wirtschaftspolitik
Hauptabteilung Politik und Beratung
Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

Büro: Klingelhöfer Straße 23
10785 Berlin
Post: 10907 Berlin
Telefon: 0049/30/26996-3516
Telefax: 0049/30/26996-3551

Das Werk ist in allen seinen Teilen urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung der Konrad-Adenauer-Stiftung e. V. unzulässig. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung in und Verarbeitung durch elektronische Systeme.

Erste Auflage, Redaktionsschluss: 10.1.2012

© 2012 Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.



www.kas.de



Konrad
Adenauer
Stiftung