



#3 Eurozone weiter in der Krise

Dr. Jens Bies
Fon: +49 (0) 89 / 3188804-53

Guten Tag!

Als der Euro als Einheitwährung der Europäischen Union (EU) - im Januar 1999 als Buchgeld und drei Jahre später als Bargeld - den größten Handelsblock der Welt vereinte und damit die zweitgrößte Währung der Welt entstand, ahnte wohl kaum jemand, dass damit auch eines der schwierigsten Unterfangen der Wirtschaftsgeschichte geboren wurde. Diese Währungsunion erlaubte es den Regierungen der Südländer, Wachstum durch günstiger gewordene Kapitalmarktzinsen zu finanzieren. Als aber die Finanzkrise Anpassungen innerhalb der Eurozone unumgänglich machte und Konzeptionsschwierigkeiten offenbarte, entstand wenig später eine ausgewachsene Eurokrise. Dabei handelt es sich um eine seit 2009 andauernde multiple Krise, die Aspekte einer Staatsschulden-, einer Banken- und einer Wirtschaftskrise aufweist. Nachfolgend werde ich versuchen, die Gründe für die gegenwärtige Eurokrise zu erörtern und Lösungen für eine Beseitigung zu erarbeiten. Zunächst aber macht eine Bestandsaufnahme Sinn, um den Ernst der Lage in der Eurozone zu verstehen.

In 2010 begannen die EU und der IWF den krisengeschüttelten Peripherieländern Hilfen in Form von Kreditbürgschaften¹ anzubieten, da diese nicht mehr in der Lage waren, ihre Budgetdefizite zu nachhaltigen Zinssätzen an den Kapitalmärkten zu finanzieren. Zudem intervenierte die EZB durch eine Senkung der Zinsen und volumenmäßig begrenzte Ankaufprogramme für Staatsanleihen am Sekundärmarkt.² Letztlich waren Griechenland im Mai 2010 und Februar 2012, Irland im November 2010, Portugal im Mai 2011, Spanien im Juli 2012 und Zypern im Mai 2013 alle gefährdet, am Kapitalmarkt ihre Verbindlichkeitsverpflichtungen nicht mehr nachkommen zu können. Faktisch waren sie zu diesem Zeitpunkt größtenteils unfähig, sich am Kapitalmarkt zu refinanzieren. Ziel dieser zweckgebundenen Mittel war die Reduzierung der Budgetdefizite und Stärkung der zukünftigen Wettbewerbsfähigkeit. Zweckgebunden insofern, dass wohlhabendere Staaten wie u.a. Deutschland für diese Darlehen im Gegenzug ökonomische Reformen und v.a. Austerität (bezeichnet im ökonomischen Sinn eine staatliche Haushaltspolitik, die einen ausgeglichenen Staatshaushalt ohne Neuverschuldung anstrebt) erwarteten. Dies führte in den jeweiligen Ländern zu gestiegenem Pessimismus, sozialem Unfrieden und einer politischen Neuordnung. So auch in Griechenland, wo die Neuwahlen im Januar 2015 die linke, Anti-Austeritätspartei Syriza als Sieger hervorbrachten, welche Griechenland auf Kollisionskurs mit Politikern aus Brüssel, Frankfurt und Berlin brachte. Das Gespenst des „Grexit“ (Griechenland-Austritt aus der Eurozone) in Verbindung mit ökonomischer Stagnation, zögerlichen Reformen und gestiegenem Nationalismus der jeweiligen Mitgliedsstaaten, hat die Zukunftsfähigkeit der Währungsunion wieder infrage gestellt. Nicht nur in Griechenland wächst der politische Unmut, auch in anderen Ländern führen in den Umfragen europakritische Parteien: in Spanien die linke Protestpartei Podemos, in Frankreich die rechtspopulistische Patriotenpartei Front

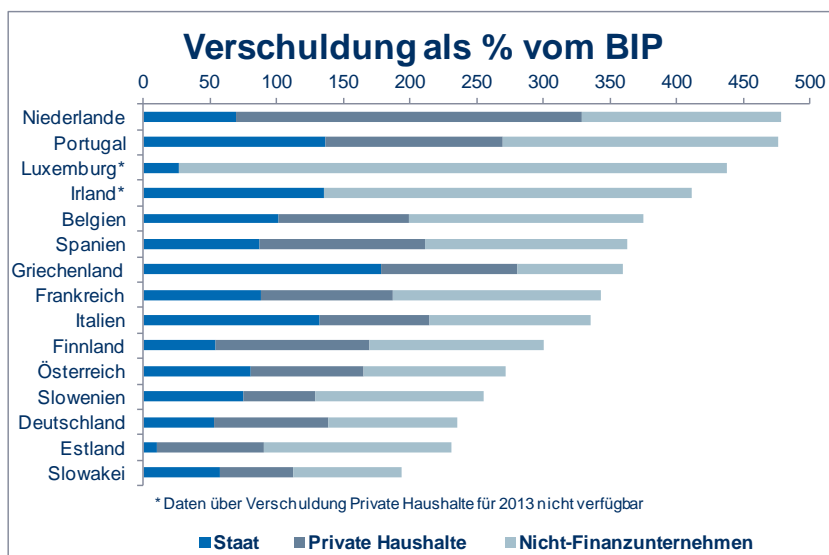
¹ 2010 wurde die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und 2011 als deren Nachfolger der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) als Rettungsschirm verabschiedet.

² 2010 wurde von der EZB das Securities Market Programme (SMP) gestartet, bei welchem u.a. Staatsanleihen im Volumen von ca. 150 Mrd. EUR aufgekauft wurden. 2012 wurde das SMP durch das offerierte Outright Monetary Transactions (OMT) – Programm abgelöst, bei welchem kurzfristige Anleihen von Staaten in der Eurozone in unbegrenztem Maß hätten aufgekauft werden können. Es wurde bisher noch von keinem Staat in Anspruch genommen.

National, in Portugal die Mitte-Links Partei PS. Auch in Italien und in Deutschland bekommen antieuropäische Parteien zunehmend mehr Stimmen. Folgt auf die Finanzkrise und die daraus entstandene Eurokrise nun eine veritable politische Krise?

Die fundamentalen Probleme der Eurozone waren schon lange vor den oben angeführten Krisen ersichtlich. Das seit Jahrzehnten praktizierte Wirtschaftsmodell, sich Wirtschaftswachstum durch eine immer höhere Verschuldung zu erkaufen, kommt allmählich ins Wanken. Die Schulden des privaten und öffentlichen Sektors der meisten EU-Länder haben längst Grenzen überschritten, innerhalb derer sie wachstumsfördernd wirken. So wird bei der Staatsverschuldung davon ausgegangen, dass eine Quote von mehr als 85 % des Bruttoinlandsprodukt (BIP) die Krisenanfälligkeit von Wirtschaft und Staat erhöht und die wirtschaftliche Entwicklung verlangsamt.³ Für den Privatsektor gelten ähnliche Grenzen, 85 Prozent des BIP für Privathaushalte und 90 % des BIP für Nicht-Finanzunternehmen. Die EU-Kommission gibt für beide Bereiche zusammen sogar einen Schwellenwert von 133 % des BIP vor.⁴ Legt man diese Zahlen zugrunde, sind große Teile der EU zu hoch verschuldet (siehe Diagramm).

Diagramm: Verschuldungssituation in der Eurozone



Quelle: OECD Statistik

Besonders dramatisch ist die Situation in Ländern, in denen die Richtwerte aller drei Sektoren überschritten werden. Dort sind nicht nur die Handlungsspielräume des Staates deutlich eingeschränkt, sondern aufgrund der Konsolidierung des Privatsektors dürfte auch die Inlandsnachfrage auf absehbare Zeit gedämpft sein, da Unternehmen und private Haushalte kaum noch neue Schulden aufnehmen und einen größeren Teil ihrer Einkommen für die Schuldentilgung statt für Investitionen bzw. Konsum verwenden dürften. Diese Tatsache ist neben der schlechter werdenden Wettbewerbsfähigkeit und der strukturellen Probleme einer Vielzahl von Ländern innerhalb der Eurozone eines der Hauptprobleme der aktuell bestehenden deflationären Lage. Dafür gibt es eine Vielzahl von Gründen, wovon einige an der Architektur der Eurozone hängen, andere sind länderspezifisch. Nachfolgend sind einige der Gründe dargestellt:

³ Das gilt sowohl für die Verschuldung der öffentlichen Hand als auch beim Privatsektor. Vgl. CECCHETTI/MOHANTY/ZAMPOLLI (2011) - The real effects of debt, BIS Working Papers, No. 352, S. 4 f., <http://www.bis.org/publ/work352.pdf>.

⁴ Vgl. EUROPÄISCHE KOMMISSION (2014), Warnmechanismusbericht 2014, S. 36, http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2014/amr2014_de.pdf.

i. Fehlende Konvergenz

Der Maastricht Vertrag von 1992 sah u.a. vor, dass die teilnehmenden Staaten eine Gesamtverschuldung von 60% des BIP haben durften. Bei der Gründung der Währungsunion 1999 wurde dieses Konvergenzkriterium nicht strikt ausgelegt. Speziell in Italien, aber auch in Griechenland und Belgien lag der gesamte Schuldenstand im Vorfeld der Euro-Einführung zum Teil deutlich über der Grenze von 60% des BIP.⁵ So hatten diese hochverschuldeten Länder schon zu Beginn einen massiven Wettbewerbsnachteil.

ii. Eine Geldpolitik für alle Länder

Die Einheitswährung begann in 1999 mit 11 Ländern, mittlerweile sind es 19. Alle Mitgliedsstaaten haben die Kontrolle über die Geldpolitik an die EZB abgegeben. Dazu gehörte selbstverständlich auch der Zinskanal. Deutschland hatte zu Beginn der Jahrtausendwende eher mit schwachen Wachstumszahlen zu kämpfen, so dass die EZB den Refinanzierungssatz tendenziell niedrig hielt. Für Länder wie Spanien oder Irland waren diese Sätze aber zu niedrig und führten in letzter Konsequenz zur Schaffung riesiger Immobilienblasen. Zudem sorgte die Aufgabe der eigenen Währung und Unabhängigkeit der Geldpolitik dafür, dass v.a. die Länder innerhalb der Eurozone mit einer hohen Verschuldung nicht in der Lage waren, auf die Krise adäquat zu reagieren. Sie konnten keine höhere Inflation zulassen, um die öffentliche Verschuldung zu minimieren. Auch die direkte oder indirekte Abwertung der eigenen Währung zum Ankurbeln der Exportwirtschaft war ihnen nicht möglich. Auch durften sie ihre eigenen Anleihen nicht aufkaufen, um den Zahlungsausfall zu verhindern, so wie es in QE-Programmen in Großbritannien und den USA der Fall war.

iii. Ökonomische Unterschiede und Handelsbilanzungleichgewichte

Wie bereits zuvor erörtert, wuchsen in den 2000ern Volkswirtschaften innerhalb der Eurozone mit unterschiedlicher Geschwindigkeit (Peripherie zu schnell, Kernländer zu langsam). Viele dieser Länder, die während der Staatenkrise durch Kreditbürgschaften gerettet wurden, erfüllten während dieser Periode eine sinkende Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit relativ zum Eurozonenschnitt (und speziell gegenüber Deutschland). Länder wie Griechenland, Irland oder Spanien, die stark wuchsen und viel importierten, verloren auch international Wettbewerbsfähigkeit. Das Ergebnis war ein hohes Handelsbilanzdefizit, das durch eine hohe öffentliche und private Verschuldung finanziert werden musste. Die Finanzierung dieser Verschuldung wurde aber immer günstiger, sodass dieser Zustand solange kein Problem darstellte, wie die Zinsen niedrig blieben. Als jedoch mit der Finanzkrise die Refinanzierungskosten dieser Länder aufgrund ihrer sich verschlechternden Bonität stiegen und der Kapitalmarkt das Vertrauen in deren Schuldendienst verlor, führte dies zu einem weiteren deutlichen Anstieg der Kapitalmarktzinsen. In dieser Situation wäre der einfachste Weg eine Abwertung der eigenen Währung gewesen, um kurzfristig Wettbewerbsfähigkeit zurück zu gewinnen. Dies war aber aufgrund der Einheitswährung nicht möglich. Starke Länder, wie z.B. Deutschland, konnten in dieser Periode hohe Handelsüberschüsse erwirtschaften, was u.a. durch eine hohe Arbeitsproduktivität über niedrige Löhne möglich wurde.

iv. Fehlendes Risikoverständnis der Marktteilnehmer

Mit der Euro-Einführung haben sich die Refinanzierungskosten der Eurozonen-Mitgliedsstaaten auf ein ähnliches Niveau bewegt, sodass nun Länder wie Griechenland, welche vorher deutlich höhere Zinsen hatten als z.B. Deutschland, sich nun deutlich günstiger verschulden konnten. Das Gleiche galt natürlich für den privaten Sektor. Dies führte zwar zu einem hohen schuldenfinanzierten Wachstum in den Peripherieländern, jedoch wuchsen die Staatsschulden in Griechenland und Portugal, aber auch die Schulden des Privatsektors in Portugal, Irland und Spanien. Implizit hatte der Markt vor der Finanzkrise angenommen, dass jedem Land in der Eurozone das gleiche Ausfallrisiko zuzuordnen ist. Mit Beginn der Finanzkrise in 2008 revidierten die Investoren ihre Einschätzung und verkauften

⁵ Vgl. Konvergenzbericht der EU, Europäisches Währungsinstitut, 1998, Frankfurt, S. 2.

Staatsanleihen aus den höher verschuldeten, weniger wettbewerbsfähigen Ländern, was zu rapide ansteigenden Refinanzierungskosten führte.

v. Reaktion auf die Finanzkrise

Bei der Einführung des Euros wurde kein Mechanismus implementiert, der bei einer Schuldenkrise greifen könnte. Als Ergebnis mussten Notfallrettungspläne ins Leben gerufen werden, die in ihrer Ausgestaltung sicherlich auch nicht vollkommen ausgereift sein konnten. Zudem wurde für die Marktteilnehmer offenkundig, dass sich die größeren Länder, die den Bärenanteil der Kreditbürgschaften übernehmen mussten, uneinig über die Lösung der Situation waren. Diese Uneinigkeit und der Mangel an konsequenter Vorgehensweise schwächte das Vertrauen bei den internationalen Kapitalgebern, was die Krise letztlich verlängerte.

vi. Länderspezifische Probleme

Die Gründe für die Eskalation der Krise waren für die betroffenen Länder selbstverständlich unterschiedlich. Im Folgenden seien einige dieser Faktoren für die Länder aufgeführt, die Kreditbürgschaften in Anspruch nehmen bzw. unter den Rettungsschirm mussten. Es handelt sich um die fünf Euro-Staaten Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien, die während der Eurokrise die Abkürzung PIIGS bekamen, und Zypern:

- i) *Portugal*: Relativ hohe Verschuldung des Privatsektors, großer Kapitalzufluss aus dem Ausland nach der Euro-Einführung führte nicht zu höherer Produktivität, sondern zu Fehlallokation von Kapital und hoher Auslandsverschuldung, hohe Staats-, aber auch private Verschuldung, schlechte Wettbewerbsfähigkeit und schwaches Wachstum.
- ii) *Italien*: (Schon seit Jahrzehnten vor der Eurokrise) sehr hohe Staatsschuldenquote, Stagnation des Wirtschaftswachstums, hohes Nord-Süd Gefälle bei Lebensstandards und ein unproduktiver Arbeitsmarkt.
- iii) *Irland*: Sehr hohe Verschuldung des Privatsektors, platzende Immobilienblase führte 2008 aufgrund der hohen Zahl an notleidenden Immobilienkrediten zur Bankenkrise, Staat übernahm aufgrund von Zahlungsunfähigkeit Banken, was die (bis dato noch unterdurchschnittliche) Staatsverschuldung auf über 100% des BIP erhöhte.
- iv) *Griechenland*: (Schon vor der Eurokrise) sehr hohe Staatsverschuldung, hohe Staatsausgaben, unterdurchschnittliche Steuereinnahmen durch Steuerflucht, Schattenwirtschaft und Korruption sowie sehr schlechte Wettbewerbsfähigkeit.
- v) *Spanien*: Ähnlich wie in Portugal relativ hohe Verschuldung des Privatsektors, platzende Immobilienblase führte ebenso wie in Irland 2008 zu einer Bankenkrise, die ihren Ursprung größtenteils in notleidenden Kreditverpflichtungen des Bausektors hatte, welcher durch das Platzen der Immobilienblase zu schrumpfen begann.
- vi) *Zypern*: Kollaps des Bankensektors, welcher die Wirtschaft unverhältnismäßig dominierte, auch ausgelöst durch die Handelsverflechtungen zu Griechenland.

Aufgrund der oben angeführten Probleme der Eurozone sind viele Experten der Meinung, dass der gemeinsame Währungsraum trotz des massiven QE-Programms der EZB nicht zu retten ist. Ich denke, es ist unbestritten, dass die EZB allein die signifikanten Probleme nicht lösen kann und wird. Erreichen wird sie lediglich eine Inflationierung der Kapitalmarktpreise. Diese sind aber schon auf hohen Niveaus, so dass das eigentliche Problem die Abkopplung von Kapitalmärkten und Realwirtschaft ist.⁶ Nichtsdestotrotz gibt es pragmatische Lösungen zu diesen Problemen. Denken wir in diesem Zusammenhang an die Parole der im Roman von Dumas erweckten Drei Musketiere „Alle für einen, einer für alle!“. Diese Parole sagt viel von dem aus, was in der Zusammensetzung der Eurozone aktuell fehlt. Eine nachhaltige Lösung braucht die Etablierung einer Reihe von Institutionen, die ein Lastenausgleich in schwierigen Zeiten garantieren. Bereits im Mai 2012 merkte EZB-Präsident

⁶ Siehe dazu auch die Kolumne im Februar-Newsletter, wo die Effekte des QE-Programms der EZB detailliert besprochen werden.

Mario Draghi an, dass fiskalpolitische Lösungen herbeigeführt werden müssen, um nachhaltiges Wachstum zu generieren: *“...we have to specify a path for the euro. How do we see ourselves ten years from now; what has to be in place in ten years’ time? If we want to have a fiscal union, we have to accept a delegation of fiscal sovereignty from the national governments to some form of central body, but how do we get there?....we have to highlight what this path is and what conditions have to be in place in order to see what will happen to the euro in ten years’ time. In other words, clarity about our future, about our common European future, is one important ingredient of growth.”*⁷ In diesen Worten sind die wesentlichen Lösungsansätze bereits angerissen worden: die Eurozone braucht eine engere Verzahnung auf politischer Ebene, begleitet von integrierten regulatorischen Rahmenbedingungen. Interessanterweise sind im Anschluss an diese Rede Ausschüsse gebildet worden, die wesentliche Bausteine einer europäischen Integration erarbeiten und umsetzen sollten. Bis Mai 2014 ist bisher von all diesen Bausteinen nur die Bankenunion auf den Weg gebracht worden. Diese besteht aus einer einheitlichen, zentral durch die EZB durchgeführten Bankenaufsicht und einer einheitlichen, zentral durch eine Abwicklungsbehörde umgesetzten Bankenabwicklung. Untermuert wird die Bankenunion durch ein einheitliches Regelwerk, welches für alle Staaten der EU anwendbar ist.

In der Eurozone gibt es zugegebenermaßen große Einkommensunterschiede. Aber auch in anderen Währungsunionen ist dies der Fall, wie u.a. in den USA oder in Großbritannien. Letztere Währungsunion war ein Erfolg, auch wenn England, Schottland und Wales z.B. ihre eigenen Fußball- und Rugby-Teams haben. Großbritannien löst seine Probleme durch eine Reihe von gegenseitigen Verpflichtungen, wie u.a. eine gemeinsame Fiskalpolitik, eine Zentralregierung trotz Bestehens von Regionalpolitik, eine Bankenunion, eine gemeinsame Bereitstellung von öffentlicher Verwaltung, Stichwort Sozialversicherung, und ein gemeinsamer Pool von Steuereinnahmen. Bei der USD-Währungsunion hingegen haben die Staaten mehr Autonomie als in Großbritannien. Sie können ihre eigenen Steuersätze erheben, verfügen über staatliche Pensionsfonds, haben das Recht, Anleihen in eigenem Namen zu emittieren. Die zugesprochene Autonomie hat aber auch ihren Preis: so können Bundesstaaten und Kommunen auch zahlungsunfähig werden, was zweifellos dazu führt, dass ihre Refinanzierungskosten steigen und Gläubiger einen Verlust erleiden können. Nichtsdestotrotz hat das System der Vereinigten Staaten eine Zentralregierung, die fiskalpolitische Maßnahmen festlegt. Zudem besitzen sie ein gemeinsames Militär und eine Reihe von übergeordneten, staatlichen Rechtsvollzugsbehörden. Sowohl Großbritannien als auch die USA bieten den Investoren durch die enge Verzahnung der Länder/Staaten ein gewisses Maß an Versicherung gegen ökonomische Stressszenarien, ob sie nun zyklischer oder struktureller Natur sind. Die Eurozone muss sich überlegen, welchen Weg sie gehen möchte, den der Fiskalunion nach dem Vorbild von Großbritannien oder den der föderalistischen Union nach dem Vorbild der USA (Vereinigte Staaten von Europa). In beiden Fällen müssen die Teilnehmerländer jedoch staatliche Souveränität aufgeben. Pervers ist nur, dass ein direkter Eingriff in die fiskalische Souveränität von Mitgliedstaaten eine funktionierende paneuropäische, demokratische Legitimität voraussetzt. Doch davon sind wir weit entfernt. Wähler in südlichen Ländern können die strengen Auflagen aus Brüssel jederzeit ablehnen, während die Wähler in nördlichen Ländern sich weigern können, weiterhin für den Süden zu bezahlen. Zudem können sich Mitglieder entscheiden, die Eurozone zu verlassen.

Der aktuelle Weg ist definitiv nicht ausreichend, um die Konzeptionsschwierigkeiten und die länderspezifischen Probleme der Eurozone zu bewältigen. Bis zum heutigen Zeitpunkt existiert keine Klarheit, ja teilweise nicht einmal eine Vision über die Zukunft der Eurozone, geschweige denn ein interkulturelles, nationales Bewusstsein. Es gibt keinen wirklichen Lastenausgleich, der für Ruhe sorgen könnte. Für diesen Lastenausgleich (Schuldenunion) müssen zunächst gemeinsame politische Voraussetzungen geschaffen werden. Solange wir in dieser unsicheren Situation leben, wird sich die Eurokrise fortsetzen. Nun sind die Politiker gefordert, mutige Entscheidungen zu treffen. Nur so kann die Eurokrise final abgewendet werden!

⁷ ECB (2012) - ECB Introductory Statement to the press Conference (with Q&A), Press Conferences, Mai 2012, <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120503.en.html>

Hinweis: Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.