



# Die Krise in der Eurozone

## Finanzmanagement ohne Finanzpolitik

**RAINER LENZ**  
Juni 2011

Griechenlands Rettung durch IWF und EU ist gescheitert. Das 2010 mit der Vergabe eines Kredites in Höhe von 110 Milliarden Euro verordnete strikte Konsolidierungsprogramm hat genau das Gegenteil bewirkt: Die Rezession hat sich verstärkt, die Arbeitslosigkeit stieg und die Steuereinnahmen sanken. Mit einer Staatsverschuldung von über 150 Prozent droht dem Land nun über kurz oder lang die Umschuldung. Der Anleihemarkt preist bereits jetzt einen Abschlag von 30 Prozent auf bestehende Schulden ein. Griechische Staatsanleihen handeln zu Renditen von über 20 Prozent, womit eine zukünftige Refinanzierung der Staatsschulden am Kapitalmarkt unmöglich wird.

Portugal droht ebenfalls die Zahlungsunfähigkeit. Um dies abzuwenden, erhält das Land einen Kredit in Höhe von 78 Milliarden Euro vom Euro-Rettungsschirm. Der EU-Kredit an Portugal soll, wie im Falle Griechenlands, mit einem rigiden Sparprogramm (Kürzung von Renten, Steuererhöhung und Privatisierung von Staatsvermögen) verknüpft werden. Diese Rezeptur zeugt von einer Wirtschaftspolitik, die weder eine nachhaltige Lösung im Blick hat, noch die Gesamtproblematik der Euro-Zone bedenkt. In der öffentlichen Diskussion finden wesentliche Aspekte kaum Beachtung, die ich hier darlegen möchte.

Der Euro-Rettungsschirm kann sich dank bester Bonität am Markt günstig refinanzieren (zu 3,2 Prozent). Er verleiht jedoch das Geld vergleichsweise teuer, wie an Irland und nun auch an Portugal, zum Zinssatz von 5,9 Prozent. Dies ist eine Kreditmarge von 2,7 Prozent. Man fragt sich, was der Euro-Rettungsschirm ist: eine gewinnmaximierende Bank oder eine öffentliche Institution der Europäischen Union. Natürlich müsste Portugal am freien Kapitalmarkt derzeit zehn Prozent zahlen, doch von einer wirklichen öffentlichen Finanzhilfe für einen von der Insolvenz bedrohten EU-Staat kann trotzdem nicht

die Rede sein. So verbindet man mit einem »Rettungsschirm« eigentlich die Erwartung, dass das Kapital mit gleichem Zinssatz weitergereicht wird. Denn schließlich geht es um eine Rettung, also um das Abwenden einer existenzbedrohenden Situation, und zwar nicht nur für das jeweilige Land, sondern für das gesamte Finanzgerüst Euro. In diesem Sinne ist es völlig unverständlich, dass auch für den Europäischen Stabilitätsmechanismus, der 2013 den jetzigen Rettungsschirm ablöst, eine Zinsmarge von zwei Prozent geplant ist (siehe Vertragsentwurf ESM).

Warum allein soll denn öffentliches Geld Portugal retten? Wenn Zahlungsunfähigkeit droht, so strebt man in der Regel einen Vergleich bzw. eine Umschuldung an. Zahlen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) belegen, dass die Hauptgläubiger europäische Geschäftsbanken sind.

Tabelle: Ausländische Forderungen an Griechenland, Irland, Portugal und Spanien, nach Nationalität der Banken, Ende des 4. Quartals 2010; in Mrd. US-Dollar (ohne sonstige Forderung aus Derivaten etc.)

|                     | DE    | ES   | FR    | IT   | GB    | US    |
|---------------------|-------|------|-------|------|-------|-------|
| <b>Griechenland</b> | 34    | 0,9  | 56,7  | 4    | 14,1  | 7     |
| <b>Irland</b>       | 118   | 10   | 29,6  | 13,5 | 135,2 | 50,1  |
| <b>Portugal</b>     | 36,4  | 84,6 | 26,9  | 4,1  | 24,4  | 5,2   |
| <b>Spanien</b>      | 181,9 | 0    | 140,6 | 30   | 107,2 | 47,2  |
| <b>Summe</b>        | 370,3 | 95,5 | 253,8 | 51,6 | 280,9 | 109,5 |

DE = Deutschland, ES = Spanien, FR = Frankreich, IT = Italien, GB = Vereinigtes Königreich, US = USA;

Quelle: Vorläufige Daten der Konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ, 11. April 2011.

Allein deutsche Kreditinstitute besitzen Staatsanleihen und andere Forderungen in Höhe von insgesamt 370,3

Milliarden Euro gegenüber Schuldnern aus Griechenland, Irland, Portugal und Spanien, was – in Relation zu den 750 Milliarden Euro des europäischen Rettungsschirms – mehr als die Hälfte ist. Aber auch die spanischen, französischen, britischen sowie amerikanischen Kreditinstitute sind zentrale Gläubiger. Bei einer Insolvenz der Staaten droht damit auch zugleich die Insolvenz der erst 2009 mit Steuermitteln geretteten westlichen Gläubiger-Banken, allen voran die der deutschen Kreditinstitute. Ein Vergleich im Sinne eines Abschlags auf die bestehenden Forderungen wäre für das Bankensystem schmerzlich. Folglich retten die Euro-Länder, und allen voran Deutschland, durch Kredite an Portugal, Griechenland und Irland die privaten Geschäftsbanken erneut: Bankenrettung Nummer zwei.

Was die Banken hier betreiben bzw. betreiben können, folgt der Logik des Handelns mit doppeltem Boden. Zehn Prozent Zinsen erhält man nur bei hohem Risiko. Dennoch haben die deutschen Banken verstärkt Anleihen dieser insolvenzbedrohten Euro-Länder gekauft. Ein großartiges Geschäft: Die Banken erhalten billiges Geld von der Europäischen Zentralbank (EZB) zu einem Prozent (künftig 1,25 Prozent) und verleihen es an Portugal zu sieben bis zehn Prozent. Ein Ausfallrisiko gibt es nicht, denn die Euro-Staaten können Portugal gar nicht fallen lassen, weil dann ihr eigenes Bankensystem wieder bedroht wäre. Das wissen auch deutsche Geschäftsbanken. Man spekuliert darauf, dass bei drohender Insolvenz der staatlichen Gläubiger die EU-Staaten rettend einspringen, um das wirtschaftliche Überleben ihres nationalen Bankensystems zu sichern. Dann – und nur dann – kann man Risiken in diesem Umfang eingehen. Was von Politik und Medien als »Euro-Krise« in die Öffentlichkeit getragen wird, ist zu allererst ein Strukturdefizit im europäischen Banken- und Finanzsystem.

Wie geht es jetzt weiter? Nach drei Sparprogrammen, die die Portugiesen bereits in eigener Regie bewältigt haben, müssen sie nun das vierte Sparprogramm, diesmal allerdings unter fremder Aufsicht (der EU und des Internationalen Währungsfonds), bewältigen. Wie im Falle Griechenlands wird auch bei den Portugiesen das »Gesundsparen« nicht funktionieren. Aus einem rigiden Sparkurs kann weder in Portugal noch in Griechenland ein Wirtschaftswachstum entstehen, das es braucht, um die Schulden zurückzuzahlen.

Hierzu benötigt man Wachstumsimpulse über Infrastrukturprogramme, Bildungsinvestitionen und andere wirtschaftspolitische Maßnahmen, durch die Kosten anfallen, bevor sie langfristig zu einem stabilen Wirtschaftswachstum führen. Im OECD-Bericht zur Bildung 2010 steht Portugal nahezu in jedem Bildungssegment am Ende der Skala. Nur 28 Prozent der Portugiesen im Alter zwischen 25 und 64 Jahren haben eine höhere Schulausbildung (85 Prozent in Deutschland). In Portugal beträgt die Rate der Schulabbrecher ohne Abschluss 37,1 Prozent (2,8 Prozent). Diese Probleme Portugals sind fundamental und erfordern umfangreiche öffentliche Investitionen in Bildung, die sich erst langfristig auszahlen. Allerdings sind langfristige Investitionen auch langfristig zu finanzieren. Ein EU-Kredit in Höhe von 79 Milliarden Euro mit drei Jahren Laufzeit und einer Verzinsung von sechs Prozent, der primär der Refinanzierung von Altschulden und zudem noch der Kapitalisierung von portugiesischen Geschäftsbanken dienen soll, ist hier keine Lösung. Das verordnete Sparprogramm wird die portugiesische Bildungsmisere wohl eher verschlimmern.

## Europäische Wirtschaftspolitik gefordert

Für die Lösung der Krise in der Währungsunion ist ein Perspektivwechsel der handelnden Politik notwendig. Die Eurozone ist ein Staat mit einer gemeinsamen Währung, der aus 17 Euro-Ländern besteht. 2010 betrug das Budgetdefizit dieses Staates sechs Prozent und die Schulden beliefen sich auf 79,3 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung (Eurostat April 2011). Damit stellt der Schuldenstand der Eurozone kein akutes Problem dar und bedroht weder die Kreditwürdigkeit dieses Staates noch die Stabilität des Euros. Die Gesamtperspektive relativiert das Schuldenproblem Portugals, Griechenlands und Irlands.

Allerdings ist die ungleiche Verteilung der Schulden in Relation zu der Wirtschaftsleistung zwischen den 17 Euro-Ländern ein Problem, das nach einer langfristig ausgelegten europäischen Wirtschaftspolitik verlangt. Die Ungleichheit der Schuldenlast resultiert aus einem dauerhaften ökonomischen Ungleichgewicht in den Handelsströmen. Während Deutschland über Jahre hinweg im Handel mit seinen Euro-Nachbarn Exportüberschüsse erzielte, verbuchten diese entsprechende Außenhandelsdefizite. In einem Währungsgebiet, in dem der Wechselkurs als Ausgleichsmechanismus wegfällt, müssen die Löhne flexibel genug sein, um diese Ungleichheit zu kor-

rigieren. Während die deutschen Löhne im Vergleich zur Inflation in den vergangenen Jahren hätten deutlich stärker steigen müssen, wäre in den Nachbarländern eine unterproportionale Lohnentwicklung zur Inflationsrate notwendig gewesen. Genau das Gegenteil war der Fall. Lohndumping in Deutschland hat die Exportüberschüsse zementiert, so dass die deutschen Banken nun die Handelsbilanzdefizite und somit die Schulden der Nachbarn finanzieren. Die Finanzkrise war hierbei nur der Auslöser für die Krise in der Eurozone. Was also fehlt, ist eine europäische Wirtschaftspolitik bzw. Wirtschaftsregierung, deren Aufgabe es hätte sein müssen, den Real-Lohnunterschieden präventiv gegenzusteuern.

Eine nachhaltige Lösung der Krise im gemeinsamen Währungsraum muss genau hier ansetzen. In Deutschland müssen die Löhne in den nächsten Jahren überproportional steigen, so dass die deutsche Binnennachfrage den Nachbarländern wachsende Exportchancen bietet. Damit wird zugleich ein weiterer Missstand korrigiert: die extrem ungleiche Verteilung der Einkünfte aus Arbeit und Kapital sowie des Vermögens in Deutschland. Mit dieser Maßnahme kann man sich der politischen Unterstützung weiter Teile der Bevölkerung sicher sein. In den europäischen Nachbarländern hingegen muss die Lohnentwicklung moderat verlaufen. In Portugal, Griechenland und Irland sollte das Wirtschaftswachstum zudem durch öffentliche Investitionen in die Infrastruktur und Bildung stimuliert werden. Es ist an der Zeit, dass Europa wirtschaftlich regiert und nicht nur mit Nationalinteressen korrigiert und repariert wird.

## Europäische Fiskalpolitik gefordert

Zur Rettung der portugiesischen Wirtschaft sind »echte« öffentliche Finanzhilfen und langfristige Kredite der Euro-Staaten in weit höherem Volumen notwendig. Die Staatsfinanzierung der insolvenzbedrohten Euroländer kann nicht weiterhin Spielball tagtäglicher Spekulation der Kapitalmärkte und ihrer Ratingagenturen bleiben, sondern muss auf stabile Füße gestellt werden. Mit dem Euro-Rettungsschirm ist bereits eine Transaktionsplattform geschaffen worden, die dank garantierter Bonität Kapital zu günstigen Konditionen am Markt aufnehmen und zu gleichen Kreditkonditionen an die betroffenen Länder weiterreichen könnte. De facto impliziert dies die Einführung von Euro-Staatsanleihen bzw. einer gemeinsamen europäischen Fiskalpolitik.

Ausgangspunkt sollte dabei eine Umschuldung der Staatsschulden sein. Optimal wäre eine Umwandlung kurzfristiger Schulden dieser Länder in langfristige Staatsanleihen der Eurozone mit einem deutlichen Abschlag. Private müssen ebenso wie öffentliche Gläubiger Lasten tragen. Auch wenn die EZB vor den unabsehbaren Folgen einer Schuldenreduzierung für das europäische Bankensystem warnt, so kann man dennoch nicht einerseits private Banken und deren Aktionäre mit Steuergeldern subventionieren und andererseits von Portugal und Griechenland Lohn- und Rentenkürzungen sowie Steuererhöhungen verlangen.

## Europäische Ordnungspolitik gefordert

Die Umschuldung ist unabdingbar verbunden mit einer Lösung der strukturellen Defizite im europäischen Finanzsektor. Die bisherigen Finanzreformen sind systemkonforme »Reparatur«-Maßnahmen und treffen nicht den Kern des Problems. Die volkswirtschaftliche Aufgabe von Geschäftsbanken ist die Finanzierung der Realwirtschaft und allein dafür erhalten sie das Privileg der günstigen Refinanzierung durch Zentralbankkredite. Gegenwärtig agieren die Banken weitgehend losgelöst vom realen Sektor. Nur ein Bruchteil der tagtäglichen Geschäftsaktivitäten einer Bank weist noch eine Schnittstelle zur Realwirtschaft auf. Dies muss sich ändern, und hier ist eine europäische Ordnungspolitik gefordert. Vergleichbar mit dem *Glass-Steagall-Act* der Amerikaner von 1933 muss eine institutionelle Trennung zwischen dem Einlagen- und Kreditgeschäft und dem Wertpapiergeschäft der Banken erfolgen. Nur jene Banken, die der Finanzierung der Realwirtschaft dienen, erhalten den Zugang zu günstigem Zentralbankgeld.

Kritiker werden dem entgegenhalten, dass ohne die Verbriefung von Krediten in handelbare Wertpapiere keine Finanzierung von großvolumigen Projekten möglich sei. Es ist möglich. Die Banken haben es mit der Gründung von außerbilanziellen Transaktionsplattformen selbst vorgemacht. Folgen wir doch einfach diesem Weg und fördern die webbasierte Vermittlung von Kapital über Internetplattformen. Dass das webbasierte *peer-to-peer lending* funktioniert und sogar erfolgreich ist, dokumentieren Kredit-Plattformen wie *smava* in Deutschland, *Prosper* in den USA und *Zopa* in Großbritannien.

*Peer-to-peer lending* ist sowohl für Anleger als auch Kreditnehmer attraktiv, denn die bisherige Bankmarge zwischen Einlagen- und Kreditzinsen können sie sich teilen. Die Plattform erhält lediglich eine Vermittlungsgebühr. Diese Gebühren sind weit niedriger als die Bankmarge, denn hiermit müssen keine spiegelnden Hochhäuser in bester Lage oder Bonuszahlungen von Investmentbankern finanziert werden. Die Plattform übernimmt lediglich die Vermittlung und geht keine eigene Vertragsposition ein. Damit existiert auch kein Systemrisiko, da sich die Risiken nunmehr dezentral über die Nutzer verteilen. Die Anleger wiederum können das Ausfallrisiko streuen, indem sie sich an verschiedenen Finanzierungsprojekten mit kleinen Beträgen beteiligen oder sich via Internet in Anlegergruppen zusammenschließen.

Der Finanzmarkt der Zukunft wird aus einem Netz von regionalen Banken bestehen, die den Zahlungsverkehr abwickeln und Kredite an regionale Kunden vergeben. Parallel dazu wird es eine Vielzahl von webbasierten Transaktionsplattformen zur Vermittlung von Kapital geben. Diese globale Finanzwelt hingegen wird ohne Banken funktionieren, denn für die reine Vermittlung von Kapital benötigt man keine lokalen »Spieler«.

## Ohne die Vision von Europa als politische Einheit geht es nicht

Die zuvor skizzierten Lösungsansätze sind nur dann zu realisieren, wenn es Akteure gibt, die eine klare Vision eines politisch geeinten Europas haben und bereit sind, diesem Ziel kurzfristige nationale Interessen unterzuordnen. Bei der tagtäglichen Diskussion über die Krise in der Eurozone geht oftmals der eigentliche Wert eines wirtschaftlich und politisch geeinten Europas unter: Der Frieden, den wir in Europa nunmehr seit 66 Jahren haben, ist unbezahlbar. Das beste Instrument der Friedenssicherung ist die politische Einheit Europas.

**978-3-86872-757-9**

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.

## Zum Weiterlesen:

**Annelie Buntenbach, David Begg, Erich Foglar, Agnes Jongerius, Wanja Lundby-Wedin, Yannis Panagopoulos, Joao Proenca, Jaroslav Zavadil** (2011): Solidarity in the Economic Crisis: Challenges and Expectations for European Trade Unions, <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08073.pdf>

**Toralf Pusch** (2011): Lohnpolitische Koordinierung in der Eurozone: Ein belastbares Konzept für mehr makroökonomische Stabilität?, <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/07931.pdf>

**Klaus Busch and Dierk Hirschel** (2011): Europa am Scheideweg : Wege aus der Krise, <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/07930.pdf>

**Werner Kampeter** (2011): Internationale Finanzkrisen im Vergleich: Lehren für das aktuelle Krisenmanagement, <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/07932.pdf>

## Über den Autor

**Dr. Rainer Lenz** ist Professor für International Finance an der Fachhochschule Bielefeld.