

## Die Schuldenkrise der Europäischen Währungsunion

Peter Spahn<sup>1</sup>

### Auf einen Blick

Die Krise der Staatsfinanzen kann langfristig nur über eine Angleichung der Wettbewerbsfähigkeit der EWU-Länder überwunden werden. Ebenso ist die Beibehaltung des Verlustrisikos privater Gläubiger unverzichtbar, um die strukturelle, nicht konjunkturell bedingte staatliche Kreditaufnahme über die Marktkräfte langfristig in Grenzen zu halten. Deutschland läuft jedoch Gefahr, mit der Garantie ausländischer Staatsschulden einen hohen Preis für seine Exportüberschüsse zahlen zu müssen.

Die Schuldenkrise der Europäischen Währungsunion (EWU) wurde durch das nach der Weltfinanzkrise wieder höhere Risikobewusstsein der Investoren ausgelöst, die nun auch europäische Staatsschuldtitel unter die Lupe nahmen. Dabei geriet Griechenland ins Visier, da hier bei unverändert hohem Schuldenstand auch rasch wachsende Defizite vorlagen, die nicht (wie in anderen Ländern) durch Konjunkturprogramme oder Bankenrettungen, sondern durch übermäßigen staatlichen Konsum erklärbar waren.

### Versagen der Finanzmärkte oder Versagen der Politik?

Die Schuldenkrise wäre jedoch auch ohne das Platzen der Subprime-Blase entstanden. Der Schuldenabbau seit den 1990er Jahren ist weniger auf strukturelle Sparbemühungen, sondern primär auf sinkende Zinskosten zurückzuführen, von denen gerade die früheren Hochzinsländer profitierten. Die Staatsschuldtitel ehemaliger Schwachwährungsländer mussten ab 2002 kaum höhere Zinsen als deutsche Papiere bieten. Die überraschend positive Einschätzung dieser Länder an den Finanzmärkten war wenig rational:<sup>2</sup>

- Staatliche Kreditaufnahme in der EWU ist faktisch Verschuldung in „fremder“ Währung; der Staatshaushalt gerät dadurch in Abhängigkeit von den Finanzmärkten. Befürworter der EWU waren davon ausgegangen, dass die nationale Finanzpolitik aufgrund des nicht länger gegebenen Zugriffs

auf eine eigene Notenbank einen stärkeren Disziplinierungsdruck empfinden würde. Offenbar war das jedoch nicht der Fall.

- Zinsgleichheit zwischen „guten“ und „schlechten“ Staatspapieren lässt sich auch mit der Erwartung eines Bail-out oder von Transfers im Krisenfälle erklären. Die eskalierenden Zinsen in den Problemländern des Jahres 2010 zeigen aber, dass sich die Gläubiger nicht mehr sicher waren, dass ihre Forderungen ohne Wertverlust bleiben würden.

Ein Mangel an Rationalität ist auch der Politik anzulasten. Nach dem Wegfall der Währungsrisiken innerhalb Europas konnte die nationale Verschuldung in einem großen Finanzmarkt mit einem weltweiten Anlegerpotenzial platziert werden. Die insoweit erhöhte Verschuldungsneigung musste durch eine institutionelle Kontrolle gebremst werden. Ausgerechnet Deutschland verletzte als erstes Land (neben Frankreich) den Stabilitätspakt. Es war der strategische Fehler des deutschen Finanzministers, die drohende Strafzahlung mit allerlei Verhandlungsgeschick abzuwenden, anstatt mit der sofortigen Überweisung des Geldbetrages zu signalisieren, dass Deutschland den Pakt ernst nimmt und dies auch von allen anderen Ländern erwartet. In ähnlicher Weise hätte der aufgedeckte Betrug der griechischen Behörden den sofortigen Ausschluss des Landes aus der EWU zur Folge haben müssen.

### Zusammenhang von Staats- und Auslandsverschuldung

Staatsschuldenkrisen sind bislang in der EWU meist im Zusammenhang mit Leistungsbilanzdefiziten, d.h. zusätzlicher Auslandsverschuldung aufgetreten (nur Irland hatte bis zuletzt eine positive Handelsbilanz).<sup>3</sup> Ein staatlicher Ausgabenüberschuss und eine den Konsumverzicht der Haushalte übersteigende private Investition hat zwingend Importüberschüsse und damit eine höhere Auslandsverschuldung zur Folge:  $(G-T) + (I-S) = (Im-Ex)$ . In allen Problemstaaten des Jahres 2010 gingen hohe Leistungsbilanzdefizite mit einem Boom (meist privater) kreditfinanzierter Investitions- und Konsumausgaben einher; in Portugal und Spanien sind Haushaltsdefizite und Staatsschulden überhaupt erst als Folge des Zusammenbruchs dieses Booms angestiegen. Im Falle Irlands war das Sonderproblem der dortigen Banken (ein Reflex der Weltfinanzkrise) ausschlaggebend.

Im Hintergrund bleibt bis jetzt Italien, trotz eines sehr hohen Schuldenstandes, jedoch mit geringerem Leistungsbilanzdefizit. Bei wieder höheren Inflationsraten und Zinsen wird Italien wegen der relativ kurzfristig finanzierten Staatsschuld ein massives Zinslastproblem bekommen; aber seine Gläubiger sind überwiegend Inländer, die dann mit einer Steuererhöhung oder einem Schuldenschnitt zur Kasse gebeten werden können. Die italienische Auslandsverschuldung beträgt 20 Prozent (gemessen am BIP), verglichen mit der auf 100 Prozent zulaufenden Quote in den anderen drei Südländern.

Offenbar wirkt gegenwärtig besonders die *Kombination* von Staats- und Auslandsschulden krisenhaft, weil bei anhaltenden Importüberschüssen sowohl Tilgungsfähigkeit als auch Tilgungsbereitschaft bezweifelt werden: Erscheint es doch politisch wenig opportun, die inländische Bevölkerung zur Befriedigung der Ansprüche ausländischer Gläubiger zu belasten.

Im Hintergrund der Schuldenkrise steht letztlich das Wettbewerbsproblem der Nord- und Südländer, ablesbar an auseinander driftenden Lohnstückkosten und hohen Handelsbilanzsalden. Neben einer mangelnden *realen* Konvergenz des Produktivitätswachstums spielt die mangelnde *nominale* Konvergenz die entscheidende Rolle: Die Löhne haben in vielen Ländern den Verteilungsspielraum (langfristiges Produktivitätswachstum plus Zielinflationsrate der EZB) überschritten, während in Deutschland und Österreich die Lohnentwicklung unter dieser Norm geblieben ist.

National unterschiedliche Inflationsraten bei EWU-einheitlichem Nominalzins implizieren Realzinsdivergenzen, die nationale Sonderkonjunktoren antreiben. Der große Euro-Finanzmarkt erleichtert dabei die Kreditaufnahme. In Irland und Spanien sind die Investitionen, in Griechenland und Spanien der Konsum (zulasten der Ersparnis) stark angestiegen. Der zurückliegende Boom in den drei südlichen Problemstaaten ist dabei sicherlich auch auf eine aufholende Industrialisierung und Modernisierung zurückzuführen, die naturgemäß mit einem erhöhten Kapitalbedarf einhergeht. Allerdings ist der Kapitalimport nicht durchgängig in effiziente Verwendungen geflossen; eine letztlich konsumtive Immobiliennachfrage und Bauinvestitionen standen im Vordergrund. Das Platzen der Immobilienblase hat die Banken der betroffenen Länder daher stark belastet.

## Kurzfristige Krisenreaktionen: Sicherung der Staatsfinanzierung über die Banken

Die verbreitete Redeweise, die Hilfsaktionen dienten „der Rettung des Euro“, ist verfehlt. Der Euro erfährt durch die Schuldenkrise(n) eine kleine Abwertung am Devisenmarkt, weil mit der nun wieder deutlich gewordenen unterschiedlichen Solidität nationaler Staatsschuldtitel die Illusion eines homogenen Euro-Kapitalmarktes für Staatsanleihen schwindet; dieser zerfällt wieder in nationale Teilmärkte. Damit werden Euro-Finanztitel für international agierende Anleger, die eine Alternative zum „Weltgeld“ Dollar suchen, weniger attraktiv. Aber selbst eine Abschaffung des Euro beendet ja nicht die Schuldenkrise der EWU-Staaten, sondern würde nur dazu zwingen, die Schuldverhältnisse in nationale Währungseinheiten umzurechnen.

Ein effektiver Bankrott Griechenlands wäre finanzwirtschaftlich kein unmittelbar systemisches Problem gewesen. Die Banken als wichtigste Kreditgeber hätten allerdings nach der Verlustabschreibung (und auch nach einer teilweisen Übernahme der Verluste durch heimische Fiskalbehörden) die Risikoeinschätzung von europäischen Staatspapieren angepasst. Ein Verkauf von nun kritischer bewerteten Papieren hätte den Zinsendienst in den betreffenden Staaten verteuert. Vor allem aber wäre die Neukreditvergabe knapper und teurer ausgefallen. Für die europäischen Finanzminister wäre dieses Szenario, nach dem Zugang zu ihren Notenbanken auch die Geschäftsbanken als willige Kreditanbieter zu verlieren, ein Desaster gewesen. Es gab deshalb aus ihrer Sicht zur Griechenlandrettung keine Alternative.

Die Unsicherheit im Markt hielt jedoch an und Banken mit starkem Engagement in Staatspapieren drohten im Interbankenverkehr von der kurzfristigen Kreditvergabe abgeschnitten zu werden. Der „große Rettungsschirm“ wurde unausweichlich. Seine Ankündigung markiert einen tiefen währungshistorischen Einschnitt: Die Finanzminister souveräner Staaten garantieren sich wechselseitig ihre Schulden und treten so als Kollektiv ihren Gläubigern gegenüber.

Derartige Pakte sind allerdings für private Akteure kaum verlässlicher als Pakte zur Verhinderung übermäßiger Defizite. Sie erreichen keine Erwartungsstabilität, weil die Vertragspartner keine gleichartigen Interessen haben: Die Übereinkunft

hängt allein an der Zahlungsbereitschaft der starken Länder. Zudem kann die Existenz eines Rettungsschirms einen Anreiz erzeugen, ihn in Anspruch zu nehmen, wenn er niedrigere Refinanzierungszinsen als der Markt offeriert. Dem steht jedoch entgegen, dass der finanzielle Beistand mit harten Sparauflagen verknüpft ist, die gegen erheblichen innenpolitischen Widerstand durchzusetzen sind.

Diese Schwierigkeiten und die ökonomisch adversen Konsequenzen nationaler Sparpolitik in Form geringen Wachstums und niedriger Steuereinnahmen begründen Zweifel an der Fähigkeit zur späteren Schuldentilgung. Dies bewegt die Halter von Staatspapieren anderer, potenziell gefährdeter Länder zum Verkauf. Nach Irland gerieten so Portugal und Spanien in den Strudel der Krise.

## Langfristige Optionen

Der fundamentale Fehler des Krisenmanagements besteht darin, Ausfälle bei Vermögensbeständen durch Eingriffe in die Einkommensbildung heilen zu wollen. Kapitalverluste aber kann man nicht durch Kostensenkungen decken, man muss sie abschreiben. Steuererhöhungen, Ausgaben- und Lohnsenkungen sind nicht nur verteilungspolitisch verfehlt, sondern gefährden die wirtschaftliche Basis des Schuldendienstes. Notwendig ist vielmehr ein Vermögensschnitt, mit dem primär die Bevölkerung des Schuldnerlandes zu belasten ist, da sie güterwirtschaftlich von der Schuldaufnahme profitiert hat. Dies unterstützt die These, dass Nationalstaaten nicht bankrott gehen können, weil Regierungen über die Steuerhoheit verfügen; nur ist es makroökonomisch effizienter, den Schuldendienst über Vermögensabgaben einzutreiben. Allerdings besitzt Griechenland keine funktionsfähige Einkommens-, geschweige denn Vermögensstatistik.

Angesichts der vorausschauenden Dispositionen der Finanzmarktakteure wollen die Regierungen den gegenwärtig bis 2013 vereinbarten Rettungsschirm weiter aufgespannt halten. Die vorgeschlagene Beteiligung privater Gläubiger (durch einen anteiligen Forderungsverzicht) an den Rettungskosten ist aus der Perspektive finanzwirtschaftlicher und polit-ökonomischer Prinzipien selbstverständlich, erzeugt aber den fatalen Anreiz, gefährdete Papiere frühzeitig abzustößen, wodurch weitere Länder über steigende Marktzinsen unter den Schirm gezwungen werden –

ein Beispiel für das Dilemma interventionistischer Markteingriffe: Das für den Kapitalismus unverzichtbare Prinzip des Gläubigerrisikos erscheint als Störfaktor!

Die Empfehlung, von einer Verlustbeteiligung privater Gläubiger abzusehen und allein über institutionell-politische Ebenen Druck auf Schuldnerstaaten auszuüben, wird aus dem Vorbild der erfolgreichen Dominanz des IWF gegenüber einzelnen überschuldeten Schwellenländern abgeleitet.<sup>4</sup> Dieser Vergleich ist jedoch ungeeignet für das Verständnis der Lage in der EWU, in der sich politisch gleichwertige Partnerländer gegenüberstehen und hypothetisch auch große Länder abhängig von der Hilfe kleinerer Geberländer werden könnten.

Geist und Buchstabe des Maastrichter Vertrages und des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sehen aus ordnungs- wie europapolitischen Gründen ein striktes Bail-out-Verbot vor:<sup>5</sup> Rettungsoperationen bei zahlungsunfähigen Schuldern bringen die Gefahr des Moral Hazard mit sich, die strategische Ausnutzung erwarteter Hilfsbereitschaft anderer. Dagegen gerichtete institutionelle Vorkehrungen sind mit hohem Überwachungsaufwand verbunden und beschädigen das wechselseitige politische Vertrauen. Potenzielle Geberländer müssen im Interesse ihrer Steuerzahler auf Kontrollen und Sanktionen bestehen, die weit in die politische Autonomie der Schuldnerländer hineinreichen und dort Abneigung gegen die „Retter“ und die europäische Idee überhaupt provozieren. Garantien für die Finanzen untergeordneter Körperschaften kann es in föderativen Bundesstaaten geben, nicht jedoch in einem Staatenbund, in dem die Bevölkerung keine politische Union i.S. eines fiskalischen Gesamthaushalts wünscht.

Sinnvoll ist ein dauerhafter Mechanismus zur Liquiditätshilfe bei grundsätzlich solventen Staaten, der wie bisher mit externer Haushaltskontrolle verbunden ist. Denkbar ist zudem die Auf-

spaltung der nationalen Staatsverschuldung in einen von der EWU-Gemeinschaft garantierten (und emittierten) Teil, der die Schuldengrenze von 60 Prozent nicht übersteigen darf, und einen darüber hinausgehenden Teil, der „auf eigene Rechnung“ ausgegeben wird.<sup>6</sup> Dieser Teil erfordert wegen des Ausfallrisikos höhere Zinsen, wodurch ein Anreiz zur Schuldenbegrenzung gegeben ist. Im Krisenfall ist dann das Volumen des Forderungsausfalls – und das systemische Risiko – geringer.

Eine langfristige Lösung des Schuldenproblems erfordert eine Angleichung der Wettbewerbsfähigkeit in der EWU. Hier bleibt der Lohn – das nächstgelegene Substitut des Wechselkurses – als Anpassungsinstrument in allen Defizit- und Überschussländern in der Pflicht. Auch die Geldpolitik kann selektiv wirken, indem die EZB im Rahmen ihrer Refinanzierungsgeschäfte die zur Besicherung hereingenommenen Wertpapiere unterschiedlich bewertet. Papiere aus Ländern mit steigenden Inflationsraten, Budget- oder Leistungsbilanzdefiziten können mit einem Abschlag versehen werden und darüber die Zinsen im nationalen Segment des Euro-Finanzmarktes erhöhen.

Ein reformierter Stabilitäts- und Wachstumspakt könnte zusätzlich Grenzen für Leistungsbilanzsalden setzen. Aufgrund des oben erwähnten Zusammenhangs zwischen staatlicher, privater und ausländischer Neuverschuldung ist damit indirekt auch eine Grenze für staatliches Deficit Spending gegeben.<sup>7</sup> Die Gläubiger-Schuldner-Positionen zwischen „Nord“ und „Süd“ können nicht immer weiter auseinander driften. Für Deutschland ist es eine neue Lektion, dass der seine Exportüberschüsse begleitende Kapitalexport in einer Währungsunion letztlich eine unsichere Forderung gegen ausländische Importeure darstellt. Wenn der nicht unwahrscheinliche Fall eintritt, dass die nun übernommenen Garantien für fremde Staatsschulden tatsächlich fällig werden, so gäbe dies erneut Anlass, über das deutsche exportorientierte Wirtschaftsmodell nachzudenken.

- 1 Dr. Peter Spahn ist Professor für Wirtschaftspolitik, Universität Hohenheim. Dieser Text basiert auf einem Vortrag, den er auf der Winter- tagung des Kocheler Kreises für Wirtschaftspolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung (07.-09.01.11) in Kochel am See halten wird.
- 2 Sachverständigenrat: Jahresgutachten 2010/11, Wiesbaden 2010, Zf. 116, 127, 129.
- 3 H. Krämer: Der Konstruktionsfehler des Euro-Stabilitätspaktes, Wirtschaftsdienst, 90, 2010.
- 4 L. B. Smaghi: Vorsicht bei Staatspleiten, in: Deutsche Bundesbank, Hg.: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 48, Frankfurt, 17.11.2010.
- 5 O. Issing: Gefahr für die Stabilität, ebd.
- 6 S. Dullien, D. Schwarzer: Umgang mit Staatsbankrotten in der Eurozone, Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin, Juli 2010.
- 7 G. A. Horn u.a.: Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts, IMK Report 51, Juli 2010.