

## Staatsgläubigerpanik ist keine Eurokrise!

Michael Dauderstädt<sup>1</sup>

Politik und Medien dramatisieren seit dem Frühjahr 2010 die Situation in der Eurozone als „Eurokrise“. Angeblich „belagerten“ die Märkte den Euro, dessen „Stabilität“ in Gefahr sei, und die Politik fühlt sich aufgerufen, den Euro zu retten. Doch das eigentliche Problem sind die wachsenden Ängste vieler Investoren (nicht aber Chinas) gegenüber der Staatsverschuldung von zwei, maximal vier Euroländern und deren daraus resultierende Finanzierungsprobleme. Die schiefe Rhetorik der „Eurokrise“ mag mediale Aufmerksamkeit und politische Unterstützung mobilisieren; aber sie geht meilenweit an der Realität vorbei.

### Der Euro ist nicht in Gefahr.

Was könnte Instabilität des Euro bedeuten? Einmal könnte sein Außenwert sinken, weil viele Vermögensbesitzer aus dem Euro fliehen, um ihr Vermögen in anderen, vermeintlich sichereren Währungen zu halten. Tatsächlich hat sich der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar seit der Krise nur wenig verändert. Er schwankt um 1,30 USD/€, womit er immer noch viel stärker ist als etwa Anfang des Jahrzehnts. Auch seine Kaufkraft im Inneren der Währungsunion zerrinnt nicht durch eine starke Inflation.

Könnte demnächst eine Eurokrise drohen, weil sich die Staatshaushalte weiter verschulden oder die Europäische Zentralbank (EZB) eine zu lockere Geldpolitik betreibt? Was den Außenwert betrifft, so

### Auf einen Blick

Es gibt keine Eurokrise, sondern nur ein Versagen der Finanzmärkte angesichts hoher Schulden einiger Staatshaushalte in der Eurozone. Die Außenhandelsungleichgewichte innerhalb der Eurozone hängen mit der Staatsschuldenproblematik nur wenig und indirekt zusammen. Ein Zerbrechen der Währungsunion oder Austritte aus ihr sind weder absehbar noch eine sinnvolle Lösung der Schuldenprobleme. Die europäische Integration erfordert vielmehr eine politische Transferunion, also ein langfristiges Stabilitätsengagement aller Eurostaaten und der EZB, um die Gläubiger zur Vernunft zu bringen.

dürften auch diese Zukunftsängste gegenstandslos sein, da das wichtigste Referenzland, die USA, eine bei weitem radikalere Politik der Staatsverschuldung und expansiven Geldpolitik betreibt. Bei der Inflation im Inneren sind die Risiken vielleicht etwas höher, aber auch sehr überschaubar, da die meisten Volkswirtschaften noch weit von der Vollauslastung ihres Produktionspotenzials entfernt sind und die EZB jederzeit auf die Bremse treten könnte.

Schließlich wäre weder eine Abwertung des Euro noch eine überschaubare Periode leicht erhöhter Inflation eine Krise. Angesichts der US-Politik wird sich wahrscheinlich eine gewisse Inflation ohnehin nicht ganz vermeiden lassen. Eine Abwertung würde die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Eurozone stärken. Eine höhere Preissteigerungsrate würde die Schulden (nicht nur der Staaten), die vor der Krise expandierten und nun den Aufschwung bremsen, real entwerten und mehr Einnahmen in die von der Krise und Anti-Krisenpolitik gebeutelten Staatskassen bringen.

### Die Krise ist immer noch eine Finanzmarktkrise.

2008 hatten die Vermögensbesitzer Angst um die US-Hypotheken, die darauf aufbauenden strukturierten Produkte und Derivate und die Finanzinstitute, die sich damit vollgesogen hatten. In der Krise griff dann die Panik auf immer weitere Vermögen wie etwa die Hypotheken in anderen Ländern mit Immobilienboom und deren Financiers über. Panik und Krise potenzierten dann die Risiken, denen die Investoren zu entkommen suchten: Sie entwerteten die Sicherheiten der Schuldner (z.B. Immobilien) und stoppten das Einkommenswachstum, auf dem der Optimismus der Kreditnehmer und -geber beruht hatte (siehe Kasten).

Nachdem die Staaten diese Panik durch massive Garantien gestoppt, damit das System und die Vermögen gerettet und schließlich durch eigene

Ausgabenüberschüsse die realwirtschaftliche Rezession überwunden hatten, waren sie selbst deutlich höher verschuldet als vorher. Ähnlich wie bei ihrem Ausbruch 2008 waren es auch 2010 die Ängste der Anleger, die die Krise auslösten und ihren Kern ausmachten. Nun richteten sie sich aber auf einige Staatshaushalte, die nicht mal besonders stark verschuldet sein mussten (Japan etwa hat viel höhere Staatsschulden). Aber für die „Märkte“ sind weniger die Fundamentaldaten als ihre eigene Wahrnehmung von Bedeutung. Wenn viele Investoren aus einem Finanztitel fliehen, muss auch der um den Wert seiner Anlage fürchten, der diese Ängste zunächst nicht teilt.

Auch bei der Staatsgläubigerpanik ist daher ein entschlossenes Handeln der Staaten und Zentralbanken gefordert. Wie im Herbst 2008 erklärt wurde, dass alle Ersparnisse sicher seien, so gilt dies heute für Ersparnisse in Form von Staatsschuldtiteln. Dabei geht es nicht nur, vielleicht nicht einmal primär, um den Schutz der verschuldeten Staaten, sondern wie in der Panik von 2008 um die Stabilität des Systems. Denn eine allgemeine Flucht aus Staatsschuldtiteln mit einem entsprechenden Preisverfall würde das Bankensystem, dessen Bilanzen auf der Aktivseite gut damit gefüllt sind, stark gefährden. Das neue Spiel mit der Insolvenzregelung für Eurostaaten und einer Beteiligung der Gläubiger daran wird die Panik und Volatilität der Märkte nur verstärken, da die Gläubiger aus so bedrohten Anlagen noch schneller fliehen werden.

### Schuldenstaaten und Staatsschulden sind nicht das Gleiche.

In der Eurokrisenrhetorik werden die Schulden eines Landes und die eines Staatshaushalts gern verwechselt. Dabei kann ein Staatshaushalt verschuldet sein, ohne dass es das Land ist (wie z.B. in Deutschland oder in viel größerem Maße Japan), wenn seine Unternehmen und/oder Haushalte mehr sparen als der Staat mittels Neuer-

| Schuldner und Gläubiger im Herdentrieb |   |
|--|---|
| <b>Boom</b>                            | Schuldner haben hohe Nominaleinkommenszuwächse. → Schuldner erwarten, dass ihnen der Schuldendienst leicht fällt → Schuldner haben Sicherheiten, die im Wert steigen.             |
| <b>Krise</b>                           | Nominaleinkommen der Schuldner stagnieren oder sinken. → Die Sicherheiten der Schuldner fallen im Wert.   |
|  | Gläubiger haben Einnahmeüberschüsse und so verfügbares Kapital. → Gläubiger (und Ratingagenturen) vertrauen auf die Bonität der Schuldner. → Gläubiger wiegen sich in Sicherheit. |
|  | Ratingagenturen senken die Bonität der Schuldner und das Misstrauen der Gläubiger wächst. → Gläubiger kriegen Panik.  |

schuldung absorbiert. Umgekehrt kann sich ein Land verschulden, ohne dass es sein Staat tut, wie es etwa in Spanien oder Irland für einige Jahre vor der Krise der Fall war, als deren Haushalte und Unternehmen sich munter im Ausland verschuldeten, der jeweilige Staat jedoch Überschüsse erzielte, weil der Ausgabenrausch des Landes seine Einnahmen kräftig wachsen ließ. Oft gibt es auch Fälle, wo beides im Gleichklang geschieht, also Staatshaushalt und Land gemeinsam Defizite (z.B. Griechenland oder – im gigantischen Maßstab die USA) bzw. Überschüsse (z. B. Luxemburg oder China 2007) aufweisen (vgl. Tabelle).

Leistungsbilanzdefizite und die damit verbundene Auslandsverschuldung müssen kein Grund zur Krisenpanik sein. Die USA sind das beste Beispiel dafür. Wenn ein Land den Investoren den Eindruck vermittelt, es sei ein guter Anlagestandort, und deshalb Kapital anzieht, wird es auch Leistungsbilanzdefizite haben. Wenn die Defizite dagegen einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit wegen zu stark gestiegener Lohnstückkosten signalisieren, sind Korrekturen angezeigt.<sup>2</sup> Aber über die Ursachen wie den Korrekturbedarf bei Ungleichgewichten kann man offensichtlich streiten. Für die USA sehen renommierte Experten kaum Anpassungsbedarf.<sup>3</sup>

Innerhalb der Eurozone wird den Schuldenstaaten (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien = GIPS) gern unterstellt, sie hätten über ihre Verhältnisse gelebt, wären nicht wettbewerbsfähig und müssten daher jetzt den Gürtel enger schnallen. Dabei dürften die empfohlenen Austeritätspolitiken den Schuldenstand eher erhöhen, da sie das Wachstum bremsen. Ein näherer Blick lässt aber Zweifel an der populären Sichtweise der verschwenderischen Regierungen aufkommen.

Wie die Tabelle zeigt, waren ihre Staatsdefizite nur zum – oft kleinen – Teil für die Leistungsbilanzdefizite der GIPS verantwortlich; und ihre Exporte wuchsen bis zur Krise 2008/9 ordentlich, was nicht gerade nach einem Verlust der Wettbewerbsfähigkeit aussieht. Ihre Importe nahmen allerdings oft schneller zu, wie man es von rasch wachsenden Volkswirtschaften erwarten kann. Die Defizite wurden durch Kapitalströme aus den Überschussländern finanziert. Die Märkte realisierten so längst vor der Krise die gefürchtete „Transferunion“ – allerdings zu ihren Bedingungen.

Als das Wachstum der GIPS 2008/9 einbrach, gierten zuerst die privaten Schulden und damit die Banken unter Druck, die die Kredite an Haushalte und Unternehmen vergeben hatten. Am deutlichsten war das im Fall Irland. Obwohl der Bankensektor in der Eurozone eng verflochten ist, war Europa nicht zu einer gemeinsamen Bankenrettungsstrategie in der Lage. Damit blieb die Aufgabe bei den betroffenen Mitgliedstaaten hängen, obwohl ihre Anstrengungen zum großen Teil ausländischen Gläubigern, überwiegend wohl in Euroländern und Großbritannien, zugute kamen.<sup>4</sup>

### Nicht der Euro ist bedroht, sondern die europäische Integration.

Die Europäische Union und ihr Teilkonstrukt Eurozone ernten die bitteren Früchte einer unterregulierten Marktintegration. Eine einheitliche Währung und ein freier Kapitalmarkt brauchen entsprechende geld- und finanzsektorpolitische Institutionen und Politiken, um die Märkte und ihre Teilnehmer vor den Folgen ihrer kollektiven Irrationalität zu schützen. Gelingt dies nicht, sind die Mitgliedstaaten zu Alleingängen ge-

Tabelle: **Leistungsbilanz und Staatshaushaltssaldo sowie reales Wachstum der Exporte und Importe ausgewählter Euroländer (Durchschnitt der Jahre 1998–2008)**

| Land         | Leistungsbilanz<br>(in % des BIP) | Haushaltsdefizit<br>(in % des BIP) | Exportwachstum<br>(in % p.a.) | Importwachstum<br>(in % p.a.) |
|--------------|-----------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Griechenland | -8,1                              | -4,8                               | 6,1                           | 5,8                           |
| Irland       | -1,6                              | +0,7                               | 9,0                           | 8,8                           |
| Portugal     | -8,6                              | -1,2                               | 4,5                           | 4,7                           |
| Spanien      | -5,5                              | -0,4                               | 5,0                           | 7,7                           |
| Deutschland  | +2,9                              | -2,0                               | 7,5                           | 6,2                           |

Quellen: Sachverständigenrat und IWF; eigene Berechnungen.

zwungen, die das gesamte Integrationsprojekt gefährden. Der Austritt aus der Eurozone dürfte nicht zu den wahrscheinlichen Reaktionen zählen. Er wäre technisch extrem aufwändig und brächte massive Kosten mit sich: eine Kapitalflucht aus abwertungsverdächtigen Währungsgebieten in die Aufwertungskandidaten mit der Folge einer Bankenkrise in den ersteren, die alsbald auf das System überschwappen würde.

Für Schuldenstaaten mit Staatsschulden läge ein anderer Alleingang näher, der derzeit noch kaum diskutiert wird, da er ins Mark der Integration trafe: der (temporäre) Ausstieg aus dem Binnenmarkt durch Wiedereinführung von Zöllen. Damit würden zwei Fliegen mit einer Klappe geschlagen: Importe würden verteuert und somit gesenkt, wodurch das Leistungsbilanzdefizit abnähme; die Staatseinnahmen würden steigen, womit das Haushaltsdefizit zurückginge. Durch eine entsprechende Zollstruktur könnte sichergestellt werden, dass notwendige Inputs für die Exportproduktion weniger belastet würden als etwa Güter des Luxuskonsums. Auch diese Option hätte erhebliche ökonomische und politische Kosten. Aber eine Bevölkerung, der immer mehr Opfer zur Bedienung überwiegend ausländischer Gläubiger zugemutet werden, wird bald nach Auswegen suchen und eventuell Politiker/innen wählen, die solche im Mantel nationalpopulistischer Rhetorik anbieten.

### Europa braucht eine politische Transferunion.

Die europäische Alternative ist der entschiedene Weg nach vorn in eine politische Integration, die der Tragweite und Tiefe der wirtschaftlichen Integration entspricht. Glücklicherweise hat Europa – wenn auch im Schneckentempo und oft gegen den Widerstand der deutschen Regierung – schon pragmatische Schritte in die richtige Richtung unternommen. Die EZB hat unrealistische, einem

monetaristischen Dogma entlehnte Prinzipien über Bord geworfen. Der Rettungsschirm hat die Gläubiger etwas beruhigt, ist aber offensichtlich nur eine Übergangslösung.

Die Kapitalversorgung der öffentlichen Haushalte und die Finanzierung der Aufholprozesse ärmerer Mitgliedstaaten sind zu wichtig, um sie den Märkten zu überlassen. Der bisherige Haushalt der EU ist zu klein für ein ernsthaftes Integrationsmanagement. Die geringen Mittel werden obendrein falsch (für die Landwirtschaft) und ineffizient (in der Regionalpolitik) eingesetzt. Stattdessen sind stärkere automatische Stabilisatoren gefordert – wie etwa eine europäische Arbeitslosenversicherung.<sup>5</sup>

Ein europäischer Währungsfonds (bzw. ein ähnliches Institut wie ein zweites Fenster der Europäischen Investitionsbank) sollte seine Hauptaufgabe nicht darin sehen, die Staatshaushalte zu disziplinieren, sondern deren Fähigkeit zur antizyklischen Fiskalpolitik vor der Irrationalität der Finanzmärkte zu schützen. Er sollte in enger Verbindung mit der EZB, die ihn mit der für seine Aufgaben notwendigen Liquidität versorgen muss, Staatsschuldtitel kaufen können. Den Zinssatz sollte er nach makroökonomischen Kriterien bestimmen. In stark wachsenden Volkswirtschaften sollten die öffentlichen Haushalte Kredite nur zu hohen Zinssätzen erhalten oder sogar gezwungen sein, Einlagen in den Fonds zu machen. Ein Land, dessen Staat bei gutem Wachstum noch seine Schuldenstandsquote erhöht, braucht offensichtlich ein wirksameres Steuersystem. In Rezessionen und Krisen sollte der Zins dagegen im Extremfall sogar negativ werden können, um kompensierende Ausgabenüberschüsse der öffentlichen Hand zu erleichtern. Der Fonds würde so einen Korridor in die Märkte für Staatsschuldtitel einziehen und verhindern, dass ihre Erträge die Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaften überschreiten.

1 Der Autor ist Leiter der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung.

2 Zu den verschiedenen Erklärungsansätzen vgl. Sebastian Dullien „Ungleichgewichte im Euro-Raum. Akuter Handlungsbedarf auch für Deutschland“, WISO Diskurs, Bonn (FES) 2010.

3 Z.B. Richard N. Cooper in: Stefan Collignon, Richard N. Cooper, Masahiro Kawai, Yongjun Zhang, „Rebalancing the Global Economy – Four Perspectives on the Future of the International Monetary System“, Europe in Dialogue 2010/01, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.

4 Vgl. „The last idealists. Europe's banks are built for a single currency zone. What happens if parts of it default or leave?“, Economist Dec 9<sup>th</sup> 2010.

5 Vgl. Sebastian Dullien Improving Economic Stability in Europe: What the Euro Area can learn from the United States' Unemployment Insurance, SWP Discussion Paper FG 1; 2007/11, August 2007.