

# Der Euro in der Finanzmarktkrise

Margit Schratzenstaller

## Über Schulden und die Gefahr des Kollaps

*Diverse Länder der Euro-Zone sind in eine Staatsschuldenkrise geraten. Neben einem unumgänglichen kurzfristigen Krisenmanagement sind nun aber auch langfristig strukturelle Reformen vonnöten.*

### Margit Schratzenstaller

(\* 1968) ist Referentin für öffentliche Finanzen am Österreichischen Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO) in Wien sowie Lehrbeauftragte an der Universität Wien.

Margit.Schratzenstaller@wifo.ac.at



In beinahe allen von der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise betroffenen Ländern haben die direkten und indirekten Krisenkosten die Verschuldungssituation teilweise deutlich verschlechtert. Betrug im Vorkrisenjahr 2007 die durchschnittliche Neuverschuldung (Defizitquote) in der EU 27 noch 0,9 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP), so erreichte sie mit 6,8 % 2009 mit dem Höhepunkt der Krise ihren Höchststand, um in den Folgejahren erst langsam wieder zurückzugehen, auf voraussichtlich immerhin noch 3,8 % des BIP im Jahr 2012. Entsprechend rechnete die Europäische Kommission in ihrer diesjährigen Frühjahrsprognose für die gesamte EU mit einem Anstieg des Schuldenstands im Verhältnis zum BIP (Schuldenquote) von 59 % 2007 auf 83,3 % 2012. Im Durchschnitt der 17 Euroländer betrug der Schuldenstand 2007 51,5 %, für 2012 werden 75,9 % des BIP prognostiziert.

Länderspezifisch gibt es allerdings große Unterschiede. Von den 17 Euroländern erhalten derzeit (Stand Mitte 2011) nur mehr sechs (Deutschland, Finnland, Frank-

reich, Luxemburg, die Niederlande und Österreich) von den drei maßgeblichen (und nicht unumstrittenen) Rating-Agenturen (Standard & Poor's, Moody's und Fitch) die beste Bonitätsbeurteilung (AAA), die ausschlaggebend ist für die Zinssätze, die für Staatsanleihen zu entrichten sind. Die nordischen Länder haben ausgehend von Haushaltsüberschüssen vor der Krise kaum Probleme mit den Verschuldungsgrenzen des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes (Neuverschuldung höchstens 3 % des BIP; Schuldenquote höchstens 60 % des BIP); Schweden kann trotz Krise seine Schuldenquote gegenüber 2007 sogar senken. Die in den letzten Erweiterungsrunden beigetretenen EU 12-Länder machten zwar fast alle seit 2008 hohe Defizite, allerdings überschreiten nur Ungarn, Malta und Zypern die erlaubte Schuldenquote. Griechenland ist dagegen seit dem Frühjahr 2010 mit einer offenen Staatsschuldenkrise konfrontiert, deren weiterer Verlauf und mögliche Überwindung derzeit kaum prognostizierbar ist. Und auch einige andere meist südeuropäische Länder sind in den letzten Monaten in eine Staatsschuldenkrise geraten (Irland, Portugal) oder werden von einer solchen bedroht (Spanien, Italien), da die Zweifel an ihrer Bonität und der langfristigen Tragfähigkeit ihrer Staatsschulden zunehmen. Dabei weist die Schuldenquote in den (potenziellen) Schuldenkrisenländern eine beträchtliche Bandbreite auf: Für 2011 erwartet die Euro-

päische Kommission in Griechenland eine Schuldenquote von knapp 160 %, in Italien von 120 %, in Irland von gut 110 %, in Portugal von gut 100 % und in Spanien von knapp 70 % des BIP.

### **Griechenland vor dem Kollaps?**

Seit im Frühjahr 2010 nach mehreren kurzfristigen Revisionen die tatsächliche Höhe des Fehlbetrags in den öffentlichen Haushalten Griechenlands offenbar wurde, wurden seit Mai 2010 in mehreren Schritten von EU (primär getragen von den Euroländern) und Internationalem Währungsfonds (IWF) getragene Rettungspakete geschnürt. Der bis Mitte 2013 befristete Euro-Rettungsschirm, der anschließend durch einen permanenten Krisenmechanismus (European Stability Mechanism ESM) ersetzt werden soll, umfasst inzwischen nicht nur Griechenland, sondern auch Irland und Portugal. Gleichzeitig verstärkt sich in vielen beteiligten EU-Ländern die öffentliche Kritik an den Unterstützungsmaßnahmen, wobei im Zentrum dieser Kritik die Griechenlandhilfe steht.

Zwar belasten die Hilfsmaßnahmen für Griechenland, Irland und Portugal die öffentlichen Haushalte der Geberländer zunächst nicht. Im Falle Griechenlands, wo die bisher umfangreichsten Rettungspakete geschnürt wurden, nehmen die beteiligten Länder im Rahmen des ersten Hilfspakets vom Mai 2010 am Kapitalmarkt zu wesentlich günstigeren Zinsen als Griechenland Kredite auf und stellen dem Land diese Mittel wiederum als Kredite zur Verfügung. Griechenland hat für diese Kredite der beteiligten Länder wiederum einen Zinssatz zu entrichten, der in der Regel höher ist als jener, den die Länder selbst für die aufgenommenen Mittel bezahlen müssen. Daher haben die beteiligten Geberländer per Saldo Einnahmen aus den Hilfsmaßnahmen. Im Rahmen des Ende Juli 2011 beschlossenen zweiten Hilfspakets für Griechenland

verschuldet sich die so genannte European Financial Stability Facility (EFSF) am Kapitalmarkt und leitet diese Mittel als Kredite an Griechenland (sowie Irland und Portugal) weiter. Die beteiligten Geberländer haften mit Garantien für die Bedienung dieser Kredite, für die die Empfängerländer bisher Zinssätze oberhalb des Refinanzierungssatzes des EFSF bezahlten. Künftig werden die Bedingungen für die Empfängerländer insofern verbessert, als die Laufzeit der Hilfskredite verlängert und die Zinssätze bis auf den Refinanzierungssatz gesenkt werden können; nach wie vor jedoch entstehen den Geberländern keine unmittelbaren Ausgaben.

Befürchtet wird im Falle Griechenlands allerdings, dass die vergebenen Notkredite wegen eines letztlich unvermeidlichen Staatsbankrotts uneinbringlich seien und daher von den Helferländern abgeschrieben werden müssten bzw. dass die gewährten Garantien schlagend werden würden, was entsprechende budgetäre Kosten verursachen würde. Die Hilfsmaßnahmen werden daher zunehmend grundsätzlich in Frage gestellt, und es werden Alternativoptionen – insbesondere ein Austritt Griechenlands aus der Eurozone und/oder ein Schuldenschnitt – zur Diskussion gestellt.

Der unmittelbare Auslöser der aktuellen griechischen Schuldenkrise war im Frühjahr 2010 die Offenlegung der tatsächlichen Budgetdefizite, die die bis dahin veröffentlichten und prognostizierten Haushaltsfehlbeträge deutlich übertrafen. Die relativ hohe Staatsverschuldung, ihre beachtliche Dynamik sowie die schlechten Wachstumsaussichten dämpften die Einschätzung der Solvenz Griechenlands durch die potenziellen Kreditgeber massiv, die als Konsequenz ihre Zinsforderungen für griechische Staatsanleihen drastisch erhöhten. Griechenland hätte somit künftige Kredite am Kapitalmarkt (sowohl für die auch in den kommenden Jahren erforderlichen hohen neuen Defizite als auch für die zu re-

finanzierenden auslaufenden Staatsanleihen) nur zu sehr hohen Zinsen aufnehmen können. In der Folge hätte sich Griechenland zur Bedienung der enorm anwachsenden Zinszahlungen zusätzlich verschulden müssen, was wiederum den Zinssatz für griechische Staatspapiere weiter erhöht hätte. Eine solche Schuldenspirale hätte nur vermieden werden können, wenn der Primärüberschuss (öffentliche Einnahmen minus Ausgaben ohne laufende Zinszahlungen) entsprechend erhöht worden wäre: Es hätten also entweder die Ausgaben deutlich gesenkt oder die Steuern beträchtlich erhöht werden müssen, um die höheren Zinszahlungen ohne weitere Verschuldung leisten zu können – ein in der aktuellen griechischen Situation unrealistisches, da die Rezession und damit die Verschuldungsproblematik weiter verschärfendes Szenario. Der sich angesichts dieses Dilemmas ergebende faktische Ausschluss Griechenlands vom Kapitalmarkt bewog schließlich die Eurostaaten, die Zahlungsfähigkeit des Landes mit an strikte Konsolidierungsvorgaben gekoppelten Notkrediten aufrecht zu erhalten.

Gibt es eine Alternative zu diesen Unterstützungsmassnahmen? Werden die Notkredite eingestellt, so ist ein Staatsbankrott Griechenlands unvermeidlich – die fälligen Anleihen könnten nicht zurückgezahlt und der Zinsendienst nicht mehr oder nur teilweise geleistet werden. Bei den Investoren in griechische Anleihen entstände ein entsprechender Abschreibungsbedarf: bei griechischen und anderen europäischen Banken, aber auch bei der Europäischen Zentralbank (EZB), die große Volumina an griechischen Staatspapieren hält. Ein Rückgang des Eigenkapitals der betroffenen Banken und Bankenzusammenbrüche wären die Folge. Die nationalen Regierungen müssten neue Bankenrettungspakete für »systemrelevante« Banken auflegen und zusätzlich die EZB rekaptalisieren, was insbesondere für Griechenland mit seiner ohnehin desolaten Budget-

situation nur schwer bewältigbar wäre, aber auch in anderen europäischen Ländern die Budgetprobleme verschärfen und weitere Konsolidierungsmaßnahmen erfordern würde. Darüber hinaus könnte ein Ansteckungseffekt eintreten: Der erste Staatsbankrott in der Eurozone könnte das Vertrauen von potenziellen Kreditgebern in die Solvenz der anderen genannten (potenziellen) Schuldenkrisenländer erschüttern und dort die bereits bestehenden Schuldenkrisen durch einen weiteren Anstieg der erforderlichen Zinssätze für Staatsanleihen verschärfen oder solche überhaupt erst auslösen.

### **Übergreifen der Schuldenkrise verhindern**

Ein Staatsbankrott Griechenlands allein, dessen Beitrag zur Wirtschaftsleistung des Euroraums unter 3 % beträgt, hätte insgesamt beschränkte Auswirkungen auf die übrigen europäischen Länder: Die folgende schwere Rezession in Griechenland wäre mit geringen realwirtschaftlichen Effekten für die EU verbunden, und auch der Abschreibungsbedarf bezüglich griechischer Staatsanleihen für europäische Banken wäre wohl zu bewältigen. Dass Griechenland über Jahre hinweg vom Kapitalmarkt ausgeschlossen wäre, da das erschütterte Vertrauen der potenziellen Kreditgeber in die Kreditwürdigkeit des Landes erst wieder hergestellt werden müsste; dass daher vermutlich weiter die Staatsausgaben gekürzt und die Steuern erhöht werden müssten, da die Möglichkeit weiterer Kreditaufnahmen wegfällt; und dass das griechische Bankensystem zusammenbrechen würde, würde die griechische Wirtschaft für längere Zeit massiv beeinträchtigen, aber die anderen EU-Länder kaum betreffen. Das zu erwartende Übergreifen der Schuldenkrise auf weitere Länder der Eurozone jedoch und resultierende weitere Staatsbankrotte könnten die Konjunktur in der gesamten

EU massiv belasten und gravierende Auswirkungen auf den europäischen Bankensektor haben. So sind die zentralen europäischen (genauer: deutschen, französischen und britischen) Gläubigerbanken in Griechenland mit gut 100 Mrd. Euro engagiert, die EZB hält geschätzt knapp 50 Mrd. Euro an griechischen Staatsanleihen. Die Forderungen der Gläubigerbanken aus den zentralen europäischen Ländern (Deutschland, Frankreich, Spanien, Italien und Großbritannien) gegenüber Griechenland, Irland, Portugal und Spanien zusammen belaufen sich dagegen mit über 1.000 Mrd. Euro auf das Zehnfache. Damit würden Staatsbankrotte in den (potenziellen) europäischen Schuldenkrisenländern zu einem beträchtlichen Teil auch die Bankensysteme genau der (potenziellen) Schuldenkrisenländer belasten und die erforderlichen Bankenrettungsmaßnahmen die Schuldenproblematik weiter verschärfen.

Ähnliches gilt für einen Austritt Griechenlands aus der Währungsunion. Konsequenz einer Rückkehr Griechenlands zur Drachme wäre deren deutliche Abwertung und damit die Aufwertung von Euro-Krediten aus dem Ausland, was die Zins- und Tilgungslasten in der heimischen Währung entsprechend erhöhen und einen Staatsbankrott vermutlich unabwendbar machen würde. Während die Auswirkungen einer solchermaßen verursachten griechischen Staatspleite für die übrige EU wohl zu verkraften wären, hätte ein Austritt weiterer Schuldenkrisenländer aus der Eurozone und der dann sehr wahrscheinliche Staatsbankrott die oben beschriebenen negativen Effekte und könnte letztlich zu einem Zerfall der Währungsunion führen.

### **Welche Maßnahmen erforderlich sind**

Unterstützungsmaßnahmen für Griechenland und für weitere Schuldenkrisenländer in der Eurozone sind somit nicht nur ein

Akt der Solidarität in einem durch freiwilligen Zusammenschluss entstandenen Staatenbund, sondern sind auch im ureigenen ökonomischen Interesse aller Mitgliedsländer und damit im Grunde »alternativlos«. Sie zielen darauf ab, die betroffenen Länder so lange mit Krediten zu unterstützen, bis sie ihre Staatsfinanzen soweit konsolidiert und ihre Wachstumskräfte soweit gestärkt haben, dass sie wieder zu langfristig tragfähigen Zinsen Kredite am Kapitalmarkt aufnehmen können. Allerdings sind über die jüngsten Maßnahmen hinaus

noch weitere Elemente für eine nachhaltige Sanierung der Staatsfinanzen und den Erfolg der EU-Rettungsmaßnahmen unverzichtbar. *Erstens* sollten die Hilfen so wie bisher an die nachvollziehbare und überprüfbare Umsetzung konkreter Reformmaßnahmen in den betroffenen Ländern gekoppelt werden. *Zweitens* sind jedoch die Maßnahmen stärker als bisher in einen mittelfristigen Zeitplan einzubetten, der nicht nur auf kurzfristige Einmalmaßnahmen setzt, sondern auch auf strukturelle Reformen, und der berücksichtigt, dass solche Reformen Zeit brauchen, um zu wirken. Zudem müssen die anstehenden Konsolidierungsmaßnahmen allenthalben stärker wachstumsorientiert ausgestaltet werden; eine reine Fokussierung auf den Abbau der Budgetdefizite gefährdet den langfristigen Erfolg von Budgetkonsolidierungsmaßnahmen. Und *drittens* sind begleitende Maßnahmen erforderlich, die das Wachstumspotenzial der betroffenen Länder stärken (Investitionen in Infrastruktur, Forschung oder Bildung; Investitionsanreize für Unternehmen), wobei eine Option sein könnte, diese aus den Einnahmen einer zumindest eurozonenweit einzuführenden Finanztransaktionssteuer zu finanzieren. Letzteres würde nicht nur die Wettbewerbsfähigkeit der betroffenen Länder stärken und damit einen Beitrag zum Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in der EU leisten. Es wäre darüber hinaus auch eine zielführendere Möglichkeit der indirekten Beteiligung der privaten Gläubiger an der Unterstützung der Schuldenkrisenländer als ihre direkte Beteiligung durch einen Schuldenschnitt oder die im Rahmen des jüngsten Griechenland-Pakets Ende Juli 2011 ebenfalls vereinbarten (allerdings quantitativ relativ begrenzten) Maßnahmen einer »sanfteren« Umschuldung (etwa die Verlängerung der Laufzeit von Anleihen). Eine solche umfangreiche direkte Beteiligung privater Gläubiger würde zwar kurzfristig die Belastung der Schuldenkrisenländer durch Zins- und Tilgungszahlungen

verringern. Gleichzeitig würde jedoch das Vertrauen der potenziellen Kreditgeber ebenso wie die Chancen einer baldigen Rückkehr an die Kapitalmärkte weiter beeinträchtigt, und umfangreiche Bankenpleiten mit den dargestellten möglichen Konsequenzen wären nicht ausgeschlossen.

### **Binnennachfrage stärken**

Gleichzeitig bedeutet allerdings der Verzicht auf eine Beteiligung der privaten Gläubiger durch einen Schuldenerlass in größerem Umfang auch, dass das Risiko einer (künftigen) Zahlungsunfähigkeit weitgehend bei der öffentlichen Hand (und damit beim Steuerzahler) liegt: Und dies in zunehmendem Ausmaß, wenn man bedenkt, dass die in den nächsten Jahren staatlicherseits zur Verfügung gestellten Notkredite den Anteil der öffentlichen Gläubiger an der gesamten (ausfallgefährdeten) Staatsschuld automatisch allmählich erhöhen. Daher ist über die unmittelbaren Rettungsmaßnahmen für die Schuldenkrisenländer hinaus endlich die »Too-Big-to-Fail«-Problematik anzugehen: Also das Phänomen, dass die Konzentration im Bankensektor dazu geführt hat, dass viele Institute zu groß (»systemrelevant«) sind, um sie einfach Bankrott gehen zu lassen, wenn nicht das gesamte Banken- bzw. Finanzsystem gefährdende Auswirkungen eintreten sollen, so dass Bankenrettungsmaßnahmen der öffentlichen Hand unvermeidlich sind. Außerdem müssen nicht nur die Schuldenkrisenländer zum Abbau der bestehenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte ihre Wettbewerbsfähigkeit verbessern. Auch die Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen (wie Deutschland, die Niederlande oder Österreich) haben ihre Binnennachfrage zu stärken, insbesondere durch eine expansivere, wieder stärker produktivitätsorientierte Lohnpolitik, um künftige Staatsschuldenkrisen in der EU zu vermeiden.