

Der Euro in der Krise

*Studienreihe
Politik und Wirtschaft*

*Vier Szenarien zur Zukunft
des Euro und wie sich
Unternehmen darauf
einstellen können.*



Hamburgisches
WeltWirtschafts
Institut

Der Euro in der Krise

*Studienreihe
Politik und Wirtschaft*

*Vier Szenarien zur Zukunft
des Euro und wie sich
Unternehmen darauf
einstellen können.*



Hamburgisches
WeltWirtschafts
Institut



Der Euro in der Krise

Herausgegeben von der PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PwC) in Kooperation mit dem Hamburgischen WeltWirtschaftsinstitut (HWWI)

Von Norbert Winkeljohann (PwC), Thomas Straubhaar (HWWI), Michael Bräuninger (HWWI), Jörg Hinze (HWWI) und Henning Vöpel (HWWI)

April 2012, 60 Seiten, 10 Abbildungen, 7 Tabellen, Softcover

Alle Rechte vorbehalten. Vervielfältigungen, Mikroverfilmung sowie die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sind ohne Zustimmung des Verlags nicht gestattet.

Die Ergebnisse der Studie sind zur Information unserer Mandanten bestimmt. Sie entsprechen dem Kenntnisstand der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Für die Lösung einschlägiger Probleme greifen Sie bitte auf die in der Publikation angegebenen Quellen zurück oder wenden sich an die genannten Ansprechpartner. Alle Meinungsbeiträge geben die Auffassung der Autoren wieder.

Inhaltsverzeichnis

Vorworte	6
Abbildungsverzeichnis	8
Tabellenverzeichnis	8
A Einleitung	9
B Szenario 1: Rückkehr zu den Maastricht-Kriterien	11
1 Rahmenbedingungen	11
2 Das Szenario	11
2.1 Die Entwicklung der staatlichen Aktivität	11
2.1.1 Fiskalpakt soll Währungsunion stabilisieren	11
2.1.2 Einhaltung der Maastricht-Regeln durchsetzen	14
2.2 Die weitere wirtschaftliche Entwicklung	17
2.2.1 Problemländer müssen gesund schrumpfen	17
2.2.2 Gekaufte Zeit zu Strukturreformen nutzen	18
2.2.3 Konjunkturelle Wirkung auf die Eurozone	20
2.2.4 Weitere Anforderungen an die Wirtschaftspolitik	22
3 Fazit: Konsequenzen für die Eurostaaten und die Wirtschaft	23
C Szenario 2: Eurobonds werden ohne politische Union eingeführt	26
1 Rahmenbedingungen	26
2 Das Szenario	26
2.1 Eurobonds und Stabilität: kurzfristige Betrachtung	31
2.2 Eurobonds und Stabilität: langfristige Betrachtung	35
3 Fazit: Konsequenzen für die Eurostaaten und die Wirtschaft	36
D Szenario 3: Ein europäischer Staatenbund entsteht	39
1 Rahmenbedingungen	39
2 Das Szenario	40
2.1 Große Lösung: der Bundesstaat	40
2.2 Kleine Lösung: die Fiskalunion	42
2.3 Geregelte staatliche Insolvenzen	43
3 Fazit: Konsequenzen für die Eurostaaten und die Wirtschaft	44
E Szenario 4: Der Euro zerbricht	46
1 Rahmenbedingungen	46
2 Das Szenario	46
2.1 Das Ausscheiden einzelner Staaten	46
2.2 Teilung der Währungsunion	48
2.3 Zusammenbruch der Währungsunion	49
2.4 Zum Einfluss der Ratingagenturen	50
2.5 Zur Rolle der EZB	51
2.6 Makroökonomische Auswirkungen	53
3 Fazit: Konsequenzen für die Eurostaaten und die Wirtschaft	54
F Fazit: Konsequenzen für die Eurostaaten und die Wirtschaft	56
Ihre Ansprechpartner	58

Vorworte



Liebe Leserinnen und Leser,

es freut mich sehr, dass ich Ihnen heute das erste Ergebnis einer zwischen dem Hamburgischen WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) und PwC, der führenden Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft in Deutschland, geschlossenen Kooperation vorlegen darf. Im Rahmen einer auf mehrere Jahre angelegten engen Zusammenarbeit wenden wir uns gemeinsam drängenden Themen mit politischem und wirtschaftlichem Bezug zu und nehmen so unsere Rolle als Mittler zwischen Politik und Wirtschaft wahr.

Die aktuell größte Herausforderung für Politik und Wirtschaft ist die Staatsschulden- und Eurokrise. 65 Prozent der von uns im Rahmen unseres 15. CEO-Survey in Deutschland befragten Topmanager geben an, dass die nicht absehbaren Reaktionen der Staaten auf wachsende Haushaltsdefizite die Aussichten für ihre Unternehmen bedrohen. Mehr als die Hälfte erwartet eine Abkühlung der weltweiten Konjunktur.

Diese Verunsicherung verwundert nicht. Viele sehr unterschiedliche und teilweise widersprüchliche Thesen kursieren. Mit unserer Studie wollen wir einen Beitrag zur Versachlichung der Debatte leisten und leiten auf Basis unterschiedlicher volkswirtschaftlicher Szenarien mögliche Implikationen für die Wirtschaft in Deutschland ab. Jenseits von emotional aufgeladenen Debatten zeigen wir so auf, wie die Chancen der Krise genutzt werden können bzw. in welchen Bereichen Handlungsbedarf entstehen könnte.

Ich wünsche Ihnen eine kurzweilige Lektüre und freue mich auf intensive Gespräche mit Ihnen.

Ihr

Norbert Winkeljohann

Sprecher des Vorstands

PricewaterhouseCoopers AG

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Liebe Leserinnen und Leser,

wie geht es weiter mit dem Euro, der Europäischen Union und Europa? Von einem Zusammenbruch, einer Teilung bis zu einer erfolgreichen Fortsetzung des Euro-raums scheint alles möglich zu sein. Richtig ist, dass während der europäischen Staatsschuldenkrise die Konstruktionsmängel des Euro mit voller Kraft aufbrachen. Man hatte sich vom Euro erhofft, dass die gemeinsame Währung die teilweise beträchtlichen ökonomischen Unterschiede innerhalb der Euroländer ausgleichen würde. Tatsächlich aber hat der Euro die Differenzen nicht verringert, sondern – im Gegenteil – verschärft. Er hat die Wettbewerbsüberlegenheit Deutschlands nicht beseitigt, sondern erhöht. Weil Wechselkurse im Euroraum starr und nicht länger beweglich waren und man im Süden Europas nicht mehr abwerten konnte, musste die Anpassung über die Güter- und Arbeitsmärkte erfolgen. Deshalb gelang es Deutschland, viel zu exportieren und als Folge wurden die deutschen Handelsbilanzüberschüsse größer und nicht kleiner. Vor allem aber driftete die Beschäftigungssituation innerhalb des Euroraums auseinander. Während sich Deutschland in Richtung Vollbeschäftigung bewegt, schnellen im südlichen Europa die Arbeitslosenzahlen nach oben. Wie kann bei so wesentlichen Unterschieden der Euroraum zu einer gleichgewichtigeren Entwicklung zurückfinden? Braucht es eine Fiskal- oder gar eine Transferunion oder wird der Euro zum Spaltpilz der Europäischen Union?



Antworten auf diese Fragen fallen nicht leicht. Die Unsicherheit ist groß. Aus diesem Grund legen das Hamburgische WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) und die Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft PwC als Fortsetzung der bisherigen erfolgreichen Zusammenarbeit diese Studie vor. Hierin zeigen wir mögliche Szenarien für die Zukunft des Euro auf. Szenarien sind keine Prognosen. Sie sind plausible Beschreibungen denkbarer Entwicklungen. Sie sollen helfen, mögliche Abläufe zu verstehen, zu bewerten und zu vergleichen, um besser entscheiden und klüger reagieren zu können.

Ich wünsche Ihnen eine interessante und lehrreiche Lektüre!

Ihr

Thomas Straubhaar

Direktor und Geschäftsführer

Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut gemeinnützige GmbH

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1	Staatsschulden in ausgewählten Eurostaaten.....	15
Abb. 2	Strukturdefizit in ausgewählten Euroländern des BIP	15
Abb. 3	Entwicklung der Lohnstückkosten	16
Abb. 4	Entwicklung der deutschen Exporte	21
Abb. 5	Leistungsbilanzsaldo	27
Abb. 6	Entwicklung der Zinsspreads (Monatswerte)	30
Abb. 7	Entwicklung der Zinsspreads (Tageswerte)	30
Abb. 8	Spieltheoretische Darstellung der Eurokrise (hypothetische Auszahlungen)	33
Abb. 9	Spekulation gegen den Euro – spieltheoretische Darstellung (hypothetische Auszahlungen)	34
Abb. 10	Entwicklung des Welt-Bruttoinlandsprodukts.....	39

Tabellenverzeichnis

Tab. 1	Budget- und Leistungsbilanzsalden ausgewählter Staaten (in % des BIP)	19
Tab. 2	Doing-Business-Indikatoren, Ranking ausgewählter Länder	23
Tab. 3	Leistungsbilanzentwicklung ausgewählter Euroländer (in Mrd. US-\$).....	28
Tab. 4	Leistungsbilanzentwicklung ausgewählter Euroländer (in % des BIP)	28
Tab. 5	Vergleich von Staatsschulden, Stand 2010	31
Tab. 6	Staatliche Aktivität in den Eurostaaten	41
Tab. 7	Konsolidierte ausländische Forderungen gegenüber Griechenland	47

A Einleitung

In den letzten Jahren wurde die Wirtschaft weltweit von einer Reihe von Krisen erschüttert. Ausgehend von der Immobilienkrise der Jahre 2007 und 2008 in den USA hat sich die Finanz- und Wirtschaftskrise weltweit ausgebreitet und zu Verwerfungen geführt, wie sie seit der Weltwirtschaftskrise der 30er-Jahre des 20. Jahrhunderts nicht mehr aufgetreten waren. In Europa führten die umfangreichen Stützungsmaßnahmen und Konjunkturprogramme der Staaten, die ein Abrutschen in eine tiefe Rezession verhindern konnten, schließlich zu einer Staatsschuldenkrise. Das hat auch die gemeinsame europäische Währung an den Rand des Zusammenbruchs gebracht und so auf viele bislang ungelöste und zu wenig beachtete Probleme aufmerksam gemacht. Damit sind Fragen entstanden, die man sich vor einigen Jahren kaum vorstellen konnte:

- Wird der Euroraum Bestand haben?
- Sollten einzelne Länder aus der Währungsunion ausscheiden oder würde dies eine Kettenreaktion auslösen?
- Welche Kosten wären mit dem Ausscheiden einzelner Länder aus dem Euroraum oder gar mit seiner Auflösung verbunden?
- Was muss getan werden, um den Euroraum zu erhalten und welche Kosten sind damit verbunden?

Im Folgenden werden vier verschiedene Szenarien dargestellt, die dabei helfen, die direkten Folgen von Ereignissen und Entscheidungen einzuordnen und in ihren Auswirkungen zu beurteilen. Deren jeweilige Kosten sind, schon was die unmittelbaren Auswirkungen betrifft, kaum quantifizierbar. Noch viel weniger sind die mittelbaren Kosten abschätzbar. Sie können die direkten Kosten jedoch weit übersteigen. Szenarien sind dabei aber keine Prognosen, die die zukünftige Entwicklung zielgenau abbilden. Vielmehr sind Szenarien in sich konsistente, plausible Entwicklungspfade in die Zukunft bei variierenden Rahmenbedingungen. Sie können helfen, alternative künftige Entwicklungen zu analysieren, um Kausalbeziehungen besser zu verstehen. Szenarien zeigen, welche Möglichkeiten zum Umsteuern bestehen und welche Konsequenzen sich für Staat und Wirtschaft ergeben. Sie helfen bei der Entscheidung und dabei, Erfolg versprechende Strategien für die Zukunft zu entwickeln.

Szenario 1: Rückkehr zu den Maastricht-Kriterien

In diesem Szenario gelingt es der Politik, das Verschuldungsproblem in den Griff zu bekommen und die Finanzmärkte zu beruhigen. Die Maastricht-Verträge werden wieder eingehalten, die Staatsschuldenquoten der jeweiligen Staaten reduziert. Der Euroraum bleibt erhalten.

Szenario 2: Eurobonds werden ohne politische Union eingeführt

Die Eurobonds führen zu einer Konvergenz der Zinssätze. Damit entfällt der Markt als Disziplinierungsinstrument. Wie in der Vergangenheit gelingt es der Politik nicht, die Defizite zu begrenzen. Die Folge sind weiter steigende Schuldenquoten.

Szenario 3: Ein europäischer Staatenbund entsteht

Vor dem Hintergrund der ausufernden Staatsschulden in einigen Ländern der Währungsunion steigt der Druck zur Einführung von Eurobonds. Gleichzeitig führen die globalen ökonomischen Veränderungen und das stabile Wachstum in den Schwellenländern dazu, dass die einzelnen Staaten der EU immer weiter an politischer Bedeutung verlieren. Um dem zu begegnen, wird in Europa der politische Einigungsprozess vorangetrieben und es wird eine europäische (Wirtschafts-)Regierung geschaffen.

Szenario 4: Der Euro zerbricht

Hier sind verschiedene Unterszenarien denkbar: Ausscheiden einzelner Eurostaaten, Zusammenschluss der stärkeren Eurostaaten zu einer Art „Kernwährungsunion“, totaler Zerfall der Währungsunion. Am wahrscheinlichsten davon ist, dass Griechenland aufgrund mangelnder Sparanstrengungen weitere Tranchen der Rettungsschirme verwehrt werden, es zur staatlichen Insolvenz und schließlich zum Austritt Griechenlands aus dem Euroraum kommt.

B Szenario 1: Rückkehr zu den Maastricht-Kriterien

1 Rahmenbedingungen

Dieses Szenario geht von den folgenden Grundannahmen aus:

- Der Euroraum bleibt in seiner derzeitigen Form erhalten.
- Der Vertrag von Maastricht wird wieder eingehalten.
- Die Glaubwürdigkeit des Vertrags von Maastricht wird durch zusätzliche Abkommen und Verträge – wie den Fiskalpakt – gestärkt.

In diesem Szenario ist die bislang verfolgte Politik langfristig erfolgreich. Der im März 2012 beschlossene Fiskalpakt und der politische Druck der Partnerstaaten führen nicht nur bei denjenigen Staaten, die sich unter dem Rettungsschirm befinden, zu Reformen und Ausgabendisziplin, sondern auch bei all denen, die die Maastricht-Kriterien verletzen. Überdies werden die Staaten der Eurozone durch den Druck der Märkte diszipliniert. So gelingt es, die jährlichen Budgetdefizite und die Staatsschuldenquoten zurückzufahren. In den meisten Staaten werden die Maastricht-Kriterien nach einigen Jahren wieder eingehalten. Die Krisenstaaten befinden sich dann auf einem guten Weg dahin. Die Finanzmärkte schöpfen wieder Vertrauen in die Eurozone insgesamt und in die einzelnen Staaten. Mit dieser Beruhigung verlieren die Rettungsschirme an Bedeutung. Der Euroraum bleibt erhalten und bei zukünftigen Erweiterungen der Eurozone wird die Politik strengere Konvergenzkriterien anlegen.

2 Das Szenario

2.1 Die Entwicklung der staatlichen Aktivität

2.1.1 Fiskalpakt soll Währungsunion stabilisieren

Die zunehmende Eskalation der Euro-Schuldenkrise hat in immer kürzeren Zeitabständen Zusammenkünfte der Staats- und Regierungschefs der Europäischen Währungsunion erzwungen. Ziel war es dabei stets, die Situation nachhaltig zu beruhigen. Anfang März 2012 haben schließlich 25 der 27 EU-Länder (außer Großbritannien und Tschechien) den Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion – den sogenannten Fiskalpakt – verabschiedet. Darin sollten die Gipfelbeschlüsse vom Oktober und Dezember 2011 in verbindliche EU-Verträge umgesetzt werden. Besondere Bedeutung hatte dabei der beim Oktobergipfel beschlossene Schuldenschnitt für Griechenland. Die Folge war eine Kaufzurückhaltung auch bei Anleihen anderer Krisenländer, sodass der Gipfel im Dezember erforderlich wurde. Die Umsetzung der Beschlüsse der beiden Gipfel in konkrete Vertragsregelungen erwies sich, wie vielfach befürchtet, in entscheidenden Punkten als problematisch. Die Folge waren inhaltliche Abstriche. Auch steht der Ratifizierungsprozess des Fiskalpakts in den meisten EU-Ländern noch an; in Deutschland soll er im Juni vom Parlament verabschiedet werden. Hinzu kommt, dass in einzelnen Staaten, in denen Wahlen anstehen, die bisher gefassten Beschlüsse von der Opposition teilweise infrage gestellt werden, was zu andauernder Verunsicherung führt.

Der am 2. März 2012 unterzeichnete Fiskalpakt umfasst neben den 3%-Defizit- und 60%-Schuldenstands-Referenzwerten des Maastricht-Vertrags auszugsweise folgende zusätzliche Schuldenregeln:

- Der gesamtstaatliche Haushalt soll ausgeglichen sein oder einen Überschuss ausweisen; das jährliche strukturelle (konjunkturbereinigte) Defizit darf dabei nicht höher als 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) betragen (Ausnahmeregeln gibt es allerdings für „außergewöhnliche Umstände“).
- Länderspezifische mittelfristige Konsolidierungsziele und Konvergenzzeitpläne sollen festgelegt werden.
- Die Schuldenbremse soll vorzugsweise in der nationalen Verfassung verankert werden.
- Länder, die die Regeln verletzen, müssen der EU-Kommission und dem Europäischen Rat Rechenschaft ablegen und ihre Haushaltspläne von EU-Kommission und Europäischem Rat überwachen lassen.
- Bei Nichteinhaltung der Schuldenregeln können andere „Vertragsparteien“ vor dem Europäischen Gerichtshof klagen.

Von den Gipfelbeschlüssen im Oktober und Dezember 2011 wurden des Weiteren übernommen:

- Griechenland erhält ein zweites Hilfsprogramm für über 100 Milliarden Euro.
- Die Kernkapitalquote für Banken wird auf neun Prozent erhöht.
- Der dauerhafte Rettungsschirm, der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) wird von Mitte 2013 auf Mitte 2012 vorgezogen.

Mit diesen Vertragsregelungen weicht der Fiskalpakt in wichtigen Punkten von den im Oktober und Dezember 2011 gefassten EU-Gipfel-Beschlüssen ab. Wichtige Abweichungen sind folgende:

- Im Oktober war noch ein freiwilliger Schuldenschnitt für Griechenland in Höhe von 50 Prozent beschlossen worden. Tatsächlich hat es einen zwangsweisen Schnitt in Höhe von effektiv rund 70 Prozent gegeben.
- Geplant war eine Hebelung des Euro-Rettungsfonds Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) (auf angestrebte 1 Billion Euro). Aufgrund der geringen Erfolgsaussicht ist davon inzwischen nicht mehr die Rede.
- Gefordert wurden weitere Reform- und Konsolidierungsmaßnahmen insbesondere in Italien und Spanien. Deren Durchsetzung kommt zwar voran, stößt aber in diesen Ländern teils auf Protest.
- Geplant waren eigenständige Institutionen für die Eurozone (Stichworte: Eurowirtschaftsregierung, Eurofinanzminister). Diese „Institutionen“ wurden auf alljährlich mindestens zwei Eurogipfel der Staats- und Regierungschefs reduziert.
- Auf dem Eurogipfel vom 9. Dezember 2011 wurde beschlossen, in den nationalen Verfassungen Schuldenbremsen zu verankern. Nunmehr sollen sie nur noch verfassungsähnlichen Charakter haben.
- Vereinbart wurden damals auch automatische Strafverfahren sowie die Einschränkung der nationalen Budgethoheit bei Überschreiten der Defizitgrenze von 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Dies wurde auf die Möglichkeit reduziert, dass Staaten beim Überschreiten der Defizitgrenze durch andere Staaten vor dem Europäischen Gerichtshof verklagt werden können.
- Geplant wurde auch eine stärkere Einbeziehung des Internationalen Währungsfonds (IWF). Das stößt jedoch auf den Widerstand anderer IWF-Staaten.

In der Summe muss festgestellt werden, dass mit dem im März 2012 verabschiedeten Fiskalpakt nicht alle Gipfelbeschlüsse von Ende 2011 exakt umgesetzt wurden. Vor allem wurden die Regelungen zur Schuldenbegrenzung und automatischen Sanktionierung erheblich abgeschwächt. Auch bleibt in einigen Punkten die praktische Umsetzung noch offen. Der Fiskalpakt soll formal zwar erst am 1. Januar 2013 in Kraft treten, gleichwohl sollte er mit seiner Verabschiedung Signale setzen, was implizit seine Einhaltung ab diesem Zeitpunkt umfasst. Deshalb sorgte auch die bereits kurz nach Verabschiedung des Fiskalpakts von Spanien verkündete Überschreitung der Defizitziele für das vergangene und noch mehr für das gerade erst angelaufene Jahr für Zweifel am Sparwillen der spanischen Regierung und Verärgerung bei den anderen Mitgliedsstaaten. Die Risikoauflagen für spanische Anleihen stiegen in der Folge wieder deutlich an und andere Problemländer hatten Sorge, dass diese Entwicklung auch auf ihre Anleihen übergreifen könnte. Die neue spanische Regierung begründete die Nichteinhaltung der Defizitziele mit den nach dem Regierungswechsel „vorgefundenen“ ungünstigeren Zahlen. Auch in anderen Euroländern stehen in nächster Zeit Wahlen und gegebenenfalls Regierungswechsel an, und einige der jetzigen Oppositionsparteien haben bereits Neuverhandlungen des Fiskalpakts nach den Wahlen angekündigt. Weitere Aufweichungen des im Fiskalpakt festgelegten Weges könnten zu einer neuen Glaubwürdigkeitskrise führen.

Die Probleme auf dem Weg zu einer stabilen Währungsunion sind allein mit der Verabschiedung des Fiskalpakts und der Ausweitung der Rettungsschirme keinesfalls gelöst. Der Erfolg der beschlossenen Maßnahmen hängt letztlich davon ab, inwieweit die Schuldenländer, allen voran Griechenland, Portugal, Spanien und Italien, die „erkaufte“ Zeit nutzen, um nachhaltige Strukturreformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit ihrer Wirtschaft und die Konsolidierung ihrer Staatshaushalte anzugehen. Aber auch andere Euroländer müssen ihre Anstrengungen erhöhen, mehr finanzpolitische Konvergenz zu erreichen und sich den Maastricht-Kriterien wieder anzunähern.

Die Probleme der Umsetzung der EU-Beschlüsse von Ende vergangenen Jahres zeigten sich exemplarisch an dem ursprünglich „freiwilligen“ Schuldenschnitt der privaten Gläubiger Griechenlands. Hier kam auch nach langwierigen Verhandlungen die angestrebte freiwillige Beteiligungsquote nicht zustande, sodass bei den nach griechischem Recht begebenen Anleihen die nachträglich eingefügten „Zwangsklauseln“ (collective action clauses) angewendet wurden. Auch wenn weitere Umschuldungen auf dem Dezembergipfel ausgeschlossen wurden und der jüngste Fortschrittsbericht der EU-Kommission schon für Ende 2013 eine Rückkehr Portugals an die Kapitalmärkte in Aussicht stellt, halten sich Diskussionen und Spekulationen über deren Notwendigkeit insbesondere für Griechenland wie auch für Portugal. Dies ist insofern nicht verwunderlich, als im Rahmen der Abmachungen zum ersten Hilfspaket für Griechenland im Mai 2010 schon für Griechenland ein Schuldenschnitt mindestens bis Mitte 2013 ausgeschlossen worden war.

Auch die angestrebte Vergrößerung des Rettungsschirms durch Hebelung der restlichen EFSF-Mittel (geplant war auf 1 Billion Euro) blieb mangels kaufbereiter Investoren für solche Anleihen erfolglos. Die Garantieanteile erschienen Investoren offenbar angesichts der Ausfallrisiken als unzureichend. Deshalb wurde nun der Rettungsschirm in der Form ausgeweitet, dass zeitweilig der erste, auf drei Jahre begrenzte Rettungsschirm (EFSF; aktuelles Restvolumen 200 Milliarden Euro) und der diesen eigentlich ablösende zweite, dauerhafte (ESM, 500 Milliarden Euro) durch Vorziehen des Letzteren auf Mitte 2012 parallel in Kraft sind und sich so deren Gesamtvolumen entsprechend erhöht: Nach EU-Berechnung ergibt sich – durch Hinzuzählen bereits ausgezahlter Hilfskredite in Höhe von gut 100 Milliarden Euro – ein Volumen von 800 Milliarden Euro bzw. mehr als 1 Billion US-Dollar. Einige Euroländer und der IWF hatten größere Rettungsschirme gefordert. Wie es nach Auslaufen der EFSF zur Jahresmitte 2013 mit der „Größe“ des Rettungsschirms weitergehen wird, muss aus heutiger Sicht als offen gelten.

2.1.2 Einhaltung der Maastricht-Regeln durchsetzen

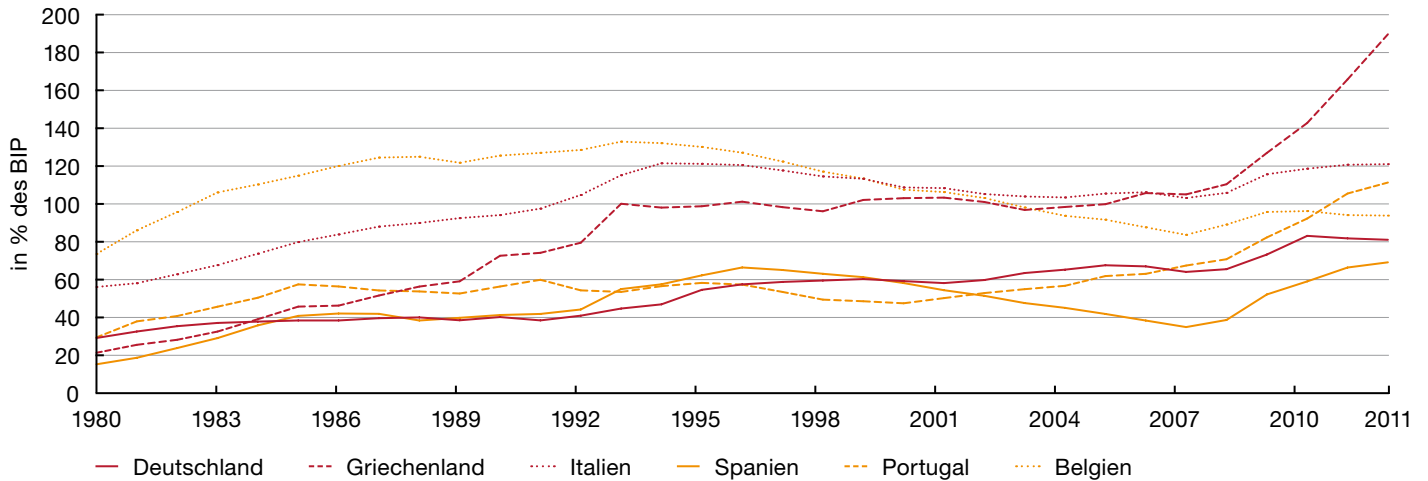
Der Fiskalpakt stellt sicherlich einen wichtigen Schritt auf dem Weg „zurück“ zu einer Stabilitätsunion dar. Er greift im Grunde die Maastricht-Regeln auf und verschärft – allerdings auch nur marginal – die Einhaltung der Schuldenregeln und die möglichen Sanktionsmechanismen bei deren Nichteinhaltung. Entscheidend für die Zukunft der Währungsunion wird sein, dass die Regeln eingehalten werden, und dass durch wirtschaftliche und finanzpolitische Reformen die Bedingungen für eine funktionierende und wettbewerbsfähige Ökonomie geschaffen werden.

Dass die Durchsetzung der Maastricht-Kriterien nicht unrealistisch ist, hat die Phase vor Einführung der Währungsunion gezeigt. Als es in den Jahren zwischen Abschluss des Maastricht-Vertrags, 1992, und Einführung der Währungsunion, 1999, für die Staaten darum ging, die Aufnahmekriterien für die Mitgliedschaft in der Eurozone zu erfüllen, wurden die Staatsschuldenquoten in einigen Staaten – insbesondere Belgien und Italien mit den damals höchsten Schuldenquoten – reduziert.¹

¹ Griechenland wurde bei Einführung der Währungsunion, 1999, vor allem wegen des deutlichen Überschreitens des Defizitkriteriums der Beitritt verwehrt. 2001 wurde Griechenland dann zwar in die Europäische Währungsunion aufgenommen, jedoch teils aufgrund geschönter Zahlen, teils – entgegen den Warnungen vieler Ökonomen – aufgrund des politischen Wohlwollens wichtiger Euroländer.

Abb. 1 Staatsschulden in ausgewählten Eurostaaten

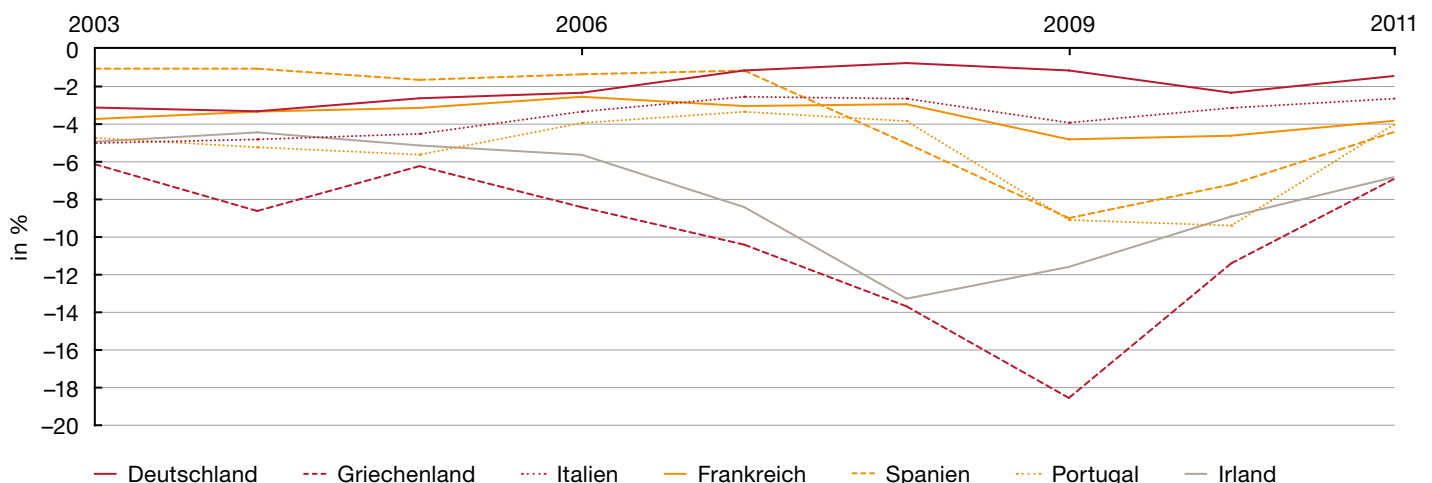
ab 2011 geschätzt



Quellen: Europäische Kommission; IMF; HWWI.

Nach Einführung der Währungsunion ging die gerade gefundene Haushaltsdisziplin im Laufe der Zeit jedoch mehr und mehr wieder verloren. Für außergewöhnliche Situationen, wie die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009, sieht der Maastricht-Vertrag zwar Ausnahmen von diesen strikten Regeln vor. Viele Euroländer bewegten sich jedoch schon in normalen Zeiten, also vor der Finanz- und Wirtschaftskrise, nahe an den kritischen Marken oder überschritten diese sogar. Die im Maastricht-Vertrag vorgesehenen Strafzahlungen wurden trotz zahlreicher Verstöße gegen die Stabilitätsregeln nie genutzt. Das lag auch am Widerstand Deutschlands, das in Zeiten eigener hoher Defizite in den Jahren 2001 bis 2005 den Stabilitätspakt politisch aufweichte. Dies hat auch die anderen Staaten dazu ermuntert, die Einhaltung der Maastricht-Kriterien nicht ernst zu nehmen. Da schon in Zeiten normaler Konjunktur die entscheidenden Grenzwerte nicht oder nur knapp eingehalten wurden, explodierten die Defizite in der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise förmlich. Deutlicher noch wird die mangelnde Haushaltsdisziplin der Eurostaaten, wenn man die konjunkturellen Schwankungen herausrechnet.

Abb. 2 Strukturdefizit in ausgewählten Euroländern des BIP

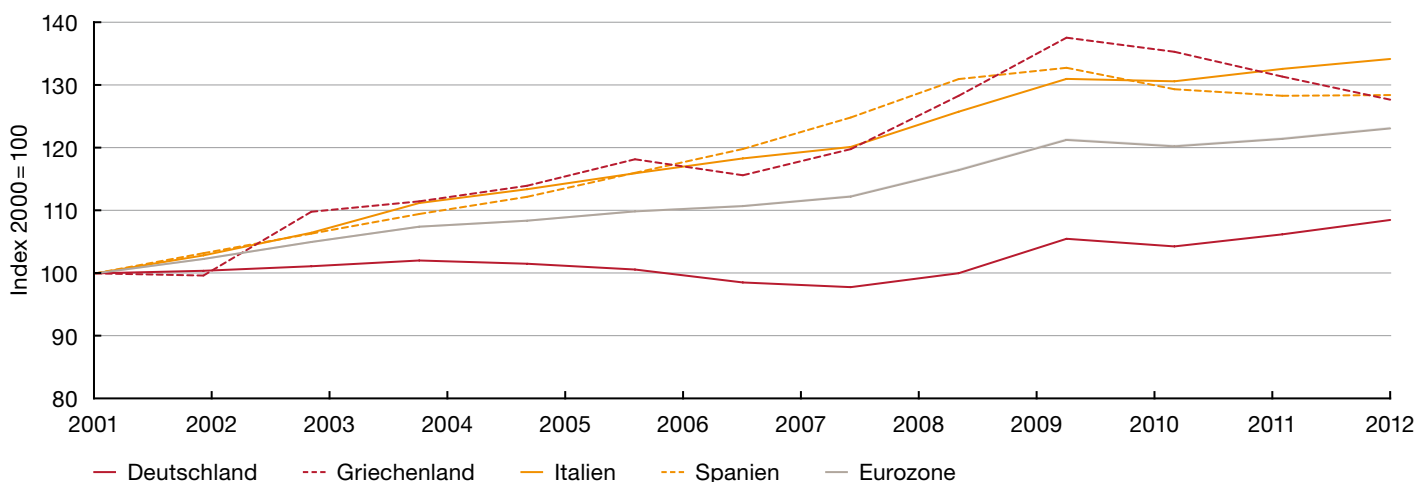


Quellen: IMF; HWWI.

Die Staatsschuldenkrise in der Eurozone ist sicherlich in einigen Ländern auf die vergangene Finanzkrise zurückzuführen, in der Mehrzahl der Länder ist sie jedoch vornehmlich Ergebnis einer über längere Zeit unzureichenden Haushaltsdisziplin. Soll die Europäische Währungsunion fortbestehen, dann ist eine Rückkehr zu den Maastricht-Kriterien erforderlich. Bei strikter Einhaltung wären weitere Verschärfungen nicht notwendig. Mit dem Fiskalpakt werden deshalb auch die Maastricht-Kriterien bekräftigt – wie schon mit dem Ende September 2011 von der EU beschlossenen verschärften Stabilitäts- und Wachstumspakt („Sixpack“). Durch die Aufweichung der beim Dezembergipfel noch geplanten automatischen Sanktionsmechanismen bleibt aber weiter unzureichend geklärt, mit welchen konkreten Maßnahmen zukünftige Verstöße gegen den Stabilitätspakt geahndet werden. Geldstrafen sind insoweit problematisch, als durch sie die wirtschaftliche Lage der Schuldenländer eher weiter verschärft würde. Sinnvoll erscheinen deshalb vor allem politische Sanktionsmechanismen wie der Entzug von Souveränitätsrechten (Verlust des Stimmrechts bei Entscheidungen auf Ebene der Euroländer und/oder Durchgriffsrechte in nationale Haushalte durch die EU). Bei fortgesetzten Verstößen wäre als letzte Konsequenz ein geordneter Austritt bzw. Ausschluss aus der Währungsunion die Ultima Ratio. Auch für diesen Fall sollten klare Regelungen gefunden werden.

Eine Restrukturierung der Währungsunion unter Maastricht-Bedingungen erfordert es, dass die Mitgliedsstaaten ihre Staatsfinanzen auf eine solide Basis stellen und die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Wirtschaft verbessern. Ohne Einschnitte bei öffentlichen Ausgaben, insbesondere in den Sozialsystemen, und entsprechend lange und schmerzhaft Anpassungsprozesse wird dies nicht zu erreichen sein. Die Maßnahmen müssen dabei so gewählt werden, dass sie so wenig wie möglich wachstumsschädlich sind. Wenn wie im Fall Griechenlands ineffiziente Steuererhebungssysteme und aufgeblähte Verwaltungen eine wesentliche Ursache des Problems sind, geht auch an effektiven Steuererhöhungen und Entlassungen im öffentlichen Sektor kein Weg vorbei. Solch notwendige Einschnitte sollten nicht auf die Zeit nach der Krise verschoben werden. Zumindest partiell müssen erforderliche Reformen in den Ländern mit Haushaltsschieflage den Hilfen durch die EU oder andere Mitgliedsstaaten vorausgehen. Nur so bestehen hinreichend Anreize zu Reformen. Unkonditionierte Hilfen würden auch für andere Länder die Anreize zur Konsolidierung reduzieren und so womöglich eine Ausbreitung der Krise fördern.

Abb. 3 Entwicklung der Lohnstückkosten



Quellen: Europäische Kommission; HWWI.

Für den Fortbestand der Europäischen Währungsunion müssen die Regierungen der Euroländer auf nationaler und auf europäischer Ebene folgende Punkte einhalten bzw. umsetzen:

- Der Fiskalpakt muss baldmöglichst in den Euroländern ratifiziert und inhaltlich schon vor dem offiziellen Inkrafttreten am 1. Januar 2013 umgesetzt werden. Die Sanktionsmechanismen bei Nichteinhaltung der Schuldenregeln sollten im Sinne der EU-Gipfel-Beschlüsse von Oktober und Dezember 2011 automatisiert und entsprechend konkretisiert werden.
- Durch nachhaltige Strukturreformen und Konsolidierungsmaßnahmen müssen die wirtschaftlichen Grundlagen für eine wettbewerbsfähige Wirtschaft und solide Staatsfinanzen geschaffen werden.
- Durch zeitlich klar begrenzte Hilfsmaßnahmen (Rettungsschirme und EZB-Interventionen) sollten die Anreize zu solider Finanz- und Wirtschaftspolitik erhalten werden.

2.2 Die weitere wirtschaftliche Entwicklung

2.2.1 Problemländer müssen gesundschrumpfen

Das Wirtschaftswachstum in den Problemländern der Eurozone wurde bereits deutlich gedämpft und in den kritischsten Ländern, Griechenland und Portugal, ist es schon seit einigen Jahren negativ. Auch für Spanien und Italien wurden die Prognosen in der jüngeren Vergangenheit wiederholt nach unten korrigiert und eine Abwärtsspirale ist nicht auszuschließen. Die erforderlichen Reformmaßnahmen bedeuten vielfach zugleich Sparmaßnahmen mit Konsequenzen für Einkommen und Beschäftigung. Besonders problematisch wird es, wenn im Versuch, die Defizitziele einzuhalten, unzureichende Reformen durch allgemeine Sparmaßnahmen oder Steuererhöhungen ersetzt werden. Diese würden die reale Wirtschaftstätigkeit zusätzlich dämpfen, mit der Folge weiter sinkender Steuereinnahmen. Damit wachsen die Schulden dieser Länder quasi automatisch weiter an. Um diesen neuen Schulden zu begegnen, müssen dann neuerlich Sparmaßnahmen ergriffen werden und die so betroffenen Länder geraten in einen Teufelskreis.

Auf den ersten Blick scheint es einfacher, die Wirtschaft anzukurbeln und auf diese Weise aus der Krise und der Verschuldung herauszuwachsen. Zu diesem Ansatz passt die vielfache Forderung nach einem „Marshallplan“ für Griechenland. Unabdingbare Voraussetzung für die nachhaltige Wirkung eines solchen Plans wäre aber, dass die strukturellen Probleme Griechenlands angegangen werden. Ungenutzte Fördergelder der EU sind in nicht unerheblicher Höhe vorhanden und könnten zur Aufbauhilfe genutzt werden.

Dies birgt aber die Gefahr, dass wichtige Reformmaßnahmen nicht angegangen oder umgesetzt werden. So stehen die von der Krise am stärksten betroffenen Länder vor der schwierigen Aufgabe, sowohl ihre übermäßigen Leistungs- bilanzdefizite als auch Haushaltsdefizite (Zwillingsdefizit) abzubauen. Dazu müssen einerseits staatliche Leistungen eingeschränkt und/oder Steuern erhöht² sowie auf der anderen Seite die heimische Wirtschaft durch Senkung der Löhne (interne Abwertung) wettbewerbsfähiger gemacht werden (Gesundshrumpfen). Das hat unausweichlich zur Folge, dass die öffentliche und die private Nachfrage zurückgehen. Um die Voraussetzungen für nachhaltiges Wachstum wiederherzustellen, muss diese schmerzhaftige Konsequenz aber in Kauf genommen werden.

Für ein soweit überschuldetes Land wie Griechenland war eine aussichtsreiche Sanierung durch einen Schuldenschnitt unumgänglich. Der Effekt des Schuldenschnitts würde aber nur bei einer erfolgreichen Restrukturierung der Staatsfinanzen und Umsetzung unausweichlicher Reformen seine volle Wirkung entfalten und dem Schuldner die entscheidende Handlungsfähigkeit für weitere Reformen zur Sanierung zurückgeben. Die bisherige Entwicklung hat gezeigt, dass nur unter erheblichem Druck von außen (EU, Markt) Reformen in den Problemländern tatsächlich umgesetzt werden. Ohne nachhaltig wirksame Reformmaßnahmen drohen die Schuldenstände auch nach einem Schuldenschnitt wieder in alte Höhen zu steigen.

2.2.2 Gekaufte Zeit zu Strukturreformen nutzen

Die Rettungsschirme und der Ankauf von Staatsanleihen oder die großzügige Geldversorgung der Banken durch die EZB können die der Staatsschulden- und Eurokrise zugrunde liegenden Probleme allein nicht lösen. Sie können lediglich „Zeit erkaufen“, um die erforderlichen wirtschaftlichen und finanzpolitischen Reformen in den betroffenen Ländern durchzuführen. Die Hilfskredite aus dem Euro-Rettungsschirm sollten daher nur konditioniert und zeitlich begrenzt vergeben werden. So notwendig diese Hilfsmaßnahmen gegenwärtig zur Rettung einzelner Eurostaaten und damit auch des ganzen Eurosystems sind: Längerfristig oder gar dauerhaft angelegte Hilfsfonds mindern den Konsolidierungs- und Reformdruck für die gestützten Länder empfindlich, unter Umständen tragen sie eher zu einer Verschärfung der Krise bei.

Historisch betrachtet, sind die aktuell von den Märkten geforderten Zinsen selbst für die meisten Schuldenländer relativ niedrig. Dass diese vergleichsweise niedrigen Zinssätze bereits zu erheblichen Finanzierungsproblemen führen, zeigt, dass die vor allem in den letzten Jahren angehäuften enormen Schuldenberge in keinem gesunden Verhältnis zur wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der Staaten stehen und deshalb nur noch schwierig zu beherrschen sind. Deshalb wurde zur Eindämmung der Eurokrise mit dem ESM ein dauerhafter Rettungsschirm beschlossen, dessen Einsatz auf Mitte 2012 vorgezogen wurde. Parallel dazu sollen die Restmittel der EFSF für noch mindestens ein Jahr zur Verfügung stehen. Das Volumen des so vergrößerten Rettungsschirms wäre notwendig, wenn Spanien oder Italien in größere Finanzierungsprobleme geraten.

² Dabei sollten keine die Produktionskosten beeinflussenden Steuern, also Lohn- oder Körperschaftsteuer, erhöht werden. Vielmehr sollten diese entsprechend dem Konzept der „fiskalischen Abwertung“ möglichst – bei Gegenfinanzierung durch andere Steuern, wie Mehrwertsteuer – gesenkt werden. Vgl.: Monatsbericht der EZB, Dezember 2011, S. 110–112.

Die EZB könnte im Prinzip über die Druckerpresse unendlich große Rettungsschirme spannen. Der Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB weicht allerdings die in den Statuten der EZB sowie in den Maastricht-Verträgen vorgesehene strikte Trennlinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik auf. Damit drohen langfristig Inflationsrisiken. Außerdem birgt der Ankauf von Staatsschulden durch die EZB erhebliche Verlustrisiken, die letztlich an die Staaten und Steuerzahler der Währungsgemeinschaft weitergegeben werden. Um einer dauerhaften Schuldenfinanzierung durch die Europäische Zentralbank vorzubeugen, müssen Geld- und Fiskalpolitik getrennt bleiben. Deshalb gilt es, die Unabhängigkeit der EZB zweifelsfrei wiederherzustellen.

Tab. 1 Budget- und Leistungsbilanzsalden ausgewählter Staaten (in % des BIP)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
USA						
Budgetsaldo	-2,9	-6,6	-11,6	-10,7	-10,0	-9,3
Leistungsbilanzsaldo	-5,1	-4,7	-2,7	-3,2	-3,0	-2,9
Deutschland						
Budgetsaldo	0,2	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0	-0,8
Leistungsbilanzsaldo	7,4	6,2	5,9	6,1	5,7	5,5
Frankreich						
Budgetsaldo	-2,7	-3,3	-7,6	-7,1	-5,7	-4,5
Leistungsbilanzsaldo	-1,0	-1,8	-1,5	-1,8	-2,3	-2,2
Italien						
Budgetsaldo	-1,6	-2,7	-5,4	-4,5	-3,6	-1,6
Leistungsbilanzsaldo	-2,4	-2,9	-2,0	-3,5	-3,6	-2,6
Griechenland						
Budgetsaldo	-6,8	-9,9	-15,8	-10,8	-9,0	-7,0
Leistungsbilanzsaldo	-14,6	-14,9	-11,1	-10,1	-8,6	-6,3
Portugal						
Budgetsaldo	-3,2	-3,7	-10,2	-9,8	-5,9	-4,5
Leistungsbilanzsaldo	-10,1	-12,6	-10,9	-9,9	-8,0	-3,8
Spanien						
Budgetsaldo	1,9	-4,5	-11,2	-9,3	-6,2	-4,4
Leistungsbilanzsaldo	-10,0	-9,6	-5,2	-4,6	-4,0	-2,3

Quellen: OECD; HWWI.

Zur Überwindung der Eurokrise ist es entscheidend, den Teufelskreis von Sparen und Dämpfung der Wirtschaft zu durchbrechen. Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen müssen mit einer effizienten und zielgerichteten Wirtschaftsförderung einhergehen und Bedingungen für erfolgreiche Investitionen hergestellt werden. Hierzu sehen wir zwei Wege:

1. Die Bedingungen für private Investitionen müssen verbessert werden. Das hält inländisches Kapital im Land und ausländische Investoren werden angelockt.
2. Öffentliche Investitionen müssen verstärkt werden. In Ländern mit bereits extremer Verschuldung sind hierbei vor allem EU-Fördermittel zu nutzen. Spielräume ergeben sich vor allem in denjenigen Ländern, die bereits heute die zur Verfügung stehenden EU-Mittel nicht voll abrufen. Werden die teils bürokratischen Hinderungsgründe behoben und die Eigenanteile nicht weiter eingefordert, können ohne zusätzlichen Finanzaufwand erhebliche Mittel zur Verfügung gestellt werden.

2.2.3 Konjunkturelle Wirkung auf die Eurozone

Die beschriebenen Anpassungsprozesse werden das Wirtschaftswachstum in vielen Euroländern auf absehbare Zeit dämpfen. Die Probleme lassen sich insbesondere in den Krisenländern mit Zwillingsdefiziten – mit hohen Staats- und Leistungsbilanzdefiziten – oftmals nur durch ein Gesundshrumpfen lösen. Je umfassender die erforderlichen Reformen sind, umso tiefer sind auch die Anpassungsprozesse und entsprechend mehr Zeit für ihre Umsetzung wird benötigt. In Griechenland und Portugal muss deshalb zunächst mit einer Fortsetzung der Rezession gerechnet werden. In Italien und Spanien zeichnen sich ebenfalls – wenn auch nicht so ausgeprägte – rezessive Tendenzen ab. Auch in anderen EU-Ländern werden Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen die Wirtschaft dämpfen. Das strahlt auch auf die übrigen europäischen Länder aus und wird nicht ohne negative Wirkung auf Deutschland bleiben. Selbst das vermeintliche „Musterland“ Deutschland liegt mit einer Schuldenstandsquote von gut 80 Prozent deutlich über der Maastricht-Quote von 60 Prozent. Folglich müssen auch in Deutschland weitere Konsolidierungsmaßnahmen ergriffen werden.

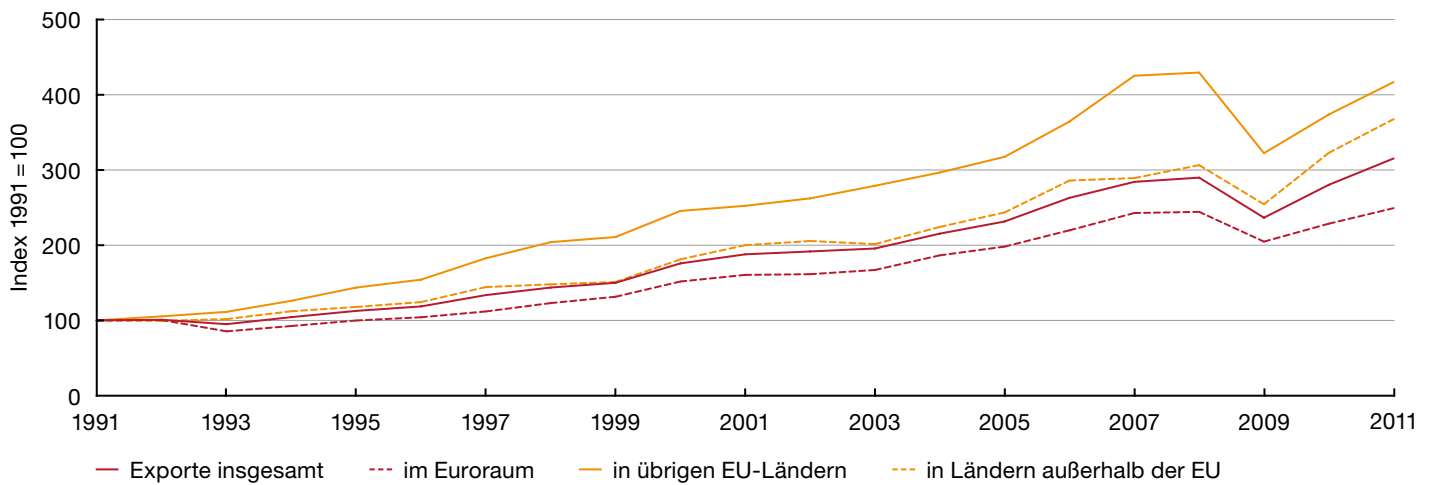
Auch aus der übrigen Welt haben die konjunkturellen Impulse nachgelassen. In den USA hat sich die Konjunkturdynamik zwar weniger abgeschwächt als zunächst befürchtet. Sie ist aber immer noch zu gering für eine nachhaltige Belebung des Arbeitsmarktes. Die Schwellenländer mussten ihre rasante wirtschaftliche Expansion bremsen, um Überhitzungserscheinungen, insbesondere die Inflation, in den Griff zu bekommen.³ Insgesamt wird das Wirtschaftswachstum im Euroraum in den kommenden Jahren voraussichtlich recht mäßig ausfallen. Im Jahr 2012 wird es im Durchschnitt sogar leicht negativ sein. Im Moment schaut es danach aus, dass die von den EU-Ländern und der EZB ergriffenen Maßnahmen zu einer Beruhigung der Eurokrise führen. Aber auch wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen allmählich verbessern, wird das Wachstum in den Folgejahren aufgrund der erforderlichen Anpassungsprozesse kaum mehr als 1,5 Prozent erreichen. Das Wachstum der Eurozone bleibt damit mindestens in den nächsten drei Jahren, wahrscheinlich länger, deutlich hinter dem der USA und noch weiter hinter dem der Schwellenländer zurück. Für Deutschland ist allerdings auch mittelfristig mit einem über dem Durchschnitt der Eurostaaten liegenden Wachstum zu rechnen.

Über seinen starken Außenhandel wird Deutschland von der lahmen Konjunktur in Europa, den bisherigen Hauptabsatzmärkten, betroffen sein. In der Folge dürften sich Beschäftigung und Einkommen nicht mehr so positiv entwickeln wie dies in der jüngeren Vergangenheit der Fall war. So wird schließlich auch die noch robuste Binnenwirtschaft beeinträchtigt, das heißt Investitionen und privater Konsum werden langsamer wachsen.⁴ Noch ist die Eurozone die für die deutsche Wirtschaft bedeutendste Ausfuhrregion. Allerdings haben sich die Gewichte bereits zugunsten der Länder außerhalb der EU verschoben. In den Euroraum gehen derzeit knapp 40 Prozent aller deutschen Exporte, in die übrigen EU-Länder rund 20 Prozent und in den Rest der Welt inzwischen etwas über 40 Prozent. Im Jahr 2000 betrug die entsprechenden Anteile noch knapp 44, 21 bzw. etwas mehr als 35 Prozent. Noch deutlicher werden die relativen Veränderungen bei Betrachtung der Zuwächse der Exporte in die verschiedenen Regionen.

³ Vgl.: Bräuninger, M. u. a. (2011), „Schuldenkrise dämpft Wachstum“, HWWI Policy Paper 63, Dezember 2011.

⁴ Vgl.: Hinze, J. (2011), „Euro-Schuldenkrise bremst deutsche Konjunktur“, in: Wirtschaftsdienst 12/2011, S. 872–874.

Abb. 4 Entwicklung der deutschen Exporte



Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des HWWI.

So haben die Exporte aus Deutschland in die Eurozone wie auch in die EU-Länder insgesamt seit dem Jahr 2000 um rund 60 Prozent zugenommen. Diese Steigerung ist auf eine nachhaltige Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft seit Beginn dieses Jahrtausends zurückzuführen. Deutsche Exporte in die übrige Welt nahmen im gleichen Zeitraum aber um mehr als 90 Prozent zu. Grund hierfür ist vor allem die stark gestiegene Nachfrage aus den Schwellenländern. Die zur Nachfrage dieser Länder passende Angebotsstruktur deutscher Anbieter, wie Autos, Maschinen, Flugzeuge, Chemikalien, zahlt sich aus.

Die mäßige Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone dämpft zunächst die vor allem in Deutschland gefürchtete Inflation. Die Teuerungsrate der Verbraucherpreise liegt gegenwärtig im Stabilitätsbereich von 2 Prozent. Auf der anderen Seite wird es schwierig bleiben, die in den meisten Ländern stark gestiegene Arbeitslosigkeit in den Griff zu bekommen. In den Problemländern, in denen die Arbeitslosenraten bereits weit über dem EU-Durchschnitt liegen, droht angesichts rezessiver Entwicklungen ein weiterer Anstieg der Arbeitslosenzahlen. Das belastet wiederum die öffentlichen Haushalte dieser Länder und ist zudem Zündstoff für soziale Verwerfungen. Es ist wahrscheinlich, dass die Wahlen in den betroffenen Ländern massiv von diesen Themen beeinflusst werden und es zu Regierungswechseln kommt. Ob die neuen Regierungen den einmal eingeschlagenen Sanierungskurs dann fortsetzen, ist ungewiss. In den Problemländern, in denen es seit Verschärfung der Euro-Schuldenkrise im Frühjahr 2010 zu Wahlen kam, hat die Regierung stets gewechselt. Dabei wurde bisher nach Neuwahlen der Konsolidierungskurs weitergeführt oder sogar verschärft. Allerdings sind die von den jetzigen Regierungen angekündigten Reformen in Krisenländern umstritten. Deshalb bleibt es abzuwarten, ob auch hier die bisherigen Zusagen nach dem Wechsel einer Regierung weiter eingehalten werden.

Die Gefahr, dass sich aus der Schuldenkrise eine Bankenkrise oder eine Kreditklemme entwickelt, hat sich durch die massiven Interventionen der EZB zunächst verringert. Die EZB hat zwei Dreijahrestender im Gesamtvolumen von 1 Billion Euro aufgelegt, um die Banken mit genügend Liquidität zu versorgen – wohl auch zum Ankauf neuer Staatsanleihen. Deren Renditen sind nach der Flutung der Märkte mit Liquidität zunächst deutlich gesunken. Die grundlegende Problematik, dass Staatsanleihen nicht in jedem Fall die sicheren Anlagen sind, für die sie bis vor Kurzem gehalten wurden, wurde dadurch aber nicht gelöst. Gleichwohl ist für Anlagen in Staatsanleihen weiterhin keine Eigenkapitalabsicherung erforderlich.

2.2.4 Weitere Anforderungen an die Wirtschaftspolitik

Schuldenfinanzierte Konjunkturprogramme sind angesichts der bereits gravierenden Defizitprobleme in den Schuldenstaaten kaum noch zu finanzieren. Deshalb ist es umso wichtiger, die Angebotsbedingungen für die Wirtschaft nachhaltig zu verbessern. Die Staaten müssen deshalb die Rahmenbedingungen für Unternehmen kritisch überprüfen und Verbesserungsmöglichkeiten voll ausschöpfen. Dabei ist vor allem an die Ausgestaltung des Steuersystems und an die Höhe der steuerlichen Belastung, an den Abbau bürokratischer Hürden, aber auch an eine Reduzierung arbeitsrechtlicher Restriktionen zu denken. Internationale Vergleiche wie die Doing-Business-Indikatoren der Weltbank zeigen, dass auf diesen Gebieten gerade in den Schuldenländern erhebliche Probleme bestehen. Gelingt es, diese Potenziale zu heben, dann können die Rahmenbedingungen für unternehmerisches Handeln besonders in den von der Schuldenkrise betroffenen Staaten entscheidend verbessert werden.

Dass Handlungsbedarf besteht, zeigt die jüngste Untersuchung der Rahmenbedingungen für Unternehmen im Vergleich von 183 Ländern. Griechenland erreicht nur den 100. Platz und rangiert damit im Bereich von Entwicklungsländern.⁵ Deutschland, zweifelsohne eines der stärkeren Euroländer, rangiert lediglich auf Platz 19. Im globalen Wettbewerb um Produkte, Märkte und vor allem Standorte fällt heute nur der nicht zurück, der die ökonomischen Rahmenbedingungen seiner Volkswirtschaft stetig verbessert und an die Entwicklungen anpasst.

⁵ Vgl.: The World Bank (2011), „Doing Business 2012“, Washington, S. 6 und im Einzelnen S. 98.

Tab. 2 Doing-Business-Indikatoren, Ranking ausgewählter Länder

Land	Rang	Land	Rang
Singapur	1	Portugal	30
Hongkong	2	Niederlande	31
Neuseeland	3	Österreich	32
USA	4	Slowenien	37
Dänemark	5	Zypern	40
Großbritannien	7	Spanien	44
Irland	10	Luxemburg	50
Finnland	11	Italien	87
Deutschland	19	Jemen	99
Estland	24	Griechenland	100
Belgien	28	Papua-Neuguinea	101
Frankreich	29		

Quelle: The World Bank.

Gelingt es, die Währungsunion zu erhalten, erwarten wir folgende wirtschaftliche Entwicklungen:

- Den von der Schuldenkrise am stärksten betroffenen Ländern (Griechenland, Portugal, Irland, Spanien, Italien) bleibt angesichts der bereits hohen Staatsdefizite und erheblichen wirtschaftlichen Strukturprobleme vornehmlich die Anpassung ihrer Volkswirtschaft über ein „Gesundshrumpfen“.
- Da die Mehrzahl der Euroländer von Anpassungsmaßnahmen betroffen ist, wird deren konjunkturelle Dynamik gedämpft. Dies wird sich letztlich negativ auf die gesamte Eurozone auswirken.
- Um die Wachstumsbedingungen in den Schuldenstaaten aber auch in den nicht unmittelbar von einer gravierenden Haushaltsschieflage betroffenen Staaten des Euroraums zu verbessern, sind strukturelle Reformen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen erforderlich, angefangen von gezielter Deregulierung bis hin zu einer grundsätzlichen Verbesserung der Investitionsbedingungen.

3 Fazit: Konsequenzen für die Eurostaaten und die Wirtschaft

Der Erhalt der Europäischen Währungsunion muss aus politischen wie ökonomischen Gründen das Ziel der europäischen Staaten sein. Eine Normalisierung der Lage erfordert jedoch Zeit und setzt eine Lösung der in der Krise zutage getretenen grundlegenden Probleme voraus. Bis dies erreicht ist, wird es immer wieder notwendig sein, bereits getroffene Maßnahmen „nachzujustieren“. Damit bleibt bei Bürgern, Unternehmen und Finanzmärkten für diese Zeit ein gewisses Maß an Verunsicherung bestehen.

Infolge der Verunsicherung und der Konsolidierungspolitik wird das Wachstum im Euroraum in den kommenden Jahren verhalten sein. Es ist jedoch entscheidend, dass die Reformen weitergeführt werden, um die Wettbewerbsfähigkeit der gesamten Eurozone nachhaltig zu verbessern und langfristig sicherzustellen.

Konsequenzen für die Eurostaaten

Aus der Perspektive der politischen Akteure in Deutschland müssen kurzfristig zunächst die Beschlüsse zum Fiskalpakt und der EU-Gipfel von Oktober und Dezember 2011 umgesetzt werden. Nachdem der sogenannte freiwillige Schuldenschnitt durch den Verzicht privater Gläubiger mittlerweile erfolgt ist, geht es nunmehr um die Verankerung der Schuldenbremsen in den Verfassungen der EU-Mitgliedsstaaten, die dem Fiskalpakt im März 2012 zugestimmt haben. Insbesondere muss gewährleistet sein, dass der beschlossene Sanktionsmechanismus nicht weiter aufgeweicht wird. Vorgesehen ist, dass der Europäische Gerichtshof bei einem festgestellten Überschreiten der Neuverschuldungsgrenze von 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts eine Strafzahlung von 0,1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts verhängen kann.

Die deutsche Politik muss darauf vorbereitet sein, dass der beschlossene ESM mittelfristig durch weitere Maßnahmen der EZB ergänzt werden muss. Einige der Krisenländer werden mindestens ein Jahrzehnt brauchen, bis strukturelle Reformen zu nachhaltigem Wachstum und einem zumindest annähernd ausgeglichenen Staatshaushalt führen.⁶ Der notwendige lange Atem der Politik setzt daher einen weitreichenden parteiübergreifenden Konsens in der Krisenpolitik voraus: Sofern die Krisenländer ihren Konsolidierungsaufgaben nachkommen, darf weder die Beteiligung am ESM noch die flankierende Unterstützung der EZB für die Krisenstaaten infrage gestellt werden.

Konsequenzen für die Wirtschaft

Die Konsolidierungsmaßnahmen in den Krisenländern, aber auch die Budgetkürzungen in den wirtschaftlich „gesunden“ EU-Staaten zur Einhaltung der Schuldenbremse belasten die Wachstumsperspektiven in Europa.

Entsprechend werden die deutschen Exporte in den Euroraum nur relativ mäßig expandieren. Wie schon in den vergangenen Jahren wird die weltweite Konjunktur auch weiterhin maßgeblich von der Entwicklung in den Schwellenländern abhängen. In den vergangenen zehn Jahren hat sich gezeigt, dass die deutsche Wirtschaft aufgrund ihrer industriellen, auf den Export ausgerichteten Struktur davon besonders profitieren kann. Die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen muss deshalb unbedingt erhalten werden. Vor diesem Hintergrund sollte die moderate Lohnpolitik der letzten Jahre auch in Zukunft fortgesetzt werden. Da der internationale Wettbewerb nicht nachlassen wird, sondern sich eher noch intensivieren dürfte, bleibt der Kostendruck in den Unternehmen weiterhin hoch. In der Folge dürften auch die Inflationsraten zukünftig auf niedrigem Niveau bleiben. In diesem Umfeld wird die Geldpolitik der EZB weiter sehr expansiv ausgerichtet sein und so die Zinsen in der Eurozone auf einem niedrigen Niveau bleiben. Damit bestehen insbesondere in Deutschland gute Investitionsbedingungen.

Konsequenzen für das Beispielunternehmen

Die möglichen Konsequenzen des skizzierten Konsolidierungskurses sollen im Folgenden an einem beispielhaften idealtypischen mittelständischen Unternehmen verdeutlicht werden.

⁶ Vgl.: Straubhaar, T. (2011), „Zeit, Geld und Vertrauen für Staatsfinanzen“, HWWI-Update, Februar 2011, S. 1–2.

Steckbrief des mittelständischen Beispielunternehmens**Rechtsform**

AG, circa 70 Prozent der Anteile in Familienbesitz,
30 Prozent frei handelbar

Umsatz

2 Milliarden Euro

Mitarbeiter

3.500

Branche

Maschinen-/Anlagenbau

Standort von F&E und Produktion

Deutschland (Hauptsitz), weitere kleinere Produktionsstätten in Portugal und Ungarn. Die Fertigung von Vorprodukten erfolgt hauptsächlich zentral, Komponentenslieferung und -montage dezentral

Vertrieb

EU (alle größeren Länder), USA und Asien

Beschaffung/Einkauf

lokale Lieferanten an den jeweiligen Produktionsstandorten

Treasury

zentral finanziert in Deutschland über Bankkredite

HR

zentrale Personalabteilung in Deutschland mit Vertretungen in den jeweiligen Ländern

IT

dezentrale IT-Abteilungen/IT-Support, heterogene IT-Landschaft

Auf der Risikoseite stehen zunächst Umsatzeinbußen im Außenhandel. Dabei sinkt vor allem die Nachfrage aus den Eurokrisenländern. Im Einkauf drohen Lieferengpässe aufgrund möglicher Insolvenzen von Zulieferern aus den Krisenstaaten. Mittel- bis langfristig könnte die staatliche Konsolidierungspolitik in den Krisenländern auch dazu führen, dass Bildungsinvestitionen vernachlässigt werden und deutsche Unternehmen nicht mehr genügend qualifiziertes Personal an den Auslandsstandorten finden.

Zumindest vorübergehend müssen mittelständische Unternehmen eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen einkalkulieren, da die Kapitalmärkte nicht von „jetzt auf gleich“ von der dauerhaften Rückkehr zu den Maastricht-Kriterien überzeugt sein werden. Auch eine höhere Ertragsteuerbelastung ist nicht auszuschließen, da die Staaten zusätzliche Einnahmen zur Haushaltskonsolidierung benötigen.

Die wesentliche positive Konsequenz des Maastricht-Szenarios ist der Erhalt des europäischen Binnenmarktes, hinzu kommen möglicherweise kurz- und mittelfristige Wettbewerbsvorteile durch sinkende Produktionskosten an Standorten in den Krisenländern. Der Euro hält die Transaktionskosten in der Eurozone weiterhin überschaubar und sorgt für Planungssicherheit, gleichzeitig bringt die Euroaufwertung Vorteile bei der globalen Beschaffung (z. B. in China). Mittel- bis langfristig profitiert das Beispielunternehmen auch von den europaweiten Strukturformen. So schafft die erfolgreiche Konsolidierung der Krisenstaaten nachhaltig wachsende Absatzmärkte, zudem dürften eine Angleichung der europäischen Steuersysteme und eine allgemeine Deregulierung spürbare Erleichterungen bringen.

Schließlich bleiben mittelständischen Unternehmen auch die Vorteile auf der Finanzierungsseite erhalten. Zahlungsverkehr und Liquiditätsmanagement sind mit Euro wesentlich einfacher handhabbar als ohne die Gemeinschaftswährung. Zudem wird das zurückkehrende Vertrauen internationaler Investoren in die Eurozone die Kapitalbeschaffung mittel- bis langfristig erleichtern und einer Kreditklemme entgegenwirken.

C Szenario 2: Eurobonds werden ohne politische Union eingeführt

1 Rahmenbedingungen

Dieses Szenario geht von den folgenden Grundannahmen aus:

- Der Euroraum bleibt in seiner derzeitigen Form erhalten.
- Es finden keine wesentlichen Reformen der europäischen Institutionen statt.
- Die Finanzierung der Staatsschulden wird dauerhaft über Eurobonds auf die Staatengemeinschaft übertragen.

Mit jeder bisher erlebten Verschärfung der Eurokrise wurden Eurobonds – auch von politischer Seite – immer wieder als Instrument zur „Lösung“ der Krise ins Spiel gebracht. Vor allem der italienische Ministerpräsident Monti und der Präsident der EU-Kommission Barroso sehen in Eurobonds, also in gemeinsam von allen Eurostaaten begebenen Staatsanleihen, einen Schlüssel zur Lösung der Probleme.⁷ Die deutsche Bundesregierung lehnt Eurobonds bisher rigoros ab. Hauptgrund dafür ist, dass Deutschland alleine heute günstigere Finanzierungsbedingungen erreicht, als es für Eurobonds zu erwarten wäre. Gleichzeitig fordert Bundeskanzlerin Merkel eine weitergehende, vertiefte fiskalpolitische Union der Eurozone, die auch verstärkte Durchgriffsrechte bei Verstößen gegen bestehende Haushalts- und Verschuldungsregeln haben soll.⁸

In diesem Szenario wird untersucht, welche Folgen die Einführung von Eurobonds ohne eine weiter gehende politische Union für die Stabilität von Staat und Wirtschaft im Euroraum hätte. Dabei stellen Eurobonds eine gemeinschaftliche Haftung aller Euroländer für die jeweils national emittierten Staatsanleihen dar. Die Einführung von Eurobonds erfolgt dauerhaft und ohne zusätzliche Änderungen der institutionellen Rahmenbedingungen im Euroraum.

2 Das Szenario

Die politische Zielsetzung

Einem nicht-optimalen Währungsraum fehlen grundsätzlich Anpassungsmechanismen, um auf asymmetrische exogene Schocks reagieren zu können. Die Mitgliedsstaaten der Eurozone können keine autonome Geldpolitik mehr betreiben und verlieren den Zins und den Wechselkurs als wichtigste Instrumente zur Anpassung. Zum Ausgleich externer Einflüsse steht ihnen einzig eine Anpassung über realwirtschaftliche Größen wie Beschäftigung, Preise und Löhne zur Verfügung. Diese sind jedoch sehr viel träger als monetäre Größen und daher sind längere Anpassungszeiten notwendig. Unterschiede in der Wettbewerbsfähigkeit zwischen den einzelnen Eurostaaten drohen sich daher unter bestimmten Umständen zu persistenten internen Ungleichgewichten innerhalb des nicht-optimalen Währungsraums der Eurozone auszuweiten. Für eine gemeinsame Währung und eine einheitliche Geldpolitik ist daher eine strukturelle Konvergenz unter den Staaten einer Währungsunion erforderlich.

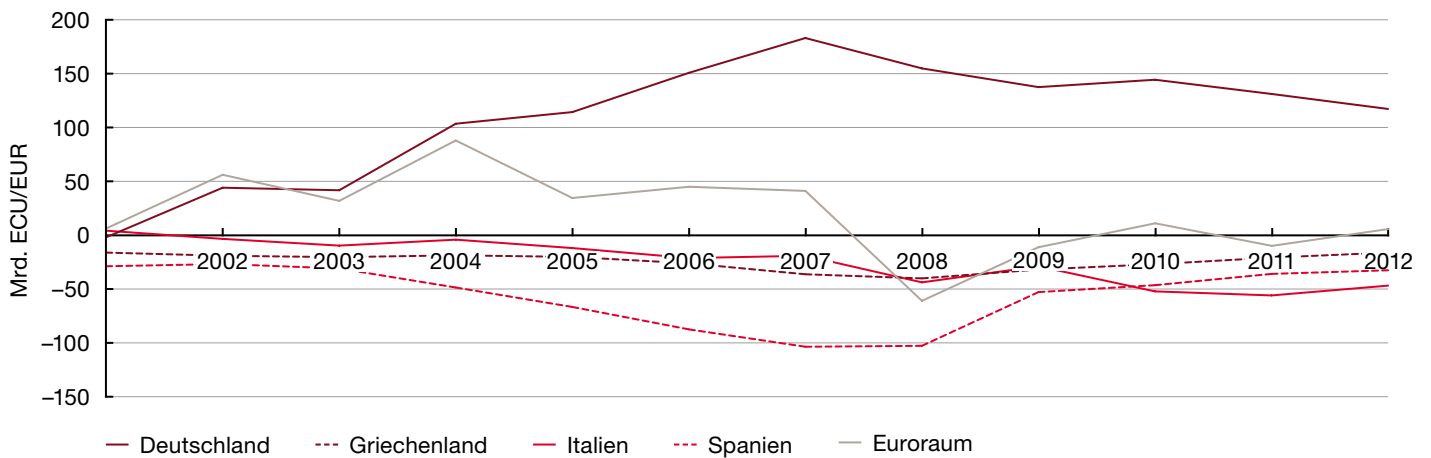
⁷ Vgl.: Europäische Kommission (2011), „Green Paper on the feasibility of introducing stability bonds“, MEMO/11/820 vom 23.11.2011, Brüssel.

⁸ Vgl.: Bundesfinanzministerium (2011), „Monatsbericht November 2011“, Berlin.

Die Politik neigt aufgrund ihrer kurzfristigen Orientierung an Wahlperioden jedoch dazu, nötige strukturelle Reformen aufzuschieben bzw. zu unterlassen und nimmt stattdessen eine steigende Verschuldung in Kauf. Die notwendigen Anpassungen werden so in die Zukunft verschoben oder aber das Risiko eines Bail-outs auf die anderen Mitgliedsländer überwältzt, die aufgrund des systemischen Risikos eines Defaults trotz der „No-Bail-out-Klausel“ der Maastricht-Verträge schließlich doch gezwungen sind, überschuldete Mitgliedsstaaten zu retten.

Die Divergenzen in der Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Euroländer haben sich in der Folge zu internen Ungleichgewichten innerhalb des Euroraums aufgebaut.

Abb. 5 Leistungsbilanzsaldo



Quellen: Eurostat; HWWI.

Wachsenden Leistungsbilanzüberschüssen in einzelnen Staaten stehen zwingend wachsende Defizite andernorts gegenüber. Da ein Staat der Eurozone sein Leistungsbilanzdefizit nicht über eine Abwertung seiner Währung abbauen kann, müssen zwangsläufig Preise und Löhne in diesem Staat sinken (interne Abwertung), um die eigene Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Preise und Löhne sind im Allgemeinen jedoch nach unten rigide, sodass eine schnelle Anpassung unwahrscheinlich ist. Politisch opportuner ist es im Gegenteil, solche Anpassungsprozesse nicht durch Reformen des Arbeitsmarktes zu beschleunigen, sondern durch eine kurzfristig weniger schmerzhaft Erhöhung der Staatsverschuldung zu verzögern.

**Tab. 3 Leistungsbilanzentwicklung ausgewählter Euroländer
(in Mrd. US-\$)**

	2000	2005	2010	2011 ¹	2012 ¹
Belgien	9,393	7,471	4,891	3,078	4,909
Deutschland	-32,558	140,654	187,232	182,823	182,41
Finnland	9,499	6,571	7,396	6,736	7,143
Frankreich	19,317	-10,375	-44,657	-74,774	-72,17
Griechenland	-9,82	-17,874	-31,926	-26,12	-20,387
Irland	-0,35	-7,088	1,01	3,936	4,309
Italien	-5,863	-29,448	-67,646	-78,237	-68,104
Luxemburg	2,688	4,353	4,319	6,155	6,785
Malta	-0,488	-0,523	-0,397	-0,356	-0,467
Niederlande	7,251	48,624	55,724	64,474	68,089
Österreich	-1,414	6,614	10,294	11,71	12,061
Portugal	-12,167	-19,838	-22,669	-20,904	-15,394
Slovakei	-0,707	-4,072	-3,022	-1,234	-1,102
Slowenien	-0,631	-0,62	-0,394	-0,899	-1,122
Spanien	-23,054	-83,291	-64,227	-58,259	-49,535
Zypern	-0,489	-1,01	-1,794	-1,84	-2,027

¹ geschätzte Werte

Quellen: IMF; HWWI.

**Tab. 4 Leistungsbilanzentwicklung ausgewählter Euroländer
(in % des BIP)**

	2000	2005	2010	2011 ¹	2012 ¹
Belgien	4,03	1,98	1,05	0,58	0,89
Deutschland	-1,72	5,08	5,70	5,04	4,92
Finnland	7,78	3,35	3,09	2,49	2,50
Frankreich	1,45	-0,49	-1,74	-2,66	-2,50
Griechenland	-7,70	-7,37	-10,45	-8,37	-6,65
Irland	-0,36	-3,48	0,49	1,77	1,90
Italien	-0,53	-1,65	-3,29	-3,48	-2,98
Luxemburg	13,22	11,54	7,82	9,78	10,27
Malta	-12,52	-8,70	-4,80	-3,81	-4,77
Niederlande	1,88	7,60	7,14	7,51	7,72
Österreich	-0,74	2,18	2,73	2,76	2,74
Portugal	-10,37	-10,36	-9,89	-8,64	-6,40
Slovakei	-3,45	-8,49	-3,46	-1,27	-1,09
Slowenien	-3,14	-1,73	-0,83	-1,72	-2,06
Spanien	-3,96	-7,36	-4,56	-3,79	-3,15
Zypern	-5,25	-5,94	-7,74	-7,17	-7,65

¹ geschätzte Werte

Quellen: IMF; HWWI.

Genau zu dieser Entwicklung ist es in Griechenland in der Vergangenheit gekommen: Anstatt strukturelle Reformen durchzuführen, hat sich Griechenland fortgesetzt stärker verschuldet; und die Banken haben diese Schulden – einen möglichen Bail-out antizipierend – bereitwillig und ohne größere Risikoprämien finanziert. Die Finanzmärkte haben die Schulden Griechenlands auch deshalb so bereitwillig finanziert, weil sie dem politischen Stabilitätsversprechen für den Euro und den Euroraum trotz der „No-Bail-out-Klausel“ vertraut haben. Mit der Einführung des Euro kam es daher schnell zu einer Konvergenz der Zinssätze für Staatsanleihen verschiedener Staaten, ohne dass diese durch eine vollständige strukturelle Anpassung unterlegt war.

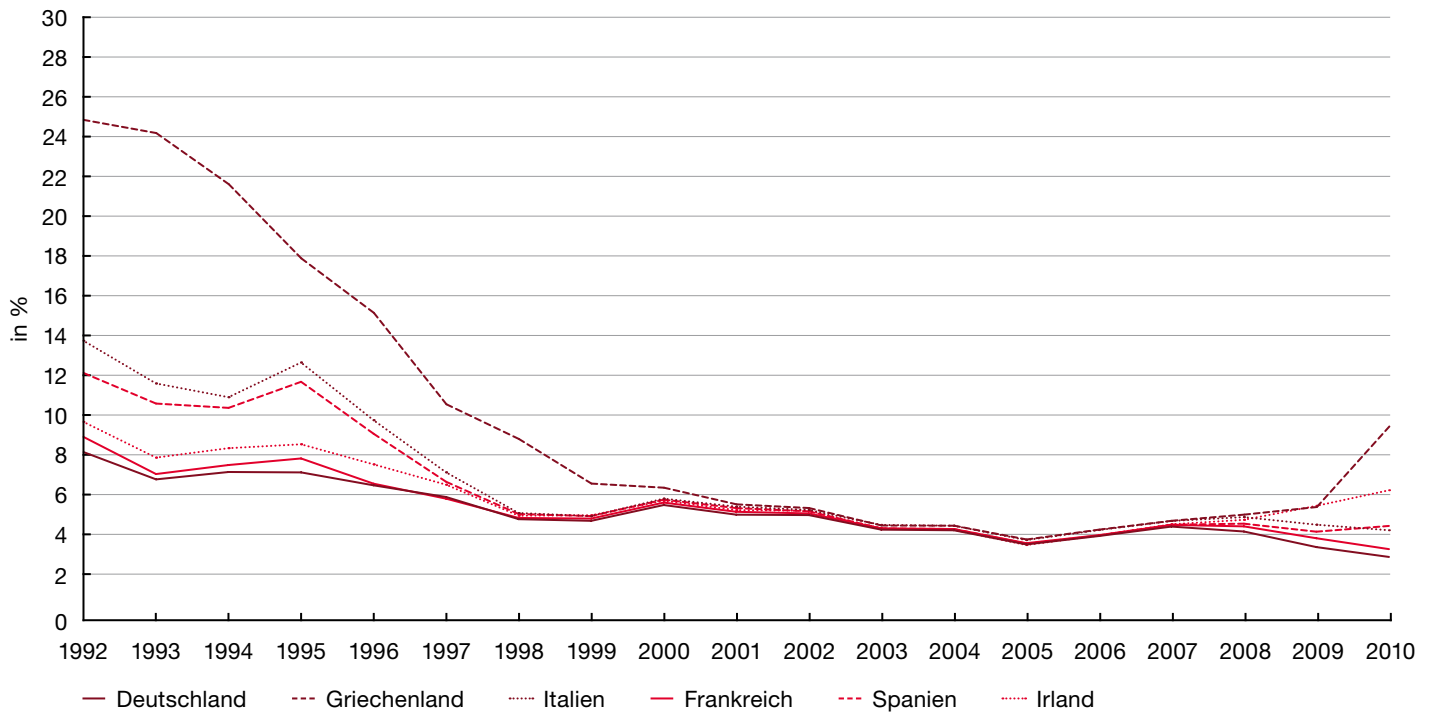
Als die Schuldenquote Griechenlands korrigiert wurde und zur Zeit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 die Schuldentragfähigkeit auch der anderen Euroländer infolge von Bankenrettung und Konjunkturprogrammen zurückging, kam es an den Märkten zu sich selbst verstärkenden Zweifeln, ob eine Rettung Griechenlands denn tatsächlich noch ohne Weiteres möglich sei. Eine Umschuldung Griechenlands wurde zu diesem Zeitpunkt von den Finanzmärkten keinesfalls mehr ausgeschlossen. Nun griff die Befürchtung um sich, private Gläubiger könnten signifikant an einem Zahlungsausfall beteiligt werden. Die Folge war eine Eskalation und Ausweitung der Eurokrise: Die Nachfrage nach griechischen Anleihen ging erneut zurück, ihr Kurs fiel und die Zinsen stiegen. Die steigenden Zinsen für griechische Staatsanleihen können dabei nicht nur als erhöhtes Ausfallrisiko, sondern eben auch als gestiegene Wahrscheinlichkeit für einen Austritt Griechenlands aus dem Euroraum interpretiert werden.

Die strukturellen Defizite Griechenlands – mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Unternehmen und ein ausufernder, ineffizienter öffentlicher Sektor – lassen sich nicht kurzfristig korrigieren. Um das Vertrauen in die Stabilität des Euro und des Euroraums wiederherzustellen und eine Ausweitung der Krise auf andere Länder wie Portugal, Spanien oder Italien zu vermeiden, fordern die zurzeit instabilen und nervösen Finanzmärkte jedoch sehr kurzfristig eine nachhaltige Stabilisierung. Kurzfristig und temporär kann daher zur Vermeidung eines Auseinanderbrechens der Währungsunion eine Transferunion notwendig sein. In unserem oben skizzierten Szenario beinhaltet diese Transferunion keine fiskalische Union. Es werden für die Transfers also keine Gegenleistungen etwa in Form eines Abtritts von finanzpolitischen Hoheitsrechten der Länder an Brüssel eingefordert.

Als Resultat lässt sich festhalten:

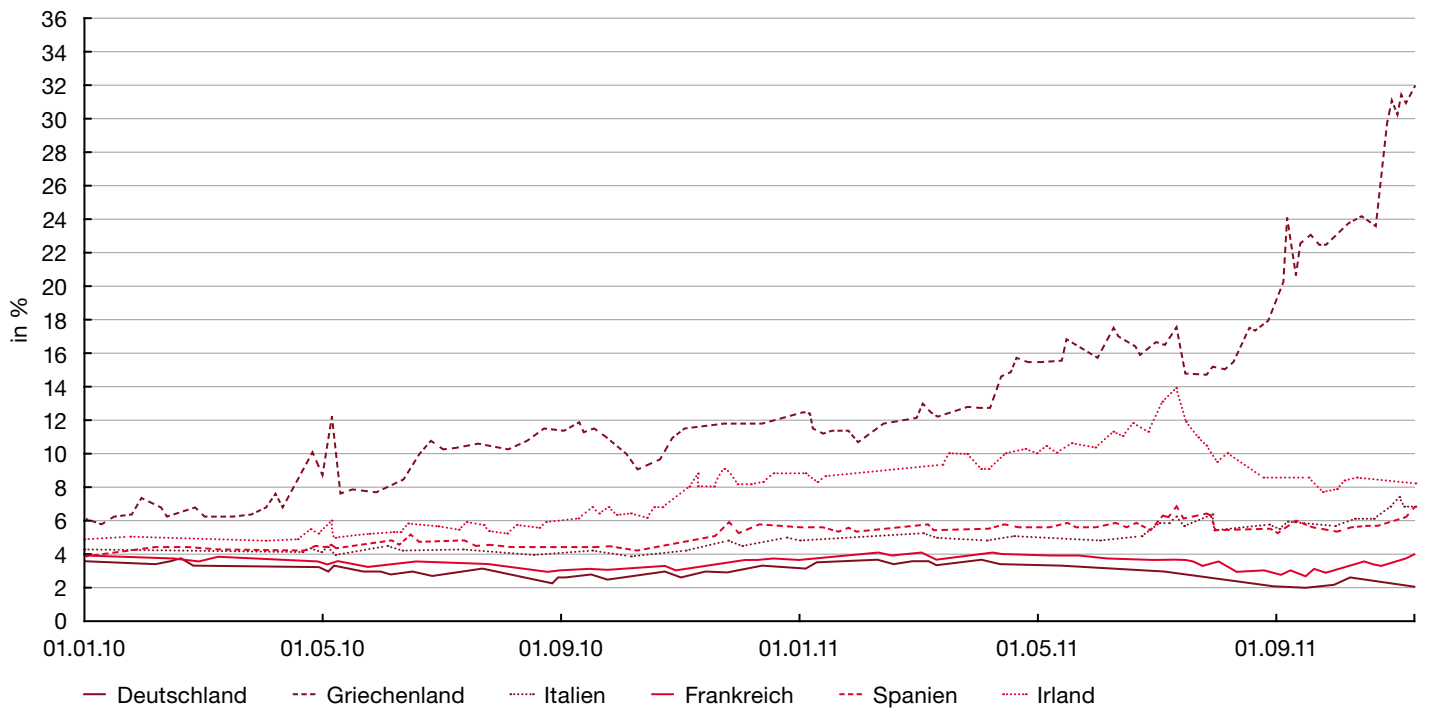
- Die Eurostaaten bilden keinen optimalen Währungsraum. Es fehlen reale Anpassungsmechanismen, um interne Ungleichgewichte im Euroraum abzubauen bzw. auszugleichen.
- Eine gemeinsame Währung und eine einheitliche Geldpolitik sind unter diesen Umständen nur dann möglich, wenn gleichzeitig ein fiskalischer Ausgleichsmechanismus existiert.
- Eurobonds können ein Instrument sein, um reale Ungleichgewichte zwischen den Eurostaaten durch gemeinschaftliche Haftung und Umverteilung fiskalischer Anpassungslast abzubauen und so den nicht-optimalen Währungsraum „Eurozone“ politisch zu stabilisieren.

Abb. 6 Entwicklung der Zinsspreads (Monatswerte)



Quellen: Eurostat; OECD; HWWI.

Abb. 7 Entwicklung der Zinsspreads (Tageswerte)



Quellen: Datastream; HWWI.

2.1 Eurobonds und Stabilität: kurzfristige Betrachtung

Von den Märkten werden Schuldenquoten von Staaten in einer Währungsunion bereits deutlich früher als kritisch eingeschätzt als von autonomen Staaten. Die Ursache dafür ist, dass die Staaten einer Währungsunion zum einen keine autonome Geldpolitik betreiben können, ihnen zum anderen aber auch nicht die Möglichkeit einer Abwertung ihrer Währung zur Verfügung steht. Damit fehlen ihnen zwei Instrumente zum Abbau der Schulden und der Leistungsbilanzdefizite auf ein tragfähiges Niveau. Und schließlich droht durch einen möglichen Default eines Staates der Währungsunion die Ansteckung anderer Mitgliedsstaaten. Im schlimmsten Fall kann sich so aus einer Schuldenkrise eine Währungskrise entwickeln. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass eigentlich stabile Mitgliedsstaaten aufgrund der systemischen Risiken eines potenziellen Auseinanderbrechens der Währungsunion durch eine sich selbst erfüllende Spekulation trotz einer eigentlich fundamental unbedenklichen Schuldenquote in akute Bedrängnis geraten.

Ein Blick auf die Daten bestätigt dies: Die Schuldenquote in Prozent des Bruttoinlandsproduktsbetrag in den USA im Jahr 2010 rund 93 Prozent. Die aggregierte Schuldenquote aller Euroländer dagegen „nur“ 85 Prozent. Zwar sind auch erhebliche Zweifel an der langfristigen Zahlungsfähigkeit der USA entstanden – insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Staatsschulden allein im Jahr 2011 von 13,5 Billionen US-Dollar auf voraussichtlich 15 Billionen US-Dollar erheblich angewachsen sind – dennoch scheinen internationale Anleger eher bereit, US-Schulden zu finanzieren als Schulden der Euroländer.

Tab. 5 Vergleich von Staatsschulden, Stand 2010

	Schulden in Mrd. €	Schuldenquote in % des BIP	Schulden pro Kopf in €
Deutschland	2.062	83,2	25.205
Griechenland	329	144,9	29.909
Deutschland und Griechenland	2.391	96,5	29.231
Euroraum	7.822	85,4	23.920
USA ¹	9.687	92,5	31.248

¹ umgerechnet zum Wechselkurs 1,40 \$/€

Quellen: Eurostat; IMF; HWWI.

Das zusätzliche systemische Risiko von Staatsschuldenkrisen in einer Währungsunion wird auch dadurch deutlich, dass die Bonität eines starken großen Eurostaates eigentlich ausreicht, um für die Schulden eines schwachen kleinen Eurostaates zu bürgen. Würde etwa Deutschland die Staatsschulden Griechenlands vollständig übernehmen, stiege die Pro-Kopf-Verschuldung jedes Deutschen um rund 4.000 Euro von 25.200 auf 29.200 Euro und die Schuldenquote Deutschlands von 83 Prozent auf rund 97 Prozent des Bruttoinlandsprodukts an – einen Wert, der von den Märkten wahrscheinlich noch als tragfähig im Sinne eines „AAA“-Ratings eingestuft werden würde.⁹ Nur in einer Währungsunion besteht das Risiko, dass Schulden eben nicht in dieser Weise aggregiert und mit der Bonität des stärksten Eurostaates garantiert werden können, da dies eine politische Einigung voraussetzt, die von den Märkten nicht als sicher erachtet wird. Die weitere Finanzierung von wachsenden Schulden eines schwächeren Eurostaates erfolgt daher immer unter dem Risiko des Zusammenbruchs der Währungsunion. Die bereitwillige Finanzierung der schon vorher ausufernden Staatsschulden Griechenlands basierte dagegen auf der lange als unumstößlich geltenden Annahme eines stabilen Euro-raums. Dies war die Folge eines zweiseitigen Moral-Hazard-Problems: In sicherer Erwartung eines Bail-outs im Fall der Fälle haben sich Staaten zu niedrigen Zinsen stark verschuldet und Banken haben diese Schulden fast ohne jegliche Risikoprämie bereitwillig finanziert. Aufkommende Zweifel an der politischen Geschlossenheit und dem politischen Willen, den Euroraum in der bestehenden Konstellation zu erhalten, haben die Annahme eines politischen Stabilitätsversprechens für den Euro ins Wanken gebracht und das Ansteckungsrisiko für andere Mitgliedsländer wie beispielsweise Italien ausgelöst.

Eine mögliche Ausgestaltung der Transferunion besteht in der Einführung von Eurobonds. Eurobonds sind das stärkste verfügbare politische Instrument, um den Märkten kurzfristig Glaubwürdigkeit zu signalisieren und so zu einer Stabilisierung zu gelangen. Dies führt dazu, dass sich die Zinssätze für Staatsanleihen der Mitgliedsstaaten recht schnell wieder angleichen. Die Risikoprämie ist dann für alle Mitgliedsstaaten gleich. Aufgrund der gemeinschaftlichen Haftung gibt es keine nationale Differenzierung mehr. Eurobonds stellen perfekte Substitute dar.

Es ist zu erwarten, dass der Bonitätseffekt einer gemeinsamen Haftung die Zinsen für griechische Staatsanleihen drastisch senkt, während die deutschen Zinsen eher geringfügig steigen dürften. Infolge der Eurokrise ist es zudem zu einem steigenden Kurs der sicheren deutschen Anleihen gekommen, sodass die deutschen Zinsen gesunken sind.

Im Falle Griechenlands ist es jedoch nicht ausreichend, durch eine gemeinsame Haftung für bestehende Schulden die Zinsen für die Neuverschuldung zu drücken. Die Schuldenlast ist dort bereits jetzt schon so groß, dass sie von Griechenland nicht mehr bedient werden kann. Hinzu kommt, dass die Neuverschuldung angesichts der andauernden Rezession hoch bleibt: Die Steuereinnahmen sinken und die Transferleistungen steigen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten:

- Die Einführung von Eurobonds kann zumindest kurzfristig den Euroraum stabilisieren, weil durch sie die Anpassungslast der Euroländer an bislang aufgebaute strukturelle Ungleichgewichte umverteilt werden kann.

⁹ Maßgeblich für die Zahlungsfähigkeit eines Staates ist neben der Staatsverschuldung die Nettoauslandsposition des Landes. Deutschland etwa hat Nettoforderungen gegenüber dem Ausland. Insofern kann der deutsche Staat aufgrund seiner Steuerhoheit direkt auf die Finanzkraft seiner Bürger zugreifen und die Staatsverschuldung „intern“ abbauen.

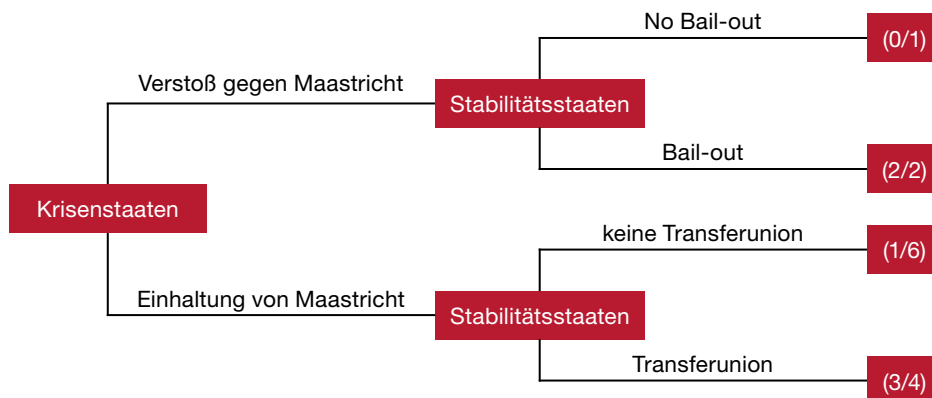
- Eurobonds stellen ein starkes, weil glaubwürdiges Signal der Politik an die Märkte dar, den Euroraum langfristig erhalten zu wollen. Eine Währungsunion, die diesen politischen Willen aufbringt, macht sich durch die Einführung von Eurobonds aus Sicht der Märkte unterscheidbar von einer Währungsunion, die dazu nicht unter allen Umständen bereit ist.

Spieltheoretische Darstellung

Eine Transferunion kann einen nicht-optimalen Währungsraum politisch wie ökonomisch stabilisieren, indem Nutzen und Kosten einer gemeinsamen Währung so umverteilt werden, dass sich kein Mitgliedsstaat und keine Koalition von Mitgliedsstaaten durch einen Austritt aus der Währungsunion besserstellen kann. Diese Bedingung bedeutet spieltheoretisch, dass die Distribution der Nutzen und Kosten im „Kern“ liegt.¹⁰ Existierte umgekehrt keine Verteilung, für die der Euroraum im „Kern“ liegt, wäre der Euroraum nicht stabil. In diesem Fall würden die Märkte auf einen Zusammenbruch spekulieren und dieser würde tatsächlich eintreten. Die derzeitigen Verhandlungen der Euroländer um eine Lösung für Griechenland und die Finanzierungsanteile einzelner Länder kann in diesem Sinne als Suche nach dem „Kern“ verstanden werden.

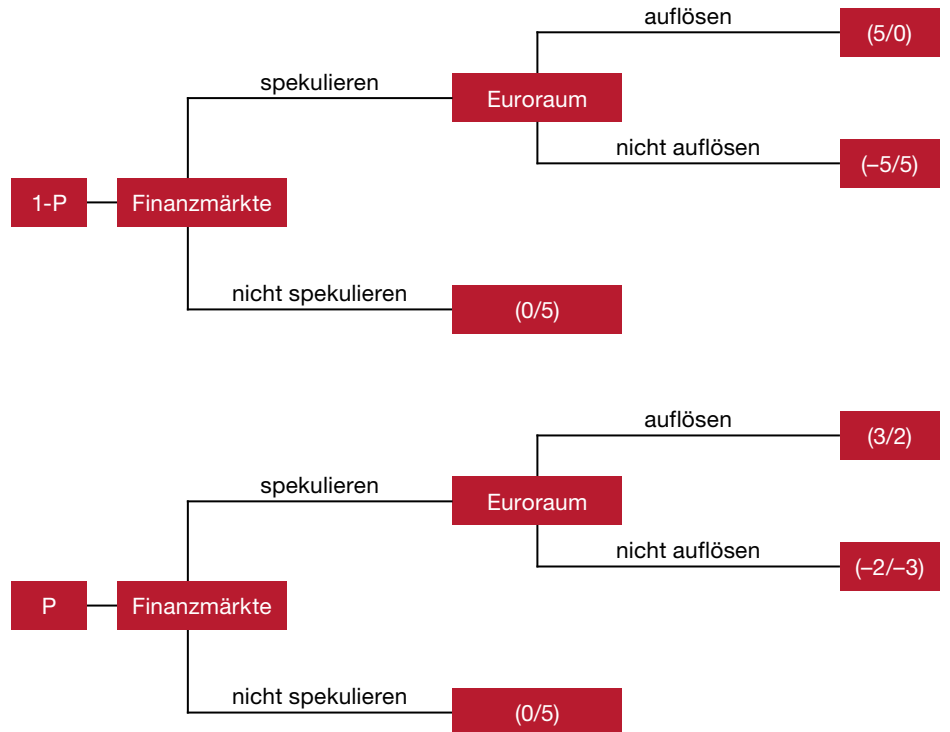
Existiert ein nicht-leerer „Kern“, kann eine Transferunion den Euro und den Euroraum tatsächlich stabilisieren. Dies gilt jedoch nur kurzfristig in einer statischen Betrachtung. Längerfristig verändert eine Transferunion die Anreize, was zu Verhaltensänderungen führt. Schon die „No-Bail-out-Klausel“ konnte eine übermäßige Verschuldung nicht verhindern, weil sie – wiederum spieltheoretisch gesprochen – nicht „teilspielperfekt“ bzw. nicht „zeitkonsistent“ ist: Kommt es trotz der Klausel zu dem Fall, der eigentlich durch die Klausel verhindert werden sollte, dann wird diese hinfällig, weil es besser ist, sich nicht mehr an diese ursprüngliche Vereinbarung zu halten. Den schwächeren Ländern gelingt es also, durch einen Verstoß gegen die Maastricht-Kriterien eine Umverteilung gegenüber der Situation „Einhaltung von Maastricht/keine Transferunion“ zu ihren Gunsten zu „erzwingen“.

Abb. 8 Spieltheoretische Darstellung der Eurokrise (hypothetische Auszahlungen)



¹⁰ Vgl.: Osborne, M. (2004), „An Introduction to Game Theory“, New York.

Abb. 9 Spekulation gegen den Euro – spieltheoretische Darstellung (hypothetische Auszahlungen)



Spieltheoretische Darstellung

Aus Sicht beider Staaten kann es vorteilhaft sein, sich auf eine Transferunion zu einigen. Ob jedoch eine solche Umverteilung wie in Abbildung 8 existiert, ist aus Sicht der Finanzmärkte zurzeit wegen der politischen Widerstände gegen eine Transferunion sehr unsicher. Insofern besteht Grund zu der Annahme, dass der Euroraum tatsächlich auseinanderbrechen könnte. Spieltheoretisch stellt sich diese Situation wie folgt dar: Die Finanzmärkte wissen nicht, ob die Politik wirklich bereit ist, den Euroraum unter allen Umständen zu erhalten. Davon hängt jedoch ab, ob es sich lohnt zu spekulieren oder nicht. Sollte der Euroraum keinen Bestand haben, lohnt sich eine frühzeitige Spekulation – mit der Folge, dass der Euroraum tatsächlich zusammenbricht, weil es für die Politik nicht vorteilhaft ist, sich weiter gegen einen Zerfall zu wehren. Spekulation lohnt sich nicht, wenn die Politik den Euroraum unter allen Umständen stabilisiert. Die Finanzmärkte weisen dem ersten und zweiten Fall jeweils eine Eintrittswahrscheinlichkeit zu. Mit der Wahrscheinlichkeit P lohnt sich Spekulation, mit der Gegenwahrscheinlichkeit $1-P$ lohnt sich Spekulation nicht. In den letzten zehn Jahren war P sehr klein. Durch die Erfahrung mit Griechenland ist P signifikant angestiegen. Das Zögern der Politik, eindeutige Signale in Richtung unbedingtem Erhalt der Währungsunion zu senden, verschärft das Misstrauen der Märkte. Denn eine Politik, die den Euroraum unbedingt erhalten möchte, hätte einen Anreiz, sich von einer gegenteiligen Politik unterscheidbar zu machen, um die Spekulation zu beenden (*separating equilibrium*). Da genau dieses ausbleibt, wird dies von den Märkten als negatives Signal bewertet.

2.2 Eurobonds und Stabilität: langfristige Betrachtung

Eine „offizielle“ Transferunion kann die Eurozone zwar kurzfristig gegenüber den Märkten extrem stabilisieren, sie wird jedoch langfristig noch stärkere Anreize bieten, sich intern als „Trittbrettfahrer“ zulasten anderer Mitgliedsstaaten weiter zu verschulden. Dies wird zu einem beschleunigten Anstieg der gesamteuropäischen Verschuldung führen: Der europäische Steuerzahler als letzter Gläubiger wird zu einer Art „Allmende“, die überfordert wird, weil ihre Nutzung nichts kostet. Niemand möchte in einem solchen System Nettozahler sein, jeder wird daher tendenziell zu viele Schulden machen. Das Prinzip von Risiko und Haftung wird gewissermaßen institutionell aufgehoben. Die bisherige Praxis im Umgang mit der Schuldenkrise hat jedoch ebenfalls erkennbare Schwächen: Ausfallrisiken werden auf den Steuerzahler überwältigt oder die Europäische Zentralbank monetisiert durch den massiven Ankauf von Anleihen der Krisenländer Staatsschulden.

Eurobonds werden zwar kurzfristig die Geldpolitik aus dem „Krisenmodus“ befreien und ihrer „Reparaturfunktion“ entledigen. Die Deutsche Bundesbank sieht jedoch die Einführung von Eurobonds langfristig aufgrund der damit verbundenen Fehlanreize und einer vermutlich steigenden Schuldenquote für den gesamten Euroraum kritisch.¹¹ Der Aufkauf von Staatsanleihen durch die EZB stellt allerdings nichts anderes dar als eine Transferunion mit anderen Mitteln. Über die sogenannten „Target2-Salden“ kommt es zu einer mehr oder weniger direkten Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten.¹² Während Eurobonds in vielen Parlamenten abgelehnt wurden, findet ein fast identischer Vorgang unter anderem Namen und mit einem anderen Instrument bereits massiv statt.¹³

Dadurch, dass in diesem Szenario die gesamteuropäische Verschuldung steigen wird, steigt auch der Zinssatz für Deutschland. Insofern besteht bereits strukturell eine Belastung für heute solide Länder. In diesem Szenario haben die starken Eurostaaten damit einen Anreiz, die Währungsunion zu verlassen. Die Errichtung einer Transferunion ohne politische Union führt langfristig also nicht zu einer Stabilisierung der Währungsunion. Weil die Disziplinierungsfunktion des Marktes entfällt, gibt es nun noch weniger Anreize zur Durchsetzung von Reformen. Die notwendige strukturelle Konvergenz bleibt aus, strukturelle Ungleichgewichte verfestigen sich und die Transferrichtung innerhalb der Währungsunion bleibt dauerhaft erhalten.

Eine sinnvolle, das heißt anreizkompatible und somit langfristig stabile Ausgestaltung einer Transferunion in Form von Eurobonds funktioniert nur mit einer stärkeren politischen Union, die Verschuldungsgrenzen festsetzt, überwacht und gegebenenfalls durchsetzt. Dafür wären jedoch Sanktionsinstrumente erforderlich. Wirksam wären wohl nur Strafen wie etwa die Abtretung finanzpolitischer Hoheitsrechte an Brüssel. Dies ist jedoch bei nach wie vor souveränen Staaten ein schwer vorstellbares Szenario. Zunächst müssten die dafür erforderlichen institutionellen Voraussetzungen geschaffen werden, die nur über neue Verträge zu erreichen sind. Im Wesentlichen bedeutet dies einen großen Schritt in Richtung „Vereinigtes Europa“. Spieltheoretisch wären neue Regeln zur Haushaltsdisziplin jedoch kaum glaubwürdiger als die „No-Bail-out-Klausel“ in den Maastricht-Verträgen.

¹¹ Vgl.: Weidmann, J. (2011), „The World Economy in Transition – a European Perspective“, Rede auf dem European Banking Congress in Frankfurt am Main am 18. November 2011.

¹² Vgl.: Sinn, H.-W. und Wollmershäuser, T. (2011), „Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB“, ifo Working Paper Nr. 105.

¹³ Vgl.: Homburg, S. (2011), „Anmerkungen zum Target2-Streit“, ifo Schnelldienst Nr. 16, 64. Jahrgang, S. 46–50.

Die Einführung von Eurobonds ohne weiter gehende politische Union – wie in diesem Szenario unterstellt – hat auf Unternehmensebene gravierende Auswirkungen. Die Mitgliedsländer werden die Staatsausgaben ausweiten, ohne dabei auf die Einnahmenseite achten zu müssen. Dies untergräbt die Steuermoral und führt zu dem Versuch, die eigenen Bürger und Unternehmen von Steuern und Abgaben zu entlasten. Die üblicherweise für die Politik angenommenen kurzfristigen Denkhorizonte in Wahlperioden fördern diese Entwicklung noch zusätzlich. Eine Entlastung der Unternehmen von Steuern und Abgaben führt zwar zu einer durchaus beabsichtigten Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit strukturschwächerer Länder. Ohne eine entsprechende Bremse auf der Ausgabenseite führt dies jedoch zu einem Trittbrettfahrerverhalten zulasten der stärkeren Länder. Bezüglich der Höhe von Steuern und Abgaben ist – mit Blick auf die Bürokratietheorie¹⁴ – auch ein stärkerer Zugriff der Politik bzw. des Staates auf die Finanzkraft von Haushalten und Unternehmen denkbar (vgl. nachfolgenden Abschnitt). Die Umverteilung der Kosten und Nutzen einer gemeinsamen Währung könnte dem Euroraum kurzfristig Stabilität verleihen. Auch die Angleichung der Lebensverhältnisse in Europa durch eine stärkere Umverteilung kann ein legitimes Ziel der europäischen Integration sein. Eine solchermaßen ausgestaltete Transferunion wäre jedoch nicht anreizkompatibel und könnte langfristig entgegen der eigentlichen Absicht zu einer weiteren Destabilisierung der Gemeinschaft führen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten:

- Die Einführung von Eurobonds setzt langfristig falsche Anreize: Trägt die Gemeinschaft der Eurostaaten am Ende die nationalen Schulden, gibt es aus Sicht des einzelnen Staates keinen Anreiz, Schulden zu reduzieren und strukturelle Reformen durchzuführen.
- Das doppelte Moral-Hazard-Problem wird durch Eurobonds institutionalisiert: Durch die gemeinschaftliche Haftung verschulden sich die Eurostaaten ungebremst und die Banken finanzieren die Staatsschulden ungeachtet des Emittenten-Risikos bereitwillig weiter.
- Durch diese Fehlanreize können sich die aktuellen Probleme langfristig sogar eher verfestigen und verschärfen. Dies führt vielmehr zu einer Destabilisierung des Euroraums als zu einer Stabilisierung.

3 Fazit: Konsequenzen für die Eurostaaten und die Wirtschaft

Das hier beschriebene Szenario der Einführung von Eurobonds ohne eine weiter gehende politische Union hätte für Staat und Wirtschaft weitreichende Konsequenzen. Die Einführung von Eurobonds bedeutet für die deutsche Wirtschaft eindeutig eine zusätzliche Belastung: Erstens aufgrund der direkten Umverteilungswirkung, zweitens indirekt aufgrund der langfristigen Fehlanreize und drittens wegen der (regulatorischen) Verzerrung in der Finanzierung zugunsten von Staaten und zum Nachteil der Wirtschaft.

¹⁴ Vgl.: Niskanen, W. A. (1996), „Bureaucracy and Public Economics“, London sowie Frey, B. S. und Kirchgässner, G. (2009), „Demokratische Wirtschaftspolitik“, 3. Auflage, München.

Konsequenzen für die Eurostaaten

Durch die Ausgabe von Eurobonds ohne eine europaweit abgestimmte und verlässliche Konsolidierungspolitik ließe sich der Euroraum zwar kurzfristig stabilisieren. Eurobonds würden aber ein doppeltes Moral-Hazard-Problem aufwerfen: Staaten könnten sich zulasten der anderen Mitgliedsländer übermäßig verschulden. Banken würden bereitwillig Schulden eines beliebigen Staates in fast unbeschränkter Höhe finanzieren. Damit wird eine strukturelle Anpassung in den Krisenstaaten unwahrscheinlich. Mittelfristig werden die Staatsdefizite daher nicht nur weiterhin steigen, sondern wahrscheinlich sogar schneller als bisher.

Aus deutscher Perspektive wird die kurzfristige Stabilität mit einem sehr hohen Preis erkauft: Der Zinssatz für Eurobonds wird deutlich über dem für Staatsanleihen der Bundesbank liegen und weiter steigen, da es für die Krisenländer keinen Anlass gibt, ihre Defizite abzubauen. Zudem dürfte die Rückführung des deutschen Staatsdefizits, die mit der Verankerung der Schuldenbremse im Grundgesetz festgeschrieben wurde, langfristig kaum politisch durchsetzbar sein. Denn es dürfte der Bevölkerung schwer zu vermitteln sein, warum sie einer Politik der Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen zustimmen sollen, während sich andere Länder einfach weiter verschulden.

Auf lange Sicht dürfte die mehr oder minder unkontrollierte Ausgabe von Eurobonds dazu führen, dass die Staatsschulden ein Niveau erreichen, auf dem sie nicht mehr zurückgezahlt werden können. Eine Destabilisierung der Währungsunion bis hin zu einem Zerfall wäre die Folge.

Konsequenzen für die Wirtschaft

Die Einführung von Eurobonds hat bereits unmittelbar eine Umverteilungswirkung zur Folge, da ein Land mit höherer Wettbewerbsfähigkeit einen Transfer in ein Land mit geringerer Wettbewerbsfähigkeit leistet. Dies treibt Steuern und Abgaben im Geberland nach oben, der Wettbewerbsvorteil der Unternehmen im Geberland sinkt. Da zudem die Staaten ihre Ausgaben ohne Rücksicht auf ihre Einnahmentwicklung ausweiten können, werden private Aktivitäten und Investitionen durch staatliche verdrängt (*Crowding-out*).

Die Finanzierung der Unternehmen wird noch aus einem anderen Grund schwieriger: Durch die Einführung von Eurobonds wird ein großer und sehr liquider Anleihemarkt geschaffen. Das Risiko von Eurobonds ist zwar geringer als die Einzelrisiken der emittierenden Länder. Langfristig wird jedoch aufgrund der beschriebenen Fehlanreize die Eurogesamtverschuldung stark steigen, sodass auch das Risiko deutlich zunimmt. Daher werden Staatsanleihen stärker nachgefragt als Unternehmensanleihen. Auch Basel III wird zu einer Verzerrung der Finanzierung von Staaten und Unternehmen beitragen. Staatsanleihen gelten – wie die derzeitige Staatsschuldenkrise zeigt: zu Unrecht – als risikolos. Daher müssen sie, im Unterschied zu Krediten an mittelständische Unternehmen, nicht mit Eigenkapital unterlegt werden. Eine Erhöhung der Eigenkapitalquoten für Banken hat deshalb eine Verzerrung in Richtung Staatsschuldenfinanzierung zur Folge. Gleichzeitig könnten Unternehmenskredite abgebaut werden, um die gestiegenen Eigenkapitalanforderungen zu erfüllen.

Konsequenzen für das Beispielunternehmen

Aus Sicht des Beispielunternehmens würde die kurzfristige Stabilisierung durch Eurobonds zunächst Umsatzsteigerungen auf den Absatzmärkten im Euroraum bringen. Die expansive Geldpolitik dürfte zunächst das Zinsniveau niedrig halten und Investitionen erleichtern.

Den kurzfristigen Chancen stehen jedoch erhebliche Risiken gegenüber. So werden die Unternehmen mittelfristig höhere Zinsen zahlen müssen als heute, da sich der Marktzins an dem absehbar steigenden Zins für Eurobonds orientiert. Sofern die deutsche Politik am Konsolidierungskurs festhält, steigt zudem die Steuer- und Abgabenlast, wodurch die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen sinkt. Mittelfristig leidet auch das Umsatzwachstum unter dem zu erwartenden „Crowding-out“-Prozess, der die private Nachfrage schwächt.

Da das Szenario einer Eurobond-Finanzierung ohne europaweit koordinierte Fiskalpolitik allenfalls mittelfristig stabil ist, müssen sich Unternehmen langfristig auf die Konsequenzen eines Zerfalls der Währungsunion einstellen. Diese werden in Kapitel 4 ausführlich dargestellt, hier aber knapp zusammengefasst.

Ein Zerfall der Währungsunion hätte für Unternehmen schwer kalkulierbare Folgen. Die Nachfrage in den unmittelbar betroffenen Ländern würde infolge der Wirtschaftskrise einbrechen. Dieser Effekt ist in abgeschwächter Form auch für die Märkte außerhalb Europas zu erwarten.

Die negativen Folgen bleiben aber keineswegs auf die Absatz- und Umsatzentwicklung beschränkt. Auch Produktionsanlagen, Warenbestände und andere Vermögenswerte der Unternehmen in den ehemaligen Eurostaaten müssen neu bewertet und gegebenenfalls abgeschrieben werden. Das gilt auch für Forderungen gegenüber Kunden. Hinzu kommen erhebliche administrative Kosten und Risiken, beispielsweise bei der Umstellung der IT-Systeme.

Die hier beschriebenen Unternehmenskonsequenzen beziehen sich auf das auf Seite 25 dargestellte Beispielunternehmen.

D Szenario 3: Ein europäischer Staatenbund entsteht

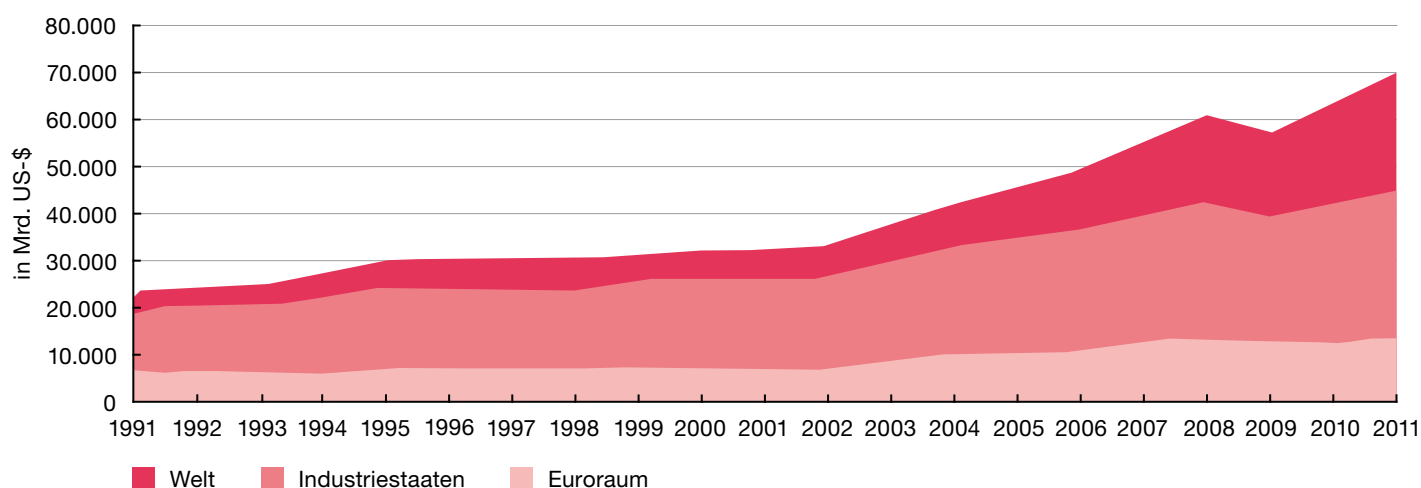
1 Rahmenbedingungen

Dieses Szenario geht von den folgenden Grundannahmen aus:

- Der Euroraum bleibt in seiner derzeitigen Form erhalten.
- Die Währungsunion wird entweder zu einer politischen Union oder zu einer echten Fiskalunion ausgeweitet.

Weil die Folgen eines Staatsbankrotts einzelner Eurostaaten für die Eurozone immens sind, plädieren viele Politiker für eine Ausweitung der politischen und fiskalischen Union. So soll ein Geburtsfehler des Euro korrigiert werden, der durch die europäische Staatsschuldenkrise aufgedeckt wurde. Die Väter des Euro hatten sich bei seiner Einführung erhofft, dass die gemeinsame Währung die ökonomischen Unterschiede innerhalb der Europäischen Union (EU) ausgleichen würde. Deshalb glaubten sie, auf eine gemeinsame Fiskalpolitik verzichten und die Einhaltung fiskalischer Disziplin durch die Einführung der Maastricht-Kriterien sicherstellen zu können. Wie die Schuldenkrise zeigt, war das eine Fehleinschätzung. Die Währungsunion ist ursprünglich als Schritt zu einer politischen Union geplant gewesen, die wiederum auch eine fiskalische Union beinhalten sollte. Eine solche Vertiefung und Erweiterung der Europäischen Union wäre notwendig, damit Europa in Zukunft nicht weiter an ökonomischem und damit auch politischem Gewicht auf der internationalen Bühne verliert.

Abb. 10 Entwicklung des Welt-Bruttoinlandsprodukts



Quellen: IMF; HWWI.

2 Das Szenario

2.1 Große Lösung: der Bundesstaat

Ein Vorbild für eine weitreichende Fiskalunion könnte die föderale Struktur der Bundesrepublik sein. Dabei ist das Fiskalsystem durch zwei zentrale Eigenschaften gekennzeichnet: Zum einen werden die föderalen Einnahmen und Ausgaben zu wesentlichen Teilen durch Bundesgesetze geregelt. Etwas geringer sind dabei die Handlungsmöglichkeiten auf kommunaler Ebene. Dem geringeren Handlungsspielraum der lokalen Institutionen steht ein weitreichendes Bail-out-System gegenüber. So steht der Bund für die Schulden der Länder ein und die Länder für die Schulden der Kommunen. Als Konsequenz unterscheiden sich die Zinsen der Bundesländer trotz eines sehr unterschiedlichen Verschuldungsgrades nicht, und auch hoch verschuldete Bundesländer, wie das Saarland, Bremen und Berlin, profitieren von der hohen Bonität des Bundes.

Die derzeitige Situation im Euroraum ist weit von der in Deutschland entfernt. Bisher unterscheiden sich die Steuersysteme im Euroraum nach Bemessungsgrundlagen und Steuersätzen. Sofern eine Fiskalunion nach bundesdeutschem Vorbild angestrebt würde, wäre eine Vereinheitlichung allein der Steuersysteme in keiner Weise hinreichend. Derzeit finanzieren die Steuern in den Staaten des Euroraums ganz unterschiedliche staatliche Leistungen. So werden in einigen Staaten Teile des Sozialsystems über Steuern, in anderen Ländern über Sozialabgaben finanziert, und in Dritten sind die Leistungen vollständig einer individuellen Vorsorge überlassen. Insofern müsste eine Vereinheitlichung der Steuersysteme mit einer Vereinheitlichung der Sozialsysteme – bezüglich Leistungen und Finanzierung „Hand in Hand gehen“. So schlägt zum Beispiel der europapolitische Sprecher der SPD-Bundestagsfraktion Roth vor, die Eckpunkte der nationalen Budgets ebenso wie Mindeststandards für soziale Sicherungssysteme und Beschäftigung auf europäischer Ebene gemeinsam zu vereinbaren.¹⁵ Darüber hinaus sollten auch die Bemessungsgrundlagen und Korridore für die Besteuerung von Unternehmen vereinheitlicht werden.

In einem solchen bundesstaatlichen System wären auch Gemeinschaftsanleihen möglich. Eine Euroregierung würde dann über Sanktionsmechanismen verfügen, die zur Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zwingen. Somit würden exekutive Befugnisse der Staats- und Regierungschefs zu einer neuen supra-nationalen Regierung werden, kontrolliert durch das Europäische Parlament.

Obwohl eine politische Union möglich wäre, ist sie noch in weiter Ferne. Derzeit unterscheiden sich die Eurostaaten erheblich, was die staatliche Aktivität und deren Finanzierung angeht. Tabelle 6 zeigt die staatlichen Ausgaben und Einnahmen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Den deutlich höchsten Ausgabenanteil hat mit einer Staatsquote von 67 Prozent Irland. Dies ist jedoch wesentlich auf die derzeitige schwere Wirtschaftskrise zurückzuführen. In Finnland und in Frankreich liegt die Staatsquote bei über 55 Prozent. In der Slowakei und in Luxemburg ist der Staatsanteil um über 14 Prozent niedriger.

¹⁵ Vgl.: Roth, M. (2011), „Der Euro braucht ein Parlament. Für eine Avantgarde von Demokratie und Solidarität“, Friedrich Ebert Stiftung, Perspektive.

Betrachtet man die Finanzierung der Staatsausgaben, so zeigt sich, dass in Griechenland fast die Hälfte der staatlichen Einnahmen über Steuern generiert wird. In Malta hingegen tragen Steuern gerade einmal 30 Prozent zu den Einnahmen des Staates bei. Hier spiegeln sich unterschiedlich generöse Sozialsysteme und auch unterschiedliche Finanzierungen wider. Ein einheitlicher europäischer Rahmen für die Sozialsysteme muss all diese Unterschiede harmonisieren. Davon ist die Währungsunion derzeit weit entfernt. Die notwendigen Anpassungen müssen von den nationalen Parlamenten beschlossen werden. Dies scheint aus heutiger Perspektive wenig wahrscheinlich.

Als Resultat lässt sich festhalten:

- In einer politischen Union ist auch eine gemeinsame Finanzpolitik sinnvoll und möglich.
- Die Europäische Währungsunion ist derzeit weit von einer politischen Union entfernt. Die Staaten unterscheiden sich bezüglich der Finanz- und der Sozialsysteme erheblich.
- Eine Harmonisierung im notwendigen Umfang ist wenig wahrscheinlich.

Tab. 6 Staatliche Aktivität in den Eurostaaten

	Ausgaben in 2010 in % des BIP	Einnahmen in 2010 in % des BIP	Steuereinnahmen in 2009
Belgien	52,9	48,8	28,3
Deutschland	46,6	43,3	24,0
Estland	40,6	40,9	22,2
Finnland	55,3	52,4	29,7
Frankreich	56,2	49,2	25,3
Griechenland	49,5	39,1	19,5
Irland	67,0	34,6	22,0
Italien	50,3	45,9	29,1
Luxemburg	41,2	39,5	25,7
Malta	42,3	38,7	27,6
Niederlande	51,2	45,9	24,0
Österreich	53,0	48,3	27,6
Portugal	50,7	41,5	21,7
Slowakei	41,0	33,1	15,8
Slowenien	49,0	43,4	22,5
Spanien	45,0	35,7	18,7
Zypern	46,6	41,3	26,3
Euroraum	50,6	44,6	24,7

Quellen: Eurostat; HWWI.

2.2 Kleine Lösung: die Fiskalunion

Die Europäische Währungsunion ist um eine Fiskalunion zu ergänzen. Dies bedeutet aber nicht notwendigerweise eine Harmonisierung von Steuergesetzgebung oder Steuersätzen. Föderale Staaten wie in den USA oder der Schweiz machen deutlich, dass eine Fiskalunion durchaus eine bundesstaatliche, kantonale oder gar kommunale Steuerhoheit vertragen kann.

Ebenso wenig muss es zwangsläufig zu einem Verwaltungsmodell französischer Prägung kommen, bei dem die Zentrale den Gliedstaaten planwirtschaftlich Budgets zuweist, eine rechtmäßige Verwendung durch Präfekten durchsetzt und ein Fehlverhalten durch Ablösung der Statthalter sanktioniert. Es könnte durchaus ein dem Beispiel der Schweiz folgendes Autonomiemodell geben, bei dem die einzelnen Eurostaaten die Fiskalautonomie behalten und der Kreditmarkt über Risikoprämien den „Schiedsrichter“ spielt. Was jedoch erforderlich wird, ist eine schärfere Haushaltsdisziplin und ein strenges Konkursverfahren im staatlichen Insolvenzfall. Dieses muss deutlich über den existierenden Eurostabilitätspakt hinausgehen, der sich in der Krise als wirkungslos erwiesen hat.

Wiederum zeigt das Beispiel Schweiz was in so einem Fall zu tun ist. Die Kantone sind in ihrer Finanzpolitik autonom, haften also selbst für ihre Schulden. Eine Bail-out-Klausel, also eine Übernahme kantonaler Schulden durch den Bund, gibt es nicht. Die Bundesgesetzgebung verlangt jedoch von den Kantonen, dass sie bestimmte Steuern erheben und gibt ihnen Steuersubjekt, Steuerbemessungsgrundlagen und Steuerabzüge vor. Vor allem aber ist geregelt, was im Falle eines Konkurses eines Kantons zu geschehen hat, wenn dieser also seinen Aufgaben und Verpflichtungen nicht mehr gerecht werden kann. Dann kommt es zunächst zur Bundesexekution und danach zur Bundesintervention.

Übertragen auf die Eurozone bedeutet das: Wird ein Eurostaat zahlungsunfähig, würde es bei der Finanzpolitik automatisch zu einem Wechsel vom schweizerischen Autonomiemodell zum französischen Verwaltungsmodell kommen. Dem überschuldeten Eurostaat wird als Preis für die Rettung die nationale Finanzautonomie entzogen. An die Stelle nationaler Steuerbehörden treten Eurostatthalter, die Steuern eintreiben und Spar- oder Privatisierungspläne umsetzen. Die Hilfsprogramme des Internationalen Währungsfonds (IWF) zugunsten überschuldeter Entwicklungsländer dienen genau dieser Absicht. Und je mehr sich die europäischen Rettungsschirme einem Europäischen Währungsfonds angleichen, desto mehr kann man sich dieses Vorgehen auch für kriselnde Euroländer vorstellen. So werden der Eurorettungsschirm (ESFS) und sein Nachfolger in Form des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) überschuldeten Euroländern zu neuen Krediten mit günstigen Zinsen und langen Laufzeiten verhelfen, die so auf privaten Märkten nicht mehr zu haben sind. Als Gegenleistung verpflichten sich die Empfängerländer, Sparpakete umzusetzen oder eine Privatisierung von Staatsbetrieben vorzunehmen. Damit geben sie einen Teil ihrer nationalen Autonomie bei der Fiskalunion auf.

Für die Fiskalunion ergibt sich also:

- Ein überlebensfähiger Euro bedarf eines gemeinsamen Stabilitätsmechanismus, der in Krisenzeiten finanzielle Nothilfen an überschuldete Euroländer bereitstellt.
- Als Gegenleistung müssen die Empfängerländer einen Teil ihrer nationalen Autonomie bei der Fiskalpolitik aufgeben.

2.3 Geregelte staatliche Insolvenzen

Die Insolvenz souveräner Staaten ist kein neues Phänomen, sondern tritt bereits seit Jahrhunderten immer wieder auf. Der letzte große Staatsbankrott ereignete sich erst 2002 in Argentinien. Ein Zahlungsausfall Griechenlands wäre also keine einmalige Besonderheit. Allerdings verändert die Mitgliedschaft Griechenlands in der Europäischen Währungsunion die Situation erheblich. Dies hat zu Forderungen nach einer einheitlichen, europäischen Insolvenzordnung geführt, welche auch mit US-amerikanischem und britischem Recht vereinbar sein soll.¹⁶ Ein solcher Rahmen für ein geordnetes Insolvenzverfahren von Eurostaaten könnte in Anlehnung an den Vorschlag des Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) des IWF geschaffen werden.¹⁷

Die größten Schwierigkeiten treten bei den Entwürfen für eine staatliche Insolvenzordnung dadurch auf, dass sie sich an der privatrechtlichen Insolvenz orientieren. Als Vorbild fungiert insbesondere das US-amerikanische private Insolvenzrecht, da dieses als vorrangiges Ziel einen Neustart des Schuldners und nicht dessen Liquidation vorsieht.¹⁸ Dennoch wird im privaten Insolvenzrecht eben diese Liquidation nicht ausgeschlossen. Hieraus ergibt sich ein nicht aufzulösender Konflikt mit der staatlichen Souveränität. Während also ein Unternehmen liquidiert werden kann, wenn auf diese Weise die Gläubigerforderungen in höherem Umfang bedient werden können als bei einer Neustrukturierung, ist dies bei souveränen Staaten nicht möglich. Zur Diskussion steht demnach lediglich eine Schuldenumstrukturierung mit oder ohne Schuldenerlass, wobei dazu die Schulden-tragfähigkeit des betroffenen Staates bestimmt werden muss. Es ist aber unklar, welche Schuldenlast als tragbar eingestuft werden kann – insbesondere im Kontext eines Neuanfangs nach einer Umstrukturierung – und welcher Planungshorizont für die politischen Entscheidungsträger als relevant erscheint. Grundsätzlich sollten sämtliche Entscheidungen auf mittlere und lange Frist ausgelegt sein, da eine kurzfristig zu bewältigende Verschuldung, insbesondere durch hohe Zinsbelastungen, mittelfristig in eine Zahlungsunfähigkeit führen kann.

An diesen Punkt knüpft auch der Gedanke an, dass bei einer staatlichen Insolvenz nicht eine möglichst hohe Auszahlungsquote für die Gläubiger im Vordergrund stehen darf, sondern vielmehr sichergestellt werden muss, dass der Schuldnerstaat weiterhin in der Lage ist, seine staatlichen Aufgaben und Funktionen wahrnehmen zu können. Dies ist auch im unmittelbaren Interesse der Gläubiger, da somit im Rahmen der Restrukturierung der Schulden in die Zukunft verschobene Forderungen wahrscheinlicher bedient werden können. Im Rahmen der Koordination der Gläubiger sind zwei Dinge zu beachten: Wie wird über den vom Schuldnerstaat vorgelegten Umstrukturierungsplan abgestimmt und wie koordinieren sich die Gläubiger untereinander? Dabei ist bedeutsam, dass der SDRM lediglich Forderungen ausländischer privater Gläubiger (zum Beispiel Banken, Rentenfonds, Versicherungen) sowie bi- und multilaterale öffentliche Gläubiger einschließt, wobei für letztere Klassen auch Ausschlusskriterien denkbar sind. Gläubiger aus dem insolventen Staat selbst werden im SDRM nicht mit einbezogen, da diese im Inland klagen können und somit nicht das aufwendigere

¹⁶ Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2011), „Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union“, Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie – Gutachten Nr. 01/11.

¹⁷ Krueger, A. (2002), „A New Approach to Sovereign Debt Restructuring“, International Monetary Fund.

¹⁸ Berensmann, K. und Herzberg, A. (2007), „Insolvenzrecht für Staaten: Ein Vergleich von ausgewählten Vorschlägen“, Deutsches Institut für Entwicklungspolitik – Discussion Paper 09/2007.

und kompliziertere internationale Verfahren betreffen. Nach dem Vorschlag des IWF werden sie nachrangig behandelt. Insgesamt ist ein schnelles Vorgehen wichtig, denn der Grundsatz, überhaupt einen SDRM einzurichten, besteht unter anderem gerade darin, Kosten, die durch ein unregelmäßiges und damit länger andauerndes Insolvenzverfahren entstehen, zu vermeiden.

Als Ergebnis kann festgehalten werden:

- Damit Zinsen eine Disziplinierungsfunktion haben und so die Staatsverschuldung begrenzen können, muss eine staatliche Insolvenz möglich sein.
- Dazu muss eine entsprechende Insolvenzordnung beschlossen werden.
- Darüber hinaus müssen neue staatliche Schuldverschreibungen mit Insolvenzklauseln versehen werden. Damit entfielen auch die Bevorzugung staatlicher Schuldverschreibungen gegenüber privaten.

3 Fazit: Konsequenzen für die Eurostaaten und die Wirtschaft

Staatliche Institutionen müssen wieder glaubwürdig werden. Dazu sind neue Regeln und Institutionen notwendig. Dies hat vor allem Konsequenzen für den Staat; indirekt sind aber auch die Unternehmen betroffen.

Konsequenzen für die Eurostaaten

Von einer Wirtschaftsregierung mit weitreichenden Kompetenzen ist die EU noch weit entfernt. Die höchst unterschiedlichen Auffassungen der EU-Länder über die Rolle des Staates in der Volkswirtschaft lassen sich an Kennzahlen wie der Staatsquote, dem Anteil der Steuereinnahmen am Bruttoinlandsprodukts oder auch der Höhe von Steuersätzen und Sozialabgaben ablesen. Vor diesem Hintergrund scheint die umfassende Zentralisierung der Fiskalpolitik auf europäischer Ebene – beispielsweise analog zum Verhältnis von Bund und Ländern in der Bundesrepublik – wenig wahrscheinlich.

Im – unbestimmt langen – Übergangszeitraum zu einer europäischen Wirtschaftsregierung wird die Eurozone daher auf marktwirtschaftliche Regulierungsinstrumente zur Wiederherstellung der Haushaltsdisziplin angewiesen sein. Sinnvoll wäre eine „kleine“ Fiskalunion, in der die EU-Staaten ihren Haushalt selbst aufstellen, für ihre Schulden haften und entsprechend risikoabhängige Schuldzinsen zahlen. Zudem benötigt die Fiskalunion eine Insolvenzordnung, in der klar festgelegt ist, welche Hilfen insolvente Staaten erwarten können und welche Rechte sie im Gegenzug abtreten müssen.

Doch auch die „kleine“ Fiskalunion wird politisch schwer durchzusetzen sein. Dies liegt vor allem daran, dass die Eurostaaten in der aktuellen Krise von vollkommen unterschiedlichen Ausgangspositionen in die Fiskalunion starten würden.

Einige der Krisenländer müssten die Insolvenzregelung wohl sofort in Anspruch nehmen und damit einen Teil ihrer staatlichen Souveränität abtreten. Ein derartiger Schritt wäre jedoch extrem unpopulär und dürfte jede Regierung das Amt kosten. Entsprechend werden die betroffenen Regierungen die Zustimmung zu einer derartigen Lösung so lange wie irgend möglich hinauszögern.

Allerdings hat die Idee einer Fiskalunion auch in den „soliden“ Eurostaaten in der aktuellen Situation nur wenige Anhänger. Deutschland beispielsweise müsste für einen Teil der über Jahrzehnte aufgelaufenen Schulden der Krisenländer aufkommen und bekäme im Gegenzug einen Teil der Steuereinnahmen der Krisenstaaten zugesprochen. Während jedoch die Zins- und Tilgungszahlungen für die „Fremdschulden“ sofort fällig werden, ist ungewiss, wann bzw. ob überhaupt die verpfändeten Steuereinnahmen die übernommenen Zahlungsverpflichtungen ausgleichen können.

Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass eine Fiskalunion zwar sinnvoll ist, sich aber kaum kurzfristig umsetzen lassen wird. Wahrscheinlicher ist eine schrittweise Annäherung über die bereits verabredete Festlegung von Schuldengrenzen und Sanktionen, der bald die Vereinbarung einer optionalen Insolvenzregelung folgen sollte. Weiter reichende Regelungen, die die Autonomie der Mitgliedsstaaten bei Überschreiten bestimmter Grenzen automatisch einschränken, wird es erst geben, wenn sich die finanzielle Lage aller Eurostaaten stabilisiert hat und beschlossene Notfallmechanismen nicht sofort in Kraft treten.

Konsequenzen für die Wirtschaft

Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene entsprechen die Konsequenzen in diesem Szenario zunächst denen im Szenario der Eurostabilisierung. Allerdings könnten die Konsolidierungsbemühungen in den Krisenstaaten besser geplant und über einen längeren Zeitpunkt gestreckt werden, da das Glaubwürdigkeitsproblem entfällt. Entsprechend ist mit einer geringeren Nachfrageschwächung in den Krisenstaaten zu rechnen. Damit wäre Europa nicht ganz so stark von den Absatzmärkten in Nordamerika und den Schwellenländern abhängig.

Mittelfristig würden die deutschen Unternehmen von einer Evolution der Währungs- zur Fiskalunion profitieren. Insbesondere die Finanzierungsbedingungen dürften sich verbessern. Da Staaten unter den Bedingungen einer Fiskalunion auch in die geordnete Insolvenz gehen könnten, wären Staatspapiere nicht mehr grundsätzlich risikoärmer als Unternehmensanleihen. Entsprechend dürfte sich der Zinsabstand zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen verringern.

Konsequenzen für das Beispielunternehmen

Der schrittweise Übergang zur Fiskalunion hätte für das Beispielunternehmen zunächst die gleichen Folgen wie die kurzfristige Stabilisierung der Eurozone im ersten Szenario. Langfristig allerdings dürfte der Euro in einer Fiskalunion deutlich an Wert gewinnen. Der fiktive Mittelständler müsste sich also auf eine schlechtere Wettbewerbsposition auf Auslandsmärkten einstellen, sofern es ihm nicht gelingt, die Erlöseinbußen durch verstärktes Sourcing außerhalb der Eurozone zu kompensieren. Auf der anderen Seite könnte die Einigung auf eine „kleine“ Fiskalunion eine weitere Angleichung der Steuer- und Sozialgesetzgebung in der Eurozone bzw. der EU nach sich ziehen. Dies könnte Verwaltungsaufwand und Bürokratiekosten erheblich senken.

Die hier beschriebenen Unternehmenskonsequenzen beziehen sich auf das auf Seite 25 dargestellte Beispielunternehmen.

E Szenario 4: Der Euro zerbricht

1 Rahmenbedingungen

Dieses Szenario geht von den folgenden Grundannahmen aus:

- Der Euroraum kann in seiner derzeitigen Form nicht erhalten werden.
- Dies kann zum Ausscheiden einzelner Eurostaaten führen, zum Zusammenschluss der stärkeren Eurostaaten zu einer Art „Kernwährungsunion“ oder zu einem totalen Zerfall der Währungsunion.

In den Verträgen zur Europäischen Währungsunion ist weder ein Austritt noch ein Ausschluss aus dem Eurosystem vorgesehen oder geregelt. Der Umgang mit den Maastricht-Kriterien seit Bestehen der Währungsunion zeigt, dass die Regeln im Eurosystem unumstößlich sind. Insbesondere ist nicht vorstellbar, dass der Absicht eines Mitgliedsstaates, einseitig auszutreten, von der Gemeinschaft der übrigen Eurostaaten etwas entgegengesetzt werden könnte. Der Ausschluss eines Mitgliedsstaates ist unter den aktuellen Gegebenheiten nur vorstellbar, wenn beispielsweise Hilfskrediten an einen Mitgliedsstaat aufgrund Nichteinhaltung vereinbarter Spar- und Reformmaßnahmen nicht zugestimmt werden kann. Aktuell erscheinen drei Varianten der Desintegration der Währungsunion denkbar:

1. Das Ausscheiden einzelner Eurostaaten, wobei entweder
 - a. Problemstaaten austreten, um innenpolitischen Druck „aufzufangen“ und um durch Abwertung ihrer neuen, dann eigenen Währung wieder wettbewerbsfähig zu werden, oder
 - b. einzelne Geberstaaten austreten, weil sie dem Kurs der übrigen Eurostaaten nicht mehr zustimmen, wobei hier verschiedene Gründe vorstellbar sind.
2. Der Zusammenschluss der stärkeren Eurostaaten zu einer handlungsfähigen neuen Kernwährungsunion und gegebenenfalls der gleichzeitige Zusammenschluss der schwächeren Eurostaaten zu einer separaten gemeinsamen Währungszone.
3. Der totale Zerfall der Währungsunion.

2 Das Szenario

2.1 Das Ausscheiden einzelner Staaten

Das wahrscheinlichste dieser Desintegrations-Szenarien ist derzeit das Ausscheiden einzelner Problemstaaten aus der Währungsunion. Insbesondere für Griechenland erscheint dies theoretisch denkbar. Verschiedene Ökonomen sehen einen freiwilligen Austritt der Hellenen als unausweichlich an bzw. halten dieses Vorgehen für die ökonomisch beste Lösung.¹⁹ So sieht Sinn die Ursache der Krise in Ungleichgewichten in den Zahlungsbilanzen innerhalb des Euroraums. Diese sind entstanden, weil die Zinsen der PIGS-Länder (Portugal, Irland, Griechenland und Spanien) sehr niedrig lagen und so eine übermäßige Kreditaufnahme ermöglicht haben. In der Folge sind erhebliche Leistungsbilanzdefizite entstanden.

¹⁹ Vgl.: z. B. Sinn, H.-W. (2011), „Die europäische Zahlungsbilanzkrise – eine Einführung“, in: ifo Schnelldienst 16/2011.

Diese können innerhalb der Währungsunion nur durch eine reale Abwertung in Form von Kürzungen bei Löhnen und Preisen vermindert werden. Die Rettungsaktionen sieht Sinn als auf Dauer schädlich an, da sie die notwendigen Anpassungen behindern würden. Sinn schlägt deshalb vor, dass Griechenland aus der Währungsunion ausscheiden solle, um so durch eine Abwertung wieder an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen. Der verbesserten Wettbewerbsfähigkeit stehen natürlich Kosten durch den Euroaustritt gegenüber. Diese sind größer als die reinen Kosten des Austritts aus der Währungsunion, da eine starke Abwertung der neuen Landeswährung erfolgen würde. Die Schulden dieser Länder sind jedoch weiterhin in Euro denominiert und würden folglich förmlich explodieren. Eine staatliche Insolvenz ist dann unvermeidlich.

Aber auch wenn sich die europäische Politik grundsätzlich gegen die Auflösung der Währungsunion entscheidet, könnte es zu einer Situation kommen, in der eine Spaltung nicht mehr zu verhindern ist. Sollte z. B. der politische Druck in Griechenland dazu führen, dass weitere Sparanstrengungen unterbleiben, so würden weitere Tranchen der Rettungsschirme nicht mehr genehmigt werden. Damit kommt es unweigerlich zur staatlichen Insolvenz Griechenlands. Um das Finanzsystem zumindest innerhalb Griechenlands aufrechtzuerhalten und um Renten, Gehälter und Sozialleistungen zahlen zu können, müsste die Drachme wieder eingeführt werden. Damit werden die Verträge zur Europäischen Währungsunion ein weiteres Mal verletzt, denn diese sehen ein solches Vorgehen nicht vor.

Die Insolvenz Griechenlands und der Austritt der Griechen aus dem Euro haben erhebliche Folgen für die europäische Wirtschaft und auch für die Staaten in Europa. Zunächst müssen die staatlichen Kredite an Griechenland sofort abgeschrieben werden und die Garantien werden fällig. Dies bedeutet eine erhebliche Belastung für den deutschen und die anderen europäischen Staatshaushalte.

Tab. 7 Konsolidierte ausländische Forderungen gegenüber Griechenland

	Gesamt- forderungen	öffentlicher Sektor	Banken	privater Sektor	sonstige
europäische Banken	120.807	36.578	6.696	77.439	94
Frankreich	55.739	10.686	1.583	43.470	–
Deutschland	21.372	12.411	1.842	7.119	–
nichteuropäische Banken	10.313	2.449	2.996	4.868	–
Italien	3.728	1.871	191	1.666	–
Belgien	1.738	1.629	71	37	1
Japan	1.405	125	433	847	–
Spanien	1.155	462	28	665	–
Gesamtforderungen (24 Länder)	131.120	39.027	9.692	82.307	94

Quellen: Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIC); HWWI.

Sehr große Belastungen ergeben sich auch für den privaten Sektor. Die Abschreibungen der Staatspapiere werden im Bankensektor weltweit eine neue Krise auslösen. Die Folge wird eine neue globale Finanz- und Wirtschaftskrise sein, die diesmal ihren Ausgangspunkt im Euroraum hat. Die indirekten Kosten der staatlichen Insolvenz werden die direkten weit übersteigen. Dies gilt umso mehr, als im Gegensatz zur Krise im Jahr 2008 die Staaten heute nicht mehr zum Gegensteuern in der Lage sind; sie haben ihre Handlungsfähigkeit bereits zur Überwindung der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise ausgereizt und teilweise sogar überstrapaziert. Im Verlauf dieser neuen Finanz- und Wirtschaftskrise wird eine Spekulation über den Austritt weiterer Staaten aus der Europäischen Währungsunion einsetzen. Da dieser Spekulation nach dem Präzedenzfall Griechenlands nicht mehr glaubhaft begegnet werden kann, besteht die akute Gefahr eines Zusammenbruchs der Währungsunion in ihrer derzeitigen Form.

Zentrale Ergebnisse aus diesem Abschnitt sind:

- Sofern Staaten die Regeln der Währungsunion nicht mehr einhalten wollen, kann ihr Ausscheiden nicht verhindert werden.
- Das Ausscheiden einzelner Länder setzt eine Kettenreaktion in Gang, die das Auseinanderbrechen der Währungsunion wahrscheinlich macht.
- Infolge dieser Entwicklungen ist eine schwere globale Finanz- und Wirtschaftskrise wahrscheinlich.

2.2 Teilung der Währungsunion

Um die großen Ungleichgewichte innerhalb der Europäischen Währungsunion zu überwinden, wurde eine Trennung in Nord- und Süd-Euro vorgeschlagen. Diese erlaubt den Staaten des Süd-Euro eine Abwertung und damit eine Verbesserung der eigenen Wettbewerbsfähigkeit.²⁰ Obwohl damit der interne realwirtschaftliche Anpassungsbedarf deutlich vermindert wird und die oben beschriebenen Probleme der Anpassung über Löhne und Preise abgemildert werden, birgt der Vorschlag einer Teilung der Währungsunion große Probleme in sich. Diese resultieren vor allem aus den mit einer Teilung unweigerlich verbundenen Vermögensumverteilungen, die durch die Neubewertungen der neuen Währungen hervorgerufen werden.

Entscheidend ist dabei die Frage, in welcher Währung ausstehende Zahlungsforderungen oder -verpflichtungen weitergeführt werden. Sofern die Forderungen in der Währung der aufwertenden Region geführt werden, führt dies zu einer Explosion der Schulden in der abwertenden Region. Dies würde Insolvenzen von staatlichen und privaten Organisationen auslösen. Werden die Schulden in der Währung der abwertenden Region weitergeführt, so bedeutet dies, dass die Forderungen der aufwertenden Region entwertet werden. In jedem Fall führt die Trennung der Währungsunion zu Neubewertungen von finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten und damit zu erheblichen Problemen für Unternehmen der Finanzwirtschaft sowie für Industrieunternehmen. Die Folge wäre eine Bankenkrise und eine Kette von Insolvenzen.

²⁰ Prominent vertreten wird dieser Vorschlag von Hans-Olaf Henkel. Seine in vielen öffentlichen Debatten dargestellten Ideen hat er zusammengefasst in: Henkel, H.-O. (2010), „Rettet unser Geld!“, Heyne Verlag, München.

Die Kosten durch Neubewertungen erfordern realwirtschaftliche Anpassungen, die nicht geringer sind als diejenigen, die notwendig sind, um die Wettbewerbsfähigkeit ohne Wechselkursanpassung wiederherzustellen. Der große Unterschied besteht darin, dass bei der Trennung der Währungsunion die Lasten zwischen den aufwertenden und abwertenden Staaten geteilt werden. Die Anpassungskosten beim Erhalt der Währungsunion liegen vorwiegend bei den Krisenländern. Dies spricht dafür, dass sich auch bei einem Erhalt der Währungsunion die starken Mitgliedsstaaten an den Anpassungskosten beteiligen.

Die Umverteilungswirkungen zeigen, dass es nicht eindeutig ist, ob eine Trennung der Währungsunion für die abwertenden Staaten eine Verbesserung darstellt. Unabhängig davon stellt sich bei einer Trennung der Währungsunion die entscheidende Frage, wer darüber entscheidet, welcher Staat in welche Region eingeordnet wird. Da für diese Frage keine Regeln vorliegen, scheint eine einvernehmliche politische Teilung kaum vorstellbar.

Als Resultat ergibt sich:

- Eine Teilung der Europäischen Währungsunion ist mit großen Umverteilungseffekten verbunden: Schulden und Vermögen werden entwertet.
- Vor dem Hintergrund der Umverteilung ist eine einvernehmliche Aufteilung der Europäischen Währungsunion nicht möglich.
- Eine Trennung im Dissens hätte gravierende Folgen für den politischen Einigungsprozess Europas.

2.3 Zusammenbruch der Währungsunion

Der bisherige Verlauf der Krise hat die Gefahr von Kettenreaktionen deutlich gemacht. Dabei ist zunächst die Reaktionskette „Staatsschulden – Bankenkrise – Staats- und Regierungskrise“ bedeutsam. Hinzu kommt die gefährliche Kettenreaktion einer Ansteckung von Staat zu Staat. Die mögliche Insolvenz eines Staates der Eurozone zeigt, dass Staatsanleihen nicht sicher sind. Sofern Krisenstaaten aus der Eurozone austreten, werden deren neue Währungen stark abwerten. Da die Schulden in Euro vorliegen, wird die Insolvenz geradezu unvermeidbar. Dabei stellt sich die Frage, ob Spekulation auf eventuelle staatliche Insolvenzen nur die reale Entwicklung vorwegnimmt, die Politik gerade noch rechtzeitig zu einem stabilitätskonformen Verhalten zwingt oder ob die Spekulation destabilisierend wirkt und so in fundamental gesunden Staaten eine Krise auslöst. Meyer argumentiert, dass Spekulation in der Regel stabilisierend wirkt. Allerdings weist auch Meyer darauf hin, dass es in nicht effizienten Märkten destabilisierende Spekulation geben kann.²¹ Solche Ineffizienzen können z. B. durch Marktmacht in Form von Monopolen oder durch ein abgestimmtes Verhalten (Kartell) oder aber auch Mitläuferverhalten (sogenanntes *herding*) entstehen. Einiges deutet darauf hin, dass diese Ineffizienzen für die derzeitige Entwicklung eine wichtige Rolle spielen.²²

²¹ Meyer, D. (2011), „Können destabilisierende Spekulationen zur Begründung von Interventionen in der Eurozone herhalten?“, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik 128 (2/2011).

²² Vgl.: z. B. Akerlof, G. A. und Shiller, R. J. (2009), „Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism“, Princeton University Press.

Die bisherigen Kettenreaktionen haben dazu geführt, dass die Schuldenkrise inzwischen auch Italien erreicht hat. Das Marktvertrauen ist gesunken und italienische Staatsanleihen sind kaum noch an den Finanzmärkten unterzubringen, es sei denn zu auf die Dauer kaum tragfähigen Renditen. Die EZB hat verstärkt Anleihen Italiens aufgekauft, um den rapiden Anstieg der Renditen zu dämpfen. Auch Frankreich ist bereits durch eine der großen Ratingagenturen in seiner Kreditwürdigkeit um eine Stufe herabgesetzt worden. Würde auch noch für Spanien und möglicherweise sogar für Frankreich deren Refinanzierung schwieriger, wäre der Euro-Rettungsschirm selbst bei Hebelung nicht mehr ausreichend. Im Fall von Frankreich würde zudem das Vertrauen auch in die EFSF deutlich sinken, weil dann von den „großen“ Eurostaaten nur noch Deutschland übrig bliebe, das alleine nicht mehr die Garantien tragen könnte.

In den am stärksten von der Schuldenkrise betroffenen Eurostaaten hat die Entwicklung, soweit Wahlen stattfanden, zu Regierungswechseln, in Griechenland und Italien zu Regierungskrisen geführt. Die erforderlichen Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen in den Ländern gehen häufig mit Protesten der Bevölkerung gegen diese Maßnahmen sowie gegen die politische Führung einher. Inwieweit die neuen Regierungen, speziell in Griechenland und Italien, in der Lage sind, die Bevölkerung von der Notwendigkeit der einschneidenden Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen zu überzeugen, bleibt abzuwarten. Die zunächst mit den Maßnahmen einhergehende, unumgängliche Dämpfung der Wirtschaft und der damit einhergehende Anstieg der zumeist ohnehin schon recht hohen Arbeitslosigkeit wird die Anpassungsprozesse und deren politische Durchsetzung nicht erleichtern.

Als Ergebnis dieses Abschnitts kann festgehalten werden:

- Ein Zusammenbruch der Währungsunion ist durchaus möglich.
- Spekulation kann destabilisierend wirken.

2.4 Zum Einfluss der Ratingagenturen

Das Vertrauen der Anleger und die Risikobewertung von Staatspapieren werden wesentlich von der Bewertung durch die Ratingagenturen bestimmt. Vor der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 waren Wertpapiere in erheblichem Umfang falsch bewertet worden, sodass die Ratingagenturen massiv in die Kritik geraten waren. Die Kritik an den Ratingagenturen hat sich dann auch auf ihre Bewertungen der EU-Staaten übertragen und in Teilen wurde ihnen sogar eine Mitschuld an der Vertrauenskrise gegeben. Die Folge waren teilweise absurde Vorschläge zur Begrenzung des Einflusses der Ratingagenturen. So plante der EU-Binnenmarktkommissar Michel Barnier ein Veröffentlichungsverbot für Urteile über kriselnde EU-Länder.²³ Ein solches Verbot von privaten Meinungsäußerungen ist mit demokratischen Grundwerten nicht vereinbar. Überdies wäre es nutzlos, da entsprechende Ratings auch aus dem außereuropäischen Ausland stammen könnten.

Die Kritik an den Fehlleistungen der marktbeherrschenden US-amerikanischen Ratingagenturen wird häufig mit der Forderung nach Etablierung einer (großen) europäischen Ratingagentur verknüpft. Zum Teil wurde auch gefordert, diese staatlich zu regulieren. Dann stellt sich aber die Frage, ob bei einer staatlichen

²³ Die *Financial Times Deutschland* berichtete am 19.10.2011 von einem vertraulichen Vorabentwurf für eine Reform des Gesetzes zu den Ratingagenturen, in dem Barnier vorschlägt, dass die neue Wertpapieraufsicht ESMA das Recht erhält, die Veröffentlichung von Einschätzungen über die Zahlungsfähigkeit „vorübergehend zu untersagen“.

Regulierung objektive Urteile zu erwarten sind. Gleichzeitig würde eine solche Konstruktion implizieren, dass eine staatliche Stelle gegebenenfalls die Finanzierungsprobleme anderer Staaten verstärkt. Insofern scheint eine staatliche Ratingagentur nicht zielführend.

Vielmehr sollte die Konkurrenz zwischen den Ratingagenturen gesteigert und so die Marktmacht der drei großen Agenturen aufgeweicht werden. Vor diesem Hintergrund sollte den Ratings einzelner Agenturen nicht quasi Gesetzeskraft eingeräumt werden. Derzeit gibt es zum Teil mechanistische Verknüpfungen von Regeln und Regulierungen mit den Einschätzungen der Ratingagenturen. Diese müssen beseitigt und stattdessen muss den Marktteilnehmern künftig mehr Eigenverantwortung im Sinne von angemessenem Risikomanagement und ausreichenden Reserven eingeräumt werden.²⁴

Für die Ratingagenturen kann festgestellt werden:

- Private Agenturen haben das Recht, private Meinungen zu äußern.
- Der Meinung einzelner privater Agenturen sollte nicht quasi Gesetzeskraft eingeräumt werden.
- Wichtig ist, dass unterschiedliche Meinungen bezüglich der Bewertung möglich sind und dass für diese jeweils individuell Verantwortung übernommen wird.

2.5 Zur Rolle der EZB

Da die Rettungsschirme (EFSF bzw. ESM) das Vertrauen der Märkte bisher nicht nachhaltig wiederherstellen konnten, wird seit einiger Zeit die Frage diskutiert, welchen Beitrag die EZB zur Lösung der Eurokrise leisten müsste. Insbesondere geht es darum, ob und in welchem Umfang die EZB Staatsanleihen der Krisenländer aufkaufen sollte. Die EZB ist als „Lender of Last Resort“ als einzige Institution in der Lage, unbegrenzt große Rettungsschirme aufzuspannen. Es stellt sich jedoch die Frage, ob durch den Kauf von Staatsanleihen die Unabhängigkeit der EZB verletzt und so ihre Glaubwürdigkeit beschädigt wird. Mittelfristig kann es durch die Ausweitung der Liquidität zu höherer Inflation und schon heute zu einem Anstieg der Inflationserwartungen kommen.

Zwar ist konjunkturell zurzeit eine expansive Geldpolitik durchaus angezeigt – die EZB hat zu diesem Zweck auch bereits den Leitzins auf den schon zwischen Frühjahr 2009 und Frühjahr 2011 erreichten Tiefststand von 1 Prozent gesenkt. Ein Ankauf von Staatsanleihen lässt sich damit jedoch nicht rechtfertigen, weil dafür andere, auch konventionelle Instrumente zur Verfügung stehen. Den Zahlungsverkehr abzuwickeln und die Kreditversorgung zu regeln, sind volkswirtschaftlich zentrale Aufgaben von Banken. Die Funktionen und die Stabilität des Finanzsystems zu sichern, ist Aufgabe der Zentralbank als „Lender of Last Resort“. Zu diesem Zweck kann es sinnvoll sein, „toxische“ Anleihen von Krisenländern, auf die Banken massive Abschreibungen und Wertberichtigungen vornehmen müssen, aus den Bilanzen der Geschäftsbanken herauszukaufen, um das Vertrauen zwischen den Banken wiederherzustellen – also eine Vertrauens- und Liquiditätskrise zu lösen. Zuletzt hatten die Einlagen von Banken bei der EZB Rekordstände erreicht. Auch eine Kreditklemme im Zusammenhang mit Basel III wird befürchtet.

²⁴ Vgl.: Harbrecht, E. und Wieland, M. (2010), „Ist eine europäische Ratingagentur sinnvoll, und wie sollte sie organisiert sein?“, in: ifo Schnelldienst, Jg. 63, 1/2010, S. 3–11.

Durch den Ankauf von nicht refinanzierungsfähigen Staatsanleihen gibt die EZB den überschuldeten Eurostaaten zu günstigen Zinskonditionen jenes Geld, das für diese auf privaten Kapitalmärkten nicht mehr zu haben ist. Mit einem Versprechen der EZB, notfalls die Refinanzierung der Euroländer zu sichern, wären eine Staatsinsolvenz und implizit auch eine Beteiligung privater Gläubiger ausgeschlossen. Bereits die bloße Ankündigung dieser Maßnahme durch die EZB könnte für Ruhe auf den Kreditmärkten sorgen, sodass Anleihekäufe durch die Notenbank unter Umständen gar nicht mehr oder nur in geringem Umfang notwendig würden. Durch eine solche geldpolitische Strategie (gelegentlich auch „Bazooka“ genannt) würde die Eurokrise ihr vorläufiges Ende finden. Dieses Instrument ist aber weder kosten- noch risikolos: Die Disziplinierungsfunktion der Märkte – die in der Krise zweifelsohne versagt haben, weil sie eben nicht vorausschauend und in dieser Eigenschaft stabilisierend, sondern eskalierend gewirkt haben – würde explizit durch die EZB ausgehebelt werden. Zum einen dürfte mit einer garantierten Zinsobergrenze und einer somit „bequemen“ Refinanzierung der Krisenstaaten deren Anreiz zur Durchsetzung von notwendigen strukturellen Reformen geschwächt werden. Zum anderen würden Banken wieder verstärkt solche Anleihen nachfragen. Die Folge wäre eine Fortsetzung des doppelten Moral Hazard von Staaten, die sich übermäßig verschulden, und Banken, die bereitwillig und ohne Risiko diese Schulden zu geringen Zinsen finanzieren.

Steht der Ankauf von Staatsanleihen in Konflikt zum Ziel der Preisniveaustabilität? Mittelfristig ist die Inflationsgefahr eher gering – da das Wirtschaftswachstum relativ schwach und die Arbeitslosigkeit hoch ist. In diesem Umfeld ist das Entstehen einer unkontrollierbaren Lohn-Preis-Spirale wenig wahrscheinlich. Eine Ausweitung der Geldbasis wäre also zurzeit kaum inflationswirksam. Größere Risiken gehen aktuell eher von einer möglichen Vermögenspreisinflation und der Entstehung von neuen Preisblasen aus. Außerdem hat die EZB die Möglichkeit, die zusätzlich geschaffene Liquidität wieder abzuschöpfen und so den Ankauf von Staatsanleihen zu „sterilisieren“. Sie kann entweder weniger Kredite an Banken verleihen oder offeriert Banken einen so attraktiven Zins für Termineinlagen, dass das Zentralbankgeld über diesen Kanal gleich wieder an die EZB zurückfließt. In beiden Fällen steigt die Geldbasis nicht. Und somit erhöht sich auch das Inflationsrisiko nicht. Genau dieser Strategie ist die EZB bislang gefolgt.

Japan liefert überdies ein Beispiel dafür, dass ein umfänglicher Ankauf von Staatsanleihen nicht notwendigerweise zu Inflation führen muss. Die japanische Staatsverschuldung lag 2005 bei 192 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Die japanische Notenbank hat zum Aufkauf der japanischen Staatsanleihen die Geldbasis zwischen 1996 und 2005 in etwa verdoppelt. Trotzdem rutschte Japan in jener Zeit in eine lang anhaltende Deflation. Die Verbraucherpreise liegen heute unter dem Niveau von Mitte der 1990er-Jahre. Im letzten Jahr gaben die Preise um 2 Prozent und in diesem Jahr um 1,5 Prozent nach. Und das, obwohl Staatsanleihen mehr als 50 Prozent der Aktiva der Notenbank ausmachen. Auch in den USA, mit einer deutlich höheren Staatsverschuldung von 100 Prozent des BIP im Vergleich zur Eurozone mit 89 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, liegt die Inflationsrate in diesem Jahr nur knapp über 2 Prozent und wird im nächsten Jahr auf wenig mehr als 1 Prozent zurückgehen. Auch im Euroraum bestehen bei einer erneuten Rezession eher wieder Deflationsrisiken.

Vor dem Hintergrund der bisherigen Ausführungen geht es bei der derzeitigen Diskussion der EZB-Politik entscheidender um die Frage, ob der Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB einen einmaligen Akt der Krisenbekämpfung darstellt, also eine begründete Ausnahme ist. Oder ob die EZB den Weg hin zu einer dauerhaften „Reparaturfunktion“ geht, bei der sie die strukturellen Defizite

des Euroraums permanent akkommodieren muss, um ein Auseinanderbrechen zu verhindern. In diesem Fall würde die Intervention der EZB zu einem Verlust der Glaubwürdigkeit führen. Langfristig führt auch mit Interventionen der EZB kein Weg an realen Anpassungsprozessen vorbei.

Die Rolle der EZB kann wie folgt zusammengefasst werden:

- Die EZB ist als einzige Institution in der Lage, unbegrenzt große Rettungsschirme aufzuspannen.
- Sie kann dies über eine gewisse Zeit tun, ohne dabei Inflation zu erzeugen.
- Die Maßnahmen der EZB können nicht dauerhaft Strukturanpassungen ersetzen.

2.6 Makroökonomische Auswirkungen

Für den Fall, dass Griechenland beschließt, freiwillig aus der Währungsunion auszuscheiden, kann der griechische Bankensektor nicht durch die EZB und die Eurostaaten gestützt werden; nur im Fall einer geordneten Insolvenz innerhalb des Euroraums wäre dies möglich. Die Folge ist dann eine tiefe Bankenkrise in Griechenland. Sofern es zu Kettenreaktionen kommt, ist auch die Finanzwirtschaft in anderen Eurostaaten betroffen. Die Bankenkrise wird sich wegen der Verflochtenheit der Kapitalmärkte multiplikativ verstärken und noch unkoordinierter ablaufen als nach der Lehman-Pleite, zumal die EZB, anders als im Jahr 2008, für Stützungsmaßnahmen ausfällt.

Ein Zerfall der Währungsunion wäre ein Schock, dessen Ausmaße kaum abschätzbar sind. Handels- und Investitionsbeziehungen würden sich radikal verändern. Schon die Möglichkeit, dass es über eine Kettenreaktion zum Zerfall kommt, würde Unsicherheiten erzeugen, die große Teile der Wirtschaft im Euro-raum aber auch darüber hinaus dazu veranlassen dürfte, zunächst alle Aktivitäten zu stoppen. So würden Aufträge storniert und Investitionspläne auf Eis gelegt. Damit käme es – wie nach der Lehman-Pleite – zu einer tiefen Rezession. Im Unterschied zu damals sind aber kaum handlungsfähige Staaten vorhanden, um gegenzusteuern. Deshalb würde die Krise nicht nur an Tiefe, sondern auch an Dauer die vorangegangene deutlich übersteigen.

Auch längerfristig – also noch deutlich nach Ende dieser Krise – wäre Deutschland als Exportland negativ von der Auflösung der Europäischen Währungsunion betroffen. Die D-Mark oder ein Kern-Euro werden kräftig aufwerten und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Anbieter beeinträchtigen. Die Nachfrage aus dem Ausland wird auf ein niedrigeres Niveau zurückfallen, zumal in den Krisenländern Wirtschaftseinbrüche wahrscheinlich sind und sie nach der Währungsumstellung nur eingeschränkt über Devisen verfügen. Das hat in Deutschland auch Auswirkungen auf die Beschäftigung im Exportsektor und über Einkommens- und Multiplikatoreffekte schließlich auf die übrigen Wirtschaftsbereiche sowie auf die Binnennachfrage. Eine tiefe und lange währende Rezession wird die Folge sein.

Aus der Analyse ergeben sich die folgenden Schlussfolgerungen:

- Das Ausscheiden einzelner Staaten aus der Währungsunion würde große Unsicherheit über die weitere Entwicklung mit sich bringen.
- Eine tiefe Rezession könnte die Folge sein.
- Im Gegensatz zu 2008 wären kaum handlungsfähige Staaten vorhanden, um die Rezession zu bekämpfen.

3 Fazit: Konsequenzen für die Eurostaaten und die Wirtschaft

Für die Auflösung des Euroraums wurden verschiedene Teilszenarien betrachtet. Diese reichen vom Ausscheiden einzelner Euroländer über den Zusammenschluss der stärkeren Euroländer zu einer Art „Kernwährungsunion“ bis zu einem totalen Zerfall der Währungsunion.

Konsequenzen für die Eurostaaten

In der deutschen Politik gibt es über Parteigrenzen hinweg eine klare Mehrheit für den Erhalt der Eurozone. Dieses Bekenntnis schließt auch Griechenland mit ein, wie die deutliche Zustimmung des Bundestages zum sogenannten zweiten Rettungspaket von Ende Februar 2012 zeigt. Ein Ausstieg Griechenlands aus der Währungsunion ist dennoch nicht ausgeschlossen: Sollte die künftige griechische Regierung nach den Parlamentswahlen im April die gegebenen Sparzusagen nicht einhalten, würde das Rettungspaket wieder aufgeschnürt. Eine Insolvenz Griechenlands ließe sich dann wohl nicht mehr vermeiden. In diesem Fall wäre die Gefahr einer Kettenreaktion bis hin zur Auflösung der Währungsunion groß.

Diskutiert wird die Aufspaltung der Währungsunion in eine Nord- und eine Südzone. Der Nord-Euro würde kräftig aufwerten, wahrscheinlich auch gegenüber Drittwährungen, und der Süd-Euro entsprechend abwerten. Die Folge wäre eine verbesserte Wettbewerbsposition der Unternehmen in der Südzone bei gleichzeitiger Verschlechterung in der Nordzone. Mit der veränderten Währungsbewertung sind aber auch Umverteilungen verbunden. Weil Kreditnehmer in der Südzone ihre noch in Euro aufgenommenen Schulden auch in Euro zurückzahlen müssten, würde ihre Verschuldung aufgrund der Abwertung des Süd-Euro massiv steigen. Zunächst wären Banken und Finanzinstitutionen betroffen, dann aber auch Industrieunternehmen.

Da es keine politisch legitimierte Institution gibt, die eine „Entflechtung“ der Eurozone moderieren könnte, wäre die (Teil-)Auflösung der Währungsunion mit massiven politischen Auseinandersetzungen zwischen den Staaten verbunden. Wegen der unabsehbaren Risiken einer Währungsabwertung wird jedes von Insolvenz bedrohte Land bis zuletzt um Stützungskredite kämpfen, um doch noch in der Nordzone verbleiben zu können. Umgekehrt dürfte in Deutschland und den anderen „starken“ Euroländern die politische Bereitschaft gegen null gehen, weitere Kredite an potenzielle Pleitestaaten zu vergeben, wenn diese über kurz oder lang doch aus der Währungsunion ausscheiden und ihren Eurokreditverpflichtungen kaum noch nachkommen können. Deshalb erscheint der Versuch einer Aufteilung der Währungsunion in zwei Blöcke wenig realistisch.

Konsequenzen für die Wirtschaft

Ein Zerfall der Währungsunion wäre ein Schock, dessen Ausmaße kaum abschätzbar sind. Handels- und Investitionsbeziehungen würden sich radikal verändern. Schon die Möglichkeit, dass es über eine Kettenreaktion zum Zerfall kommt, würde Unsicherheiten erzeugen, die große Teile der Wirtschaft im Euro-Raum aber auch darüber hinaus dazu veranlassen dürfte, zunächst alle Aktivitäten zu stoppen. So würden Aufträge storniert und Investitionspläne auf Eis gelegt. Damit käme es – wie nach der Lehman-Pleite – zu einer tiefen Rezession. Im Unterschied zu damals sind aber kaum handlungsfähige Staaten vorhanden, um gegenzusteuern. Deshalb würde die Krise die vorangegangene nicht nur an Tiefe, sondern auch an Dauer deutlich übersteigen.

Auch längerfristig – also noch deutlich nach Ende dieser Krise – wäre Deutschland als Exportland negativ von der Auflösung der Europäischen Währungsunion

betroffen. Die D-Mark oder ein Kern-Euro werden kräftig aufwerten und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Anbieter beeinträchtigen. Die Nachfrage aus dem Ausland wird auf ein niedrigeres Niveau zurückfallen, zumal in den Krisenländern Wirtschaftseinbrüche wahrscheinlich sind und sie nach der Währungs-umstellung nur eingeschränkt über Devisen verfügen. Das hat in Deutschland auch Auswirkungen auf die Beschäftigung im Exportsektor und schließlich auch auf die Binnennachfrage und damit die übrigen Wirtschaftsbereiche. Eine schwere und lange währende Rezession wäre die Folge.

Konsequenzen für das Beispielunternehmen

Ein Zerfall bzw. eine Aufteilung der Währungsunion würde für Unternehmen ebenfalls schwer kalkulierbare Folgen haben. Zunächst dürfte die Nachfrage in den Ländern der Südzone infolge der Wirtschaftskrise einbrechen. Zudem macht die zu erwartende drastische Aufwertung des Nord-Euro gegenüber dem Süd-Euro bzw. den nationalen Währungen der ehemaligen Eurostaaten das Unternehmen weniger wettbewerbsfähig. Dieser Effekt ist in abgeschwächter Form auch für die Märkte außerhalb Europas zu erwarten.

Die negativen Folgen bleiben aber keineswegs auf die Absatz- und Umsatzentwicklung beschränkt. Vielmehr müssen auch Produktionsanlagen, Warenbestände und andere Vermögenswerte des Unternehmens in den ehemaligen Eurostaaten neu bewertet und gegebenenfalls abgeschrieben werden. Das gilt auch für Forderungen gegenüber Kunden. Hinzu kommen erhebliche administrative Kosten und Risiken, beispielsweise bei der Umstellung der IT-Systeme.

Auf der anderen Seite würden die Lohnkosten in den ehemaligen Eurostaaten aufgrund der Währungsabwertung drastisch sinken. Die bereits vorhandenen Produktionsanlagen ließen sich deutlich profitabler betreiben. Produktionsverlagerungen aus der Nordzone in die Südzone wären die Folge, denkbar ist auch eine verstärkte Beschaffung in den Ländern der Südzone. Auch die Finanzierung von Investitionen in Ländern der Südzone dürfte für ein deutsches Unternehmen einfacher und bei vergleichbar guter Bonität günstiger werden. Dies gilt auch für Übernahmen und Beteiligungen in den ehemaligen Krisenländern. Schließlich ist damit zu rechnen, dass die Staaten der Südzone mit Steuersenkungen und Investitionsanreizen um ausländische Unternehmen und Kapitalgeber werben.

Die hier beschriebenen Unternehmenskonsequenzen beziehen sich auf das auf Seite 25 dargestellte Beispielunternehmen.

F Fazit: Konsequenzen für die Eurostaaten und die Wirtschaft

Die Staatsschuldenkrise hat den Euroraum erschüttert. Ein Auseinanderbrechen der Währungsgemeinschaft war und ist noch immer möglich. Folge einer solchen tief greifenden Spaltung wäre eine rapide Desintegration mit gravierenden politischen und ökonomischen Folgen. Um dieses Worst-Case-Szenario zu verhindern, müssen die Eurostaaten politische und institutionelle Konsequenzen ziehen und die Einigung Europas über die Währungsunion hinaus weiter vorantreiben. Nur so kann die derzeitige Krise allmählich überwunden werden und ähnliche Krisen sind in Zukunft zu vermeiden. Die Unternehmen müssen sich somit auf eine lange andauernde Phase der Unsicherheit einstellen.

Konsequenzen für die Eurostaaten

Eine Rückkehr zu Maastricht setzt voraus, dass der eingeschlagene Konsolidierungskurs in allen Eurostaaten beibehalten und in konkrete Strukturreformen überführt wird. Langfristig dürfte eine Stabilisierung nur über eine Weiterentwicklung der Währungsunion zur – beschränkten – Fiskalunion gelingen.

Die Euroländer sollten daher auf eine Lösung hinarbeiten, in der die Staaten grundsätzlich die Verantwortung für ihre Finanzen behalten, im Falle einer Schieflage sich aber auf die Unterstützung der Währungsunion verlassen können. Als Gegenleistung müssten insolvente oder von Insolvenz bedrohte Staaten so lange einen Teil ihrer fiskalischen Rechte an die Währungsunion abtreten, bis die Zahlungsfähigkeit wiederhergestellt ist. Um einen rechtlichen Rahmen zu schaffen, müssten neue staatliche Schuldverschreibungen mit Insolvenzkláuseln versehen werden.

Unter diesen Bedingungen könnten die Geberländer glaubhaft dauerhafte Hilfsmaßnahmen ankündigen. Auch eine Finanzierung der Krisenländer über Eurobonds wäre unter dieser Voraussetzung möglich. Hingegen würde die Ausgabe von Eurobonds ohne Verständigung auf eine Fiskalunion mit den skizzierten Elementen die Schuldenproblematik nur kurzfristig entschärfen, langfristig jedoch zu einer noch höheren und faktisch nicht mehr tilgbaren Schuldenlast führen. Die Konsequenz wäre das Auseinanderbrechen der Währungsunion, wobei die wirtschaftlichen Folgen für die ausscheidenden „schwachen“ Staaten noch gravierender wären als bei einem Austritt aus der Währungsunion zum gegenwärtigen Zeitpunkt.

Die (Teil-)Auflösung der Währungsunion würde wahrscheinlich eine globale Finanzkrise nach sich ziehen, die auch die Realwirtschaft hart treffen und eine tiefe globale Rezession auslösen dürfte. Die Kosten einer Auflösung der Währungsunion wären deutlich größer als die Kosten des Erhalts der Währungsunion. Um das Risiko des Zerfalls zu reduzieren, sollten alle Staaten im Euroraum gehalten werden. Deutschland kommt dabei aufgrund seiner wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit eine besondere Bedeutung zu.

Konsequenzen für die Wirtschaft

Die tiefe Krise macht Konsolidierungsprogramme und Strukturanpassungen in den überschuldeten Staaten unausweichlich. Mindestens über die nächsten fünf Jahre benötigen die Krisenländer immer wieder Unterstützung durch die stabilen Mitgliedsstaaten. Die unausweichlichen strukturellen Anpassungsprozesse werden mindestens ein Jahrzehnt benötigen.

Entsprechend steht Verbrauchern und Unternehmen eine lange Phase der Unsicherheit bevor. Die Konsolidierungsmaßnahmen und die Verunsicherung führen zu einem deutlich verlangsamten Wachstum in der Eurozone. Damit verharrt die Arbeitslosigkeit auf einem hohen Niveau und auch der Wettbewerbsdruck bleibt hoch.

Vor dem Hintergrund einer nur schwachen konjunkturellen Entwicklung dürften Lohnforderungen im Euroraum äußerst moderat ausfallen. Dadurch wird der Preissetzungsspielraum begrenzt, sodass auch die Inflation gering sein wird.

Bei schwacher Konjunktur und niedrigen Inflationsraten wird die Politik der Zentralbank weiterhin sehr expansiv ausgerichtet sein. Damit bleiben die Zinsen auf einem niedrigen Niveau. Die deutsche Volkswirtschaft dürfte von dieser Konstellation profitieren, da niedrige Zinsen und allenfalls moderate Lohnsteigerungen an den Standorten in der Eurozone die Wettbewerbsfähigkeit auf den Märkten in Nordamerika und Asien verbessern. Die Zuwächse auf diesen Märkten könnten auch den zu erwartenden Nachfragerückgang in Europa kompensieren, zudem dürfte auch die Binnennachfrage in Deutschland nicht so stark sinken wie in anderen Eurostaaten.

Konsequenzen für das Beispielunternehmen

Abschließend stellt sich die Frage, wie sich das idealtypische deutsche Mittelstandsunternehmen angesichts der Euroszenarien strategisch positionieren sollte. Im – aus heutiger Sicht – eher wahrscheinlichen Fall eines Erhalts der Währungsunion müssen sich Unternehmen auf eine lange Stagnation der europäischen Wirtschaft einstellen. Wachstum dürfte vor allem außerhalb der Eurozone zu realisieren sein. Um die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen, sollten deutsche Unternehmen eine verstärkte Beschaffung bzw. Produktion in den Eurokrisenstaaten erwägen. Denn an diesen Standorten dürfte das Lohnniveau auf absehbare Zeit nur wenig steigen. Auch Beteiligungen und Übernahmen in den Krisenländern sind eine erwägenswerte Option.

Trotz des voraussichtlich dauerhaft niedrigen Zinsniveaus müssen sich Unternehmen allerdings im Konsolidierungsszenario auf erschwerte Finanzierungsbedingungen vorbereiten. Denn die Banken werden wegen der insgesamt hohen wirtschaftlichen Risiken strengere Kreditvergabestandards anlegen. Dies macht aufseiten der Unternehmen eine höhere Eigenkapitalausstattung erforderlich. Unternehmen mit geringem Eigenkapital und Unternehmen, die Risikokapital benötigen, werden zunehmend die Notwendigkeit sehen, sich direkt am Kapitalmarkt zu finanzieren. Dies könnte dazu führen, dass ausländische Investoren und auch Staatsfonds aus finanzstarken Ländern eine wichtigere Rolle spielen werden als bislang.

Auf einen Zerfall der Währungsunion können sich Unternehmen hingegen kaum vorbereiten. Sinnvoll ist eine Überprüfung sämtlicher Forderungen und Vertragsbeziehungen in den Ländern, die möglicherweise aus der Eurozone ausscheiden könnten. Zwar müsste beispielsweise ein griechisches Unternehmen auch nach einem Austritt Griechenlands aus der Währungsunion seine Rechnungen gegenüber deutschen Geschäftspartnern in Euro begleichen. Allerdings wären einige Vertragspartner wegen der Abwertung der neuen Landeswährung möglicherweise nicht dazu in der Lage, ihren Verpflichtungen in Euro nachzukommen. Derartigen Risiken kann mit dem Abschluss einer Exportkreditversicherung oder auch der Verkürzung von Zahlungszielen entgegengewirkt werden. Auf der Beschaffungsseite besteht demgegenüber zunächst kein Handlungsbedarf. Eine Verlagerung in mögliche Austrittsländer wäre zum gegenwärtigen Zeitpunkt hoch spekulativ, während es für eine Rückverlagerung aus den Krisenstaaten in „sichere“ Euroländer keinen Anlass gibt.

Ihre Ansprechpartner

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Prof. Dr. Norbert Winkeljohann

Friedrich-Ebert-Anlage 35–37
60327 Frankfurt am Main
Tel.: +49 69 9585-5566
norbert.winkeljohann@de.pwc.com

Folker Trepte

Bernhard-Wicki-Straße 8
80636 München
Tel.: +49 89 5790-5530
folker.trepte@de.pwc.com

Unsere Mandanten stehen tagtäglich vor vielfältigen Aufgaben, möchten neue Ideen umsetzen und suchen Rat. Sie erwarten, dass wir sie ganzheitlich betreuen und praxisorientierte Lösungen mit größtmöglichem Nutzen entwickeln. Deshalb setzen wir für jeden Mandanten, ob Global Player, Familienunternehmen oder kommunaler Träger, unser gesamtes Potenzial ein: Erfahrung, Branchenkenntnis, Fachwissen, Qualitätsanspruch, Innovationskraft und die Ressourcen unseres Expertennetzwerks in 158 Ländern. Besonders wichtig ist uns die vertrauensvolle Zusammenarbeit mit unseren Mandanten, denn je besser wir sie kennen und verstehen, umso gezielter können wir sie unterstützen.

PwC. 8.900 engagierte Menschen an 28 Standorten. 1,45 Mrd. Euro Gesamtleistung. Führende Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft in Deutschland.

Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut gemeinnützige GmbH

Prof. Dr. Thomas Straubhaar

Heimhuder Straße 71
20148 Hamburg
Tel.: +49 40 340576-100
straubhaar@hwwi.org

Das Hamburgische WeltWirtschaftsInstitut (HWWI) ist eine private Forschungseinrichtung, die Grundlagen- und angewandte Forschung nutzt, um unabhängige, wissenschaftlich fundierte und praxisnahe Beratungsdienstleistungen zu erbringen. Auftrag- und Projektgeber des HWWI sind Unternehmen, Verbände, Ministerien, die EU-Kommission, Stiftungen und Einrichtungen der Forschungsförderung. Darüber hinaus engagiert sich das Institut in der wirtschaftswissenschaftlichen Lehre sowie in der Qualifizierung des wissenschaftlichen Nachwuchses. Gesellschafter des 2005 gegründeten HWWI sind die Handelskammer Hamburg und die Universität Hamburg.

