
Die Schuldenkrise im Euroraum – Entstehung, Entwicklung und wirtschaftspolitische Handlungsoptionen

CHRISTIAN DREGER

Christian Dregger, DIW Berlin – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, E-Mail: cdregger@diw.de

Die Staatsschuldenkrise im Euroraum hat sich zur bisher größten Belastungsprobe in der Währungsunion entwickelt. Nachdem die Krise zunächst auf Griechenland begrenzt war, haben die Verwerfungen mittlerweile die Kernländer der Währungsunion erreicht. Zu den Ansteckungsgefahren haben unzureichende Antworten der Politik maßgeblich beigetragen. Konsolidierte Staatsfinanzen und strukturelle Anpassungsprozesse erfordern einen langen Atem und können kurzfristig die wirtschaftliche Entwicklung erheblich belasten. So sind die Produktionseinbrüche in vielen Staaten erheblich, und die Arbeitslosigkeit ist oftmals stark gestiegen. Mehr als 60 Prozent der Unter-25-Jährigen in Ländern wie Griechenland und Spanien sind derzeit arbeitslos, mit einem deutlichen Rückgang der Raten ist vorerst nicht zu rechnen. Angesichts einer langwierigen Anpassung besteht das latente Risiko, dass die Reformbereitschaft in den betroffenen Staaten sinkt und die gesetzten Ziele nicht erreichbar sind. Dies würde auch den Erfolg der EU-2020-Strategie gefährden, die Währungsunion zu einer Region mit intelligentem, nachhaltigem und integrativen Wachstum zu entwickeln. Dabei soll ein hohes Maß an Beschäftigung, Produktivität und sozialem Zusammenhalt erreicht werden. Die Herausforderung für die politischen Entscheidungsträger liegt darin, die wirtschaftliche Erholung trotz der Schuldenkrise zu fördern und gleichzeitig die Konsolidierung der Staatshaushalte voranzutreiben. Institutionelle Entwicklungen, die noch vor einiger Zeit undenkbar schienen, etwa in Richtung einer Vergemeinschaftung der Schulden und zentraler Durchgriffsrechte in nationale Haushalte im Rahmen einer Fiskalunion, sind nicht mehr unwahrscheinlich.

Im Mittelpunkt dieses Vierteljahrshefts zur Wirtschaftsforschung stehen Untersuchungen zur Entstehung und Entwicklung der Schuldenkrise im Euroraum. Auf der Basis der Analyse werden Empfehlungen für die Wirtschaftspolitik herausgearbeitet. In dem Beitrag von *Charles B. Blankart* wird der Weg in die Schuldenkrise skizziert. Danach ist der Euro vor allem durch ein nichtstabilitätsgerechtes Verhalten der meisten Mitgliedstaaten der Währungsunion unter Druck geraten. Die Finanzkrise hat das Risikobewusstsein internationaler Investoren geschärft. Dabei haben die Märkte den Umfang der Staatsverschuldung in den Peripheriestaaten antizipiert und neu bewertet. Die bisherigen Reaktionen der Wirtschaftspolitik sind unzureichend, um die Krise zu beheben. Das Auflegen immer neuer finanzieller Hilfsprogramme im Rahmen der Rettungsschirme verschärft die Krise. Daher sind dringend Alternativen zu entwickeln, um ein Abdriften in eine Transferunion zu verhindern.

Susanne Neheider und *Ludger Schuknecht* diskutieren die Frage, ob der Konsolidierungskurs dem wirtschaftlichen Wachstum schadet. Nach ihrer Auffassung sind strukturelle Konsolidierung und nachhaltiges Wachstum keine Gegensätze, sondern stehen vielmehr in einem komplementären Zusammenhang. Konsolidierung in Verbindung mit Strukturreformen ist mit kleinen Multiplikatoren verbunden und schafft erst die Voraussetzung für nachhaltiges Wachstum. In den letzten Jahren sind bereits erhebliche Fortschritte erzielt worden, und ein Abrücken vom Pfad zu soliden Staatsfinanzen würde die Wachstumsfrüchte gefährden. Darüber hinaus dürfte eine fiskalische Stimulierung in Deutschland kaum zu einem Wachstumsschub in den Peripherieländern führen, würde aber die Glaubwürdigkeitsrisiken für den Euroraum erhöhen. Auch nach der Analyse von *Henning Klodt* sollte am Konsolidierungskurs festgehalten werden. Die Wirtschaftsstrukturen in den Krisenländern sind in den langen Jahren des billigen Geldes so stark erodiert, dass konjunkturstimulierende Maßnahmen weitgehend ins Leere laufen würden. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer hat sich seit der Einführung des Euro erheblich verschlechtert und kann nur durch Strukturreformen wieder gesteigert werden. Neue Ausgabenprogramme könnten allenfalls Strohfeuer entfachen. Die Krisen würden nur unnötig verlängert, weil die Anpassungslasten noch weiter zunehmen. Nach *Christian Dreger* und *Hans-Eggert Reimers* ist die Staatsverschuldung nicht losgelöst, sondern vor dem Hintergrund der makroökonomischen Bedingungen zu beurteilen. Dementsprechend wird zwischen Perioden eines nachhaltigen und nichtnachhaltigen Schuldenstandes differenziert. Liegt die Nominalverzinsung über dem nominalen Wachstum, sind Primärüberschüsse in den öffentlichen Haushalten erforderlich, um den Schuldenstand zu stabilisieren. Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass eine steigende Verschuldung das Wachstum reduziert. Allerdings gilt das Ergebnis nur für den Euroraum, für eine breitere Gruppe von Industrieländern sind keine negativen Auswirkungen erkennbar. Offenbar zieht die Mitgliedschaft in der Währungsunion ein zusätzliches Risiko für die beteiligten Staaten nach sich, das weitere Reformen im makroökonomischen Management erforderlich machen kann. Auf die Richtung der institutionellen Reformen auf der Ebene der Währungsunion geht der Beitrag von *Henning Vöpel* ein. Danach liegen die Ursachen der Schuldenkrise vor allem in einem fehlenden Ausgleichsmechanismus beim Auftreten asymmetrischer Schocks und in Fehlanreizen aufgrund der hohen externen Kosten, die bei einem Auseinanderbrechen der Währungsunion zu erwarten sind. Im Rahmen eines spieltheoretischen Ansatzes für nichtoptimale Währungsräume zeigt sich, dass der Euroraum einen Umverteilungsmechanismus und gleichzeitig eine Ausschlussoption oder ein zentrales Eingriffsrecht in die nationale Fiskalpolitik benötigt, das auf absehbare Zeit kaum umsetzbar ist. Dennoch sollte ein neues institutionelles Design vor allem darauf abzielen, die Durchsetzung von Stabilisierungsmaßnahmen glaubwürdiger zu machen.

Die von *Philipp an de Meulen* und *Torsten Schmidt* vorgenommene Wachstumszerlegung hebt die Bedeutung der Wirtschaftsstrukturen hervor, die sich seit der Euro-Einführung in den Ländern der Währungsunion gebildet haben. Das Wachstum in der Vorkrisenzeit hat sich wesentlich auf kräftige Kapitalinvestitionen gestützt. Diese sind in Griechenland und Portugal für einen strukturellen Wandel genutzt worden, indem Arbeitsplätze in produktiven Bereichen des industriellen Sektors und vor allem im Dienstleistungssektor entstanden. Dagegen wurden vor allem in Spanien Überkapazitäten im Bausektor geschaffen. Die Anpassung in der Krise ist mit teilweise tiefen Produktionseinbrüchen verbunden. Trotz der Einleitung struktureller Reformen verzögert sich der Wiederaufbau der Beschäftigung bisher. Eine Strategie könnte darin bestehen, strukturelle Reformen den Konsolidierungsbestrebungen vorzuziehen, um eine bereits begonnene Abwanderung von Kapital und Arbeit in den Krisenländern einzudämmen.

Die Rolle der Europäischen Zentralbank (EZB) während der Finanz- und Schuldenkrise wird in dem Analyse von *Ansgar Belke* und *Florian Verheyen* beleuchtet. Seit Beginn der Finanzkrise haben Notenbanken weltweit versucht, dem wirtschaftlichen Abschwung mit zum Teil unkonventionellen Maßnahmen zu begegnen. Die EZB hat weniger unkonventionell als andere Zentralbanken gehandelt. Stets stand die Aufrechterhaltung des monetären Transmissionsmechanismus im Vordergrund. Die Maßnahmen zielten vor allem darauf ab, die Finanzierungsbedingungen der Banken zu verbessern und Ansteckungseffekte im Finanzsystem zu verhindern. Darüber hinaus sind bereits mehrfach zaghafte Versuche eines Ausstiegs aus der expansiven Geldpolitik gestartet worden. Insgesamt ist die Geldpolitik der EZB als erfolgreich zu beurteilen, weil sie zu einer gewissen Stabilisierung der Produktions- und Preisentwicklung beigetragen hat. Auf der anderen Seite ist die Zentralbank zunehmend zu einem politischen Akteur geworden, was letztlich auch ihre Unabhängigkeit gefährden kann. Unter anderem steigt dadurch das Risiko einer finanziellen Repression, das im Beitrag von *Ansgar Belke* und *Jonas Keil* thematisiert wird. Die Staaten könnten versucht sein, ihre Verschuldung abzubauen, indem die Nominalzinsen bei steigender Inflation niedrig gehalten werden. Dies würde die reale Belastung der öffentlichen Kassen reduzieren. Als Reaktion auf die steigenden Schuldenstände wäre eine solche Strategie durchaus denkbar. Die Rettung des Euro, die Stabilisierung des Finanzsystems und die Einführung einer Bankenunion könnten ebenso als Legitimierung entsprechender Maßnahmen dienen. Allerdings würde eine solche Politik vielschichtige negative Auswirkungen vor allem für Sparer nach sich ziehen. Diese wären mit niedrigen oder negativen Renditen konfrontiert und müssten tendenziell auf riskantere Anlagealternativen ausweichen, um eine reale Entwertung ihrer Vermögen zu verhindern.

Die Reformen auf dem Wege zu einer Bankenunion werden in einer Reihe von Beiträgen untersucht. In seinem Beitrag betont *Fritz Breuss*, dass Defizite in der wirtschaftspolitischen Architektur der Wirtschafts- und Währungsunion durch neue Instrumente wie die Einführung des Europäischen Semesters und der Analyse makroökonomischer Ungleichgewichte bereits angegangen worden sind. Dagegen ist die Stabilisierung des Bankensektors auch fünf Jahre nach der Lehman Pleite nur ansatzweise umgesetzt. Von der Europäischen Bankenunion wird vorerst nur die Europäische Bankenaufsicht implementiert, weitere Pfeiler wie ein einheitlicher Abwicklungsmechanismus und eine einheitliche Einlagensicherung kommen erst später hinzu. Damit bleiben die Reformen zunächst lückenhaft. Nach *Jörg Rocholl* besteht die fundamentale Herausforderung darin, die Einheit von Eigentum und Haftung herzustellen und damit den Steuerzahler vor Bankenpleiten zu schonen. Gläubigerbeteiligungen sind bei der Insolvenz von Banken oft die Ausnahme geblieben, denn zu oft wirkte die Furcht mit, dass dadurch andere Banken in Mitleidenschaft gezogen würden. Damit geht aber ein Risikotransfer vom privaten

in den staatlichen Sektor einher, der viele Staaten überfordert und einen Teufelskreis entstehen lässt, der die Solvenz der Banken schwächt. Die große Herausforderung auf dem Weg zu einer krisenfesteren Währungsunion besteht darin, die enge Verflechtung zwischen Staaten und Banken und insbesondere die enge Verflechtung von Banken untereinander zu überwinden. Daher ist es dringend erforderlich, Bail-in-Regelungen umzusetzen, um die Gläubiger stärker als bisher in Haftung zu nehmen.

Mit der Entwicklung der Auslandsforderungen der deutschen Banken im Zuge der Finanzkrise beschäftigt sich der Beitrag von *Rainer Frey*. Kurz nach der Insolvenz von Lehman Brothers zeigt sich ein breiter Rückgang der Forderungspositionen hiesiger Finanzinstitute. Im Zuge der Entwicklungen in Griechenland und in Kombination mit den Immobilienpreisblasen in einzelnen Ländern des Euroraums hat sich diese Tendenz fortgesetzt. Der Bilanzabbau hat sich infolge der strengeren Anforderungen für die Banken im Zuge der Basel-III-Regulierung verstärkt. Daher ist die internationale Verflechtung der deutschen Banken nach einer Zunahme des Auslandsgeschäfts vor der Krise zurückgegangen. Damit kann eine Neuausrichtung der Geschäftsmodelle verbunden sein. Das Investmentbanking, das stark mit Eigenkapital zu unterlegen ist, dürfte eher abgebaut werden. Dagegen werden das Einlagengeschäft als solide Finanzierungsgrundlage und die Vermögensverwaltung an Bedeutung gewinnen.