

Analysen

Ach Euro!

**” Der Euro im
13. Jahr “**

Februar
2011

Autor: Stefan Bruckbauer

Impressum
Herausgeber, Verleger, Medieninhaber:
UniCredit Bank Austria AG
Economics & Market Analysis Austria
Schottengasse 6-8
1010 Wien
Telefon +43 (0)50505-41951
Fax +43 (0)50505-41050
e-Mail: econresearch.austria@unicreditgroup.at

Stand: Februar 2011

Ach Euro!

2011, das 13. Jahr des Euro!

Der Euro war keine Verschuldungsmaschine, die meisten Staaten und auch der Durchschnitt haben sich seit der Euroeinführung deutlich weniger stark verschuldet als etwa die USA. Die heutige Schiefelage einiger Länder wurde auch durch den Realzinsschock begünstigt, der in den nächsten Jahren nicht mehr zu erwarten ist.

Der Euro hat vielen Ländern, vor allem auch den heute sehr starken Ländern, in den letzten Jahren große Vorteile gebracht. Netto überwiegen für die starken Länder die Vorteile, unabhängig, ob sie durch eigene Anstrengungen oder durch Fehler der anderen entstanden sind. Diese Vorteile, größer als oft angenommen, rechtfertigen nun durchaus Solidarität zu zeigen, um den Euro nicht zu gefährden, was extrem negativ, auch für die starken Länder, wäre.

Durch mehr Flexibilität und Schnelligkeit würden die Kosten für die Lösung der derzeitigen Probleme geringer ausfallen. Ein Schlüssel dafür bietet die EFSF, der, wenn er seine Mittel flexibel einsetzen könnte, relativ rasch zu positiven Marktreaktionen führen könnte, ohne die nicht gewünschte Übernahme eines großen Teils der Schulden gefährdeter Staaten in gemeinschaftliche Haftung.

Der Kauf und Verkauf von Ausfallsversicherung (CDS) durch die EFSF könnte ergänzend zu Anleihekäufen diesen Kurswechsel glaubhaft signalisieren. Dabei sollte die Lösung der derzeitigen Probleme nicht zu sehr mit der konkreten Ausgestaltung der zukünftigen „makroökonomischen Überwachung“ verknüpft werden. Gewisse wirtschaftspolitische Forderungen nach Harmonisierung entspringen mehr populistischen Vorstellungen für die heimischen Wähler als ökonomischer Notwendigkeit, wie auch ein Vergleich mit den USA zeigt.

Mittelfristig muss jedoch, auch dies zeigt der Vergleich mit den USA, ein größerer Teil der Wirtschaftspolitik im Euroraum gemeinsam erfolgen, der neue ESM bietet eine erste Grundlage, auch wenn die derzeitigen Pläne dafür pessimistisch stimmen. Die Verhinderung zukünftiger Schieflagen bei der öffentlichen Verschuldung muss durch nationale Gesetze ergänzt werden, um effektiv zu werden.

1. Der Euro in seinen ersten Jahren

Als am 1. Jänner 1999 der Startschuss für den Euroraum gegeben wurde¹, blieb die Bevölkerung vieler Länder², aber auch viele Investoren außerhalb des Euroraums skeptisch gegenüber dieser künstlichen Währung von elf³ weiterhin mehr oder weniger unabhängigen Staaten. Die drei wichtigsten Kritikpunkte waren der Außenwert, der Innenwert (Inflation), aber auch die ständigen Diskussionen rund um den sogenannten Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP). Der SWP war jenes Vertragswerk, das sicherstellen sollte, dass auch nach der Euroeinführung kein Land durch zu hohe Staatsverschuldung die Stabilität des gesamten Währungsraums gefährdet.

Kritik am Außenwert des Euro

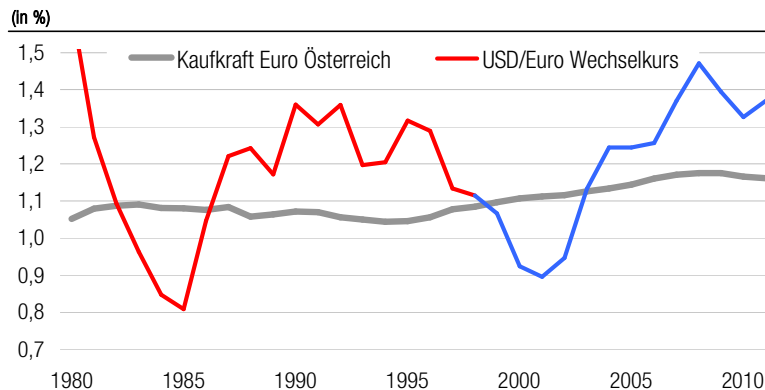
Traditionell wurde die Diskussion um den Außenwert des Euro auf den EUR/USD-Kurs verkürzt. Dieser folgte jedoch im Verlauf der ersten Jahre keinem eindeutigen Trend, so dass sich die Kritik eines zu festen als auch eines zu weichen Euro relativ rasch neutralisierte. Tendenziell setzte sich jedoch die Meinung durch, der Euro sei eher „zu stark“. Dies wird auch durch verschiedene Kaufkraftvergleiche bestätigt. Sowohl die OECD als auch der IWF sehen den Wert des Euro zwischen 1,15 und 1,20. Unter diesem Wert lag der Euro nur die ersten vier seiner bisher zwölf Jahre.

¹ Ökonomisch und juristisch begann der Euroraum am 1.1.1999, auch wenn Eurobanknoten und –münzen erst ab 2002 in Umlauf waren, die Geldpolitik ging bereits zu diesem Zeitpunkt auf das ESZB (Europäisches System der Zentralbanken, bestehend aus EZB und nationalen Notenbanken) über und an den Finanzmärkten (Devisenmärkten) galt nur mehr der Euro.

² Am kritischsten war die Bevölkerung Österreichs (Zustimmung 53%) und Deutschlands (Zustimmung 57%), Eurobarometer Juli 1999.

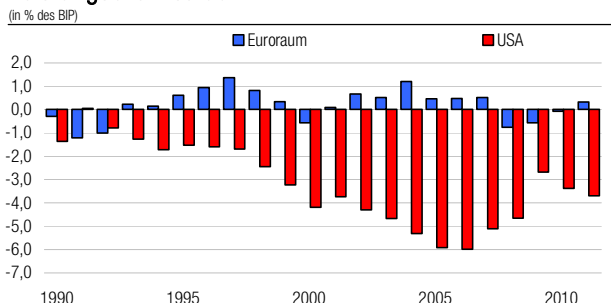
³ Der Euro startete mit elf Teilnehmerländer, Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Niederlande, Belgien, Österreich, Finnland, Portugal, Irland und Luxemburg. 2001 stieß auch Griechenland als 12. Land dazu. Am 1.1.2007 folgte Slowenien, am 1.1.2008 dann Malta und Zypern, 1.1.2009 die Slowakei und 1.1.2011 Estland, so dass heute 17. Staaten den Euroraum bilden.

USD/Euro-Kurs und Kaufkraft

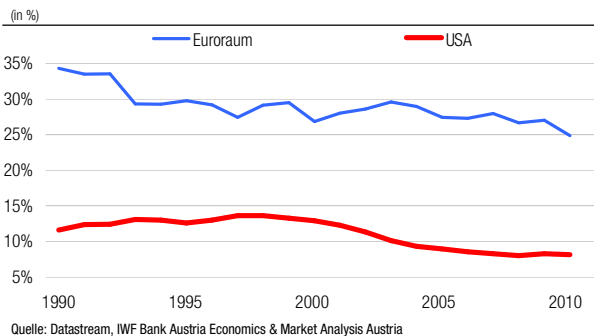


Die Überbewertung des Euro wurde zwar immer wieder von Seiten der Industrie kritisiert, schlussendlich aber in einer „stabilitätsorientierten Öffentlichkeit“, wie sie in Europa vor allem in Deutschland vorhanden ist, wohlwollend hingenommen. Damit akzeptierte man den Wettbewerbsnachteil des Euroraums, nicht zuletzt auch, da der Euroraum seit Existenz jährlich eine mehr oder weniger ausgeglichene Leistungsbilanz hatte.

Leistungsbilanzsaldo



Weltmarktanteile

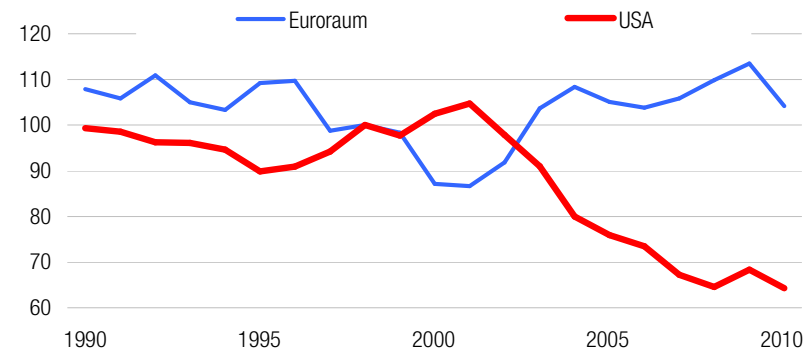


Auch wenn die fast ausgeglichene Leistungsbilanz des Euroraumes somit kein Indiz für Wettbewerbschwäche zu sein scheint, kam es doch zu einem deutlichen Rückgang des Weltmarktanteils. Dieses Schicksal erfuhr jedoch auch die USA mit ihrer, zumindest gegenüber dem Euro, unterbewerteten Währung. Auslöser dafür war der bekannte Aufstieg Asiens⁴. Trotzdem stellt die real effektive Aufwertung des Euro, sollte sie sich fortsetzen, eine Herausforderung für den Standort Euroraum, vor allem im Vergleich zu den USA, dar. Die USA haben damit einen deutlichen „Inflationsbuffer“ gegenüber Europa, d.h. sie könnten längere Zeit auch mit einer höheren Inflationsrate (bei heutigem Wechselkurs) leben.

⁴ Siehe dazu auch: Bruckbauer Stefan (2011): „Der große Krieg, das kleine Laibchen und der große Kuchen“, Bank Austria Analysen.

Real effektiver Wechselkurs

(Basis Lohnstückkosten, 1998=100)



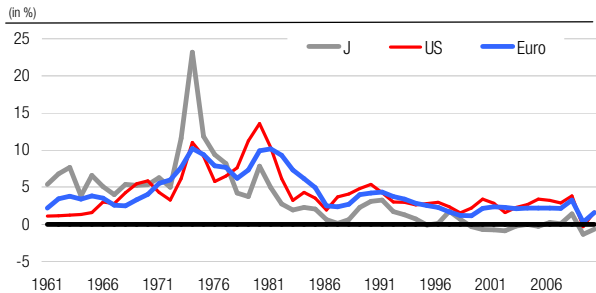
Quelle: OECD Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Kritik an der inneren Stabilität – die Inflationsentwicklung

Grundsätzlich waren die 2000er Jahre von niedrigen Inflationsraten gekennzeichnet.

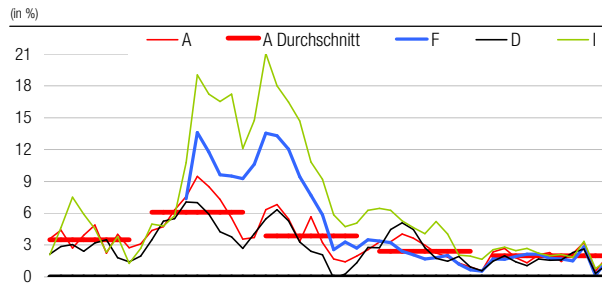
Nicht nur der Euroraum im Durchschnitt, sondern jedes einzelne Mitgliedsland, inklusive Deutschland und Österreich, erlebte in den Jahren seit 1999 die niedrigste Dekadeninflation seit dem Zweiten Weltkrieg. Insgesamt lag die Inflationsrate im Euroraum mit 1,97% auch unter dem Zielwert der EZB.

Inflationsraten



Quelle: Datastream Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Inflationsraten



Quelle: Datastream Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Kritik an der Defizitentwicklung – der SWP

Konnte der Euro also relativ rasch seine Kritiker überzeugen, dass er keine „Weichwährung“ war⁵, bestätigt durch Außenwert und niedriger Inflation, erzeugte die ständige Diskussion um ausufernde Staatsdefizite mehr Aufmerksamkeit. Zudem konnte die Diskussion auch sehr öffentlich wirksam geführt werden, hatte man sich im Rahmen der Maastrichtverträge mit dem Referenzwert 3% eine sehr einfache, wenn auch von vielen umstrittene, Messgröße gegeben. Auch das immer mehr standardisierte Verfahren zur Messung eines regelkonformen Verhaltens im Rahmen des EDP (Excess Deficit Procedure) verstärkte die öffentliche Aufmerksamkeit.

Allerdings lieferte die europäische (in diesem Fall wohl eher die nationale) Politik relativ rasch jenes Ergebnis, das die Europapolitik seit Jahrzehnten prägt. Wann immer es möglich ist, werden nationale Interessen (und seien sie noch so klein) vor die europäischen gesetzt ohne an die Folgen zu denken. 2003

⁵ Dies wird auch durch die gestiegene Zustimmung zum Euro in den skeptischen Ländern Österreich und Deutschland bestätigt, wo sie von 53% auf 67% bzw. 57% auf 72% bis Mitte der 2000er Jahre stieg und auch heute noch liegt. Quelle: Eurobarometer 2007 und 2010.

legte die EU-Kommission, den Regeln des EDP folgend, dem EU-Rat⁶ den Vorschlag zur Verabschiedung vor, Deutschland „in Verzug“ zu setzen um damit den nächsten Schritt im Rahmen des EDP einzuleiten. Entgegen den bisherigen Gepflogenheiten und den Erwartungen der Öffentlichkeit, lehnte der Rat mit den Stimmen der großen Mitgliedsländer und unter der Federführung Deutschlands und Frankreichs den Vorschlag jedoch ab.⁷ Dies war aus mehreren Gründen fatal und wahrscheinlich für die heutige Krise sehr mitentscheidend, da es ab dieser Entscheidung zu keiner ernsthaften weiteren Integration und verstärkten Koordinierung mehr kam, sondern vielmehr zum Gegenteil. So wurde in Folge auch der SWP eher aufge- weicht als gestärkt. Dass aber die Initiative gerade von jenem Land ausging, das bisher als Garant strenger Regeln galt, dürfte sich am negativsten ausgewirkt haben⁸.

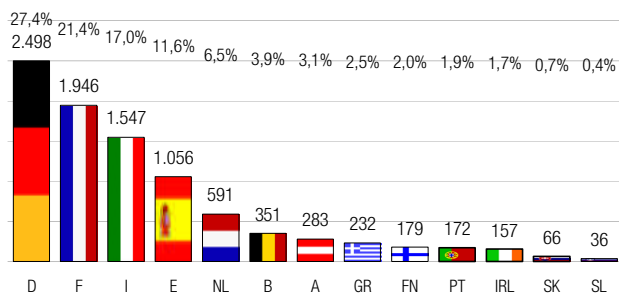
Ingesamt zeigten die ersten Jahre des Euro, dass die Kritiker nicht recht behielten, was die operativen Fähigkeiten des Euroraums, allen voran die Geldpolitik, betraf. Andererseits hat die Krise aber auch den Eurooptimisten gezeigt, dass die Schwäche an fehlender fiskalpolitischer Koordinierung bzw. Integration sich doch zu einer ernsten Bedrohung des Euroraums entwickeln kann (oder konnte) und dass der Euro diese Integration nicht (oder zumindest nicht schnell genug) automatisch liefern kann. Zudem brauchte es erneut erst die Krisensituation (so wie in der europäischen Geschichte schon sehr oft), sich dessen be- wusst zu werden. Auch diesmal (wie auch beim EWS in den 90er Jahren) dienen die Investoren („Fi- nanzmärkte“) als wichtige Auslöser dieses Drucks, allerdings erneut unbedankt, da sie meist oberflächlich als Auslöser des Problems bezeichnet werden.

2. Was lief schief?

Der Euroraum⁹ umfasst heute siebzehn Länder mit einer Wirtschaftsleistung von rund 9.100 Mrd. Euro, zu heutigem Wechselkurs 85% der USA (berücksichtigt man den unterbewerteten USD wären es rund 70%). Etwa 2/3 der Wirtschaftsleistung wird in den drei großen Staaten (Deutschland 27%, Frankreich 21% und Italien 17%) erzeugt.

Wirtschaftsleistung (BIP)

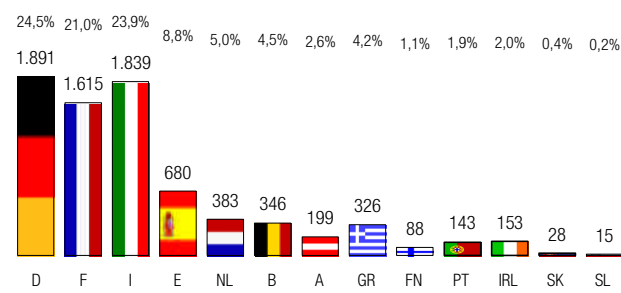
(Mrd. Euro 2010 und Anteile in %)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Staatsschuld

(Mrd. Euro 2010 und Anteile in %)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Das Volumen der Staatsschuld beträgt im Euroraum derzeit rund 7.700 Mrd. Euro, 77% des Niveaus der USA. Auch die Staatsschuld des Euroraums konzentriert sich auf die drei großen Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich und Italien, die fast 70% der Schuld aller öffentlichen Haushalte im Euroraum auf sich vereinen.

⁶ Der EU-Rat besteht aus den Fachministern der EU-Staaten bzw. den Regierungschefs, dann heißt er Europäischer Rat. Der Rat ist einerseits Exekutive (er initiiert Gesetze), aber auch Legislative, wenn er Vorschläge der Kommission annimmt oder ablehnt.

⁷ Nicht unerwähnt sollte hier bleiben, dass etwa auch Österreich und Griechenland damals gegen die Ablehnung stimmten, nicht zuletzt als Ausdruck des Konflikts „Große“ gegen „Kleine“. Siehe dazu Bruckbauer Stefan (2003): „Das Ende des Stabilitäts- und Wachstumspaktes?“, BA Xplicit.

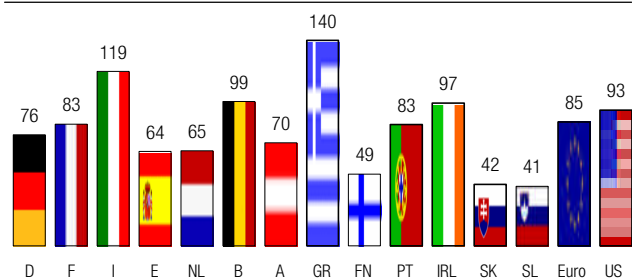
⁸ Deutschland war natürlich Mitte der 2000er Jahre noch immer stark von den Folgekosten der Wiedervereinigung geprägt, allerdings hätte Deutschland aus heutiger Sicht stärker den Dialog auf europäischer Ebene suchen sollen.

⁹ In dieser Analyse wurde meist auf den Euroraum vor 2011 Bezug genommen, daher ohne Estland. Zudem wurde manchmal, zur besser Übersicht, auf die Darstellung kleiner Länder (Malta, Zypern, Luxemburg, manchmal auch Slowenien und Slowakei) verzichtet.

Betrachtet man die Staatsschuld einzelner Staaten im Verhältnis zum BIP erkennt man das bekannte Bild mit einer deutlich höheren Schuld für Griechenland, aber auch für Italien, Belgien und Irland. Allerdings ist der hohe Schuldenstand dieser Länder nicht das Ergebnis der letzten zwölf Jahre seit der Einführung des Euro.

Staatsschuld

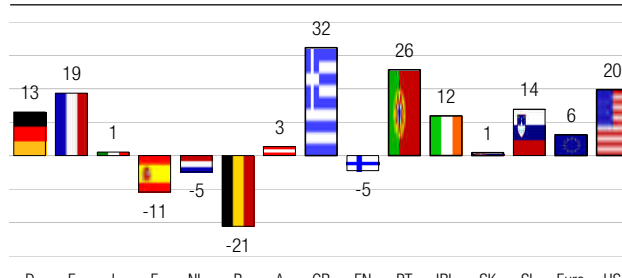
(in % des BIP 2010)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Staatsschuldveränderung seit Euro

(in %-Punkte des BIP 1998 bis 2009)

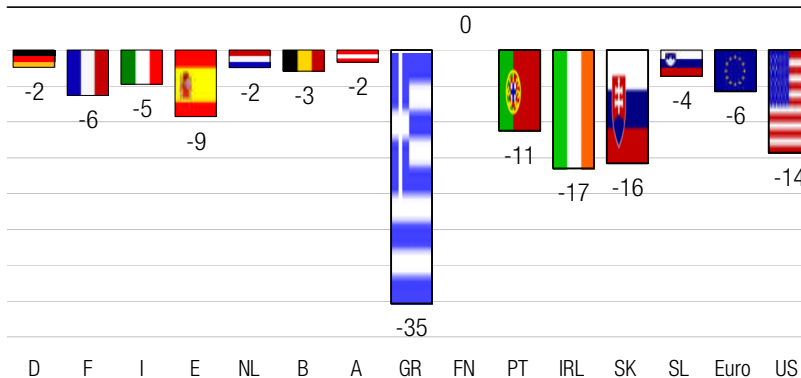


Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Im Wesentlichen war es vor allem Griechenland, das seit der Euroeinführung seine Staatsverschuldung deutlich ausweitete, gefolgt von Portugal. Aber auch Frankreich und Deutschland erhöhten ihre Staatsverschuldung seit 1999. Jene Länder mit dem höchsten Schuldenstand zu Beginn des Euro, Italien und Belgien, konnten ihre Verschuldungsquote zumindest konstant halten bzw. im Fall von Belgien sogar deutlich reduzieren. Insgesamt stieg die Staatsverschuldung im Euroraum seit 1999 um 6 Prozentpunkte und damit deutlich weniger stark als etwa jene der USA mit 20 Prozentpunkten, jeweils gemessen an der Wirtschaftsleistung.

Hätte SWP funktioniert, dann....

(... wäre Schuldenstand um ... %-Punkte niedriger)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Auch wenn die politischen Ereignisse rund um den SWP zu berechtigter Kritik Anlass geben, die Auswirkung auf den Schuldenstand der einzelnen Mitgliedsstaaten und vor allem des Euroraums insgesamt war weniger negativ. Hätten alle Länder des Euroraums von 1999 bis 2009 ihre Neuverschuldung knapp unter 3% gehalten, so läge die Staatsschuld insgesamt im Euroraum heute lediglich 6 Prozentpunkte tiefer (in den USA 14 Prozentpunkte). Erneut sind es die kleinen Länder Griechenland, Portugal und Irland, die heute eine deutlich niedrigere Staatsverschuldung hätten. Vergleicht man die Situation mit den USA, so hat der SWP beziehungsweise die Entwicklung im Vorfeld der Euroeinführung (Maastrichtkriterien) zumindest im Durchschnitt dazu geführt, dass der Euroraum seine Schulden weniger stark erhöhte, als die USA.

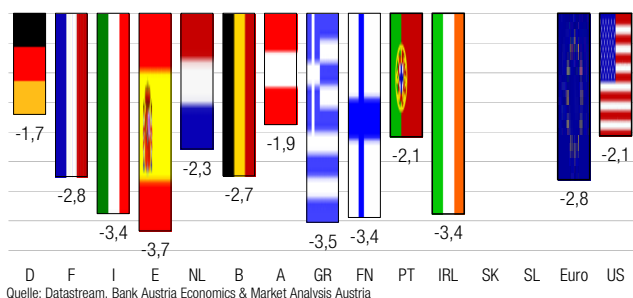
In der Theorie sind die Wirkungskanäle für eine zu starke Ausweitung der Schulden, die besonders in einer Währungsunion wie dem Euroraum wirken können, folgende:

- Ein Zinsniveau, das nicht an das Risikoniveau (Verschuldung) angepasst ist aufgrund der Annahme eines Bail-outs eines Landes¹⁰.
- Eine der individuellen Konjunktursituation eines Landes nicht angepasste einheitliche Geldpolitik mit zu niedrigen Realzinsen.

Verstärkt durch die allgemein sehr günstig beurteilte Refinanzierungsfähigkeit und die hohen Liquidität weltweit lag das Realzinsniveau generell in den 2000er Jahren tiefer als in der Dekade davor, in den USA 2,1 Prozentpunkte und im Euroraum 2,8 Prozentpunkte. Die Entwicklung in den USA oder aber jenen Länder, die bereits vor der Euroeinführung ein niedriges Zinsniveau hatten, wie Deutschland, Niederlande oder Österreich legt die Vermutung nahe, ein Rückgang um rund zwei Prozentpunkte könnte der allgemein günstigen Situation der 2000er Jahre geschuldet sein (siehe Fußnote 10), der Rest könnte dann ein „Euroeffekt“ gewesen sein.

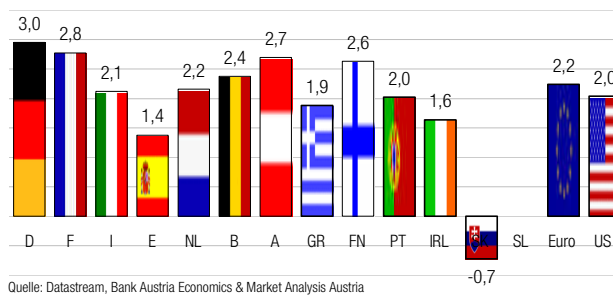
Realzinsveränderung "durch Euro"

(Realzins für 10-jährige Anleihen 1990-1998 im Vergleich zu 1999-2009)



Realzins in % 1999 bis 2009

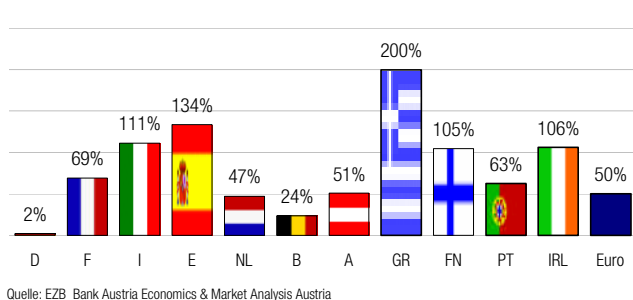
(für 10-jährige Staatsanleihen in %)



Diese Situation führte nicht nur zur erhöhten Schuldenaufnahme des Staates, sondern auch des privaten Sektors, mitverantwortlich ganz wesentlich auch für die Bankenprobleme in einigen Ländern (Spanien und vor allem Irland).

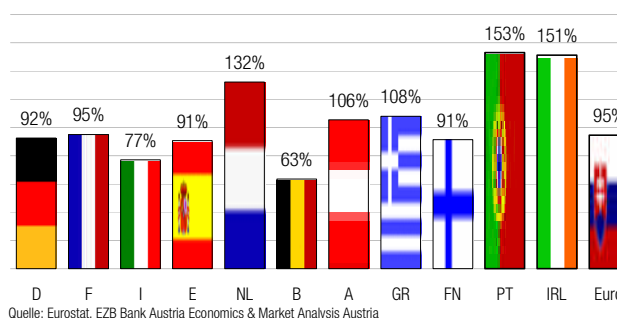
Veränderung Kredite privater Sektor

(in % 2002 bis 2010)



Kredite des privaten Sektors in % BIP

(Jänner 2011)



¹⁰ Nicht nur hinsichtlich der Staatsverschuldung kleinerer, schwächerer Volkswirtschaften im Euroraum gab es an den Finanzierungsmärkten vor der Krise einen großen Optimismus hinsichtlich der Schuldtragfähigkeit, der Aussagekraft von Ratings und schließlich auch hinsichtlich aller impliziten Schuldübernahmeanahmen (to big to fail, to interconnected to fail aus Angst vor den Folgewirkungen), sondern in fast allen Märkten (Immobilienfinanzierung, Bankenfinanzierung, etc.). Weiterhin bleibt die Lehman-Pleite von 2008 hier ein Markstein in der veränderten Risikobeurteilung der Finanzmärkte, vor allem auch in der Erkenntnis, dass zwar manche implizite Garantie bei einem singular auftretenden Ereignis zählt, nicht jedoch bei systemischen „Großereignissen“ wie die Finanzmarktkrise.

Während es in Ländern wie Spanien und vor allem Griechenland zu sehr hohen Zuwächsen kam, blieb das Kreditvolumen in Deutschland in dieser Periode konstant.

Dies führte jedoch nicht in allen Ländern zu einer überdurchschnittlichen Verschuldung (gemessen an der Wirtschaftsleistung), da das Ausgangsniveau (etwa in Spanien) sehr tief lag. Für einige Länder, vor allem Irland und Portugal, endete diese Phase jedoch mit einer deutlich über dem Euroraumschnitt liegenden Verschuldung.

Hintergrund des unterschiedlichen Realzinsniveaus der 2000er Jahre war die Inflation. In einigen Ländern wie Spanien und Portugal, aber auch Italien und Griechenland lag die Inflation deutlich höher als der Durchschnitt. Diese Entwicklung wirkte sich doppelt negativ aus, da niedrige Realzinsen es einerseits attraktiver erscheinen lassen, mehr Schulden aufzunehmen (da die reale Last der Schuld geringer ist, ein Teil wird sozusagen „weginflationiert“) und andererseits die höhere Inflation auch eine Belastung der heutigen Wettbewerbsfähigkeit sein kann.

Inflationsdifferenz im Euroraum und Wettbewerbsfähigkeit

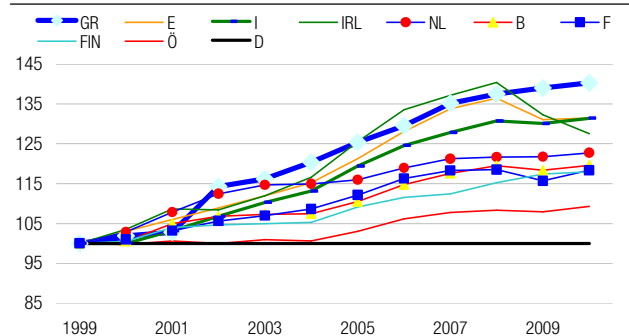
Im Rahmen der Eurokrise wurde immer wieder auf die unterschiedliche Wettbewerbsfähigkeit durch die uneinheitliche Entwicklung von Kosten (Inflation) und Produktivität hingewiesen. Ein Maßzahl dafür sind die Lohnstückkosten. Auch in der Diskussion um eine stärkere Koordinierung der Wirtschaftspolitik in Zukunft kommt den Lohnstückkosten eine prominente Rolle zu.

Allerdings entziehen sich die Lohnstückkosten auf gesamtwirtschaftlicher Ebene einer empirischen Überprüfung, da „BIP-Stücke“ nicht messbar sind. Man behilft sich daher mit der Entwicklung des realen BIP einerseits und den Löhnen andererseits. Dies kann jedoch auch zu sehr widersprüchlichen Aussagen ex ante führen. So stiegen die gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten in Italien stärker als in Griechenland, obwohl der Lohnzuwachs in Griechenland deutlich höher war. Die Spirale aus Lohnzuwachs und Verschuldungszunahme führte in Griechenland nicht nur zu höherem nominellen Wachstum durch die höhere Inflation, sondern auch (zumindest bis zur Krise) wegen des höheren realen Wachstums. Bis zur Krise kam es so zu einer Unterschätzung der Lohnstückkostenentwicklung. In Italien lag das Wachstum, nicht zuletzt auch aufgrund der Zurückhaltung bei der Neuverschuldung, deutlich niedriger, die Lohnstückkosten stiegen daher stärker.

Neben der starken Nachfrage, angetrieben durch zu viele Kredite, waren natürlich auch andere Faktoren für die Verschlechterung bzw. Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit einzelner Länder im Euroraum entscheidend. Diese Faktoren reichen von der Öffnung der Märkte (speziell für Dienstleistungen) über die Lohnpolitik bis zur Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik. Beispielhaft dafür die Reformen in Deutschland, die unter dem Begriff Hartz IV zu einer deutlichen Reduktion der strukturellen Arbeitslosigkeit geführt haben um den Preis einer stärkeren Diskussion um die soziale Gerechtigkeit.

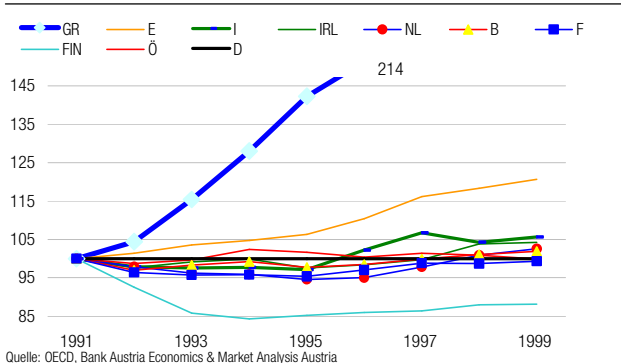
Lohnstückkosten im Vergleich zu Deutschland

(Deutschland=100)



Lohnstückkosten im Vergleich zu Deutschland

(vor der Euroeinführung, Deutschland=100)

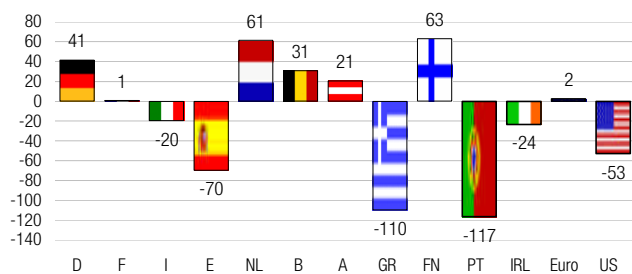


Mit Ausnahme von Griechenland und Spanien verschlechterte sich die Lohnstückkostensituation gegenüber Deutschland vor der Euroeinführung deutlich weniger stark, manche Länder konnten sogar leicht gewinnen.

Die Wettbewerbsverschlechterung seit 1999 führte zu einer entsprechenden Entwicklung bei der Leistungsbilanz, die als Gradmesser des Ungleichgewichts dienen kann. Leistungsbilanzsalden sind nicht isoliert zu sehen, denn das Defizit eines Landes ist der Überschuss eines anderen. Die Entwicklung der Leistungsbilanz seit 1999 ist dafür ein Lehrbeispiel, denn sie zeigt zum einen das hohe kumulierte Defizit in Griechenland, Portugal und Spanien (weniger in Irland, dessen Probleme stark mit dem dortigen Bankwesen und einer Immobilienblase verknüpft sind, weniger mit Wettbewerbsproblemen) und zum anderen die wettbewerbsstarken Länder wie Deutschland, Niederlande und Finnland. Auch die USA zeigt in diesem Zusammenhang in Summe ein sehr negatives Bild, allerdings steht den USA die Möglichkeit real abzuwerten leichter zur Verfügung als Ländern im Euroraum, da die USA dies durch eine Abwertung erreichen könnte, während den Ländern im Euroraum (zumindest gegenüber den anderen Euroraum-Ländern) nur Strukturreformen und Lohnzurückhaltung oder gar -kürzungen zur Verfügung stehen.

Kumulierter Leistungsbilanzsaldo

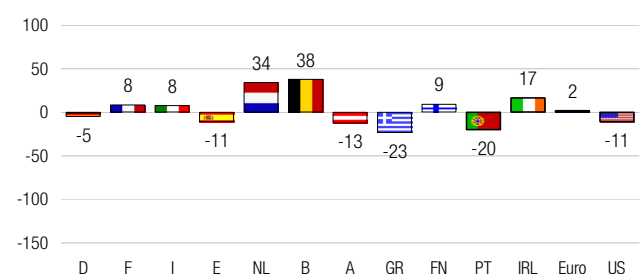
(1999 bis 2010 in % des BIP)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Kumulierter Leistungsbilanzsaldo

(1990 bis 1998 in % des BIP)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

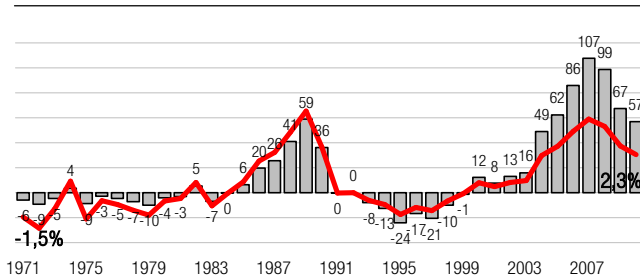
Das Bild bei der weniger unterschiedlichen Lohnstückkostenentwicklung vor der Euroeinführung bestätigt sich auch bei den kumulierten Leistungsbilanzsalden, die deutlich geringer ausfielen. Zudem hatte auch Deutschland in dieser Phase ein Leistungsbilanzdefizit, wenn auch primär mit Nicht-Euroraum-Länder. Im Durchschnitt war Deutschlands Leistungsbilanz mit dem Euroraum vor der Euroeinführung ausgeglichen.

Welche starke (positive) Wirkung auf die Leistungsbilanzposition Deutschlands die Einführung des Euro hatte, zeigt sich am Saldo mit den anderen Ländern des Euroraums, der vor der Euroeinführung stark schwankend war, im Durchschnitt jedoch ausgeglichen. Nach der Euroeinführung wanderte er deutlich ins Plus und betrug jährlich rund 2% des BIP. D.h. jährlich trug die positive Leistungsbilanz mit dem Euroraum rund 2 Prozentpunkte zum deutschen BIP bei, kumuliert fast 600 Mrd. Euro.

Natürlich war ein wesentlicher Grund dafür, dass sich die Lohnstückkosten in Deutschland so deutlicher besser entwickeln konnten als in vielen anderen Ländern, die Tatsache, dass diese Länder ihre aufgrund der ungünstigeren Lohn- und Preisentwicklung (teilweise auch als Effekt der Euroeinführung) entstandene Schiefelage nicht mehr durch eine Abwertung ausgleichen konnten. In den zehn Jahren vor der Euroeinführung gelang dies noch, wie die Entwicklung des Wechselkurses zur DEM in den Jahren vor 1999 zeigt.

Leistungsbilanz Deutschlands mit Euroraum

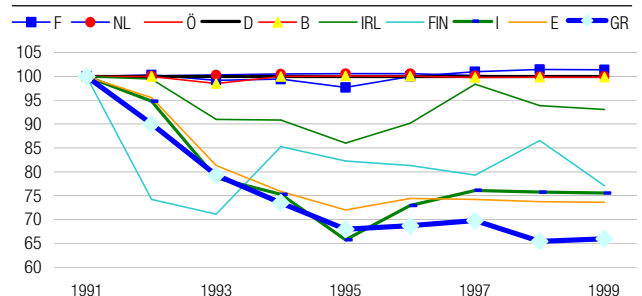
(in Mrd. Euro und in % des BIP, inkl. Zahlungen an die EU)



Quelle: Bundesbank, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Wechselkurs zur DEM vor Euroeinführung

(1991=100)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

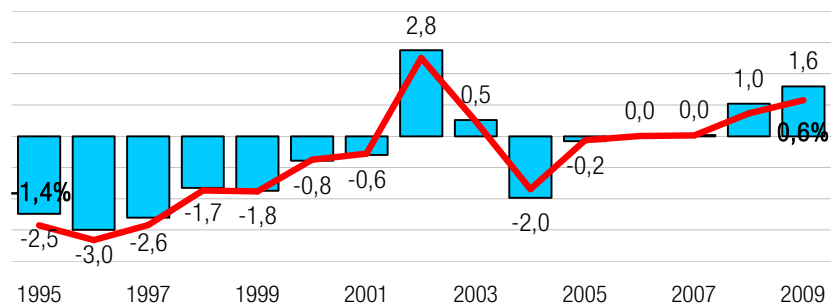
Immerhin wertete Griechenland in den Jahren vor der Euroeinführung von 1991 bis 1999 35% gegenüber der DEM ab, Spanien, Italien und Finnland rund 25% und Irland rund 6%.

Eine ähnlich positive Entwicklung wie Deutschland hinsichtlich des Leistungsbilanzsaldos innerhalb des Euroraums hatte auch Österreich.

Der wesentliche Grund für den weiterhin nur geringen Leistungsbilanzüberschuss Österreichs mit dem Euroraum liegt im Waren- und Dienstleistungsverkehr mit Deutschland, der für Österreich seit Jahrzehnten negativ ist.

Leistungsbilanz Österreichs mit Euroraum

(in Mrd. Euro und in % d. BIP, exkl. Einkommen)



Quelle: OeNB, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

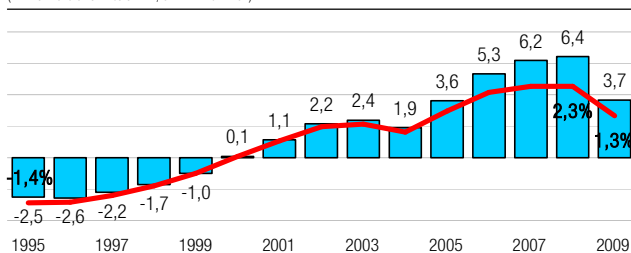
Der Leistungsbilanzsaldo gegenüber dem Euroraum ohne das Defizit mit Deutschland entwickelte sich dagegen seit der Euroeinführung enorm positiv. Hatte Österreich noch vor der Euroeinführung in den 90er Jahren ein Defizit mit dieser Region in Höhe von mehr als 1% des BIP, so verbesserte sich dieses zunehmend und stieg ab 1999 auf 2,3% des BIP (2008) oder über 6 Mrd. Euro. Im Rahmen der Krise halbierte er sich wieder.

Stark getrieben war dieser Überschuss von der Wirtschaftsbeziehung mit den sogenannten peripheren Ländern, Italien, Spanien, Griechenland, Portugal und Irland.

Am Höhepunkt, 2007, erreichte der Leistungsbilanzüberschuss mit diesen Ländern 4 Mrd. Euro oder 1,5% des österreichischen BIP.

Leistungsbilanz Österreichs mit Euroraum ohne Deutschland

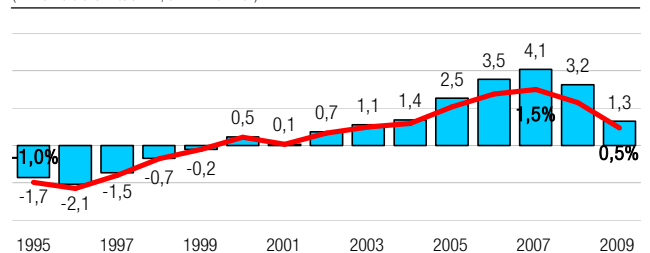
(in Mrd. Euro und in % d. BIP, exkl. Einkommen)



Quelle: OeNB, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Leistungsbilanz Österreichs mit I, E, GR, PT, IRL

(in Mrd. Euro und in % d. BIP, exkl. Einkommen)



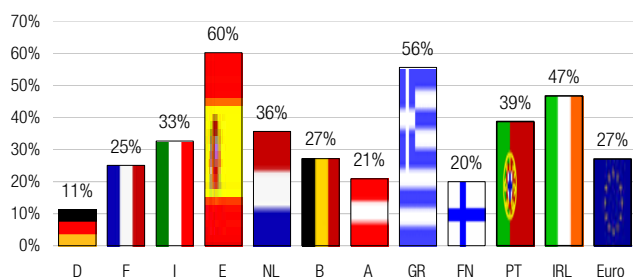
Quelle: OeNB, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Dieser Erfolg ist auf das starke Wachstum in diesen Ländern, aber auch auf die starke Wettbewerbsfähigkeit Österreichs bzw. die schwache Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder durch die höhere Inflation

zurückzuführen. Auch wenn ein Teil dieser unterschiedlichen Inflation in der Region ein Übergangsphänomen ausgelöst durch den Realzinsschock war, ist sie jedoch auch, wie die EZB immer wieder zeigte¹¹, auf strukturelle Schwächen (freie Märkte), aber auch auf falsche Wirtschaftspolitik (Lohnpolitik) zurückzuführen. Ein Vergleich der Inflationsraten der einzelnen Euroländer und der größten zwölf Bundesstaaten der USA¹² seit 1999 zeigt, dass die Unterschiede im Euroraum deutlich höher waren.

Inflation seit 1999

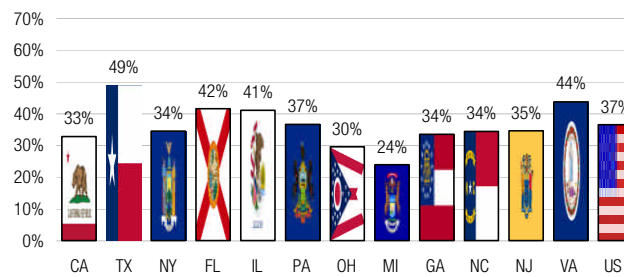
(BIP-Deflator 1999 bis 2009 in %)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Inflation seit 1999

(BIP-Deflator 1999 bis 2009 in %)



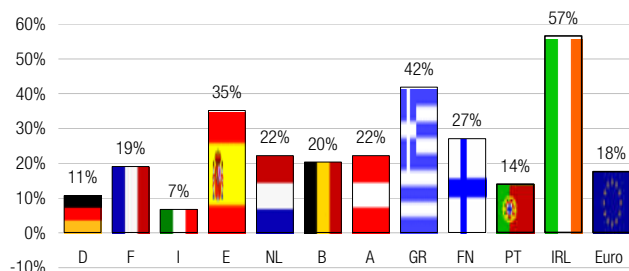
Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Während in den USA die kumulierte Inflation lediglich zwischen 49% und 24% lag, bei durchschnittlich 37%, variierte sie im Euroraum zwischen 11% in Deutschland und 60% in Spanien. Dabei war der Abstand im Euroraum sowohl nach unten als auch nach oben deutlich stärker. Deutschlands Inflation lag nur bei weniger als der Hälfte des Durchschnitts, in Spanien lag sie bei mehr als dem Doppelten des Durchschnitts und mehr als viermal so hoch wie in Deutschland. In den USA lag der Unterschied sowohl nach oben als auch nach unten bei nur rund einem Drittel.

Die unterschiedliche Inflation ist jedoch nicht wesentlich durch unterschiedliche Einkommensniveaus innerhalb des Euroraums geprägt, wie der Vergleich von Wachstum und Einkommensniveauunterschieden im Euroraum und in einzelnen Bundesstaaten der USA zeigt.

Reales Wachstum seit 1999

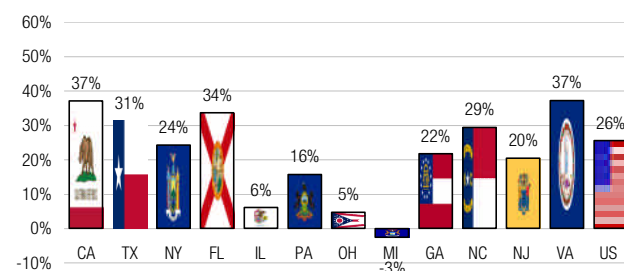
(1999 bis 2009 in %)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Reales Wachstum seit 1999

(1999 bis 2009 in %)



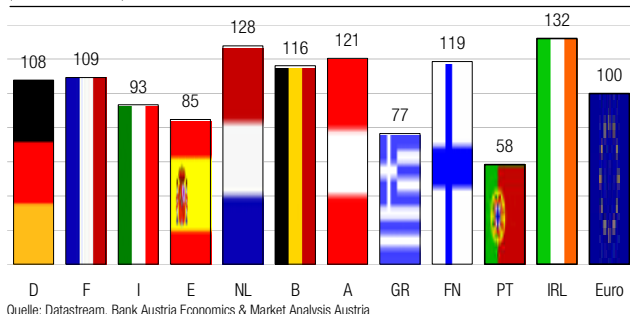
Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Anders als bei der Inflation lagen die Wachstumsunterschiede im Euroraum und in den USA deutlich niedriger. Im Gegenteil, ein Bundesstaat musste seit 1999 sogar ein Schrumpfen der Wirtschaftsleistung hinnehmen (Michigan), während die wachstumsstärksten Bundesstaaten über 30% wuchsen. Die Spanne lag bei 40 Prozentpunkten, im Euroraum lag der Unterschied zwischen Irland mit 57% und Italien mit 7% bei 50 Prozentpunkten und damit ähnlich wie in den USA.

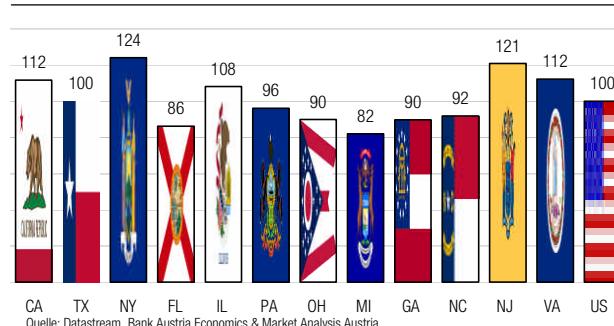
¹¹ Exemplarisch: ECB (2008): „Monitoring Labour Cost Developments Across Euro Area Countries“, Monthly Bulletin November 2008

¹² In diesen elf Bundesstaaten (gereiht nach Einwohner) leben rund 60% der US Bevölkerung und wird 61% der US Wirtschaftsleistung erzeugt. Die Reihung geht bis Virginia mit 8 Mio. Einwohner. CA Kalifornien, TX Texas, NY New York, FL Florida, IL Illinois, PA Pennsylvania, OH Ohio, MI Michigan, GA Georgia, NC North Carolina, NJ New Jersey, VA Virginia.

BIP pro Kopf
(2009 Euroraum=100)



BIP pro Kopf
(2009 USA=100)



Auch die Einkommensniveaus zeigen in den USA und dem Euroraum ähnliche Unterschiede, d.h. die Wirtschaftsleistung pro Einwohner ist im Euroraum nicht wesentlich stärker differenziert als in den USA, wenn man von den beiden Kleinststaaten Irland einerseits und Portugal andererseits absieht.

Insgesamt ist der Euroraum im Vergleich zu den USA nicht weniger harmonisch. Damit sind auch Diskussionen, der Euro wäre an der Heterogenität der Mitgliedsländer gescheitert, nicht Ziel führend. Allerdings weist die sehr unterschiedliche Inflationsentwicklung auf strukturelle Probleme hin. Die wirtschaftspolitische Koordinierung muss verstärkt werden, wie in der gegenwertigen Diskussion auch gefordert. Allerdings zeigt der Vergleich mit den USA auch, dass eine sofortige Harmonisierung etwa von Steuer- oder Sozialversicherungsgesetzen keine Grundvoraussetzung für die weitere Entwicklung des Euroraums darstellt. Auch im US-Steuersystem ist den Bundesstaaten und sogar den Gemeinden großer Gestaltungsspielraum eingeräumt. Es muss lediglich gesichert sein, dass es zu keinem Missbrauch kommt. Standortwettbewerb ist jedoch kein Missbrauch.

Beurteilt man die ersten zwölf Jahre des Euro, zeigt sich, dass Deutschland weniger gewachsen ist, was ganz wesentlich mit Zurückhaltung bei Löhnen und Krediten, aber auch mit Strukturreformen (etwas Hartz IV) zu tun hatte. Durch einen positiven Leistungsbilanzsaldo konnte ein Teil der negativen Folgen all dieser Maßnahmen abgefedert werden, wobei die gegenteilige Entwicklung in anderen Euroaumländern dies deutlich begünstigte. Ob dies nun schlussendlich positiv oder negativ für Deutschland war ist ökonomisch schwierig zu beantworten. Ohne Überschüsse in der Leistungsbilanz und der Möglichkeit Kapital zu exportieren wäre Deutschland entweder noch weniger gewachsen oder Staat und Private hätten sich stärker verschulden müssen. Dies hätte natürlich auch bedeutet, dass Deutschland, um gleiches Wachstum zu haben, mehr konsumieren und investieren hätte müssen. Die Frage, ob Deutschland (aber auch Österreich) heute in einer besseren Position wäre, wenn das Vermögen und die Forderungen gegen das Ausland niedriger wären, dafür mehr im Inland konsumiert und investiert worden wäre, ist schwierig zu beantworten.

Ökonomisch ist entscheidend, dass das Ungleichgewicht nicht aufrechterhalten werden kann. Auch wenn die Schuldfrage somit ökonomisch sinnlos erscheint, ob die günstigen Rahmenbedingungen in anderen Ländern (ausgelöst durch den Realzinschock) deutsches Kapital hinausgezogen haben oder die ungünstigen Rahmenbedingungen in Deutschland (schwache Nachfrage durch Lohn- und Kreditzurückhaltung) hinausgedrängt haben, sie spielt in der politischen Debatte speziell in Deutschland leider eine große Rolle¹³. Wichtig dabei ist jedoch lediglich Lehren für die Zukunft zu ziehen, ähnliche Ungleichgewichte frühzeitig zu verhindern.

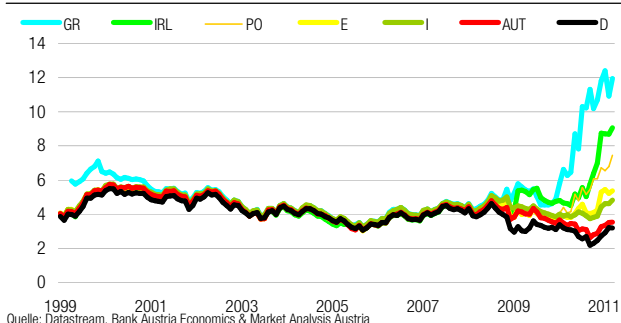
3. Die konkreten Probleme

Der große Erfolg des Euroraums bei der Integration des Finanz- und Geldmarktes, abzulesen an der Harmonisierung der Zinssätze, war damit gleichzeitig auch ein Katalysator für die aktuellen Probleme. Wie oben erwähnt, führte die unterschiedliche Inflation bei gleichem Zinsniveau zu unterschiedlichen Realzinsen. Niedrige Realzinsen begünstigten die Verschuldung. Die nun ausgelöste Vertrauenskrise führte wieder zu einer deutlichen Differenzierung bei den Zinsen, allen voran den Zinsen für die Finanzierung neuer Staatsanleihen.

¹³ Besonders pointiert dabei Sinn Hans-Werner (2010): „Rescuing Europe“ CESifo Forum 11, Special Issue, August 2010 oder ein Interview: Sinn Hans-Werner (2011): „Don't bash Germany for its trade surplus“, Interview mit CNN, 17.2.2011

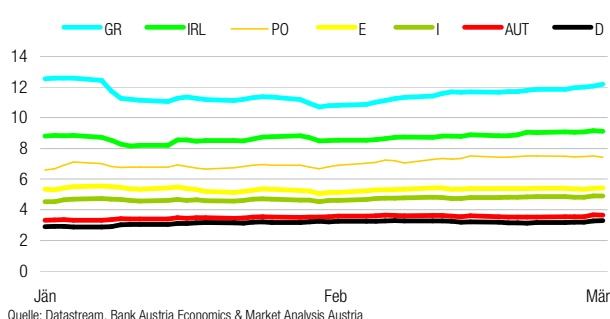
Rendite Staatsanleihen seit Euroeinführung

(Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von ca. 10 Jahren)



Rendite Staatsanleihen die letzten zwei Monate

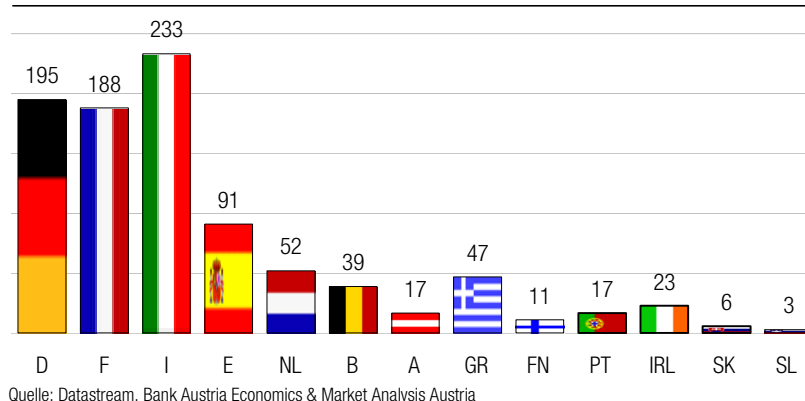
(Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von ca. 10 Jahren)



Auch wenn die veränderten Zinsen nur einen kleinen Teil der Altschulden belasten, da der überwiegende Teil der ausstehenden Staatsschuld langfristig und mit fixen Zinssätzen finanziert ist, ist das jährlich neu zu finanzierende Volumen nicht zu verachten, das den höheren Zinsen ausgesetzt ist. Dieses Volumen setzt sich zum einen aus der Neuverschuldung, also dem laufenden Budgetdefizit und der Refinanzierung jener Schulden, die zu tilgen sind, zusammen.

Refinanzierungsvolumen 2011

(Mrd. Euro, 921 Mrd. insgesamt)



2011 dürften das Refinanzierungsvolumen öffentlicher Haushalte mit 921 Mrd. Euro knapp unter 1.000 Mrd. Euro liegen. Mit jeweils rund 200 Mrd. Euro entfallen zwei Drittel davon auf die drei großen Staaten Deutschland, Frankreich und Italien. Die hohen Zinsen, die einige Mitgliedsstaaten, allen voran Griechenland, für ihre Refinanzierung 2010 hätten zahlen müssen, waren schlussendlich der Auslöser der sogenannten „Eurokrise“. Alleine der Unterschied zwischen dem Zinsniveau Ende 2009 und dem heutigen Zinsniveau Griechenlands würde, wenn diese Situation bis 2012 angehalten hätte, Griechenland jährlich über 3,5% des BIP kosten. Ganz abgesehen von der Frage, ob Griechenland überhaupt eine Finanzierung gefunden hätte, denn die angegebenen hohen Zinsen sind ja die Renditen, die sich aus der niedrigen Bewertung der bereits im Umlauf befindlichen Anleihen ergeben.

Diese Situation hätte Griechenland 2010 dazu gezwungen, Umschuldungsverhandlungen aufnehmen und damit de facto Konkurs anmelden zu müssen. Dem ist die EU mit der Griechenlandhilfe¹⁴ zuvorgekommen. Ähnlich, wenn auch aus anderen Gründen, war die Situation für Irland im November 2010.

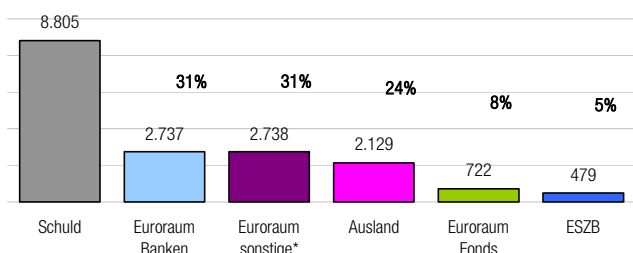
¹⁴ Zugesagte Refinanzierung bis 2013 von 110 Mrd. Euro durch die Euroländer und dem IWF, siehe dazu weiter hinten.

Da die Rettungsmaßnahmen zumindest Garantien anderer Euromitgliedsstaaten beinhalten, was zumindest implizit (hinsichtlich der Differenz zwischen vereinbarten Zinssatz und dem Marktzinssatz) und im Falle einer Umschuldung sogar explizit zu einem Transfer von Steuergeldern innerhalb des Euroraums führt, wurde die Forderung nach einer angemessenen Beteiligung der „Altgläubiger“ laut.

Wer finanziert den Staat?

Wer finanziert den Staat

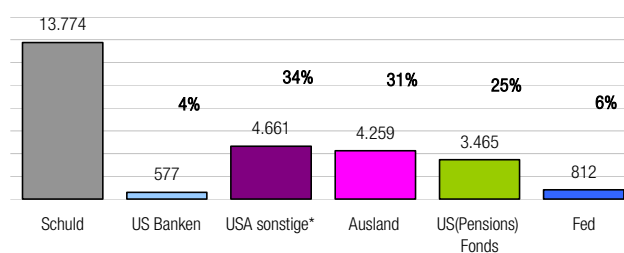
(Euroraum, Mrd. Euro, 2010)



Quelle: EZB, eigene Schätzungen, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria
* sonstige sind Versicherungen, Firmen, Haushalte

Wer finanziert den Staat

(USA, Mrd. USD, 2010)

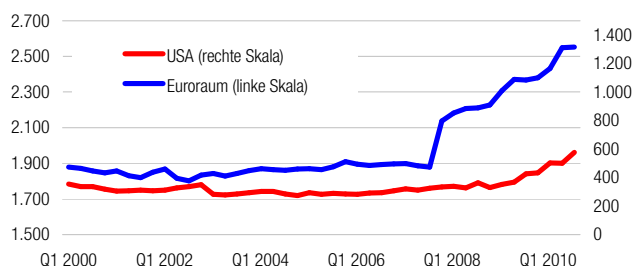


Quelle: Fed, eigene Schätzungen, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria
* sonstige sind Versicherungen, Firmen, Haushalte

Ende 2010 waren die Staaten im Euroraum zu jeweils knapp unter ein Drittel durch Banken aus dem Euroraum und durch sonstige Investoren aus dem Euroraum wie Versicherungen, Firmen und private Haushalte refinanziert. Rund 8% der Finanzierung erfolgte indirekt durch Investmentfonds aus dem Euroraum. Teilweise durch das SMP¹⁵, teilweise durch die Veranlagung der „alten“ Währungsreserven, vor allem aber auch durch die im Rahmen der Refinanzierung des Bankensystems üblicherweise „in Zahlung genommene“ Anleihen, hält das ESZB¹⁶ rund 5% oder knapp unter 500 Mrd. Euro an Staatsanleihen. Lediglich ein Viertel der Refinanzierung der öffentlichen Haushalte im Euroraum erfolgt aus dem Nicht-Euroraum-Ausland.

Finanzierung des Staates durch Banken

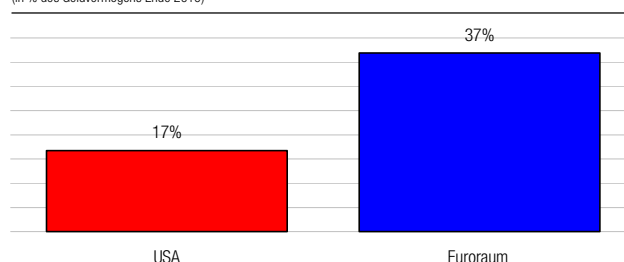
(jeweils Mrd. Landeswährung)



Quelle: EZB, Fed Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Anteil Bankeinlagen am Geldvermögen Privater Haushalte

(in % des Geldvermögens Ende 2010)



Quelle: Fed, EZB Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Interessant ist in diesem Zusammenhang auch die Entwicklung des Engagements von Banken bei der Finanzierung des Staates. Mehrere Faktoren dürften dafür verantwortlich sein, dass die Banken seit Ausbruch der Krise ihr Engagement erhöht haben. Die Portfolioumschichtung aus riskanteren Veranlagungen zu weniger riskanten Anlagen spielte eine Rolle, gleichzeitig spielte aber auch die Forderung nach höhe-

¹⁵ Durch das SMP (Securities Markets Programme), angekündigt im Mai 2010, kauft die EZB bereits am Markt vorhandene (nicht neu ausgegebene) Anleihen jener Staaten, bei denen sie eine Störung beobachtet, dabei kann sie sowohl Staatsanleihen als auch Anleihen privater Schuldner am Sekundärmarkt kaufen.

¹⁶ Das ESZB besteht aus der EZB und den nationalen Notenbanken der am Euro teilnehmenden Mitgliedsländer. Teilweise halten die nationalen Notenbanken auch große Bestände an Staatsanleihen anderer Mitgliedsstaaten in jenen Portfolios, die vor der Euroeinführung Währungsreserven waren.

ren Eigenkapitalquoten eine Rolle. Durch die Nullgewichtung von Staatsanleihen bei der Berechnung der Kapitalquote entsteht durch die Umschichtung automatisch eine höhere Quote. Damit entstand auch aus der Diskussion um Basel III bzw. anderer aufsichtsrechtlicher Maßnahmen ein Anreiz zur Staatsfinanzierung. Daraus ergeben sich mehrere Implikationen. Zum einen steigt damit das Klumpenrisiko bei den Banken (siehe weiter unten), zum anderen führt dies auch zu Crowding-Out Effekten. Dies ist besonders in Europa, wo Kreditnehmern, zumindest derzeit, noch wenig Alternativen zur Bankenfinanzierung zur Verfügung stehen, besonders gefährlich.

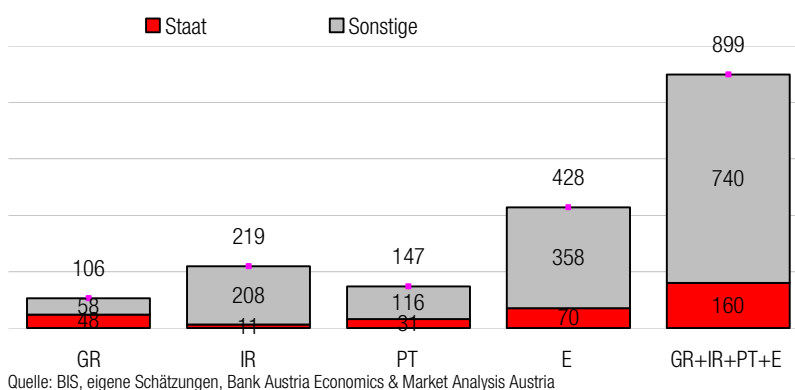
Bei der Interpretation der Rolle der Banken bei der Refinanzierung der öffentlichen Haushalte, vor allem jener Staaten, die in Schwierigkeiten geraten sind, werden in der öffentlichen Diskussion zumindest zwei Aspekte manchmal falsch interpretiert¹⁷ Der erste Aspekt betrifft den vermeintlich großen Anteil der Banken an der Staatsfinanzierung im Euroraum im Vergleich zu den USA, der jedoch simpel aus der Struktur des Geldvermögens und der Rolle der Banken in Europa im Vergleich zu den USA resultiert. Während in den USA die Haushalte direkt bzw. via Fonds Staatsanleihen kaufen, wird im Euroraum ein größerer Teil des Geldvermögens in Form von Bankeinlagen investiert und die Banken ihrerseits investieren dann dieses Geld teilweise auch in Staatsanleihen.

Während in den USA der Anteil der Banken bei der direkten Veranlagung privater Haushalte bei lediglich 17% liegt, veranlagen die privaten Haushalte im Euroraum 37% in Bankeinlagen. Der Ausgleich zwischen den Schuldnersektoren (Staat) und den netto Gläubigersektoren erfolgt somit in den USA direkt und im Euroraum indirekt durch die Banken. Solange die privaten Haushalte im Euroraum einen großen Teil des Ersparnen liefern, müssen sie direkt oder indirekt (via Fonds und Banken) den Staat finanzieren. Der Grund, warum das Ausland im Euroraum eine geringere Rolle als in den USA bei der Finanzierung der Staatsschuld spielt, hängt simpel mit dem Leistungsbilanzdefizit zusammen. Länder mit Leistungsbilanzdefiziten müssen netto Finanzierung aus dem Ausland suchen, die US-Staatsanleihe bietet dafür ein geeignetes Instrument, das vor allem von den Notenbanken der Überschussstaaten (allen voran China) genutzt wird.

Der andere oft fälschlich dargestellte Aspekt der Finanzierung von Staaten durch Banken im Euroraum betrifft die Höhe der Finanzierung der sogenannten peripheren Staaten.

Auslandsforderungen Euroraum Banken gegen ...

(Mrd. Euro, 2010)



Natürlich gilt die Situation hinsichtlich der Leistungsbilanz zwischen dem Euroraum und den USA auch innerhalb des Euroraums. Zwar ist auch in den meisten Euroländern der Inlandsanteil, direkt oder via Banken, der Staatsfinanzierung hoch, jedoch haben jene Länder, die im Euroraum Leistungsbilanzdefizite hatten bzw. haben, einen größeren Teil Auslandsfinanzierung. Zudem war und ist es ja Sinn und Zweck eines integrierten Finanzmarktes und funktionierenden Währungsraums, dass sowohl Schuldner als auch

¹⁷ Siehe etwa „Griechen-Hilfe: „Es ging nur um die Rettung der Banken“. Die Presse vom 18. Mai 2010 zitiert ein Interview des Spiegels vom 17. Mai 2010 mit dem ehemaligen Bundesbankpräsident Karl Otto Pöhl.

Investoren Geschäfte über die Grenze hinweg machen. Dies erklärt auch, warum die immer wieder genannten Auslandsforderungen von Banken, wie sie die BIZ (Bank für internationalen Zahlungsausgleich) veröffentlicht, so hoch sind. So lagen die Auslandsforderungen¹⁸ der Banken des Euroraums gegenüber Schuldnern in Griechenland, Irland, Portugal und Spanien bei beachtlichen 900 Mrd. Euro im September 2010. Diese oft zitierte Zahl beinhalten jedoch „nur“ 160 Mrd. Euro Forderungen gegenüber dem Staat in diesen Ländern, also 18%. 160 Mrd. Euro sind lediglich 0,63% der Forderungen (Bilanzsumme) aller Banken im Euroraum.

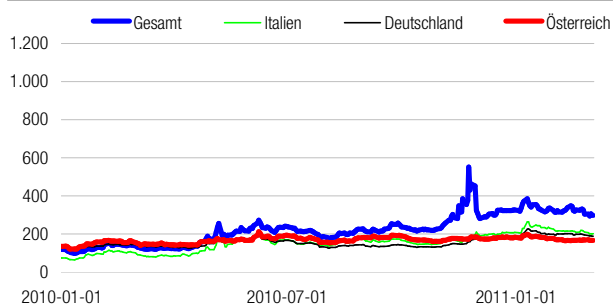
Ein isoliertes Ereignis, wie die Umschuldung eines dieser Länder, würde daher das Bankwesen im Euroraum nicht gefährden. Da jedoch ein sehr großer Teil der Staatsschuld in diesen Ländern auch durch inländische Banken, also etwa griechische Banken gegenüber dem griechischen Staat, finanziert ist, also keine Auslandsforderung ist, würde bei einer Umschuldung, die nicht gleichzeitig eine Unterstützung des jeweiligen Bankensektors vorsieht, die Betroffenheit des Bankwesens anderer Staaten deutlich steigen und bei einem unreglementierten Staatsbankrott, inklusive dem Risiko eines Austritts aus dem Euroraum, was dann die Folge wäre, eine deutlich höhere Betroffenheit eintreten.

Also nicht die Umschuldung eines Landes ist die Gefahr für die Banken im Euroraum, sondern die möglichen Folgen via Bankensystem des betroffenen Landes. Diese Betroffenheit steigert sich natürlich mit jedem weiteren Land, das in Diskussion steht. Eine Umschuldung eines Landes im Euroraum hätte, zumindest heute, fatale Folgen für das gesamte Finanzsystem, nicht weil die Banken aus Renditegrü über-schuldete Staaten finanziert haben, sondern weil ein integrierter Finanzraum wie der Euroraum, wenn er funktionieren soll, keine Wechselkursrisiken haben darf¹⁹.

Welche fatalen Folgen dies haben würde, zeigt sich bereits heute am Bankenmarkt, wo Banken weniger nach ihrer tatsächlichen Bonität beurteilt werden, sondern nach ihrer regionalen Zugehörigkeit, wobei der Anteil an tatsächlicher Staatsfinanzierung keine große Rolle spielt.

CDS Banken

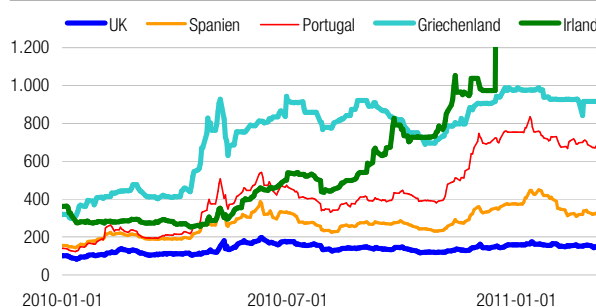
(ungewichtete Durchschnitte großer Banken)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

CDS Banken

(ungewichtete Durchschnitte großer Banken)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

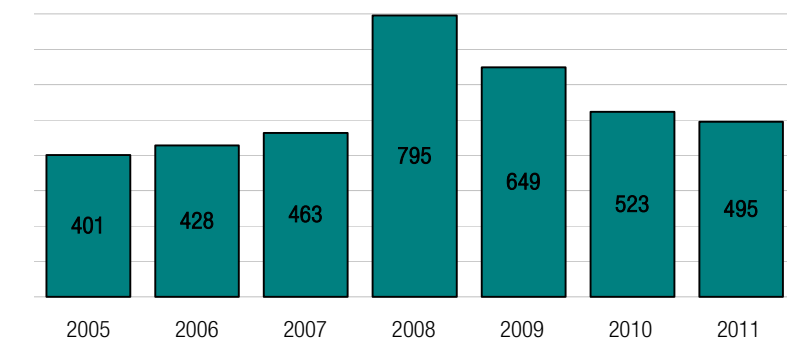
Diese Situation ist mit einem Binnenmarkt und einem gemeinsamen Währungsraum nicht vereinbar. Eine Konsequenz daraus sind die Schwierigkeiten, die Banken in den gefährdeten Ländern haben, Refinanzierung auf den Märkten zu finden und sie zunehmend abhängig von der Notenbankrefinanzierung macht. Dies wird deutlich, wenn man sich die Verteilung der Refinanzierung der Banken durch das ESZB ansieht.

¹⁸ Auslandsforderungen sind Forderungen gegenüber einem Schuldner im Ausland. Hat eine Bank etwa eine Tochter im Ausland, so wird die gesamte Forderungsseite der Tochter als „Auslandsforderung“ der Mutter gezählt.

¹⁹ Gelegentlich wird argumentiert, dass bei einer Rettung eines hoch verschuldeten Staates, etwa Griechenland, gerade jene besonders profitieren würden, die Anleihen „billig“ gekauft haben, da der Kurs der Anleihe dann stark steigt (siehe dazu etwa: EEAG Report (2011): „Governing Europe“). Dabei wird jedoch übersehen, dass dies genau das Verhalten der Finanzmärkte ist, das die Politik durch ihre Maßnahmen erreichen wollte. Warum sollte sonst ein Investor eine Anleihe mit gleichem Kuponzinssatz kaufen, wenn der Investor eine geringere Bonität hat, wenn er nicht auf Kursgewinne hofft.

Finanzierung der Banken durch ESZB*

(Mrd. Euro, jeweils Ende des Jahres, 2011 Februar)



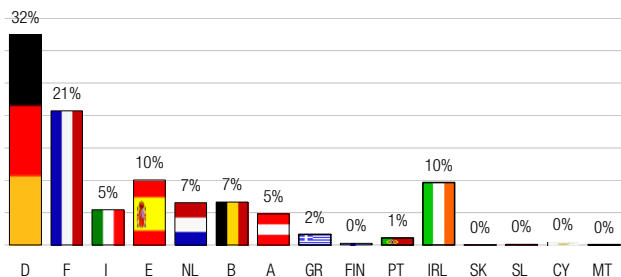
*auf konsolidierter Basis

Quelle: EZB, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Die Refinanzierungsprobleme der europäischen Banken haben sich seit Ende 2008, kurz nach der Lehman-Pleite, zwar wieder deutlich reduziert und das Volumen ging von fast 800 Mrd. Euro auf knapp unter 500 Mrd. Ende Februar zurück und lag damit wieder etwa gleich hoch wie vor der Krise, allerdings gilt dies nicht für die Banken in allen Ländern.

Bankenfinanzierung d. ESZB* 2008

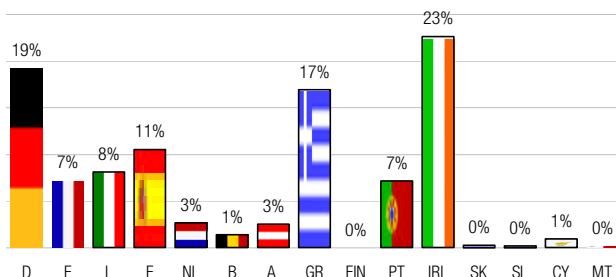
(Anteil in %)



* geschätzt auf Basis nicht konsolidierter Angaben nationaler Notenbanken
Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Bankenfinanzierung d. ESZB* 2010

(Anteil in %)

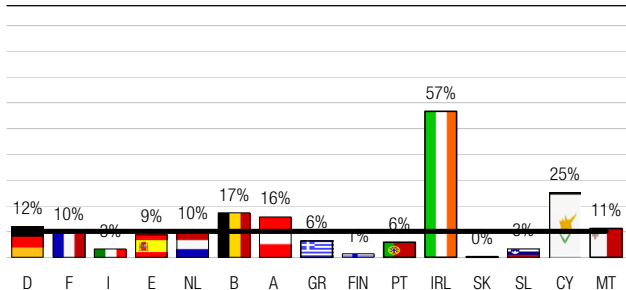


* geschätzt auf Basis nicht konsolidierter Angaben nationaler Notenbanken
Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Die Anteile der Refinanzierungsvolumen nach Ländern entsprechen zu Beginn der Krise in etwa der Größe der einzelnen Länder, wenn auch eine überdurchschnittliche Ausnützung einzelner Länder bereits 2008 erkennbar ist, wie das Verhältnis zum BIP deutlich zeigt.

Bankenfinanzierung durch ESZB* 2008

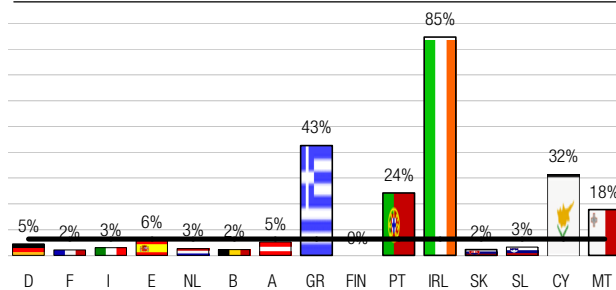
(in % des BIP, Ende 2008)



* geschätzt auf Basis nicht konsolidierter Angaben nationaler Notenbanken
Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Bankenfinanzierung durch ESZB* 2010

(in % des BIP, Ende 2010)



* geschätzt auf Basis nicht konsolidierter Angaben nationaler Notenbanken
Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Zum Teil ist ein höheres Verhältnis natürlich auch auf einen größeren Bankensektor in Relation zum BIP zurückzuführen, etwa in Irland, aber auch in Österreich, allerdings hat sich das Missverhältnis Ende 2010 deutlich erhöht. Während die Bankenfinanzierung durch das ESZB im Durchschnitt des Euroraums Ende 2010 bei rund 6,5% des BIP lag und alle großen Länder sogar darunter, war das Verhältnis in Portugal bei 24%, in Zypern bei 32%, in Griechenland bei 43% und in Irland sogar bei 85%. Obwohl nur 6% der Wirtschaftsleistung des Euroraums in diesen vier Ländern erzeugt wird, vereinigen diese Länder derzeit fast 50% der Bankenfinanzierung durch das ESZB, also die EZB, auf sich. In Irland ersetzt die Zentralbank etwa die Refinanzierung durch ausländische Banken. Der Anteil der Refinanzierung durch inländische Einlagen ist jedoch nicht zurückgegangen. Rund 70% der Refinanzierung durch das ESZB in Irland entfällt auf „inländische Banken“, der Rest auf „Off-shore“ Banken in Irland, die sowohl Forderungen als auch Verbindlichkeiten außerhalb Irlands haben.

Wenn auch diese Belastung des Bankensystems nur teilweise auf die Staatskrise alleine zurückzuführen ist (etwa in Irland), spielt die Unsicherheit über eine mögliche Umschuldung doch eine große Rolle. Damit wird die Fixierung dieses Problems auch zu einer wichtigen Voraussetzung, die Finanzierung des Bankensystems insgesamt, vor allem aber natürlich jenes der betroffenen Länder, wieder zu normalisieren und aus der Hand der EZB zu nehmen.

4. Möglichkeiten zur kurzfristigen Stabilisierung der Krise

Zu Beginn der Solvabilitätskrise reagierte die europäische Politik primär mit einzelnen ad-hoc Maßnahmen, oft nur in Form von Erklärungen, grundsätzlich Griechenland unterstützen zu wollen. Auch schwankten die EU-Kommission und noch mehr die Mitglieder des Rats zwischen dem Versuch, die Investoren davon zu überzeugen, dass kein Mitgliedsstaat eine Umschuldung machen wird²⁰ und Drohungen gegenüber den Investoren²¹. Diese Widersprüche prägten auch das weitere Verhalten der EU Gremien, mit jeder Maßnahme zur Stabilisierung musste für den nationalen Wähler etwas gefunden werden. Den Höhepunkt erreichte diese Taktik, als parallel mit der Bekanntgabe des großen Rettungsschirms (EFSF), der ein starkes Signal in Richtung Solidarität geben sollte, erneut auf „böse Spekulanten“ hingewiesen wurde²² und nach dem Rettungspaket für Irland als explizit auf die Möglichkeit eines Beitrags der Investoren zu Umschuldungen hingewiesen wurde.

²⁰ Siehe etwa die Erklärung von Präsident Barroso zu Griechenland am 28. April 2010 (MEMO/10/157) „Debt restructuring in an euro-area Member State is not an option and is not going to be part of the joint programme.“

²¹ In der gleicher Erklärung von Präsident Barroso zu Griechenland vom 28. April 2010 (MEMO/10/157) steht: „Amongst all the speculation, I would like to remind you that the European Commission has already taken action to put in place a regulatory on credit-rating agencies, and will continue to watch closely the behaviour of the financial markets during this crisis.“

²² Punkt 4 der Erklärung des EU-Rates vom 7. Mai 2010 lautet: „Regulation of the financial markets and the fight against speculation“.

Welche Mittel stehen derzeit zur Verfügung?**Zahlungsbilanzprogramm (Balance of Payment Program)**

Wieviel: bis zu 50 Mrd. Euro

Wer zahlt/garantiert: Die EU emittiert Anleihen, garantiert durch das EU-Budget (Zahlungen der EU-Staaten)

Wer bekommt: Nicht dem Euro angehörige Länder

Ausgenutzt: 6,5 Mrd. Ungarn, 3,1 Mrd. Lettland, 5 Mrd. Rumänien

Griechenlandhilfe: direkt

Wieviel: 110 Mrd. Euro

Wer zahlt/garantiert: 80 Mrd. von Euroländern direkt, 30 Mrd. von IWF

Wer bekommt: Griechenland

Ausgenutzt: zugesagt bis 2013

EFSM (European Financial Stabilisation Mechanism)

Wieviel: bis zu 60 Mrd. Euro

Wer zahlt/garantiert: Die EU emittiert Anleihen, garantiert durch das EU-Budget (Zahlungen der EU-Staaten)

Wer bekommt: Euroländer

Ausgenutzt: 22,5 Mrd für Irland

EFSF (European Financial Stability Facility, Europäische Finanzstabilisierungsfazilität) (soll ab Mitte 2013 durch ESM (European Stabilization Mechanism) ersetzt werden)²³,

Wieviel: bis zu 440 Mrd. Euro Garantien abgegeben, um AAA für Anleihen zu haben derzeit nur ca. 267 Mrd. Euro möglich

Wer zahlt/garantiert: Eigene Zweckgesellschaft, mit Garantie der Euroländer gem. Anteil an EZB

Wer bekommt: Euroländer in Schwierigkeiten (bedeutet Programm des IWF, d.h. an strenge Auflagen gebunden).

Ausgenutzt: 17,7 Mrd. für Irland vorgesehen, erste Emission 25. Jänner 2011 5 Mrd.

Ab 2013 soll es eine CAC (Collective Action Clauses d.h. Erleichterung im Falle eines Konkurses eines Landes umzuschulden) und Kredite, die der ESM vergibt, werden vorrangig gegenüber anderen Schuldnern²⁴.

EZB – Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)

Wieviel: Im Grunde unbeschränkt, begründet allerdings damit, dass der Sekundärmarkt (Handel von bereits emittierten Anleihen) nicht funktioniert²⁵

Wer zahlt/garantiert: Die EZB kauft am Sekundärmarkt im Grunde gegen „gedrucktes“ Geld, allerdings neutralisiert die EZB ihre Aktivitäten wieder, d.h. die Liquidität, die dadurch erhöht wird, wird durch andere Maßnahmen wieder reduziert.

Wer bekommt: Das Programm der EZB kauft bereits emittierte Anleihen, d.h. der Emittent (Staat, Banken oder Private) bekommt nicht das Geld, sondern die EZB kauft (zum Marktpreis) alte Schulden, um den Preis der Anleihe zu stützen. Welche Anleihen sie kauft, gibt die EZB nicht bekannt.

Ausgenutzt: Bisher (Stand 21.2.2011) kaufte die EZB Anleihen im Wert von 76,5 Mrd. Euro²⁶.

²³ Da hinsichtlich des ESM nicht mehr der Artikel 122 EUV reicht, da er eine ständige Einrichtung sein wird und damit in Konflikt mit Artikel 123 (No-Bail-out) treten würde, muss für den ESM der EU-Vertrag geändert werden. Daher soll mit Hilfe des neuen vereinfachten Verfahrens (keine Volksabstimmung) nach Artikel 48 (6) EUV mit Beschluss im März 2011 und der Zustimmung durch alle Mitgliedsstaaten bis Ende 2012 ein Zusatz zu Artikel 136 EUV verabschiedet werden. „(3) Die Mitgliedsstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilitätsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen.“

²⁴ Während der EFSF eine bilaterale Vereinbarung der Euroländer ist, soll der ESM für alle Länder der EU gelten. Dies bedeutet, auch die anderen Länder müssten zustimmen, dass ihre Anleihen in Zukunft eine solche CAC haben werden. Manche Länder könnten dies nicht akzeptieren, da sie eine Verteuerung ihrer Staatsfinanzierung befürchten müssten. Wie dieses Problem gelöst wird, ist noch nicht klar. Europäischer Rat (2010): „Schlussfolgerungen des Europäischen Rates 16./17. Dezember 2010“, EUCO 30/1/10s

²⁵ EZB (2010): „Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise“ in EZB Monatsbericht Oktober 2010

²⁶ EZB (2011) Press release „Consolidated financial statement of the Eurosystem as at 11. Feb. 2011“, 15. Feb. 2011.

Wieviel Mittel stehen (zumindest theoretisch) noch zur Verfügung?

Im Grunde stehen der EU bzw. den Mitgliedsländern des Euroraums so viele Mittel zur Verfügung, wie sie bereit ist zu geben. Nach der Griechenlandhilfe, die 80 Mrd. Euro von Seiten der Euroländer und 30 Mrd. Euro von Seiten des IWF beträgt, wurde im Mai 2010 im Rahmen der Vereinbarungen über die EFSF (European Financial Stability Facility) von Seiten der Euroländer und des IWF ein theoretisch zur Verfügung stehendes Volumen von 750 Mrd. Euro vereinbart. Berücksichtigt man die bereits für die Irlandhilfe verwendeten Mittel von 63 Mrd. Euro und die Besonderheit der gewählten Konstruktion (siehe weiter unten), stehen derzeit bis zu 428 Mrd. Euro zur Verfügung. Ab Juni 2013 wird die EFSF umgewandelt in den ESM (European Stability Mechanism).

Rettungsmittel für den Euroraum					
	EU Budget (EFSM)	Euroländer EFSF	Sonst. EU	IWF****	Gesamt
Griechenlandhilfe*	80			30	110
NEU					
Bis zu**	60	440		250	750
Tatsächlich bis zu	60	267		164	491
Verbraucht für					
Irland***	22,5	17,7	4,8	22,5	63
NOCH VORHANDEN					
Noch vorhanden theoretisch**	37,5	422		228	687
Tatsächlich bis zu	37,5	249		141	428

Quelle: EU Kommission, IMF, eigene Schätzungen Bank Austria Economics and Market Analysis Austria

* Griechenlandhilfe vor Mai 2010 (Gründung des EFSF) und Vereinbarung mit IWF

** bei voller Ausnützung der 440 Mrd. Euro EFSF, derzeit nicht möglich ohne AAA zu verlieren

*** Zur Bankenrettung wird 1/2 von Irland selbst beigetragen, s.d. insgesamt 85 Mrd. zur Verfügung stehen

**** IWF vereinbart, immer 50% der Hilfe der EU zu geben

Die EFSF (ESM ab Juni 2013)

Der Beitrag jedes Landes an der EFSF entspricht seinem Anteil am Kapital der EZB, allerdings fallen Länder²⁷, die bereits Hilfe bekommen (wenn auch, wie Griechenland, nicht aus der EFSF), aus. Die EFSF beigt Anleihen, je nach Finanzbedarf (derzeit 5 Mrd. Euro, begeben im Jänner 2011), die von den Euromitgliedstaaten garantiert werden. Die Garantie beträgt dabei um 20% mehr, als das aushaftende Volumen. Zudem sollen auch die zukünftigen Zinszahlungen in der genehmigten Garantie enthalten sein. Damit sinkt das theoretisch zur Verfügung stehende Kreditvolumen auf unter 300 Mrd. Euro. Das Volumen, das durch AAA-Länder garantiert wird, beträgt theoretisch 267 Mrd. Euro.

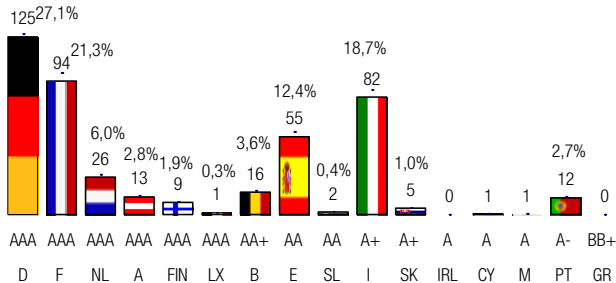
Theoretisch könnte die EFSF daher bis zu 420 Mrd. Euro an Mittel verwenden, praktisch jedoch unter 300 Mrd. Euro²⁸. Allerdings könnte die EFSF sogar mehr, wenn sie sich die Genehmigung dafür von den Euroländern holt. Bis jetzt gilt die Regel, dass die EFSF nur Mittel an Staaten geben kann, die um Hilfe ansuchen. Dann wird ein Programm (IWF) vereinbart, was bedeutet, dass das Land wesentliche Teile seiner eigenständigen Fiskal- und Wirtschaftspolitik zumindest abstimmen, wenn nicht sogar abgeben muss.

²⁷ Den Regeln des ESVG entsprechend erhöht das Volumen an Garantien, die jedes einzelne Land gibt, die Verschuldung dieses Landes gemäß Maastrichtdefinition. Für die Berechnung der Schuld des gesamten Euroraums wird dies jedoch nicht berücksichtigt, um keine Doppelzählung zu haben, da ja die Garantie für eine Schuld eines anderen Eurolandes ist.

²⁸ Zwar wird immer wieder das Volumen genannt, das die EFSF maximal ausleihen könnte, diese Schätzungen sind jedoch ungenau und in Wirklichkeit nur das Volumen, das durch AAA-Länder garantiert wird. Eigentlich könnte die EFSF etwas mehr finanzieren, ohne sein AAA zu verlieren. Wie viel dies ist, hängt von mehreren, derzeit nicht bekannten Faktoren wie Laufzeit, Zinssatz, welche Länder schlussendlich garantieren, aber auch anderen Faktoren ab. Zudem hat die EFSF nach eigenen Angaben auch die Möglichkeit, durch spezifische Vereinbarungen der Garantieländer, das maximale Volumen zu erhöhen. (Siehe dazu: „The European Financial Stability Facility (EFSF) – FAQ“ auf www.efsf.europa.eu)

Theoretisch max. Beitrag zur EFSF*

(in Mrd. Euro und in %)

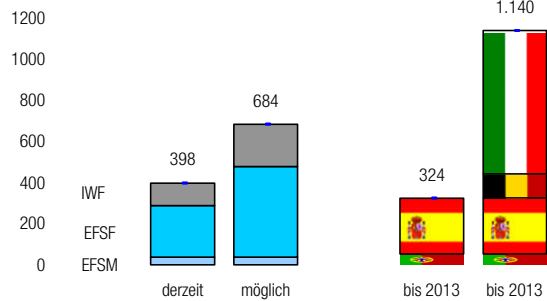


* bei voller "theoretischer" Ausnützung von 440 Mrd. Euro

Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Refinanzierungsvolumen

(Mrd. Euro, 2011)



Quelle: EU, eigene Schätzungen, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

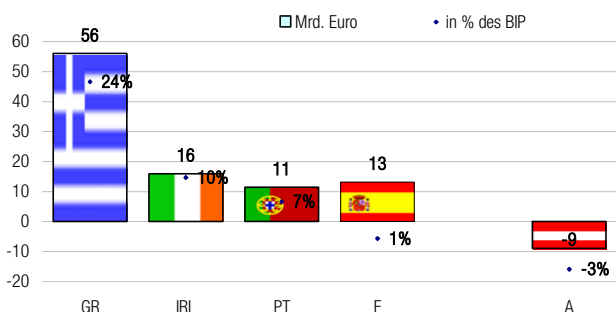
Aus heutiger Sicht könnte die EFSF die Refinanzierung Portugals und Spaniens bis 2013 (so wie bereits im Griechenland- und Irlandpaket vereinbart) finanzieren. Dazu bliebe auch noch ein Rest zur Aufkapitalisierung von Banken (wie im Irlandpaket vereinbart). Wenn allerdings der ESM bzw. die EFSF „liberal“ verwendet wird, könnte er sogar wesentliche Teile einer europäischen Fiskalpolitik (zumindest teilweise) übernehmen. Auch könnte er die EZB entlasten und selbst Anleihen am Sekundärmarkt kaufen.

Zwei Vorschläge für die EFSF

Theoretisch könnte ein Land, dessen Anleihekurse derzeit deutlich unter dem Nominalwert liegen, durch Rückkauf seiner Schuld eine Art stillen Ausgleich erreichen. Der Nominalwert, der durch Anleihen aufgebrauchte Teil der Staatsschuld Griechenlands beträgt derzeit rund 230 Mrd. Euro, der Kurswert rund 174 Mrd. Euro²⁹. Damit würde sich die Schuld um rund 56 Mrd. Euro verringern, dies wären 24% des BIP. Die Staatsschuld würde damit von 140% des BIP auf rund 116% sinken. Bei Irland wäre der Rückgang jedoch nur 10 Prozentpunkte oder 16 Mrd. Euro, bei Portugal nur 8%. Österreich, als Vergleich, müsste derzeit sogar 3% mehr bezahlen, da seine Schuld derzeit mehr Wert ist als das Nominale. Allerdings würde ein Schuldentrückkauf einige Dinge voraussetzen.

Ersparnis bei Schuldentrückkauf

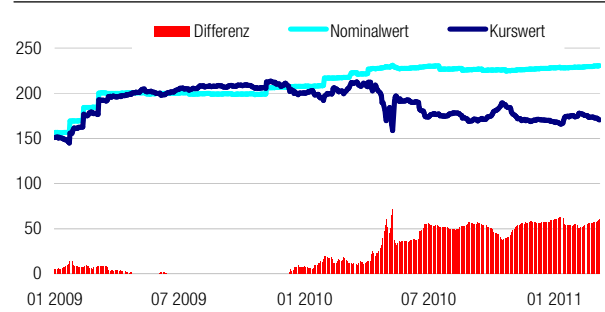
(Mrd. Euro, 4. März 2011)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Nominal- und Kurswert griech. Anleihen

(in Mrd. Euro, ausstehende Anleihen)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

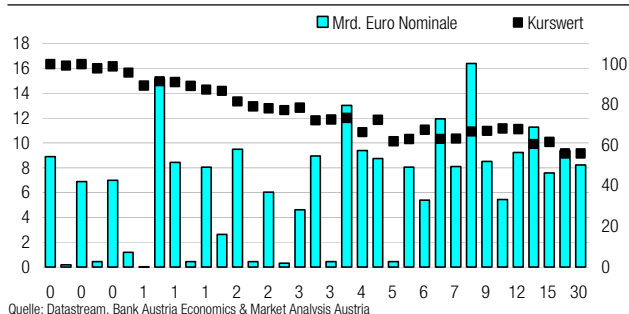
Seit Beginn der Griechenlandkrise hat sich der Kurswert griechischer Anleihen deutlich verringert, die Differenz aus Nominalwert und Kurswert stieg so auf über 50 Mrd. Euro.

Besonders bei längeren Laufzeiten (über 1 ½ Jahre) liegt der Kurswert deutlich unter 100, bei Laufzeiten über 10 Jahre bei rund 60.

²⁹ Wert per 21. Februar 2011

Ausstehende griechische Anleihen

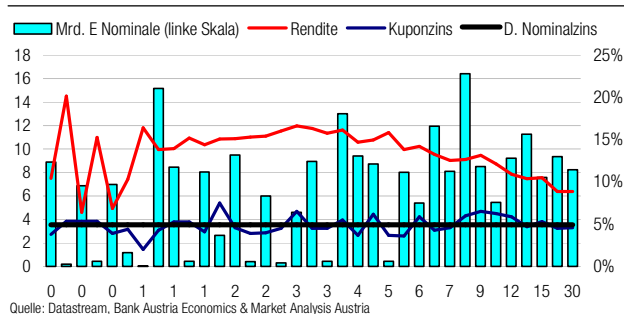
(Mrd. Euro, Kurswert und Restlaufzeit)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Ausstehende griechische Anleihen

(Rendite und Kupon nach Restlaufzeit)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

So einfach und effektiv eine Reduktion der Schuld durch Rückkauf erscheint, so schwierig ist sie in der Praxis, denn dies benötigt folgende Voraussetzungen:

- Im Grunde profitiert Griechenland derzeit von der langen Laufzeit seiner Anleihen, denn der Nominalzinssatz, den es tatsächlich zahlt, liegt deutlich unter der Rendite. Dies bedeutet, Griechenland müsste für die neuen Anleihen, die sie begibt, deutlich höhere Zinsen bezahlen als der derzeitige durchschnittliche Kupon der ausstehenden Anleihen (knapp unter 5%). Damit würde Griechenland seine Schuld zwar reduzieren, gleichzeitig aber die zukünftigen Zinszahlungen deutlich erhöhen, statt 5% müssten 11,8% gezahlt werden also mehr als das Doppelte.
- Damit würde ein Schuldrückkauf nur dann Sinn machen, wenn der Schuldenrückgang von rund 24% nicht durch höhere Zinsen konterkariert würde. Dies wäre bei einem Kupon von max. rund 6% der Fall. Dieser Zinssatz wäre nur mit Hilfe der EFSF oder anderer Institutionen möglich.
- Der Tausch von griechischen Anleihen in Anleihen der EFSF (bzw. in Finanzierung des IWF) wäre dann de facto der „Euro Bond“, d.h. die Schuld eines Landes wird durch die anderen Länder garantiert³⁰.
- Ein wesentlicher, wenn nicht sogar der wesentlichste Grund dafür, dass eine Schuldenreduktion durch Rückkauf der niedrig bewerteten Anleihen nicht funktionieren würde, ist jedoch die Tatsache, dass die Besitzer dieser Anleihen damit einen Verlust ausweisen würden. Zwar würde dies nicht jene Besitzer treffen, die den Kurswert bereits in ihren Büchern bewertet haben (zum Beispiel im Handelsbuch einer Bank), oder zum niedrigeren Kurs gekauft haben (etwa die EZB), wohl aber jene, die bisher eine griechische Anleihe weiterhin als einbringlich ge- und bewertet haben. Vor allem Versicherungen, aber auch Banken, die die Anleihen im Bankbuch (bis zur Endfälligkeit) haben. Ein großer Teil dieser Anleihebesitzer würde nicht bereit sein, seine Anleihe mit Verlust zu verkaufen, wenn er zudem davon ausgehen kann, dass seine Anleihe nach der Umschuldung Griechenlands zu EFSF/IWF nun sicher wären. Dies würde nur gelingen, wenn Anleihebesitzer dazu gezwungen würden, was jedoch de facto eine Umschuldung, sprich Konkurs, bedeuten würde.

Benützung der EFSF, um CDS zu emittieren

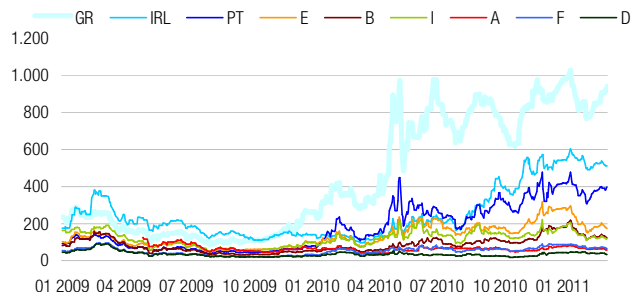
Ein Vorschlag, wie die EFSF kreativer die Schuldenproblematik lösen könnte, ist die Ausgabe von CDS (Credit Default Swaps) auf Anleihen jener Staaten, für die dafür ein Bedarf besteht.

Durch den Einsatz von CDS, die durch die EFSF ausgegeben werden, könnte eine sehr flexible, aber auch glaubwürdige Politik gemacht werden. Glaubwürdig nicht zuletzt auch, weil bei einer Zahlungsunfähigkeit, die EFSF zahlen müsste.

³⁰ Zur Diskussion des Eurobonds das Interview von Jean-Claude Juncker mit der Zeit „Deutschland denkt da ein bisschen simpel, man lehnt unseren Vorschlag ab, bevor man ihn studiert hat“ und die Antwort der deutschen Regierung darauf: „Die Bundesregierung ist weiter ablehnend zu diesem Vorschlag“, Steffen Seibert, Regierungssprecher. (zitiert nach www.zeit.de „Bundesregierung weist Juncker-Kritik zurück“)

CDS 5 Jahre

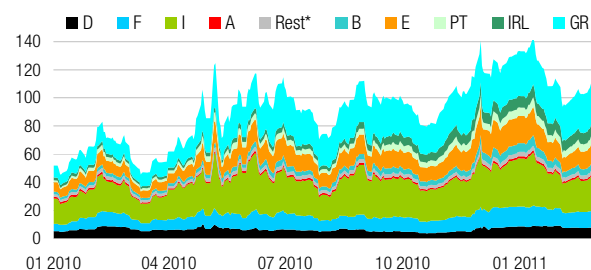
(CDS 5 Jahre, Mrd. EUR, p.a.)



Quelle: Datastream, eigene Schätzungen, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Theoretische Kosten, den Euroraum zu versichern

(CDS 5 Jahre, Mrd. EUR, p.a.)



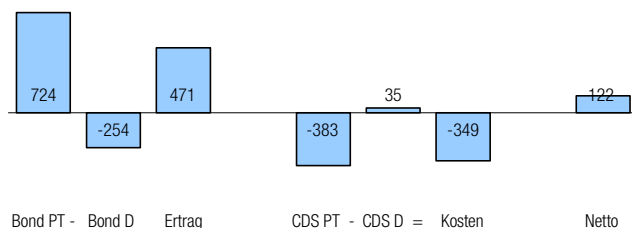
Quelle: Datastream, eigene Schätzungen, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria
* NL, FN, SK, SL

In Summe würde es derzeit ca. 100 Mrd. Euro pro Jahr kosten, die gesamte Staatsschuld des Euroraums durch CDS zu sichern³¹. Für die USA, deren Schulden ca. ein Drittel höher liegen, würde es lediglich 40 Mrd. Euro pro Jahr kosten, der CDS für fünf Jahre liegt derzeit bei rund 40 Basispunkte, der theoretische (Länder CDS gewichtet mit der Schuld jedes Landes) der Eurozone bei 133 Basispunkte.

Durch die Ausgabe von CDS könnte neben der erhöhten Glaubwürdigkeit auch verhindert werden, dass ein Staat den Kapitalmarkt verlässt, wie dies de facto für Griechenland und Irland geschehen ist. Ein Land, für das die EFSF CDS ausgibt, finanziert sich weiterhin über den Kapitalmarkt zu derzeitigen Konditionen.

EFSF verkauft CDS - Sicht des Investors

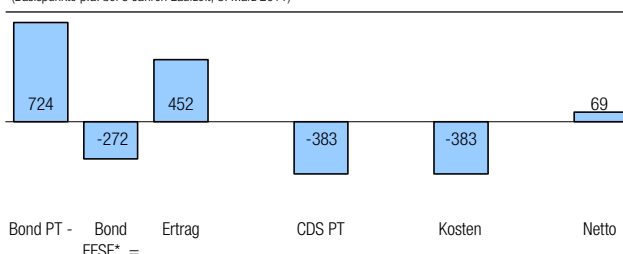
(Basispunkte p.a. bei 5 Jahren Laufzeit, 3. März 2011)



Quelle: Datastream, eigene Schätzungen, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

EFSF kauft PT Anleihen und sichert durch CDS ab - Sicht des EFSF

(Basispunkte p.a. bei 5 Jahren Laufzeit, 3. März 2011)



* EFSF Kosten errechnet aus 5 Jahre Anleihen des AAA Staaten im EFSF gewichtet nach Anteil
Quelle: Datastream, eigene Schätzungen, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

³¹ Natürlich nur theoretisch, denn das Nettovolumen an CDS würde dadurch um das 90fache steigen, da derzeit ca. 1,1% der ausstehenden Schulden im Euroraum netto durch CDS gedeckt sind, am wenigsten für Niederlande mit 0,5% und am meisten für Portugal mit 4%.

Wie funktioniert eine Rettung durch CDS Verkäufe?

Am Beispiel Portugals:

- Portugal emittiert Anleihen (5 Jahre) mit derzeit 724 Basispunkten Zins, dies sind 471 Basispunkte mehr als Deutschland.
- Die EFSF verkauft (also garantiert) Schutz gegen den Ausfall Portugals mittels CDS (ebenfalls 5 Jahre) zu einem jährlichen Preis von derzeit 383 Basispunkten.
- Der Investor erhält also 471 Basispunkte mehr als für deutsche Anleihen, zahlt dafür 383 Basispunkte Versicherung (Versicherer EFSF ist so sicher wie Deutschland)³².
- Abzüglich der theoretischen Versicherungsprämie (CDS) für Deutschland von 35 Basispunkten kostet die Versicherung 349 Basispunkte, so bleiben dem Investor netto 122 Basispunkte beim Kauf von Anleihen Portugals gegenüber dem Kauf deutscher Anleihen bei gleichem Risiko.
- Die EFSF wiederum erhält eine Prämie (jährlich) von 383 Basispunkten, die sie behalten oder (unter Auflagen) an Portugal weitergeben kann.
- Dies wird dazu führen, dass sich der Spread Portugals einengen wird. Je günstiger die EFSF den CDS stellt, umso mehr.
- Falls kein Investor Anleihen Portugals kaufen möchte bzw. niemand Schutz kauft und es dadurch zu keiner Einengung der Spreads kommt, kann die EFSF selbst Anleihen Portugals kaufen.
- Sie erhält dafür 724 Basispunkte, dies sind 452 Basispunkte über ihren eigenen Refinanzierungskosten³³.
- Um selbst kein Risiko zu übernehmen kauft jetzt die EFSF CDS gegen den Ausfall Portugals vom Markt zum Preis von 383 Basispunkten.
- Es bleibt der EFSF nun ein Gewinn von 69 Basispunkten ohne dass sie Risiko übernommen hat.
- Sie kann diesen Gewinn (unter Auflagen) an Portugal geben (um die Zinslast zu reduzieren), bzw. kann sie einen Teil nicht absichern und mehr zurückgeben, je nach Wunsch der Politik. Auch könnte die EFSF die Anleihe mit einer niedrigeren Verzinsung kaufen und damit die Zinslast für Portugal reduzieren.

In Summe hätte die EFSF damit viele Möglichkeiten, die Marktbedingungen für ein Land deutlich zu verbessern, ohne selbst das gesamte Refinanzierungsvolumen für mehrere Jahre (wie bei Griechenland oder Irland) übernehmen zu müssen. Dies würde zu einer Einengung der Spreads führen.

Auch wären die anderen Staaten besser gestellt als bei der derzeitigen Lösung, denn wenn die EFSF Risiko übernimmt, so bekommt sie dafür einen Preis gezahlt (den sie dann allerdings weitergeben kann), die Marktdisziplin bleibt aufrecht. Schlussendlich wäre es ein so starkes Signal an die Investoren, dass kein Land den Euro wegen Finanzierungsschwierigkeiten verlassen wird, dass die „Eurokrise“ damit beendet wäre.

Was spricht gegen eine flexible Nutzung der EFSF

Die wesentlichsten Einwände betreffen die Übernahme von Staatsschulden eines Mitgliedlandes durch ein anderes. Dabei wird immer auf den Artikel 125 des EUV (EU-Vertrag) hingewiesen. Allerdings, so die Meinung vieler, bedeutet dies nur, dass die Länder nicht automatisch für einander haften, nicht jedoch, dass sie nicht für einander haften können, wenn dies vereinbart wird, „...zur Durchführung eines bestimmten Vorhabens.“

Artikel 125

(ex-Artikel 103 EGV)

(1) Die Union haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des

³² Zum Zusammenhang zwischen CDS und Bondspread siehe: Zhu Haibin (2004): „An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the credit default swap market“, BIS Working Paper No. 160

³³ Die Refinanzierungskosten des EFSF wurden zum 3. März 2011 simpel mit dem gewichteten Durchschnitt der Anleiherenditen (5 Jahre) der AAA Garantieländer gerechnet.

öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens. Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens.

(2) Der Rat kann erforderlichenfalls auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Europäischen Parlaments die Definitionen für die Anwendung der in den Artikeln 123 und 124 sowie in diesem Artikel vorgesehenen Verbote näher bestimmen.

Des Weiteren bietet Artikel 122 EUV einige Argumente für gegenseitige Hilfestellungen.

Artikel 122

(ex-Artikel 100 EGV)

(1) Der Rat kann auf Vorschlag der Kommission unbeschadet der sonstigen in den Verträgen vorgesehenen Verfahren im Geiste der Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten über die der Wirtschaftslage angemessenen Maßnahmen beschließen, insbesondere falls gravierende Schwierigkeiten in der Versorgung mit bestimmten Waren, vor allem im Energiebereich, auftreten.

(2) Ist ein Mitgliedstaat aufgrund von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Ereignissen, die sich seiner Kontrolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht, so kann der Rat auf Vorschlag der Kommission beschließen, dem betreffenden Mitgliedstaat unter bestimmten Bedingungen einen finanziellen Beistand der Union zu gewähren. Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament über den Beschluss.

Dies bedeutet, aus rechtlichen Gründen muss eine gegenseitige Hilfe, bis zum Bail-out eines Landes, nicht abgelehnt werden. Allerdings könnte es politische Gründe dafür geben.

5. Was sind die derzeitigen Optionen?

- Jede Unterstützung entziehen, ein Land soll "Marktpreis" für Schulden bezahlen, wer dies nicht kann, soll umschulden und alle Beteiligten sollen ihren Beitrag leisten.
 - Für Griechenland und Irland wurden bereits Hilfspakete und Zusagen gemacht, eine Umschuldung vor 2013 würde zu einem Glaubwürdigkeitsproblem. Gefahr des "ungeordneten" Konkurses mit allen negativen Folgen für andere Länder und die Gläubiger (Banken, Fonds, Versicherungen).
- Warten bis neue Probleme auftauchen, dann mit den noch vorhandenen Mitteln der EFSF, des IWF und der EU ein erneutes Paket machen.
 - Derzeit aktuelle Situation, favorisiert vor allem von Deutschland. Unsicherheit darüber, wie weit die Gemeinschaft geht, wie viel sie bereit ist zu geben.
- Aufstockung der EFSF zu ihrer ursprünglich gedachten Größe.
 - Vorschlag der Kommission, teilweise Zustimmung Deutschlands signalisiert, würde jedoch bedeuten, entweder geben alle mehr Garantie oder die nicht AAA-Staaten erhöhen Beitrag (Cash Einlage). Führt zu stärkeren Diskussionen in Deutschland über "Bail-out", würde jedoch Glaubwürdigkeit erhöhen.
- Erweiterung der Möglichkeiten der EFSF, zum Beispiel durch Rückkäufe von Altschulden einiger Länder den Sekundärmarktpreis zu erhöhen bzw. die Schuld zu senken.
 - Dies wäre der erste Schritt in Richtung Eurobond. Derzeit muss sich ein Land, das Mittel aus der EFSF bekommt, einem Programm (IWF) unterziehen. Bei flexiblen Käufen der EFSF würde dies nicht sein, d.h. zum Teil würden nationale Schulden durch "Euraumschulden" ersetzt. Starke Opposition Deutschlands.

³⁴ Siehe dazu Barry. Eichengreen (2010): „Drawing a Line under Europe's Crisis“ in R. Baldwin, Gros D. & Laeven L. (2010): „Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to be Done?“ A VoxEU.org Publication.

³⁵ So etwa Otmar Issing, ehemaliger Chefvolkswirt der EZB in einem Interview mit der SN vom 5. Februar 2010: „Euro-Experte: Austritt wäre ökonomischer Selbstmord“.

- Eurobonds: Zumindest teilweise Schulden der Euroraumstaaten gemeinsam zu finanzieren. Verschiedene Vorschläge (bis zu 60%, der Rest auf eigene "Rechnung").
 - Starke Opposition vor allem von Deutschland, Hinweis auf Verletzung von Artikel 125 EUV.
- Besonders die Variante, nur immer soviel zu geben wie die aktuelle Situation gerade notwendig macht erscheint aus den Erfahrungen vergangener Krisen und auch den Erfahrungen bisher in der Eurokrise eine schlechte Alternative³⁴.

6. Was kann in einem Extremfall passieren – der Euroraum verschwindet – am Beispiel Österreich

Auch wenn es als sehr unwahrscheinlich angesehen werden kann, so muss einem doch bewusst sein, wie schwerwiegend die Folgen wären. In allen Diskussionen in den nächsten Monaten muss bewusst sein, dass Lösungen, die den Fortbestand des Euroraums gefährden könnten, tatsächlich keine Alternative darstellen, zumindest für Länder wie Österreich. Dies engt in einem Extremfall, z. B. ein Land verweigert Auflagen, den Handlungsspielraum deutlich ein. Auch wenn vielfach darauf hingewiesen wird, dass ein Austritt speziell für ein Land wie Griechenland extrem gefährlich wäre³⁵, gibt es doch auch Stimmen, die Griechenland diesen Vorschlag machen. Für viele Investoren wäre ein Austritt und der damit verbundene Staatsbankrott eines Euromitgliedsstaates gleichbedeutend mit dem Ende des Euroraums.

Mit der Möglichkeit (oder steigenden Wahrscheinlichkeit), dass ein Land aus dem Euro austreten könnte, wird der Euroraum zu einem Fixkursystem mit dem Risiko einer Wechselkursanpassung (Ausstieg). Dies würde aus einem Euro plötzlich, aus Sicht des Investors, eine deutschen Euro, einen österreichischen Euro, einen italienischen Euro, einen spanischen Euro usw. machen. Dies hätte fatale Konsequenzen mit wahrscheinlich erst recht nur zwei Alternativen: Zerfall des Euroraums oder Solidarität durch „Vergemeinschaftung“ der Schulden.

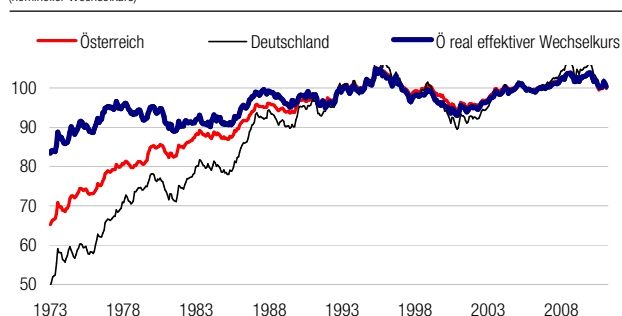
Was ein Zerfall des Euroraums bedeuten würde, kann man nur schwer analysieren. Dabei gäbe es für Österreich grundsätzlich zwei Extremszenarien:

- Eine Art „Hartwährungseuro“ gemeinsam mit Deutschland und anderen „Nordländern“. Dies müsste von Seiten Deutschlands gewünscht sein.
- Keine neuen Wechselkursbindungen mit unbekannter Konsequenz für Österreich.

Ein Zerfall des Euroraums bei dem Österreich sich an den Hartwährungsblock rund um Deutschland anbinden würde, hätte sicherlich deutliche Konsequenzen für Österreichs Wirtschaft.

Effektiver Wechselkurs

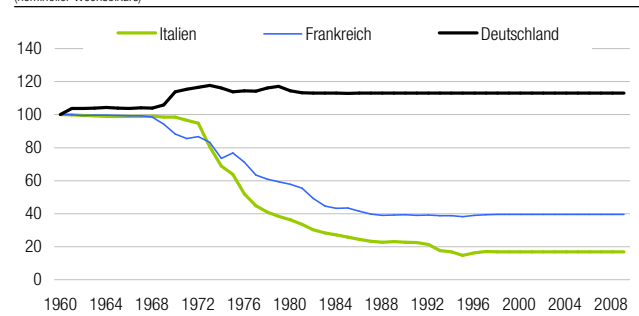
(nominaler Wechselkurs)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Wechselkurs Österreichs gegen ...

(nominaler Wechselkurs)

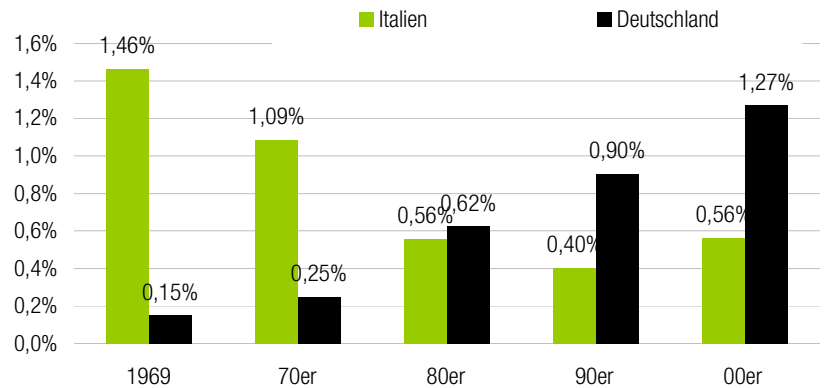


Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Die Entwicklung des effektiven Wechselkurses, also gewichtet nach Handelspartnern, in den Jahren vor der Euroeinführung gibt ein gutes Beispiel dafür. Nicht nur die Volatilität würde Probleme verursachen, auch die Tatsache, dass die Tendenz des realen Wechselkurses ständig nach oben gerichtet ist.

Man sollte sich in Erinnerung rufen, wie die Wechselkursentwicklung Österreichs gegenüber wichtigen Handelspartnern vor der Währungsintegration, die ab 1979 mit der Gründung des EWS begann, war.

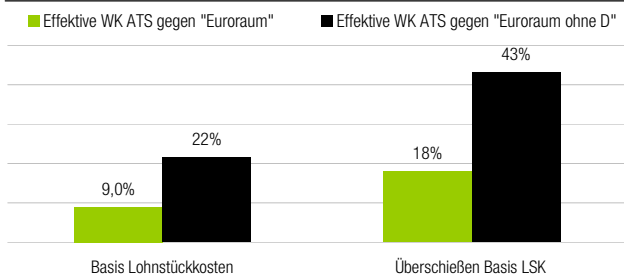
Anteil österreichischer Exporte am BIP des Exportlandes



Welche Folgen eine solche Entwicklung auf die Wirtschaft haben kann, zeigt Österreichs Handel mit Italien. Noch 1969 betrug der Export Österreichs nach Italien gemessen am italienischen BIP 1,46%, als Folge der teilweise chaotischen Währungsentwicklung mit einem Wertverlust der italienischen Währung gegenüber dem Schilling von 85% bis Mitte der 90er Jahre sank unser Exportanteil am italienischen BIP auf 0,40%. Erst durch die Fixierung der Währung und den Euro stieg dieser Anteil wieder auf 0,56%. Gleichzeitig konnte Österreich seinen Exportanteil am deutschen BIP von bescheidenen 0,15% 1969 auf inzwischen 1,27% erhöhen, nicht zuletzt auch aufgrund der Währungsstabilität.

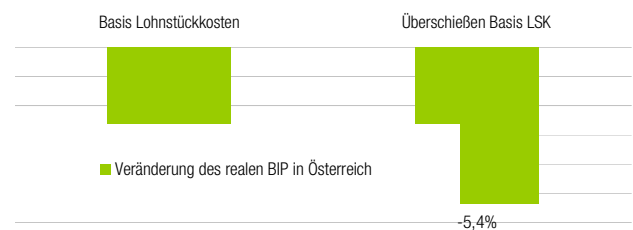
Als Bezugsgröße für die Berechnung des Ausmaßes einer möglichen Aufwertung eines „harten“ Euroschillings gegenüber den Handelspartnern kann die Entwicklung des effektiven Wechselkurses seit Eurobeginn, gemessen mit den Lohnstückkosten, herangezogen werden. Dies würde im Durchschnitt eine Aufwertung um 9% gegenüber Österreichs Handelspartnern im Euroraum bedeuten bzw. sogar 22% wenn man den Euroraum ohne Deutschland nimmt, wobei ein fixer Wechselkurs zu Deutschland angenommen wurde. Geht man nun davon aus, dass es bei einem Zerfall des Euroraums zu einem deutlichen Überschießen des Wechselkurses kommen würde, so könnte die Aufwertung sogar das Doppelte, also 18% bzw. zum Euroraum ohne Deutschland 43% sein.

Mögliche Aufwertung des ATS NEU*



* Aufwertung im Ausmaß der effektiven Wechselkursdifferenz seit 1999 zu Deutschland auf Basis Lohnstückkosten, gewichtet nach Österreichs Export
Überschießen = mal 2
Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Mögliche BIP Wirkung durch Aufwertung des ATS NEU*



* Elastizität 1 zwischen effektivem Wechselkurs und Exporten (inkl. Dienstleistungsexporte), in % des BIP.
Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Nimmt man eine Elastizität von 1 für das BIP an, d.h. eine 1% Aufwertung führt zum Rückgang der Exporte um 1%³⁶ so ergäbe sich aufgrund der Gewichtung dieser Länder an Österreichs Export eine Wirkung auf das BIP von 2,7% ohne Überschießen und 5,4% mit Überschießen. Dies bedeutet jedoch nicht nur, dass das BIP in einem Jahr um diesen Betrag fällt und sich dann wieder erholt, wie dies in der vergangenen Wirtschaftskrise der Fall war, sondern dauerhaft bzw. zumindest bis der real effektive Wechselkurs durch niedrigere Löhne in Österreich bzw. höhere Lohnabschlüsse in den Exportländern, wieder zurückgeht. Dies könnte aus den Erfahrungen der Vergangenheit sicherlich Jahre dauern, abhängig von der Wirtschaftspolitik dieser Länder.

Ein dauerhafter Rückgang des österreichischen BIP von 2,7% bedeutet pro Jahr eine niedrigere Wertschöpfung von 7,6 Mrd. Euro bzw. bei 5,4% sogar von rund 15 Mrd. Euro. Dies hätte dann auch negative Auswirkungen auf die Einnahmen des Staates von rund 50%³⁷.

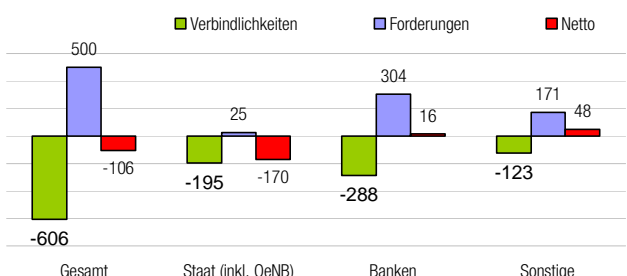
Sollte es Österreich jedoch nicht gelingen, eine Währungsanbindung zu Deutschland zu erreichen, so wären die Folgen zwar vorerst positiv für den Export, gleichzeitig hätte dies jedoch sehr komplexe Folgen für die Finanzierung der gesamten österreichischen Volkswirtschaft. Die Auslandsverbindlichkeiten Österreichs (Staat, Private und Banken) betragen im 3. Quartal 2010 und 600 Mrd. Euro brutto, davon ein großer Teil mit dem Euroraum.

Vor allem der Staat finanziert sich im Ausland, was sich natürlich bei einer möglichen Wechselkursunsicherheit zumindest in höheren Zinskosten bemerkbar machen würde.

Wie schnell sich Rahmenbedingungen ändern können, musste Österreich im Frühjahr 2009 erleben als die Bonität Österreichs aufgrund der Unsicherheit in CEE hinterfragt wurde und erst durch eine Solidaritätserklärung der EU und des IWF gestoppt werden konnte. Damals zeigte sich auch, wie schwierig es ist, ohne institutioneller Unterstützung innerhalb der EU, Hilfe auf rein bilateraler Ebene zu erhalten am Beispiel der Haltung Deutschlands zur Beistandsfazilität für Zahlungsbilanzstützungen³⁸.

Vermögensposition Österreichs

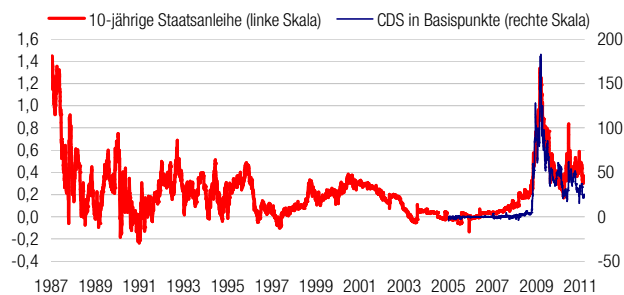
(Q3 2010, Mrd. Euro)



* Elastizität 1 zwischen effektivem Wechselkurs und Exporten (inkl. Dienstleistungsexporte).
Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

Zins- und CDS-Differenz Österreich zu Deutschland

(in % bzw. Basispunkten)



Quelle: Datastream, Bank Austria Economics & Market Analysis Austria

³⁶ Morris Goldstein and Mohsin S. Kahn (1985): "Income and price effects in foreign trade", in R.W. Jones and P. Kenen (ed), "Handbook of International Economics", Vol II

³⁷ Österreichs Abgabenquote laut OECD 2011 49,4%.

³⁸ Siehe dazu Franz Nauschnigg (2010): „Stärkung der europäischen Finanzarchitektur“ in FIW (2010): „Österreichs Außenwirtschaft 2010“.

7. Wie weiter?

Der offizielle Fahrplan der EU umfasst derzeit fünf Punkte³⁹:

- Weitere Beobachtung der Entwicklung Irlands und Griechenlands.
- Maßnahmen zur verstärkten Haushaltskonsolidierung durch Vorschläge von Kommission und EZB (auch im Rahmen des neu geschaffenen Europäischen Semesters⁴⁰)
- Ausgestaltung der EFSF um effizient zu sein.
- Ausgestaltung des ESM, der ab 2013 gilt.
- Neuer „Pakt für Wettbewerbsfähigkeit“, mittelfristige Verbesserung der Konvergenz.

Da sich seit Jahresbeginn der aktuelle Druck auf einige Länder (Portugal) etwas gelockert hat, sind die Diskussionen um die Ausgestaltung der konkreten aktuellen Hilfspakete (EFSF) in den Hintergrund und die Diskussion um die mittel bis langfristigen Programme (Pakt für Wettbewerbsfähigkeit) in den Vordergrund der Diskussion gerückt. Welche Flexibilisierung die EFSF erhalten wird, ist derzeit nicht bekannt, auch nicht, ob überhaupt etwas geändert wird.

Abgesehen vom langfristigen Projekt der stärkeren Koordinierung der Wirtschaftspolitik, von einer gemeinsamen Wirtschaftspolitik ist nicht mehr die Rede, für die die EU schon in der Vergangenheit viele Pläne hatte, sind es vor allem zwei kurzfristige Probleme, mit denen der Euroraum 2011 umgehen muss.

1. Verhindern, dass weitere Staaten in Liquiditätsprobleme kommen.
2. Lösung der faktischen Überschuldung zumindest eines Mitgliedstaates.

8. Praktische Anweisungen

Normalerweise steht einem Land bei Schieflage seiner Staatsverschuldung zumindest der Versuch offen, durch eine „Monetarisierung“, sprich höhere Inflation, die reale Last der Schuld zu reduzieren. Dies gelingt jedoch nur, wenn die Inflation unerwartet kommt und stark genug ist. Dies ist heute bei sehr hoch entwickelten Finanzmärkten und hohem Informationsstand der Bevölkerung zumindest in den meisten entwickelten Volkswirtschaften sehr schwierig, im Euroraum für ein oder zwei Länder praktisch unmöglich, da die Geldpolitik in den Händen der unabhängigen EZB ist.

Eine weitere Möglichkeit, Schulden in nationaler Währung gegenüber dem Ausland durch Abschwächung der Währung real zu verkleinern steht im Euroraum ebenfalls nicht zur Verfügung.

Bleibt schlussendlich noch die Möglichkeit durch Budgetüberschüsse die hohe Schuldenlast zu reduzieren, was allerdings langwierig sein kann und nur unter sehr günstigen Bedingungen gelingt⁴¹. Nicht immer bietet das politische Umfeld die Voraussetzungen dafür. Starkes Wachstum, etwa durch eine Abwertung, könnte dies erleichtern.

Damit steigt gerade für ein Land im Euroraum das Risiko, nur durch eine Umschuldung bzw. einen Bankrott seine Probleme lösen zu können. Da dies, wie oben ausgeführt, enorm negative Folgewirkungen für die anderen Länder des Euroraums haben würde, sollten sich diese zu einer Solidarität entschließen, die über die bisherige (Erhaltung der Liquidität für einen bestimmten Zeitraum) hinausgeht, dies inkludiert auch die Umschuldung überschuldeter Staaten⁴².

Aus ökonomischen (Moral Hazard Problem, d.h. Investoren verlassen sich darauf, dass jemand anderer die Schulden bezahlt), aber vor allem aus politischen Gründen wird oft dafür plädiert, dass die Investoren (Gläubiger) ebenfalls einen Beitrag leisten sollten. Aus theoretischer und politischer Sicht wäre dies wünschenswert, allerdings erscheinen die operativen Risiken, die damit verbunden sind, enorm zu sein, betrachtet man die bisherigen Erfahrungen mit multilateraler Lastenverteilung bei Problemen etwa im Bankensektor. Auch die bisherigen Erfahrungen mit den Konsequenzen aus Bankenstresstests sind bescheiden. Schlussendlich sollte auch die Erinnerung an Lehman ein warnendes Beispiel sein. Daher ist aus

³⁹ Siehe dazu Mitschrift der Pressekonferenz der Bundeskanzlerin Merkel zum Europäischen Rat, 4. Februar 2011.

⁴⁰ Das Europäische Semester stellt eine neue Initiative dar, bei der alle Staaten im Vorhinein (im ersten Halbjahr eines jeden Jahres) ihre Budget- und Wirtschaftspolitik mit der Kommission diskutieren. Nach Diskussion im Rat wird dieser entscheiden, ob er im Juli einem Mitgliedsstaat besondere Anweisungen zur Umsetzung gibt, die dieser dann im nächstjährigen Budget umzusetzen hat. Siehe dazu EU (2011): European semester a new architecture for the new EU Economic governance. Memo/11/14 vom 12. Jänner 2011.

⁴¹ Zur Schwierigkeit hohe Schulden abzubauen: Carmen M. Reinhart u. Kenneth Rogoff (2009): „This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly“.

⁴² Im Grunde dürfte dies nur auf Griechenland zutreffen, allerdings könnte es schwierig sein, Griechenland umzuschulden und Irland selbst die Last tragen zu lassen. In Summe geht es aber wahrscheinlich nur um rund 250 Mrd. Euro oder knapp über 2 ½% des BIP des Euroraums um diese beiden Länder von der Hälfte ihrer Schulden zu befreien.

praktischer Sicht einem Bail-Out der beiden Länder der Vorzug gegenüber einem Konkurs eines Landes zu geben⁴³.

Was bekommen die anderen Länder dafür? Die stabilen Länder, allen voran Deutschland, haben in den Jahren seit der Euroeinführung massiv vom Euro profitiert. Der kumulierte Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands mit dem Euroraum von 600 Mrd. Euro trug immerhin rund 2% zum Einkommen in Deutschland in den letzten Jahren bei. Ähnliches gilt für Österreich.

Ohne Euro müssten viele Länder abwerten, dies hätte dann zusätzlich negative Effekte auf das Einkommen in den Überschussländern, in Österreich könnte der Effekt zwischen 2% und 5% der jährlichen Wirtschaftsleistung sein.

Daraus sollte sich für die meisten Länder des Euroraums der Schluss ergeben, die derzeitige Unsicherheit durch eine starke Solidarität zu lösen, mittelfristig dann eine Umschuldung (ohne Konkurs) jener Länder zu ermöglichen, die ihre Lasten nicht tragen können.

Kurzfristige Maßnahmen

- Zuerst muss die Politik ein klares, und nicht mit vielen Wenn und Aber versehenes Zeichen der Solidarität setzen.
- Dies könnte durch die Übernahme der Schulden in gemeinsame Schulden bzw. Teile einzelner Länder erfolgen. Allerdings ist die Übernahme selbst von Teilen der Schulden (etwa durch einen Eurobond) politisch schwer durchsetzbar und in den Geberländern mit möglichen politischen Verwerfungen verbunden.⁴⁴
- Eine Möglichkeit, ein klares Signal zu setzen ohne gleichzeitig alle Schulden übernehmen zu müssen wäre die Ausgabe von CDS durch die EFSF. Die dabei erzielten Erträge (der Markt zahlt für die Stabilität) könnten für die Schuldenreduktion verwendet werden. Daran könnten dann auch die gewünschten Strukturreformen geknüpft werden.
- Mittelfristig sollte so auch die Umschuldung dieser Staaten erfolgen, um die ökonomisch nicht tragbare hohe Schuld abzubauen.

Mittelfristige Maßnahmen

- Mittelfristig müssen Maßnahmen gesetzt werden, damit es nicht wieder zu dieser Situation kommt.
- Diese Maßnahmen sollten die bisherigen Erfahrungen über die Schwierigkeit, mehrheitsfähige, scharfe Maßnahmen gegen einzelne Mitgliedsstaaten zu erlassen, berücksichtigen.
- Daher sollte der neue Stabilitäts- und Wachstumspakt eine starke nationale Komponente haben. D.h. die Regeln sollten national im Verfassungsrang erlassen werden. Eine solche Schuldenbremse⁴⁵ würde eine deutlich stärkere Verantwortung jedes Landes bedeuten, da ja die eigenen Gesetze und nicht abstrakte Regeln von „anderen in Brüssel“ verletzt würden. Die Verabschiedung solcher Regeln sollte Grundvoraussetzung für einen Weiterverbleib im Euro sein. Natürlich muss dies auch durch Verbesserung in der Kontrolle auf EU-Ebene begleitet werden.
- Mit der EFSF bzw. dem zukünftigen EMS ist ein Instrument zur Stärkung der wirtschaftspolitischen Koordinierung geschaffen worden. Gemeinsam mit der EIB (Europäischen Investitionsbank) und den Mitteln, die bereits heute zur Verfügung stehen (Strukturfonds) könnte dies der erste Schritt zu einer stärkeren europäischen Fiskalpolitik werden.
- Wichtig ist, dass die Politik stärker durch Institutionen wie Kommission oder EZB getrieben wird, weniger durch den Rat. Der Rat hat zu wenig Kontinuität und ist zu oft durch Basarmethoden bei der

⁴³ Dies schließt nicht aus, sich eine gewisse Beteiligung der „geretteten“ Investoren zu überlegen, wie immer diese aussehen mag.

⁴⁴ Dies ist ein sehr oft benutztes Argument gegen eine Schuldenübernahme jener Experten, die zumindest um die fatale ökonomische Wirkung auch auf die starken Länder wie Deutschland wissen. Sie stimmen zwar ebenfalls der Analyse zu, dass die ökonomischen Kosten eines Konkurses oder gar des Auseinanderbrechens des Euroraums höher wären als die Kosten einer Rettung einzelner kleiner Staaten, argumentieren jedoch, dass der politische Preis in den Geberstaaten dafür zu hoch sei, und es zu einer Radikalisierung kommen würde. Siehe dazu etwa das Interview von Othmar Issing in der FT vom 11. Jänner 2011. Allerdings wird dabei übersehen, dass die Folgen des Zerfalls der Eurozone ebensolche großen politischen Folgen haben würden, vor allem natürlich in den Schuldnerländern, aber auch in den Geberländern (Folgen für die Wirtschaft) und mittelfristig auch für Europa als Idee.

⁴⁵ Siehe zur deutschen Schuldenbremse: Viktor Steiner (2010): „Konsolidierung der Staatsfinanzen“ Diskussionsbeiträge Fachbereich Wirtschaftswissenschaft Freie Universität Berlin 2010/9 und zur österreichischen Ausgabenobergrenze: Gerhard Steger (2009): „Die Haushaltsreform des Bundes“, Journal für Rechtspolitik 17, 23-36

⁴⁶ www.bankofgreece.gr, die Kontonummer: IBAN GR 04 010 0024 0000000026132462, SWIFT/BIC: BNGRGRAA. Solidarity Account for Public Debt Repayment.

Mehrheitsfindung geprägt.

- Schwierig wird dabei die Trennung zwischen EU27 und dem Euroraum, die bisher nur im Rat faktisch möglich war, und besonders das demokratiepolitische Defizit der Kommission.
- Diese Probleme sind jedoch auch bei dem nun vorgeschlagenen „Pakt für Wettbewerbsfähigkeit“ zu beachten.

Einen wesentlichen Beitrag zur Überwindung der Schwierigkeiten bei Durchsetzung und Legitimierung kann langfristig eine stärkere wirtschaftspolitischen Integration im Euroraum bringen, die in Ansätzen den USA ähnlich ist. Dazu sind einfache Indikatoren, die jährlich überprüft werden und zudem, wie derzeit, sich simpel an den aktuellen Befindlichkeiten einzelner starker Geberländer orientieren, nicht unbedingt geeignet. Die EU hat hunderte Indikatoren, die sie verfolgt. Wenn es jedoch kurzfristig hilft, so mag dies sinnvoll sein. Allerdings entsteht damit erneut die Gefahr, ein weiteres Kapitel ineffizienter Koordinierung in der EU zu eröffnen. So wie auch in der nationalen Wirtschaftspolitik muss verhindert werden, dass es erneut zu Fehlallokation der Ressourcen aufgrund Marktversagens, ausgelöst durch (teilweise nur erwartete) Interventionen der Politik, kommt. Je stärker integriert die Wirtschaftspolitik im Euroraum ist, umso weniger schwierig sollte dies sein, aber auch ohne Euro kommt es immer wieder zu diesen Entwicklungen.

Gefährlich wäre es, unerfüllbare mittelfristige Forderungen mit der kurzfristigen Lösung der aktuellen Krise zu verbinden. Dies birgt die Gefahr des Scheiterns, auch des Euro. Sicherlich hat die Krise einige Fehlentwicklungen sehr deutlich aufgezeigt, diese innerhalb sehr kurzer Zeit zu lösen könnte das System jedoch überfordern. Natürlich sollte mittelfristig jeder, Staat, Land, Gemeinde, Bank oder Firma, für seine Schulden verantwortlich sein und umgekehrt sollte niemand die Bonität ignorieren, nur weil er auf eine implizite Schuldübernahme (to important to fail, to big to fail, to ... to fail) durch jemand anderen vertraut. Dies ist ökonomisch richtig, moralisch richtig und fair. Doch die Welt war bisher nicht so organisiert. Wenn wir von heute auf morgen dies einfordern, wird dies gewaltige Verwerfungen geben. So unerwünscht die Situation ist, der Übergang muss langsam und nachvollziehbar erfolgen. Auch in Deutschland fordert niemand die Umschuldung Berlins (65% des BIP Verschuldung).

Zum Schluss noch eine Hinweis für jene Leser, die persönlich einen Beitrag zur Krisenüberwindung leisten wollen. Auf der Internetseite der Griechischen Zentralbank finden Sie eine Kontonummer⁴⁶.

Analysen der Abteilung Economics & Market Analysis Austria der Bank Austria finden Sie im Internet unter [www.bankaustria.at / Analysen & Research / Economic Research](http://www.bankaustria.at/Analysen&Research/EconomicResearch) oder direkt unter <http://economicresearch.bankaustria.at>.

Wenn Sie über die neuesten Veröffentlichungen informiert werden wollen, laden wir Sie ein, sich für den Newsletter, die Bank Austria EconomicNews, zu registrieren. Sie können dies ganz einfach über die Homepage www.bankaustria.at.

Sollten Sie Fragen haben schicken Sie uns ein E-Mail unter econresearch.austria@unicreditgroup.at

Ohne unser Obligo:

Unsere Analysen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in der vorliegenden Publikation veröffentlichten Informationen stellen kein Angebot oder Aufforderung zu einem Angebot dar.