

Staatsschuldenkrise und Staatsinsolvenz:

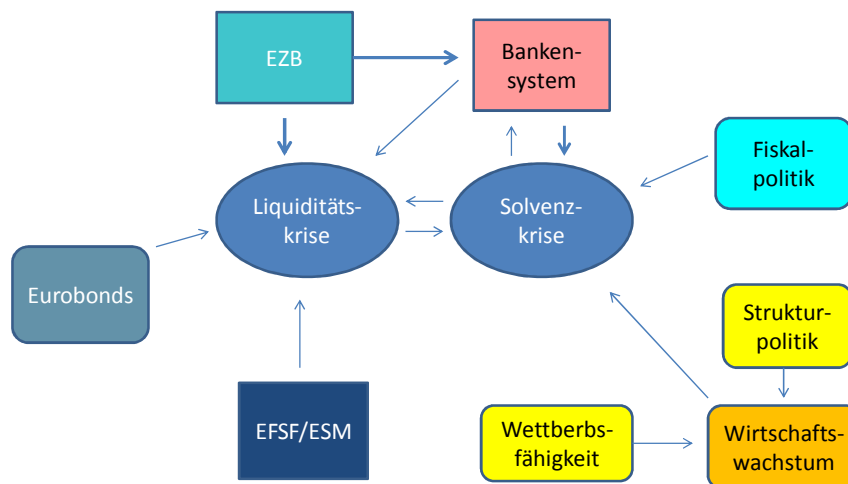
Rechtliche, regulatorische und institutionelle Überlegungen und Lösungsansätze

Josef Christl, Februar 2012

1. Einleitung

Die europäische Staatsschuldenkrise lässt sich gedanklich in eine Liquiditäts- und in eine Solvenzkrise untergliedert werden. Beide Krisenkategorien sind nicht unabhängig voneinander. Die Unterscheidung ist aber deshalb sinnvoll, weil sie es erlaubt, die Maßnahmen der Wirtschaftspolitik zur Krisenbekämpfung entsprechend zu kategorisieren und zu differenzieren und damit auch ihren Beitrag zur Problemlösung besser zu verstehen. Typischerweise stellt eine Liquiditätskrise ein eher kurzfristiges, vorübergehendes Problem, die Solvenzkrise hingegen eher als längerfristiges, fundamentales Problem dar. Übersicht 1 gibt einen Überblick über die Akteure und die entscheidenden Variablen in der europäischen Staatsschuldenkrise.

Abbildung 1: Liquiditäts- und Solvenzaspekte der europäischen Schuldenkrise

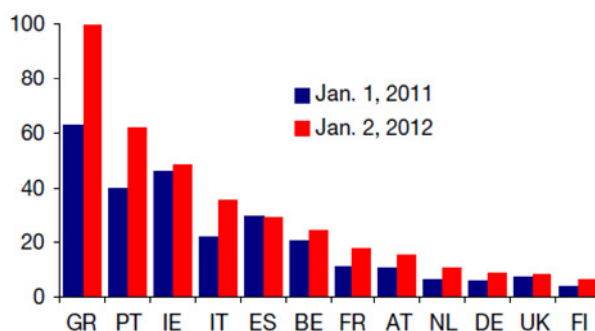


In der aktuellen Krisenbekämpfung sind Europäische Zentralbank (EZB), European Financial Stability Facility (EFSF) bzw. European Stability Mechanism (ESM) und Eurobonds in erster Linie mit der Lösung der Liquiditätskrise befasst, die nationale und europäische Fiskal-, Wirtschafts- und Strukturpolitik soll für die dauerhafte Solvenz der Mitgliedsstaaten zu sorgen. Zwischen den Problemen, Akteuren und Politikinstrumenten gibt es vielfältige Wechselwirkungen und

Rückkoppelungseffekte, wie etwa am Bankensystem gut gezeigt werden kann. Einerseits ist dieses wesentlich für die Liquiditätsversorgung der Staaten, andererseits gibt es erhebliche Wechselwirkungen zwischen der Solvenz der Staaten und dem Bankensystem.

Obwohl sich die Wirtschaftspolitik seit 2010 intensive um eine Lösung der Schuldenkrise bemüht und dazu auf einer Vielzahl von EU-Gipfeln von Staats- und Regierungschefs und Finanzministern nach entsprechenden Weichenstellungen unter Einsatz erheblicher Finanzmittel suchte, stellte sich bisher kein nachhaltiger Erfolg ein: Im Gegenteil - gemessen an den impliziten Default-Wahrscheinlichkeiten (abgeleitet aus den Credit Default Swap spreads) der europäischen Krisenstaaten (IIF, 2012) hat sich die Situation im Euroraum im Verlauf des Jahres 2011 sogar erheblich verschlechtert. Die Default-Wahrscheinlichkeit von Griechenland ist von etwas mehr als 60% auf 100% angestiegen, jene von Portugal von 40% auf über 60% (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2: Implizite Default-Wahrscheinlichkeiten*)



*) basierend auf CDS-spreads und berechnet mit Standard Recovery Rates.

Quelle: IIF, 2012

2. Das Liquiditätsproblem

2.1. Die Rettungsschirme

Im Verlauf der letzten zwei Jahre, als sich die Refinanzierungsprobleme der peripheren Staaten zunehmend verschärften, reagierte die Politik mit mehreren Rettungsschirmen, die unter der Auflage von zu erfüllenden Bedingungen (Konditionalität), entsprechende Finanzierungsmittel zusagen.

Zunächst wurde im Mai 2010 das **Griechenland-1-Paket** geschnürt, das auf drei Jahre auf 3 Jahre angelegt und Griechenland wieder den Zugang zum Staatsanleihenmarkt verschaffen sollte. Das Volumen des „Griechenland-1-Pakets“ betrug 110 Mrd. EUR, wovon die Staaten des Euroraums in

Form von bilateralen Kreditzusagen in der Höhe von 80 Mrd. EUR und der Internationale Währungsfonds (IWF) 30 Mrd. EUR beitrug. Die Mittel sind mittlerweile weitgehend ausgeschöpft.

Da sich relativ bald herausstellte, dass das Griechenland-1-Paket nicht ausreichen würde um das Land vor der Zahlungsunfähigkeit zu schützen, wurde im Juli 2011 das „**Griechenland-2-Paket**“ geschnürt. Dieser zweite Rettungsschirm in der Höhe von 130 Mrd. EUR bis 2014 wird durch den EFSF und den IWF dotiert. Das Paket sieht einen ermäßigten Kreditzins von 3,5% und eine Streckung der Rückzahlung der EFSF-Mittel auf 15 Jahre vor. Die privaten Investoren wurden aufgefordert, einen „freiwilligen“ Schuldennachlass (Private Sector Involvement, PSI) von zunächst 21%, dann 50% und schlussendlich 53,5% zuzustimmen. Die Rückzahlung der EFSF-Mittel wurde auf 15 Jahre gestreckt.

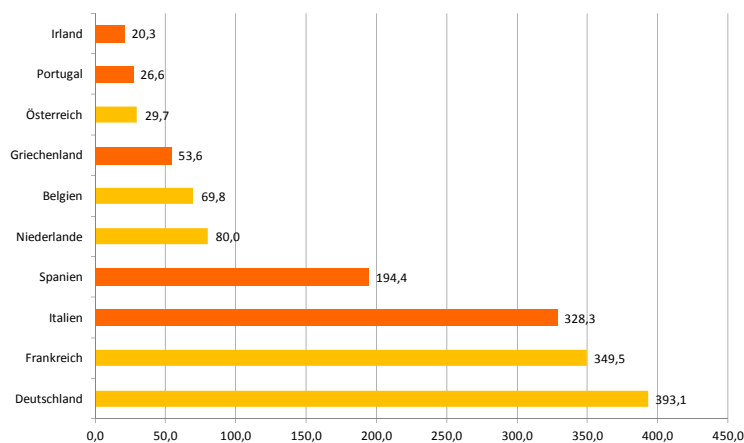
Nachdem sich abzeichnete, dass neben Griechenland auch andere Mitglieder des Euroraums Probleme haben sich auf den Anleihemärkten zu refinanzieren, entschloss man sich im Juni 2010 die **European Financial Stability Facility (EFSF)** ins Leben zu rufen. Der EFSF wurde zunächst mit Garantien in der Höhe von 440 Mrd. EUR jener Mitgliedsstaaten, die nicht in Bedrängnis geraten waren, ausgestattet und sollte bis Mitte 2013 aktiv sein. Im Verlauf des Jahres 2011 wurde diese Garantiesumme auf 780 Mrd. EUR aufgestockt um eine tatsächliche Kreditvergabekapazität von 440 Mrd. EUR zu erreichen. Zudem sollte die EU-Kommission eine Sonderkreditlinie in der Höhe von 60 Mrd. EUR und der IWF eine Kreditlinie von 250 Mrd. EUR einräumen, um insgesamt einen Rettungsschirm von 750 Mrd. EUR zu generieren. Die gesetzliche Grundlage dafür ist ein zwischenstaatlicher Vertrag, der im Falle der Kreditvergabe Einstimmigkeit vorsieht.

Im Juli 2011 schließlich entschloss man sich schließlich den **European Stability Mechanism (ESM)**, einen permanenten Rettungsschirm, ins Leben zu rufen (siehe Treaty, 2011), der den Mitte 2013 auslaufenden EFSF ersetzen sollte. Mittlerweile wurde beschlossen, dass der ESM seine Tätigkeit bereits auf Mitte 2012 aufnehmen soll. Die Kreditvergabemöglichkeit des ESM soll ebenfalls 500 Mrd. EUR betragen, aber – wenn möglich – sogar noch auf ein höheres Volumen gehebelt werden. Für die Etablierung des ESM sind 80 Mrd. EUR Bareinlagen und 620 Mrd. EUR Garantien vorgesehen. Die entsprechenden Verträge und die dazu notwendige AEUV-Vertragsänderungen müssen allerdings erst von den nationalen Parlamenten der Mitgliedsstaaten beschlossen werden.

Nüchtern betrachtet, war der Erfolg der Rettungsschirme bisher sehr bescheiden und sie konnten zu keiner nachhaltigen Beruhigung der Finanzmärkte beitragen. Dabei sind die Finanzierungserfordernisse der Staaten heuer besonders hoch: Im Jahre 2012 werden die Staaten, die einen geregelten Marktzugang verloren haben – also Griechenland, Irland und Portugal - einen

Finanzbedarf von rund 100 Mrd. EUR aufweisen. Darüber hinaus brauchen die „großen“, mit Schwierigkeiten kämpfenden Staaten Italien und Spanien gut 520 Mrd. EUR. Es ist offensichtlich, dass das gegenwärtig verfügbare Volumen des EFSF bzw. ESM für einen längeren Verlust des Marktzugangs von Italien und Spanien zu klein wäre. Daher ist auch die Hebelung bzw. Vergrößerung des ESM weiterhin ein wesentliches Thema, wobei hier freilich eine ganze Reihe von technischen Problemen zu beachten ist (etwa Ratingabstufungen der garantierenden Staaten, Transparenz der Strukturen, Haftungsmodus etc).

Abbildung 3: Refinanzierungsbedarf der Staaten des Euroraums 2012.



Quelle: EZB, Financial Stability Review, 2011

2.2. “Nicht-standardisierte“ Maßnahmen der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank

Die entscheidenden Beiträge zur Eindämmung der europäischen Liquiditätskrise sind bisher von der EZB gekommen. Sie hat sich im Laufe der Krise von einem Lender of Last Resort der Banken zu einem Lender of Last Resort der Staaten entwickelt. Damit verletzt sie – jedenfalls bei enger Interpretation – zwar den Artikel 123 des AEUV, verhindert aber damit kurzfristig die Zahlungsunfähigkeit einzelner Mitgliedsstaaten und letztlich eine Spaltung der Währungsunion. Artikel 123 AEUV besagt:

1. Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (im Folgenden als "nationale Zentralbanken" bezeichnet) für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken.

2. Die Bestimmungen des Absatzes 1 gelten nicht für Kreditinstitute in öffentlichem Eigentum; diese werden von der jeweiligen nationalen Zentralbank und der Europäischen Zentralbank, was die Bereitstellung von Zentralbankgeld betrifft, wie private Kreditinstitute behandelt

Insbesondere das Securities Market Programm (SMP), das mit dem Argument gerechtfertigt wurde, dass der Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt zu einer effizienteren Transmission der Geldpolitik beiträgt, hat im EZB-Rat zum Teil heftige Diskussionen hervorgerufen. Mit dieser Politik gelang es freilich, Zeit zu gewinnen und jenen Staaten, die noch Marktzugang hatten, kurzzeitig günstigere Refinanzierungskosten zu ermöglichen. Bis Ende Februar belief sich der aus diesem Titel akkumulierte Bestand an Staatsanleihen auf 220 Mrd. EUR, rund 50 Mrd. EUR davon entfallen auf griechische Staatsanleihen. Die EZB hat damit hohe Kreditrisiken in ihrer Bilanz akkumuliert, die nun im Zuge der Schuldenrestrukturierung Griechenlands (Private Sector Involvement) auch teilweise schlagend werden dürften.

Ebenfalls unkonventionell, aber kurzfristig erfolgreich, war die Einführung von 3-jährigen Refinanzierungsgeschäften, die von den Banken der peripheren Staaten stark in Anspruch genommen wurden. Außerdem wurde auch noch eine Verbreiterung der Collateralbasis vorgenommen, die entsprechend den Vorschlägen der nationalen Notenbanken abgewickelt wird. Dies wirkt der bedenklichen Knappheit an notenbankfähigem Collateral in den peripheren Staaten entgegen. Nach diesen geldpolitischen Maßnahmen haben sich die Staatsanleihenmärkte der Krisenländer vorübergehend deutlich entspannt. Das mittel- und längerfristige Risiko, das die EZB damit eingeht ist freilich hoch: Denn einerseits wird sich nach drei Jahren die Frage stellen, wie diese Geschäfte möglichst friktionsfrei wieder rückgeführt werden können, zum zweiten macht die Qualität des Notenbank Collaterals Sorgen und es könnten Kreditrisiken schlagend werden. Dies würde die Kapitalbasis der EZB beeinträchtigen. Auch die ungleiche Geldschöpfung in der Eurozone, die sich in immer höher werdenden Target-Salden ausdrückt, ist Besorgnis erregend. Und nicht zuletzt führt die permanente Flutung der Märkte mit Liquidität zu latenten mittelfristigen Risiken für Konsumpreis- und Vermögenspreis-inflation.

2.3. Die Eurobonds (Stabilitätsanleihen)

Nachdem bereits 2010 Ökonomen und Politiker gemeinschaftliche Eurobondemission in die Diskussion zur Krisenbewältigung eingebracht hatten, veröffentlichte die EU-Kommission im November 2011 dazu ein Grünbuch über die Durchführbarkeit von Stabilitätsanleihen (Europäische Kommission, 2011). Im Grünbuch der Kommission werden verschiedene mögliche Varianten von Eurobonds – in Kommissionsterminologie „Stabilitätsbonds“ – diskutiert.

Die Varianten unterscheiden sich dabei bezüglich Garantiestruktur und Emissionsumfang. Bei den Garantien bestehen die Möglichkeit von teilschuldnerischer oder gesamtschuldnerischer Garantie (jeder Staat haftet für das Volumen der jeweiligen Emission voll und ganz). Letztere Variante würde gegen den Artikel 125 AEUV (no-bail-out Klausel) verstoßen und somit eine Vertragsänderung erforderlich machen. Eine gesamtschuldnerische Garantie der Eurobonds hätte im Vergleich zur teilschuldnerischen aber fraglos ein wesentlich besseres Rating der Emissionen (vermutlich AAA) zur Folge.

Außerdem, wäre es entscheidend, ob die Eurobondemissionen zu einem vollständigen Ersatz der nationalen Emission oder nur zu deren teilweisen Ersatz führen würden. Voller Ersatz der nationalen Emissionen und eine gesamtschuldnerische Garantie aller Euro-Mitgliedsstaaten ist zwar jene Option, von der sich die Kommission den größten Beitrag zur Bewältigung der aktuellen Krise verspricht, weil sie die Refinanzierung der in Bedrängnis geratenen Staaten unabhängig von ihrer Haushaltslage sichern würde, sie würde allerdings auch ein erhebliches Moral-Hazard Problem mit sich bringen.

Um das Hauptargument gegen Eurobonds, nämlich die Moral-Hazard Gefahr, zu verringern, haben Delpa/Weizsäcker (2010) vorgeschlagen, Staatsemissionen in Blue Bonds und Red Bonds zu unterteilen. Blue Bonds sollen mit einer gesamtschuldnerischen Haftung ausgestattet, aber nur bis zu 60% der jeweiligen Staatsverschuldungsquote eines Mitgliedsstaats zulässig sein. Der darüber hinaus erforderliche Teil der staatlichen Emissionen soll über Red Bonds, die nur mit der nationalen Haftung ausgestattet sind, refinanziert werden. Außerdem wären nur Blue Bond notenbankrefinanzierungsfähig. Dieses Modell würde zu deutlich günstigeren (ungünstigeren) Finanzierungskonditionen für Blue (Red) Bonds führen und damit einen starken Anreiz zur Verringerung des Schuldenstandes Richtung 60% des BIPs geben. Allerdings würde dieses Modell auch zu einer erheblichen Segmentierung des Staatsanleihenmarkts führen. Außerdem ist der Beitrag der Blue bzw. Red Bonds bei der Bekämpfung der aktuellen Probleme der Krisenstaaten nicht wirklich schlüssig.

Die Kommission schreibt in ihrem Grünbuch ihrer favorisierten Lösung, nämlich von Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Haftung und vollem Ersatz der nationalen Emissionen, folgende Vorteile zu (Europäische Kommission, 2011):

- eine höhere Stabilität im Euroraum mit sicherem Marktzugang und geringerer Volatilität,

- eine Verringerung der nationalen Wechselwirkung zwischen Staatshaushalt und Bankensystem,
- eine bessere Transmission der Geldpolitik,
- eine höhere Effizienz des Staatsanleihenmarkts (wegen hoher Liquidität und bei einem Benchmarkzins für risikolose Assets) und
- eine Stärkung der Rolle des Euro im globalen Finanzsystem, denn die höhere Liquidität würde mehr internationale Anleger anziehen.

Den Vorteilen stehen freilich auch eine ganze Reihe von Nachteilen gegenüber, wie

- eine Moral-Hazard Problem in unterschiedlichem Ausmaß, je nach Haftungsoption;
- eine erhebliche Umverteilung von Finanzierungsvorteilen zwischen den teilnehmenden Staaten und damit wenig Anreiz für jene Staaten, die über eine solide Haushaltsführung verfügen;
- hohe Transparenz der Garantiestruktur der Emission (ansonsten könnten Investoren skeptisch sein und diese ablehnen); und schließlich
- ist es nicht ausgeschlossen, dass die Einführung einer gesamtschuldnerischen Haftungsstruktur an der dafür notwendigen Vertragsänderung des Art. 125 AEUV scheitert.

Angesichts all dieser Probleme kann die Einführung von Eurobonds zur aktuellen Krisenbekämpfung keinen unmittelbaren Beitrag leisten. Wenn überhaupt, dann scheint deren Einführung nur langfristig und unter der Voraussetzung erheblicher Fortschritte in Richtung einer Europäischen Fiskalunion als sinnvoll und realistisch.

3. Das Solvenzproblem

3.1. Ein einfaches Modell der Schuldentragfähigkeit

Solvenz beschreibt die Fähigkeit mittelfristig seine Schulden bedienen zu können. Ein einfaches Modell der Schuldentragfähigkeitsanalyse von Staaten versucht daher die Bedingungen darzulegen, unter denen es möglich ist, eine Stabilisierung oder sogar eine Rückführung der Staatsschuld zu erreichen. Der erforderlicher Primärsaldo (also das Budgetdefizit abzüglich der Zinszahlungen auf die Staatsschuld) für eine Stabilisierung bzw. Verringerung der Staatsschuld (PS) ist folgendermaßen definiert:

$$(1) \quad PS \geq (r - g) D, \text{ wobei}$$

PS = Primärüberschuss,

r = durchschnittlicher nomineller Zinssatz für die Staatsschuld,

g = nominelle BIP-Wachstumsrate

D = Staatsschuld in % des BIP.

$PS - i \cdot D = \text{Budgetdefizit}$

Gleichung (1) macht deutlich, dass die Primärüberschüsse zur Stabilisierung der Staatsschuld immer dann erforderlich sind, wenn der durchschnittliche Zins auf die Staatsschuld r höher liegt als das Wirtschaftswachstum g . Der Primärüberschuss muss umso höher ausfallen muss, je geringer das Wachstum und je höher der Zins sind.

Abbildung 4: Eine einfache Schuldentragfähigkeitsanalyse

	Staats schuld (% d. BIP) (2011)	Durchschn. Zinssatz % 2012-15	Nom. BIP- wachstum 2012-15	Erforderl. Primärsaldo (% d. BIP) 2012-15	Aktuelle Prognose PS 2012-15
Griechen- land	163	4,5	1,0	+5,5	-2,0
Italien	120	4,6	2,0	+3,1	+1,0
Irland	108	4,3	3,5	+0,9	-2,0
Portugal	102	5,0	2,5	+3,1	-0,5
Spanien	70	4,2	3,0	+1,2	-3,0

Quelle:: EUK (2011), IMF (2011), Macro-Consult.

Wie Abbildung 4 zeigt, weist Griechenland für das Jahr 2011 - also vor dem Private Sector Involvement (PSI) – eine Staatsschuld von 163% des BIP auf. Die Prognose 2012-2015 für den durchschnittlichen Zins auf diese Staatsschuld lag bei 4,5%, das durchschnittliche jährliche nominelle BIP-Wachstum wurde für diesen 4-Jahreszeitraum wurde hingegen nur auf 1,0% prognostiziert. Somit würde sich für Griechenland ein erforderlicher Primärüberschuss zur Stabilisierung der Staatsschuld bei 163% von jährlich 5,5% des BIP im Zeitraum 2012-2015 errechnen. Die tatsächliche Prognose der EU-Kommission lag aber bei einem Primärdefizit von 2%. Damit ist klar, dass bei diesen Annahmen bzw. Prognose die Staatsschuld Griechenlands in den nächsten Jahren keineswegs stabilisiert werden könnte. Das vorgesehene Private Sector Involvement (Haircut von 53,5%, Verlust

im Net Present Value von gut 70%) wird die griechische Staatsschuld 2012 auf rund 150% (von prognostizierten 198% für 2012) und den durchschnittlichen Zins auf die Staatsschuld auf 3% drücken. Dennoch wird sich mit hoher Wahrscheinlichkeit die Staatsschuld Griechenlands in den nächsten Jahren neuerlich weiter erhöhen, das das Wachstum kaum mehr als 1-2% nominell betragen dürfte. Damit wird ein Griechenland selbst nach dem Schuldenschnitt des privaten Sektors seine Staatsschuld nicht stabilisieren können und ein 3. Griechenland Paket (oder ein Austritt Griechenlands aus der Währungsunion) ist sehr wahrscheinlich.

Betrachtet man die anderen in Bedrängnis geratenen Länder, so zeigt die Schuldentragfähigkeitsanalyse für Italien einen erforderlichen Primärüberschuss von 3% zur Stabilisierung der Staatsschuld bei 120%, prognostiziert ist – bei einem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von 2% - freilich nur ein solcher von 1%. Man wird sehen, ob die von der neuen Regierung unter Premierminister Monti eingeführten Konsolidierungs- und Reformanstrengungen diese Differenz zumindest ausgleichen können. Die Lage Portugals ist ebenfalls besonders schwierig, da das Land kaum wächst und gleichzeitig eine hohe Zinsbelastung aufweist. Aber auch Spanien müsste erhebliche Anpassungen erbringen, um die prognostizierte Differenz von gut 4 Prozentpunkten des BIP zwischen erforderlichen und absehbaren Primärsalden zu beseitigen.

3.2. Die Reaktionen der europäischen Wirtschaftspolitik

Die europäische Politik hat auf die permanente Überforderung der Staatsfinanzen mancher Euro-Mitgliedsstaaten und der damit hervorgerufenen Zahlungsfähigkeit, weitere Schritte zu einer stärkeren Fiskalunion angekündigt. Auf dem EU-Gipfel am 9. Dezember 2011 haben alle Euro-Mitgliedsstaaten zugesagt – und abgesehen vom Vereinigten Königreich und der Tschechischen Republik, haben sich dazu auch alle übrigen EU-Mitgliedsstaaten verpflichtet - in Hinkunft folgende Bestimmungen zu erfüllen (Europäischer Rat, 2011):

- die Einführung einer „Schuldenbremse“ auf verfassungs- oder vergleichbarer rechtlicher Ebene;
- ein strukturelles Budgetdefizit nicht höher als 0,5% des BIP;
- Referenzwerte für den Schuldenstand nach vorgegebenen Zeitplan der EU-Kommission zu erreichen;
- jene Mitgliedsstaaten, die sich in eine Verfahren wegen exzessiver Defizite befinden, müssen die Wirtschaftsprogramm zur Korrektur des Defizits der EU-Kommission zur Billigung

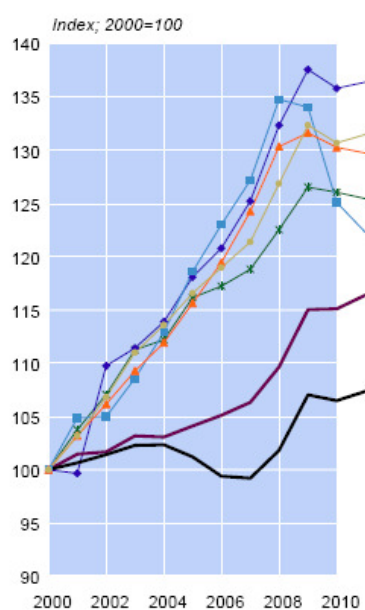
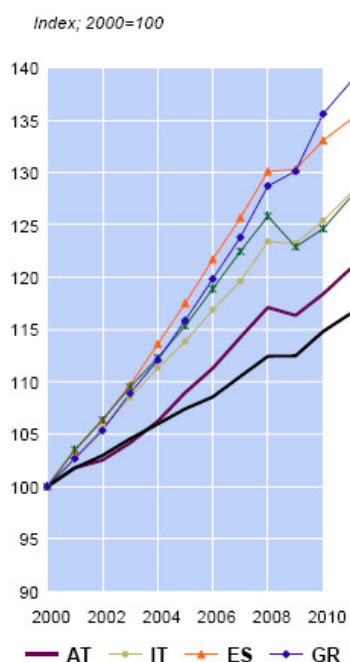
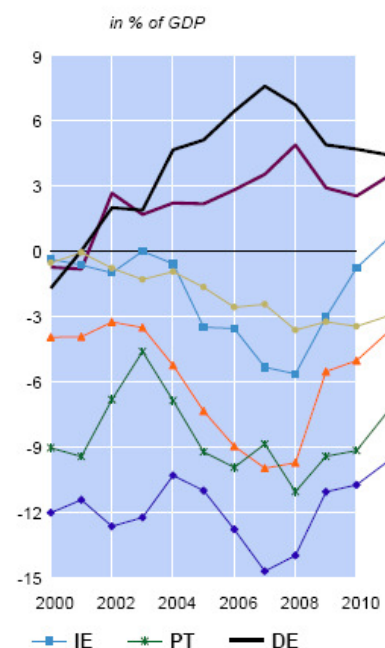
vorlegen.

Außerdem wurde beschlossen, im Verfahren bei übermäßigem Defizit (Art. 126 AEUV) bei Überschreitung der 3-%-Grenze automatisch Sanktionen erfolgen sollen, außer die Mitgliedsstaaten sprechen sich mit qualifizierter Mehrheit dagegen aus. Diese Schritte sind vernünftig und richtig, freilich ist – wie die Erfahrung mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt in der Vergangenheit gezeigt hat – die Gefahr einer Verwässerung der ursprünglichen Intentionen immer präsent – insbesondere dann, wenn große Mitgliedsstaaten gegen eine dieser Bestimmungen verstoßen sollten.

Die entscheidende Gefahr für die zukünftige Solvenz hoch verschuldeter Mitgliedsstaaten, geht vor allem aber davon aus, dass es gelingt auf einem nachhaltigen Wachstumspfad zurück zu kehren, der es erlaubt ein reales Wirtschaftswachstum deutlich über dem Realzins für die eigenen Staatsanleihen zu erzielen. Dies hängt in erster Linie von der Entwicklung der internationalen Konjunktur, der Wettbewerbsfähigkeit und dem notwendigen Strukturwandel in den betroffenen Ländern ab.

Betrachtet man die Entwicklung der Lohnstückkosten, der Inflationsraten und der Leistungsbilanzen der peripheren Länder in Abbildung 5, so zeigt sich das ganze Ausmaß der Verschlechterung, die es in den kommenden Jahren gilt zu korrigieren, um wieder auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu gelangen. In Griechenland bzw. in Portugal etwa sind die Lohnstückkosten zwischen 2000 und 2010 um 136% bzw. 126% gestiegen. Im Vergleich dazu betrug dieser Anstieg in Deutschland nur 7%, in Österreich 15%. Die aktuelle Strukturschwäche der griechischen und portugiesischen Wirtschaft zeigt sich etwa daran, dass trotz andauernder Rezession deren Leistungsbilanzdefizit noch immer einen Abgang zwischen 7% und 10% des BIP aufweist.

Abbildung 5: Lohnstückkosten, Konsumentenpreise und Leistungsbilanzentwicklung 2000-2011

Unit labor costs**Consumer prices****Current account balance**

Die erforderlichen Anpassungen in diesen Ländern können in einer Währungsunion nur über schmerzvolle Prozesse interner Abwertungen und forcierter Strukturveränderungen erfolgen. Wie weit die nationale Politik dazu in der Lage ist, die Staatsbürger von diesen Anpassungserfordernissen zu überzeugen, wird sich erst zeigen. Aber die Anpassungen sind notwendig, um damit wieder Wirtschaftswachstum generieren und dauerhaft in Währungsunion verbleiben zu können. Die Gefahren eines politischen Rückschlags in dem einen oder anderen Land sind jedenfalls nicht auszuschließen.

4. Schlussfolgerungen

Europa steht im dritten Jahr der Staatsschuldenkrise und vor weitreichenden Veränderungen. Ein bis an die Grenzen der Vertragsbestimmungen gehender Einsatz der Europäischen Zentralbank konnte bisher die Liquiditätskrise einigermaßen unter Kontrolle halten. Damit wurde einerseits Zeit erkaufte und andererseits erhebliche mittelfristige Risiken eingegangen. Um die Währungsunion mittelfristig zu erhalten müssen jedoch die Solvenzprobleme einzelner Staaten ebenso wie der gemeinschaftliche Weg zu einer Fiskalunion gelöst werden.

Die Zukunft der Währungsunion steht jedenfalls auf dem Spiel: Entweder es gelingt zügig durch Disziplin und Konsequenz die massiven strukturellen und wettbewerblichen Defizite in einigen Ländern abzubauen und diesen damit auch wieder eine Wachstumsperspektive zu geben, oder aber

es müssen Mechanismen gefunden werden, um diese Länder geordnet aus der Währungsunion zu entlassen. Für Griechenland wäre letzteres wohl die beste Option angesichts der massiven Anpassungserfordernisse und des anhaltenden Widerstand der Bevölkerung gegen diese.

Besonders entscheidend für die weitere Entwicklung Europas insgesamt wird das Gelingen oder Scheitern der Reformen in Italien sein. Italien als drittgrößtes Land der Währungsunion ist vermutlich zu groß, um dauerhaft über Rettungsschirme oder außerordentliche geldpolitische Maßnahmen finanziert zu werden. Gelingt es der italienischen Regierung die Finanzmärkte von der langfristigen Solvenz des Landes in den beiden kommenden Jahren nachhaltig zu überzeugen, dann wäre dies ein starkes Signal für die Widerstands-, Lernfähigkeit und Krisenbewältigungsfähigkeit der Europäischen Währungsunion. Weitere Schritte Richtung Fiskalunion und politischer Union müssten folgen. Gelingt all dies, dann könnten die Währungsunion selbst und damit ganz Europa gestärkt aus diesem Prozess hervorgehen. Bis dahin liegt freilich noch ein langer, steiniger Weg vor uns.

Literatur

Delpla, Jacques, Jacob Weizsäcker (2010): The Blue Bond Proposal. Bruegel Policy Brief 2010/03

ECB (2011): Financial Stability Review. December 2011. Frankfurt.

EU Council of the Heads of State (2011): Euro Summit Statement, Brussels, 26 October 2011.

European Commission (2011): European Economic Forecast – Autumn 2011. European Economy. European Economy 6/2011.

Europäische Kommission (2011): Grünbuch über die Durchführbarkeit der Einführung von Stabilitätsanleihen. Brüssel

Europäischer Rat (2011): Erklärung der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebiets. Brüssel, 9. Dezember 2011.

IIF (2012): Euro-Briefing, January 2012.

Treaty (2011): Treaty establishing the European Stability Mechanism (ESM) between the Kingdom of Belgium, the Federal Republic of Germany, the Republic of Estonia, Ireland, the Hellenic Republic, the Kingdom of Spain, the French Republic, the Italian Republic, the Republic of Cyprus, the Grand Duchy of Luxembourg, Malta, the Kingdom of the Netherlands, the Republic of Austria, the Portuguese Republic, the Republic of Slovenia, the Slovak Republic, the Republic of Finland.