

Eurokrise stellt die EU auf eine Zerreissprobe

Das ehrgeizige Projekt der europäischen Währungsunion sollte die EU noch stärker einigen und unumkehrbar zusammenschmieden. Die durch eine staatliche Schuldenkrise ausgelöste Krise des Euro trifft ins Mark der EU. Die Überwindung der Krise verlangt nach einem Solidaritätsbeitrag, der das Wohlwollen vieler EU-Bürger und auch die Idee der europäischen Einigung auf die Probe stellt. Ein Risiko besteht, dass die ursprüngliche Finalität der Währungsunion ins Gegenteil kehrt und Europa nicht eint, sondern spaltet.¹

¹ Der vorliegende Artikel gibt die persönliche Sicht des Autors wieder.



Die Währungsunion war seit Anbeginn ein politisches Projekt, das Europa unwiderruflich einigen sollte. Die Eurokrise könnte im schlimmsten Fall Fliehkräfte freisetzen, die das Kernprojekt der europäischen Einigung in Frage stellen und Europa vielleicht gar zu spalten drohen.

Foto: Keystone

Die EU hat die Schulden- und Eurokrise lange unter der Optik einer Liquiditätskrise zu lösen versucht. Man ging davon aus, dass die versiegende Liquidität am Markt für die Staatsanleihen der Peripheriestaaten durch die Bereitstellung von öffentlichen Geldern überbrückt werden kann. Unter dem Schutz der Hilfskredite sollen die hochverschuldeten Staaten Zeit gewinnen und mittels Sparmassnahmen und Strukturreformen die Tragfähigkeit ihrer Verschuldung, ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit und schlussendlich das Vertrauen der Investoren in die Bonität ihrer Schuldverschreibungen wiederherstellen. Nun wächst die Befürchtung, dass dieser Ansatz scheitern könnte. Griechenland brauchte im Juli und Oktober dieses Jahres bereits zusätzliche Hilfsprogramme. Das Land bewegt sich am Rande der Zahlungsunfähigkeit. Noch ist unklar, ob Portugal und Irland, die ebenfalls in den Genuss von Rettungspaketen kamen, eine ähnliche Entwicklung verhindern können. Weitere Eurostaaten könnten in eine Negativspirale gerissen werden. Angesichts des noch offenen Übergangs zwischen Illiquidität und Insolvenz, kann die Eventualität von Staatspleiten nicht ganz ausgeschlossen werden.



Roman Busch
Stv. Ressortleiter
Wirtschafts- und Finanzfragen,
Integrationsbüro
EDA/EVD, Bern

Zwischen Liquiditätskrise und Insolvenz

Gefährdete Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung

Gemäss einer Faustregel ist die Tragbarkeit erst gegeben, wenn der verschuldete Staatshaushalt adäquate Primärüberschüsse erzielt, oder anders ausgedrückt, wenn der Steuerzahler dem Staat mehr Geld gibt, als er von ihm empfängt. Der Primärüberschuss ist dann ausreichend, wenn er etwa so gross ist wie die mit der Schuldenquote multiplizierte Differenz zwischen dem nominalen Zinsniveau und dem nominalen Wirtschaftswachstum. Diese Überschüsse müssen noch grösser sein, wenn es darum geht, die Verschuldung nicht nur zu stabilisieren, sondern auch abzubauen. Die *Tabelle 1* zeigt, dass bei anhaltenden hohen Marktzinsen teils exzessive Primärüberschüsse erzielt werden müssten.

In der Vergangenheit haben es Volkswirtschaften der EU durchaus geschafft, Primärüberschüsse von mehreren Prozenten zu erwirtschaften. Dies geschah aber in einem günstigeren ökonomischen Kontext mit solidem Wirtschaftswachstum und niedrigen Zinsen. Auch konnte eine positive Primärbi-

Tabelle 1

Makroökonomische Kennzahlen der am stärksten betroffenen EU-Länder

EU-Mitgliedstaat	Nominales Wachstum 2011 (in % des BIP)	Nominale langfristige Marktzinsen 2011 (in %)	Schuldenquote 2011 (in % des BIP)	Benötigter Primärüberschuss (in % des BIP)
Griechenland	-1.1	17.78	158	29.8
Irland	+1.6	8.51	112	7.74
Portugal	+1.2	11.34	102	10.3
Spanien	+3.8	5.2 (?)	68	1.0
Italien	+3.6	5.75	120	2.58

Quelle: EU-Kommission, EZB / Die Volkswirtschaft

lanz oft nicht über eine lange Zeit hinweg aufrechterhalten werden. Immerhin profitieren die bedrängten Eurostaaten vorläufig von einem künstlichen Niedrigzins aufgrund der Rettungsmassnahmen der EU oder der Interventionen der EZB. Ihre Volkswirtschaften befinden sich jedoch in einer Austerität mit bescheidener bis abnehmender wirtschaftlicher Dynamik. Die notwendige interne Abwertung zur Rückgewinnung der Wettbewerbsfähigkeit kann die Schuldenquote zunächst sogar anwachsen lassen. Die erforderlichen Primärüberschüsse dürften auf Jahre hinaus kaum zu erreichen sein. Selbst kleine Aufwärtsbewegungen an der Zinsfront verursachen die Notwendigkeit von höheren Primärüberschüssen.

Bankenkrise erhöht öffentliches Verschuldungspotenzial

Mit der Schuldenkrise geht eine Bankenkrise einher. Die Banken in den Peripheriestaaten halten immer noch Bestände der an Wert verlierenden Anleihen ihrer hochverschuldeten Regierungen in den Büchern. Die schlechte Wirtschaftslage erhöht die Kreditausfälle. Angesichts dieses zweifachen Verlustrisikos ziehen die lokalen Einleger und die – oft ausländischen – institutionellen Anleger ihre Gelder aus diesen Banken ab. Eine Kapitalflucht aus den Peripherie-Staaten lässt die sich im Umlauf befindende Geldmenge schrumpfen. Der Verkauf der von den Peripheriestaaten begebenen Obligationen verstärkt diesen Schrumpfungsprozess der Geldmenge, da dieses Investorengeld meist in die solventen Kernstaaten des Eurosystems abwandert. Eingeklemmt zwischen sinkenden Vermögenswerten auf der Aktivseite ihrer Bilanz und der Tatsache, dass die dringende Refinanzierung auf der Passivseite bei abnehmender Liquidität nur mittels hoher Zinsen möglich ist, befinden sich bald auch viele Banken in der Peripherie zusehends in einer Insolvenzsituation. Eine Insolvenz wird bisher durch die Liquiditätshilfen der europäischen Zentralbank aufgehalten, was in Erinnerung ruft, dass das Risiko für eine

Bankenkrise oft die öffentliche Hand trägt. Die Schuldensituation der Peripheriestaaten könnte somit noch schlechter sein als zurzeit ausgewiesen.

Auslandsverschuldung als weiteres Problem

Abgesehen von der Schuldenquote stellt auch die Auslandsverschuldung einen Indikator für die Tragfähigkeit einer Verschuldung dar. Werden die Schuldverschreibungen ausschliesslich von inländischen Anlegern gehalten, kann eine selbst hohe Verschuldung – z.B. mittels einer einmaligen Steuer – beglichen werden. In diesem Fall findet dann einfach ein Ressourcentransfer innerhalb eines Landes statt. Bei Schulden gegenüber ausländischen Kreditgebern ist die Rückzahlung schwieriger. Hier müssen Ressourcen erst erwirtschaftet werden, die dann den Kreislauf der einheimischen Wirtschaft in Richtung Ausland verlassen. Diese Ressourcen müssen durch Leistungsbilanzüberschüsse generiert werden – also durch Exporte, die die Importe einer Wirtschaft übertreffen. In der Praxis bedeutet dies weniger Konsum aufgrund einer Lohnreduktion, die im Gegenzug die heimischen Produkte international wettbewerbsfähiger machen soll. Die Schuldenproblematik hat deshalb nicht nur einen quantitativen, sondern auch einen qualitativen Aspekt. Die zusätzliche qualitative Hürde beim Auslandsschuldendienst kann innenpolitischen Widerstand wecken, da ein Ressourcentransfer ins Ausland nicht populär ist.

Die Tragfähigkeit der Verschuldung wirft somit viele Fragen auf: Das Schuldenproblem umschliesst die Möglichkeit eines Doppelbankrotts, also der Zahlungsunfähigkeit sowohl der Staaten als auch der Banken. Die Auslandsverschuldung verstärkt die politische Dimension des Problems, die innenpolitische Überreaktionen nicht ausschliesst.

In Richtung Transferzahlungen?

Auch die solventen Kernstaaten sehen sich zusehends vor Probleme gestellt:

- Die nicht abreisenden Rettungsmassnahmen bürden den Gläubigern in der EU bereits eine Gesamtverpflichtung von gut und gerne über 1000 Mrd. Euro auf. Der grobe Vergleich mit dem jährlichen Steueraufkommen Deutschlands in der Höhe von 500 Mrd. Euro verdeutlicht die Dimension dieser Haftung. Es wird für die Politik deshalb immer schwieriger, den Wähler vom Sinn der Rettungsmassnahmen zu überzeugen.
- Die Europäische Zentralbank (EZB) ist aufgrund ihrer Rettungsmassnahmen ebenfalls zu einem wichtigen Gläubiger

- gegenüber den Peripheriestaaten geworden. Sie hat die entsprechenden Staatsobligationen schlechter Bonität entweder am Sekundärmarkt aufgekauft oder sie bei ihren Repo-Geschäften zur Liquiditätsstützung der gefährdeten Banken als Sicherheiten in ihre Bestände aufgenommen. Bei Ausfällen dieser Papiere ist damit zu rechnen, dass die EZB entweder weniger Gewinn ausschütten oder neues Eigenkapital aufnehmen muss. Als bedeutende Anteilseigner der EZB müssten die Kernstaaten den grössten Teil der Rechnung, die einer Transferzahlung gleichkäme, übernehmen.
- Viele Peripheriestaaten verzeichnen trotz der Krise immer noch Leistungsbilanzdefizite. Sie importieren mehr als sie exportieren und leben somit nach wie vor über ihre Verhältnisse. Früher wurden diese Defizite durch die Geschäftsbanken in den leistungsbilanzüberschüssigen Exportländern kreditfinanziert. Dieser Geldstrom ist praktisch zum Erliegen gekommen. Im europäischen Zahlungsverkehrssystem *Target 2* haben nun aber die Notenbanken der Kernstaaten die Kreditfinanzierung dieser Einfuhren praktisch übernommen, da sie den Notenbanken und somit den Geschäftsbanken der Peripheriestaaten im Rahmen der üblichen Zahlungsabwicklung die notwendigen Kredite gewähren. Die Expertenmeinungen über die Auswirkungen dieses Phänomens gehen auseinander. Bei Ausfällen müsste sich die EZB aber ebenfalls rekapitalisieren, was auf den Steuerzahler vor allem in den Kernstaaten zurückfallen würde.
 - Auch in den Kernstaaten sind die Banken von der Eurokrise betroffen. Sie sind nach wie vor bedeutende Gläubiger von bonitätsschwachen Obligationen der Peripheriestaaten, auch wenn sie einen Teil der Bestände abgebaut haben oder die Mehrheit dieser Papiere entweder von den Finanzinstituten in den Krisenstaaten selbst oder mittlerweile von der europäischen Zentralbank gehalten werden. Eine Umschuldung Griechenlands, wie sie nun vorgesehen ist, könnte wohl noch verkraftet werden, da die Eigenkapitalpolster der Banken mit der geplanten Rekapitalisierung wohl ausreichen. Doch ein Schuldenschnitt könnte nach wie vor ansteckend wirken und ähnliche Umschuldungen in den anderen Staaten auslösen. Dies würde wohl die Eigenmittel der Banken sprengen – abgesehen von den Verlusten der ebenfalls betroffenen Versicherungen und Pensionskassen. Zweitrundeeffekte könnten dann – analog zum Lehman-Kollaps und der globalen Fi-

nanzkrise von 2008 – zu einer sich ausweitenden Krise im gesamten europäischen Finanzwesen führen. Zum zweiten Mal in Folge müssten dann wahrscheinlich Verluste der Kreditwirtschaft sozialisiert werden.

- Angesichts der immer grösser werdenden Bürgschaften, Gläubigerpositionen und Verlustrisiken ist nicht auszuschliessen, dass die bisher gesunde Bonität der Kernstaaten des Eurosystems längerfristig in Mitleidenschaft gezogen wird. Die Kapitalmärkte in den Kernstaaten wären dann auch mit höheren Kreditzinsen konfrontiert und entsprechend negativen Auswirkungen auf die Volkswirtschaft.

Auch in den Kernstaaten der EU wächst also die Verunsicherung bezüglich der Probleme der Währungsunion. Es muss offen bleiben, inwiefern der dortige Durchschnittswähler bereit sein wird, die unausweichlichen Kosten einer Stabilisierung des Euro zu tragen.

Gefahr von spaltenden Fliehkräften

Die Währungsunion war seit Anbeginn ein politisches Projekt, das Europa unwiderfürlich einigen sollte. Mit der Eurokrise könnte sich ein gegenteiliger Effekt Bahn brechen. Die Krise könnte im schlimmsten Fall Fliehkräfte freisetzen, die ein Kernprojekt der europäischen Einigung in Frage zu stellen und Europa vielleicht gar zu spalten drohen.

Die folgenden, etwas überzeichneten Zukunftsszenarien der Gemeinschaftswährung sollen die zentrifugalen Kräfte verdeutlichen, die sich ausbilden könnten:

Zahlungsausfall und ungeordnete Umschuldung

Der wachsender Unmut in der Bevölkerung über die von aussen diktierten Sparmassnahmen könnte in einem Peripheriestaat zu einer Kurzschlusshandlung und einem Default führen. Damit wäre das Land sowohl von Hilfen seitens der EU und des Internationalen Währungsfonds (IWF) als auch von Krediten seitens der Kapitalmärkte bis auf weiteres abgeschnitten. Die EZB hat bereits deutlich gemacht, dass sie bei einem derartigen Ausfall die staatlichen Papiere nicht mehr beleihen und die Liquiditätshilfen somit einstellen würde. Der konkurrierende Staat könnte die Löhne seiner Angestellten und die Renten nicht mehr bezahlen, da die Staatsausgaben die Steuereinnahmen in der Regel nach wie vor übertreffen. Die lokale Kreditwirtschaft würde endgültig zusammenbrechen. Eine beschleunigte Kapitalflucht würde die verfügbare Restmenge an

Euros weiter schrumpfen lassen. Der einzige Ausweg wäre wohl eine Währungsreform und die Wiedereinführung einer nationalen Währung, damit wieder Geld zirkulieren kann. Die sich sofort abwertende neue Währung wäre zudem mit der Hoffnung verbunden, die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft zumindest kurzfristig wieder herzustellen. Ein erstes Land hätte somit das Eurosystem verlassen.

Ein derartiger Ausfall könnte sich ansteckend auf die anderen Schuldenstaaten der Peripherie auswirken. Die Risikoaufschläge ihrer Papiere würden noch mehr in die Höhe schnellen und die Tragfähigkeit ihrer Verschuldung endgültig in Frage stellen. Weitere Staaten könnten aus der Währungsunion ausscheiden. Andere hochverschuldete EU-Staaten könnten in den Sog gezogen werden. Die Konsequenzen wären auch für die solventen Kernstaaten gravierend, welche als Gläubiger teure Abschreibungen vornehmen und sowohl die EZB als auch die eigenen Banken rekaptalisieren müssten. Die Folgen einer damit einhergehenden zweiten Finanzkrise nach 2008 wären kaum abzuschätzen. Eine wachsende Skepsis der Bevölkerung gegenüber der EU könnte die Folge sein.

Monetisierung

Der stetig wachsende Schuldenberg der Peripheriestaaten könnte durch eine direkte Monetisierung der EZB getilgt werden, indem die europäischen Notenbank dazu übergeht, nun unbeschränkt die bonitätschwachen Obligationen aufzukaufen. Die «Notenpresse» würde dann frei Geld in die Wirtschaft pumpen. Je nach Ausmass einer derartigen, vertraglich nicht vorgesehenen monetären Staatsfinanzierung könnte ein Inflationspotenzial aufgebaut werden. Selbst wenn dieses Potenzial durch sterilisierende Gegenmassnahmen eingedämmt werden kann, dürfte es nicht einfach sein, diese zunächst einmalige Fiskalisierung der Geldpolitik nicht zur Gewohnheit werden zu lassen. Die Unabhängigkeit der EZB würde aufs Spiel gesetzt. Vor allem die Unternehmer, Kleinsparer und Rentner der Kernstaaten, denen mit der Einführung des Euro eine harte Währung versprochen wurde, könnten dann die Währungsunion in Frage stellen und sich vom europäischen Projekt abwenden.

Fiskal- oder politische Union

Es muss offen bleiben, ob die jüngsten Beschlüsse der EU die Probleme wirklich lösen werden. Eine endgültige Vergemeinschaftung der Schuldenproblematik in Richtung Fiskalunion wäre vermutlich ein Ausweg aus einer verfahrenen Situation. Die damit verbunde-

nen Kosten könnten im Vergleich zu den obenerwähnten Szenarien relativ tief gehalten und ein Chaos vermieden werden. Auf dem Weg zu einer Fiskalunion könnte z.B. mit einer koordinierten und geordneten Umschuldung sowie einer Einführung von gemeinsamen Euro-Bonds die Verschuldung auf eine tragbare Bahn gelenkt werden, weil sowohl der Schuldenstand als auch das Zinsniveau für Staatsanleihen der Peripherie gesenkt würden. Es würde dann für die betroffenen Staaten bedeutend einfacher werden, die nötigen Primärüberschüsse zu erwirtschaften. Eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung wäre ein futuristisches Beispiel für eine Vergemeinschaftung der Staatshaushalte. Sie würde es den bedrängten Peripheriestaaten erlauben, in einem Kontext der internen Abwertung die automatischen Stabilisatoren besser greifen zu lassen und die ausbleibende Wirtschaftsdynamik auf diese Weise zu stützen. Alle diese Schritte wären aber mit Transferzahlungen verbunden. Nur schon die Schaffung von Euro-Bonds dürfte die Zinsen für den solventen Kern im Eurosystem ansteigen lassen und somit zusätzliche Kosten verursachen. Der politische Wille für eine Vergemeinschaftung der Finanzpolitik ist aber in der EU zurzeit nicht erkennbar. Ein derartiger Quantensprung könnte das Projekt Europa bei vielen EU-Bürgern unpopulär machen.

EU vor der Schicksalsfrage

Gut 50 Jahre nach den Römer Verträgen muss sich die EU erneut die Grundsatzfrage stellen, inwiefern sie ein europäisches Haus aufbauen will. Die möglichen Auswege aus der Krise bergen ein Spaltpotenzial, das das gemeinsame Projekt der EU gefährden kann. Ein Auseinanderbrechen der Währungsunion könnte in einer Kettenreaktion auch Ertrungenschaften des Binnenmarktes rückgängig machen.

Als unmittelbarer Nachbar und wichtiger Handelspartner der EU hat die Schweiz ein ureigenes Interesse an einer Stabilisierung der Eurokrise. In der Vergangenheit hat es die EU stets geschafft, gestärkt aus Krisen hervorzugehen. Gut möglich, dass sich in der EU Variationen oder eine Mischform der oben skizzierten Szenarien bewahrheiten werden. Sollte sich die EU in einem politischen Kraftakt sondergleichen zu einer Rettung der Währungsunion und im Extremfall sogar zur Schaffung einer politischen Union aufraffen, hätte es die Schweiz mit einem bisher unbekanntem Partner zu tun. ■

Kasten 1

Literatur

- De Grauwe P. (2011): The Governance of a Fragile Eurozone, CEPS Working Document, www.ceps.eu/book/governance-fragile-eurozone.
- Gros D., Mayer Th. (2011): Debt Reduction Without Default? CEPS Policy Brief, www.ceps.eu/book/debt-reduction-without-default.
- Bencek D., Klodt H. (2011): Fünf Prozent sind (zu) viel, Veröffentlichung des Zentrums Wirtschaftspolitik, Institut für Weltwirtschaft in Kiel, www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/veroeffentlichungen-2011.
- Buiter W., Rahbari E. (2011): The Future of the Euro Area: Fiscal Union, Break-up or Blundering Towards a «You Break It You Own It Europe», www.willembuiter.com/3scenarios.pdf.