

## Die Dreifachkrise

### Eine Analyse der europäischen Staatsschuldenkrise aus volkswirtschaftlicher Sicht

Die Europäische Währungsunion sieht sich mit drei Problemen konfrontiert: Die Überschuldungsproblematik der Staatshaushalte, die starken Divergenzen in der Wettbewerbsfähigkeit und die eingeschränkte Solidität und Belastbarkeit des Finanzsystems. Die Probleme treten gleichzeitig auf und ihre Entstehungsgeschichten sind interdependent. Geht ein hohes Staatsdefizit mit negativen Leistungsbilanzen einher, führt dies automatisch zu einer Nettoauslandschuld. Die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit wurde nicht bemerkt, weil niedrigere Zinssätze im Euroraum zu einem Boom im Bereich der nichthandelbaren Güter führte (Spanien: Immobilien, Griechenland: Staatssektor) und dadurch die sinkende Wettbewerbsfähigkeit bei den handelbaren Gütern konjunkturell kompensiert wurde. Die Leistungsbilanzdefizite konnten ausreichend über private Kapitalzuflüsse finanziert werden. Heute tragen die Salden im Zahlungsverkehrssystem der Zentralbanken (Target 2) mit zu der Finanzierung der Zahlungsbilanzungleichgewichte bei.<sup>1</sup>

Dieses System ist nun an seine Grenzen gekommen. Die Staatsfinanzierung ist nicht mehr nachhaltig. Sparmaßnahmen führen zu einem weiteren Anstieg des Schuldenstands in Relation zum Bruttoinlandsprodukt: in einer Rezession wächst das nominale Bruttoinlandsprodukt im Nenner weniger stark, während gleichzeitig sinkende Steuereinnahmen den Sparmaßnahmen gegenüberstehen und daher das Staatsdefizit nicht ausreichend abgebaut werden kann. Dieser Teufelskreis könnte mit einer wirksamen Umschuldung durchbrochen werden, die allerdings zu gravierenden Verlusten bei Banken und Versicherungen führen würde. So wurde aus der Twin Crisis eine Dreifachkrise: Haushalte, Wettbewerb und Banken (s. Tabelle).

Aus einer Makroperspektive hängen die drei Probleme ursächlich zusammen: Mit den aufgenommenen Geldern wurde in den Problemländern keine volkswirtschaftliche Rendite erzielt, die Tilgung und Zinsdienst dauerhaft hätte ermöglichen können. Mit der volkswirtschaftlichen Rendite ist ein Wirtschaftswachstum gemeint, das aus Produktivitäts- oder Bevölkerungswachstum und Investitionen in Kapital herrührt und in Form von höheren Steuereinnahmen dann in Zukunft zur Bedienung der Schuld zur Verfügung steht. Als im Frühjahr 2010 klar wurde, dass alle drei Wachstumskomponenten im Fall von Griechenland nicht mehr tragen, verweigerten die Investoren die weitere Finanzierung des Staatsdefizits zu tragbaren Konditionen. Die Krise brach aus.

---

<sup>1</sup> vgl. Sinn, Hans-Werner und Timo Wollmershäuser (2011), Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB, in: ifo Schnelldienst 2011, Sonderausgabe, 24. Juni 2011, und Kohler, Wilhelm (2011), Zahlungsbilanzkrisen im Eurosystem: Griechenland in der Rolle des Reservewährungslandes?, in: ifo Schnelldienst 16/2011, 31. August 2011, S. 12-19.

## Schema der Dreifachkrise

wirkt auf	Staatsverschuldung	abnehmende internationale Wettbewerbsfähigkeit	nicht ausreichend kapitalisierte Banken
zu hohe Staatsverschuldung	Schuldenstand / BIP wächst durch Zinslasten und den Zinsezinseffekt weiter an.	Staatsdefizite finanzieren einen Boom bei nicht-handelbaren Gütern, der zu steigenden Preisen und Löhnen führt. Der Aufschwung verdeckt die abnehmende Wettbewerbsfähigkeit bei den handelbaren Gütern.	Banken besitzen Staatsanleihen des Heimatlandes. Sinken diese im Kurs und schreiben die Banken entsprechend ab, reduziert sich deren Eigenkapital.
abnehmende internationale Wettbewerbsfähigkeit	Endet der durch Staatsdefizite finanzierte Boom, fehlt bei mangelnder Wettbewerbsfähigkeit eine konjunkturelle Kompensationsmöglichkeit. Sinkende Exporte gehen dann mit steigender Arbeitslosigkeit und geringeren Steuereinnahmen einher.	Um ein Land mit geringer Wettbewerbsfähigkeit machen Investoren einen Bogen. Das Land profitiert weniger von dem internationalen Austausch von Wissen und Kapital. Die Wettbewerbsfähigkeit sinkt weiter.	Im Rahmen des Zahlungsverkehrssystems Target 2 werden Salden zwischen den nationalen Zentralbanken nicht ausgeglichen, wenn die inländischen Banken die Zahlungsverkehrsdefizite nicht mehr international refinanzieren können. Die Nettoschuldenposition eines Landes steigt.
nicht ausreichend kapitalisierte Banken	Rettungsmaßnahmen für Banken belasten den Staatshaushalt weiter.	Reichen die Banken weniger Kredite aus (Kreditklemme) und kommen Unternehmen dadurch in Zahlungsschwierigkeiten, geht die Wettbewerbsfähigkeit weiter zurück.	Anleger ziehen von Banken, die im Ruf stehen, nicht ausreichend kapitalisiert zu sein, ihr Guthaben ab. Die Liquidität sinkt und die Bank ist zunehmend auf Injektionen der Zentralbank angewiesen.

*eigene Darstellung*

## Das kurzfristige Dilemma

Im Herbst 2011 befinden sich Griechenland und auch andere Länder der Eurozone in einem Dilemma: Für die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit bei handelbaren Gütern wäre eine Abwertung erforderlich, die aber in einer Währungsunion nicht vorgesehen ist. Zudem würde eine Abwertung die Verschuldungsposition des Landes weiter verschlechtern, wenn Kredite und Anleihen weiterhin in Euro denominated blieben.

So wird eine konsistente Lösung gesucht, die das Dilemma beseitigt, aber gleichzeitig diesen fünf Nebenbedingungen genügen soll: Die gesellschaftliche Ordnung bleibt erhalten, die Eurozone bleibt bestehen, das Europäische Finanzsystem bleibt vor einer Systemkrise geschützt, Vermögensverluste werden weitgehend vermieden und für alle Beteiligten werden langfristig die richtigen Anreize für ein nachhaltiges Wirtschaften gesetzt. Ist das möglich?

Kaum, denn den im Umlauf befindlichen Anleihen steht keine ausreichende volkswirtschaftliche Rendite gegenüber. Eine Bereinigung der Überschuldungssituation führt zwangsläufig zu Vermögensverlusten. Diese drei Instrumente stehen zur Verfügung:

- **Umschuldung / Schuldenschnitt:** Eine solche Maßnahme beeinträchtigt die Liquidität und Solvenz der europäischen Banken: Die Abschreibungen auf die Staatsanleihen im Bestand der Banken wirken negativ auf deren Gewinn- und Verlustrechnung und ein damit einhergehender Vertrauensverlust beeinträchtigt den europäischen Geldmarkt (Interbankenmarkt).
- **Intertemporale Verschiebung:** Die Tilgung der Schulden wird über einen längeren Zeitraum gestreckt und niedrigere Zinssätze führen dabei zu geringeren Barwerten der Staatsschuld. Eine tatsächliche Senkung des Schuldenstands geht mit dieser Maßnahme allerdings nicht einher, wenn sie nicht mit einem Schuldenschnitt (haircut) verbunden wird.
- **Privatisierungen:** Staatsvermögen wird verkauft, um den Schuldenstand zu reduzieren. Um einen Verkauf zu niedrigen Krisenbewertungen zu verhindern, könnte eine Treuhandlösung eingesetzt werden. Damit diese sofort liquiditätswirksam wird, wäre allerdings eine Vorfinanzierung notwendig.

Um eine plötzliche Zahlungsunfähigkeit des Staates und damit einen Zusammenbruch der gesellschaftlichen Ordnung zu vermeiden, müssen dennoch die akuten Defizite kurzfristig weiter finanziert werden. Dies bedeutet die Aufnahme neuer Schulden, auch zur Finanzierung von Tilgung und Zinszahlungen auf Altschulden. Die Staatsfinanzierung nimmt Züge eines Schneeballsystems an, zumal Banken für den Erwerb von Staatsanleihen von Euroländern nach wie vor regulatorisch kein Eigenkapital vorhalten müssen und in Zukunft der verlustträchtigste Teil von Staatsanleihen von der Europäischen Zweckgesellschaft EFSF garantiert werden kann.

Eine Schlüsselgröße für die Schuldnerländer ist die Verzinsung der neuen Anleihen. Ein zu hoher Zins beeinträchtigt die Schuldentragfähigkeit der Länder weiter. Um das Zinsniveau zu beeinflussen, stehen vier Methoden zur Verfügung:

- **Bonitätstransfer:** Dies wird zum Beispiel durch eine Haftungsgemeinschaft aller Eurostaaten erreicht. Nach diesem Prinzip funktionieren Euro-Bonds und in diesem Sinne sind auch die Rettungspakete EFSF und ESM angelegt. Allerdings gehen mit einer solchen Lösung starke ökonomische Fehlanreize einher.
- **Aufkauf von Staatsanleihen durch die EZB:** Ziel des Aufkaufs von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt ist die Senkung des Marktzinses. Dadurch wird auch eine Senkung des Zinses auf dem Primärmarkt, d.h. bei Emission der Anleihen, erreicht. Allerdings besteht durch die Monetarisierung von Staatsdefiziten die Gefahr, dass die Steuerungsmöglichkeiten der Geldmenge beeinträchtigt werden, wenn eine Sterilisierungspolitik an ihre Grenzen kommt. Zudem geht das Eurosystem selbst Bilanzrisiken für den Fall eines Defaults der aufgekauften Staatsanleihen ein.
- **Direkte Zinssubventionen:** Eine direkte Zinssubvention durch andere Eurostaaten finanziert die Differenz zwischen Marktzins und noch tragbarem Zinssatz. Diese Lösung würde allerdings eine direkte Belastung der Staatshaushalte der Geberländer bedeuten.

## Das mittelfristige Dilemma

Die aufgeführten Instrumente zur Senkung des Schuldenstands bzw. zur Finanzierung lösen aber nicht das Problem der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit im Bereich der handelbaren Güter. Hier ist eine Anpassung der relativen Preise notwendig, das bedeutet, entweder eine Deflation in den Problemländern und/oder eine Inflation in den Ankerländern zu erzeugen.

- **Inflation:** Durch eine europaweite Inflation würde zudem das Verschuldungsproblem adressiert, denn durch eine Inflation sinkt die Schuldenlast in Gütereinheiten. Allerdings bestehen einige Probleme: Erstens fehlen die Instrumente, um eine Inflation zu erzeugen. Zweitens besteht die Gefahr, dass eine Inflation mit "tragbaren" Preissteigerungsraten in eine "galoppierende" Inflation umschlägt. Drittens bedeutet eine Inflation eine Enteignung von Vermögensbesitzern. Viertens ist die Angst vor einer Inflation im deutschen Kollektivgedächtnis so tief verankert, dass sie als bewusst gewählte politische Strategie, im Gegensatz zu den USA, keine Akzeptanz finden würde. Die deutsche Gesellschaft würde eher ein Ende der Währungsunion befürworten, als eine Inflationsstrategie zu akzeptieren.
- **Deflation:** Die gegenwärtige politische Ausrichtung setzt auf die Durchsetzung von Sparpaketen in den Problemländern. Dies soll zu einer Konsolidierung der Haushalte und zu einer internen Abwertung, das heißt der inländischen Löhne und Preise führen. Eine schwere Rezession ist offenbar eine, von ausländischen Beratern akzeptierte, Strategie, um auch die Anpassung der relativen Preise zu erzwingen. Allerdings ist diese Strategie problematisch: Zum einen kann es nicht gelingen, den Schuldenstand im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt während einer schweren Rezession zu lindern. Zum anderen bürdet diese Strategie der Gesamtbevölkerung enorme Anpassungslasten auf, die zur Radikalisierung führen und den gesellschaftlichen Zusammenhalt gefährden können. Auch dies haben die Deutschen in ihrer eigenen Geschichte bereits leidvoll erfahren.

## Des Ende vom Prinzip Hoffnung

Es existiert also eine dreifache Krise aus Überschuldung, mangelnder Wettbewerbsfähigkeit und zu geringer Bankkapitalisierung, für die es keine einfache Lösungsmöglichkeit gibt, ohne neue Probleme an anderer Stelle zu schaffen. Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass die Staats- und Regierungschefs der Eurozone auf das Prinzip Hoffnung setzten. Das zeigte sich zuletzt in den Verlautbarungen vom letzten EU-Gipfel (26. Okt. 2011), in denen für Italien eine Reduktion des Schuldenstands in Relation zum BIP von derzeit 120% auf 113% im Jahr 2014 in Aussicht gestellt wird.

Aber die Probleme lassen sich kurzfristig auch nicht durch eine vermehrte Koordinierung aus der Welt bringen. Das Prinzip Hoffnung kommt zu einem Ende, da der griechische Premierminister ein Referendum über das neueste Sparpaket angekündigte, die finnische Regierung eine Sondergarantie von Griechenland forderte und der Unmut in der Slowakei zunimmt, für ein Land mit einem höheren Einkommens- und Rentenniveau zu haften.

Am deutlichsten wird das Ende vom Prinzip Hoffnung aber durch den Beschluss, dass die Banken bis Mitte 2012 eine deutliche höhere Kernkapitalquote vorhalten sollen. Damit wird der Zusammenhang zwischen Umschuldung und Bankkapitalisierung offiziell anerkannt und soll offenbar für

eine größere Krisenresistenz bei Banken gesorgt werden. Allerdings bleiben die Risikogewichte für die einzelnen Anlageformen unverändert, so dass Banken für europäische Staatsanleihen nach wie vor kein Eigenkapital vorhalten müssen, während Kredite an den Mittelstand teurer werden und die Banken in Zukunft noch stärker zwischen den Schuldnern differenzieren werden. Die ohnehin schwierige Kreditversorgung der Privatwirtschaft in den Problemländern wird noch problematischer werden und das Wachstumspotential weiter gedämpft werden. Auch dieser Ansatz endet also in einem Dilemma.

## Anforderungen an ein Lösungskonzept

Aus der bisherigen Argumentation und der Geschichte der Rettungspakete für Griechenland, Portugal und Irland ergeben sich vier Schlussfolgerungen für die Anforderungen an die Wirtschaftspolitik:

1. **Konsistenz:** Die eingesetzten Instrumente müssen in einem Gesamtpaket aufeinander abgestimmt werden.
2. **Verteilung:** Es werden Vermögensverluste entstehen und es ist eine verteilungspolitische Frage, wer diese in welchem Umfang zu tragen hat.
3. **Übertragbarkeit:** Lösungsmechanismen müssen nachhaltig und auf andere Länder übertragbar sein. Oder in Kurzform: Aus allen schlechten Vorschlägen muss der beste ausgewählt werden.
4. **Transparenz:** Die Konstruktion und die Folgen der wirtschaftspolitischen Maßnahmen müssen für die Bevölkerung transparent sein, damit das Vertrauen in die staatlichen Institutionen nicht beschädigt wird.

## Ein neues Lösungskonzept

Jedes Lösungskonzept muss sich an diesen Kriterien messen lassen und auf diese drei Problemfelder Bezug nehmen: Die Finanzierung der Staaten nach einer Umschuldung, die Rekapitalisierung von Banken und die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit in den Ländern. Die Probleme nur von einer Seite zu adressieren, steht der Nachhaltigkeit einer Lösung entgegen. Dazu müssen verschiedene Maßnahmen miteinander kombiniert und neue Ansätze gefunden werden.

Dazu existieren Vorschläge, aber eine ergebnisoffene Debatte über den besten Weg wurde bislang nicht geführt. Beispielhaft könnte ein Lösungskonzept aus diesen Bausteinen bestehen:

1. Existenzgründungen und Förderung des Mittelstands sind die Schlüssel zur langfristigen Lösung der Krise.
2. Euro-Anleihen mit separater Haftung als Alternative zu EFSF, ESM und Euro-Bonds einsetzen. Eine direkte Zinssubvention wäre ehrlicher, transparenter und risikoärmer für Deutschland als unüberschaubare Milliarden-Garantien (siehe <http://www.bvmw.de/uploads/media/denkans-toesse-synthetische-anleihe.pdf>).

3. Ausgleichsforderungen (nach Währungsreformen 1948 und 1990 bereits praktiziert) einsetzen, um Banken nach einer Umschuldung ggfs. zu kapitalisieren.
4. Über flexible Instrumente der relativen Preisanpassung nachdenken, die an der Schnittstelle von handelbaren und nicht-handelbaren Gütern ansetzen, aber eine Deflationspolitik à la Brüning vermeiden. Eine Doppelwährung könnte ein mögliches Instrument dazu sein.
5. Konsequente Durchführung von Strukturreformen und Privatisierungen.

Dr. Michael Vogelsang ist Chefvolkswirt und Bereichsleiter für Volkswirtschaft & Politik beim Bundesverband mittelständische Wirtschaft (BVMW) e.V.

**Kontakt:**

Bundesverband mittelständische Wirtschaft (BVMW) e. V.  
Leipziger Platz 15  
D-10117 Berlin

Tel.: +49 (0)30 533206-0  
Fax: +49 (0)30 533206-50

[politik@bvmw.de](mailto:politik@bvmw.de)  
[www.bvmw.de](http://www.bvmw.de)