

DRITTES KAPITEL

Euro-Raum in der Krise

- I.** Von der Schuldenkrise zur Systemkrise
 - 1. Wachsende Verunsicherung auf den Finanzmärkten
 - 2. Immer umfangreichere Rettungsprogramme ohne nachhaltige Wirkung
 - 3. Konsequente Stabilisierungsprogramme ohne Wirkung auf die Märkte
- II.** „Geld, das man nicht selbst herstellen kann“: Das besondere institutionelle Umfeld der Europäischen Währungsunion
- III.** Austritte aus der Währungsunion sind keine Lösung
 - 1. Für Deutschland würden die Nachteile eindeutig überwiegen
 - 2. Austritt Griechenlands ist ebenfalls keine Lösung
- IV.** Ein Befreiungsschlag?
 - 1. Schuldenschnitt für Griechenland
 - 2. Ausweitung der Kreditvergabekapazität der EFSF
 - 3. Problematische Vorschläge für die kurze Frist
- V.** Ein Schuldentilgungspakt für Europa
- VI.** Perspektiven für die Europäische Währungsunion
 - 1. Bisherige Reformen reichen nicht aus
 - 2. Wege zu mehr Integration in der Fiskalpolitik
 - 3. Wie kann die Marktdisziplin verbessert werden?
 - 4. Kein leichter Weg

Anhang

Literatur

Das Wichtigste in Kürze

Die im Frühjahr 2010 einsetzende und zunächst auf Griechenland begrenzte Schuldenkrise hat sich in der Folgezeit immer mehr ausgeweitet und zu einer tiefgreifenden Vertrauenskrise geführt. Da Staatsanleihen traditionell den sicheren Kern des Finanzsystems ausmachen, hat die Verunsicherung immer mehr auf den Bankensektor übergegriffen, was wiederum mit negativen Rückwirkungen auf die Bonität der öffentlichen Schuldner einherging.

An diesem Teufelskreis haben bisher weder die ambitionierten Konsolidierungsprogramme der Problemländer noch die immer größer dimensionierten Rettungsprogramme etwas Grundsätzliches ändern können. Die zunehmende Instabilität des Euro-Raums kontrastiert mit der Situation in Japan, den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich, Ländern, denen es mit deutlich höheren Haushaltsdefiziten in der gleichen Zeit möglich gewesen ist, sich zu historisch niedrigen Zinsen zu refinanzieren. In dieser Diskrepanz spiegelt sich das **konstitutive Element einer Währungsunion**, die ihren Mitgliedsländern den zwar bequemen, aber stabilitätspolitisch höchst bedenklichen Ausweg der Notenbankfinanzierung weitgehend versperrt.

Um zu verhindern, dass steigende Refinanzierungskosten zu zunehmenden Solvenzproblemen führen, wurde das garantierte Kapital der EFSF deutlich ausgeweitet. Da ihr zudem die Möglichkeit einer teilweisen Besicherung eröffnet wurde, kann sie Staatskredite absichern, die vier- bis fünfmal so hoch sind wie ihre für direkte Kredite verfügbaren Mittel. Dieser beachtliche **Rettungsversuch** wurde durch die kurz darauf getroffene Ankündigung eines griechischen Referendums in Frage gestellt. Unsicher ist damit auch, ob der dringend notwendige Schuldenschnitt von 50 vH auf griechische Anleihen wie geplant über die Bühne gehen wird.

Es wird sich zeigen müssen, ob die „Maximierung“ der EFSF die Märkte gleichwohl so stabilisieren kann, dass sich Spanien und Italien zu akzeptablen Konditionen refinanzieren können. Bei einer ungünstigeren Entwicklung würde die Strategie einer zunehmenden Ausweitung der EFSF an Grenzen stoßen. Es drohte dann entweder ein **unkontrolliertes Auseinanderfallen** der Währungsunion oder ein ordnungspolitisch höchst bedenklicher **unbegrenzter Ankauf von Staatsanleihen** durch die EZB.

Spätestens dann wären weitergehende Schritte zu prüfen. Es müsste darum gehen, eine Lösung für die kurzfristigen Liquiditätsprobleme Spaniens und Italiens zu finden und zugleich eine glaubhafte Strategie für den Abbau der öffentlichen Verschuldung in Europa aufzuzeigen. Ein Konzept hierfür ist der in diesem Kapitel entwickelte europäische „**Schuldentilgungspakt**“. Er zielt darauf ab, über einen gemeinsamen Konsolidierungspakt und verbindliche nationale Schuldenbremsen die Staatsverschuldung unter die 60 vH-Grenze des Vertrags von Maastricht zu führen. Zugleich wird den Teilnehmerländern die Möglichkeit eröffnet, sich in begrenztem Umfang über einen Fonds zu finanzieren, für den gemeinsam gehaftet wird. Der Umfang des Fonds ergibt sich aus dem Betrag der Staatsverschuldung eines Landes, der die 60 vH-Grenze des Vertrags von Maastricht überschreitet. Die Mitgliedstaaten müssen dafür **umfassende Absicherungen** bieten, insbesondere durch die Verpfändung von Währungsreserven in Höhe von 20 vH der über den Fonds finanzierten Kredite. Die laufenden Zahlungen an den Fonds sollen durch speziell dafür definierte nationale Steuereinnahmen garantiert werden.

Ergänzend wird es darauf ankommen, dass die durch den **Stabilitäts- und Wachstumspakt** eingeforderte Fiskaldisziplin weiter verstärkt wird. Der Kommission sollte bei allen relevanten Schritten im exzessiven Defizitverfahren die entscheidende Rolle eingeräumt werden. Zu prüfen wäre die noch weitergehende, an das europäische Wettbewerbsrecht angelehnte Lösung, bei der dem Rat jegliche Einflussnahme auf das Defizitverfahren entzogen würde.

Währungsunion: Die langfristige Stabilisierung steht noch aus

126. Mit der am 29. September 2011 beschlossenen Ausweitung des Rettungsschirms Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und mit der Zustimmung vom 26. Oktober 2011 zu einer Maximierung der Kreditvergabekapazität der EFSF hat der Deutsche Bundestag einen **beachtlichen Beitrag zur Stabilisierung** der Europäischen Währungsunion geleistet. Für Deutschland erhöht sich dadurch die Haftung für die EFSF von 123 Mrd Euro auf 211 Mrd Euro, wobei durch die Möglichkeit der Hebelung der EFSF-Mittel die Wahrscheinlichkeit, für den vollen Haftungsbetrag in Anspruch genommen zu werden, gestiegen ist.

127. Es ist verständlich, wenn die zunehmende Haftung für Mitgliedsländer des Euro-Raums in der deutschen Öffentlichkeit mit Sorge gesehen wird. Doch ohne die jetzt beschlossene Ausweitung des Rettungsschirms wäre das europäische Finanzsystem immer mehr in eine Situation geraten, wie man sie nach der Lehman-Insolvenz vom September 2008 beobachten konnte. Da Staatsanleihen traditionell als sicherer Kern des Finanzsystems betrachtet wurden, führte das seit Monaten wachsende Misstrauen in die Bonität öffentlicher Emittenten zu einem Vertrauensverlust gegenüber europäischen Banken, der sich wiederum nachteilig auf die Einschätzung der Solvenz der Mitgliedstaaten auswirkte. Es drohte die **Gefahr einer systemischen Krise**.

An diesem Teufelskreis konnten bisher weder ambitionierte Konsolidierungsprogramme in den Problemländern noch die in den letzten 18 Monaten vereinbarten Rettungsprogramme etwas Grundsätzliches ändern. Dies gilt auch für die umfangreichen Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank (EZB). Und so war in den letzten Wochen an den Risikoaufschlägen für öffentliche Anleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen abzulesen, wie das Misstrauen der Märkte immer mehr Länder des Euro-Raums erfasste. Zuletzt bewegte sich selbst für französische Anleihen die Rendite um einen Prozentpunkt über der Verzinsung deutscher Papiere.

128. Mit der jetzt beschlossenen Ausweitung des Rettungsschirms besteht die Chance, dass es zumindest für die nächste Zeit zu einer **Entspannung auf den Märkten** kommen wird. Zusammen mit der Stärkung der Eigenkapitalbasis der europäischen Banken wurde damit zugleich die Voraussetzung für den dringend benötigten Schuldenschnitt für Griechenland geschaffen, der ohne eine solche Absicherung zu unkalkulierbaren Ansteckungseffekten und Kettenreaktionen hätte führen können.

Doch man darf sich keine Illusionen machen. Das jetzt beschlossene Paket ist keine endgültige Lösung für die Probleme des Euro-Raums. Aber es öffnet der Politik ein **Zeitfenster**, das sie konsequent nutzen muss, um für den Euro-Raum einen ordnungspolitischen Rahmen zu schaffen, der sich nicht nur durch solide Staatsfinanzen, sondern zugleich durch ein stabiles Finanzsystem auszeichnet. Dies ist kein Plädoyer für vorschnelle Maßnahmen. Der wichtigste Beitrag zur Stabilisierung der Märkte muss von den Problemländern geleistet werden, indem sie die angekündigten Konsolidierungsmaßnahmen konsequent umsetzen. Zusammen mit der erhöhten Schlagkraft der EFSF müsste es damit gelingen, das Vertrauen der Märkte in die Staatsfinanzen des Euro-Raums zu stabilisieren. Darauf sollte man zunächst setzen.

129. Allerdings kann man insbesondere unter ungünstigeren konjunkturellen Vorzeichen und in Anbetracht der zunehmend unsicheren politischen Lage in Griechenland nicht ausschließen, dass die Verunsicherung der Investoren gleichwohl weiter anhält und so die ohnehin nicht einfache Konsolidierungsaufgabe zusätzlich erschwert. Im Falle eines solchen ungünstigen Szenarios würde die seit dem letzten Jahr verfolgte Strategie einer zunehmenden Ausweitung der EFSF an ihre Grenzen stoßen. Es drohte dann entweder ein unkontrolliertes Auseinanderbrechen der Währungsunion oder ein ordnungspolitisch höchst bedenklicher, unbegrenzter Ankauf von Wertpapieren durch die EZB.

Spätestens dann wären weitergehende Schritte zu prüfen. Sie müssten sich dadurch auszeichnen, dass nicht immer neue Schulden aufgebaut werden, sondern eine Strategie eingeleitet wird, die endlich einen Abbau der Verschuldung gewährleistet, indem die Beteiligten glaubhafte Verpflichtungen zur langfristigen Konsolidierung und zu Strukturreformen eingehen. Ein Konzept hierfür ist der in diesem Kapitel entwickelte europäische „**Schuldentilgungspakt**“. Dabei handelt es sich um eine Strategie, die darauf abzielt, über einen gemeinsamen Konsolidierungspakt und verbindliche nationale Schuldenbremsen einen glaubhaften Abbau der Staatsverschuldung unter die 60 vH-Grenze des Vertrags von Maastricht zu erreichen. Im Gegenzug wird den Teilnehmerländern die Möglichkeit eröffnet, ihre Verschuldung teilweise über einen Fonds zu finanzieren, für den eine gemeinschaftliche Haftung übernommen wird.

Dafür muss jedes Teilnehmerland 20 vH seiner Kredite durch die Verpfändung von Währungsreserven (Gold- oder Devisenbestände) garantieren. Der Umfang des Fonds ergibt sich aus dem Betrag der Staatsverschuldung der Mitgliedsländer, der die 60 vH-Grenze des Vertrags von Maastricht überschreitet. Der Fonds wird aufgefüllt, indem jedes Mitgliedsland seine laufende Refinanzierung (für fällige Staatsanleihen und die Neuverschuldung) über Anleihen des Fonds vornimmt, für die eine gemeinschaftliche Haftung übernommen wird. Wenn jedes Land seinen Finanzierungsspielraum ausgeschöpft hat, erfolgt eine verbindliche Tilgung, die dadurch abgesichert ist, dass dafür spezielle nationale Steuereinnahmen bereitgestellt werden müssen. Entscheidend ist, dass sich der Fonds über die Zeit selbst abschafft.

130. Nach erfolgreichem Ablauf der Tilgungsphase würde jedes Land nur noch über eine Schuldenstandsquote von 60 vH verfügen. Für diesen in der näheren Zukunft kaum erreichbaren Zustand wäre alternativ daran zu denken, für die dann nur noch in nationaler Verantwortung emittierten Anleihen die Marktdisziplin dadurch zu stärken, dass ein **striktes Insolvenzregime** für öffentliche Schuldtitel eingeführt wird. Alternativ wäre daran zu denken, den die 60 vH-Grenze nicht übersteigenden Bestand in Form von Anleihen zu halten, für die eine gemeinschaftliche Haftung übernommen wird, um auf diese Weise für einen **stabilen Kern des Finanzsystems** zu sorgen.

I. Von der Schuldenkrise zur Systemkrise

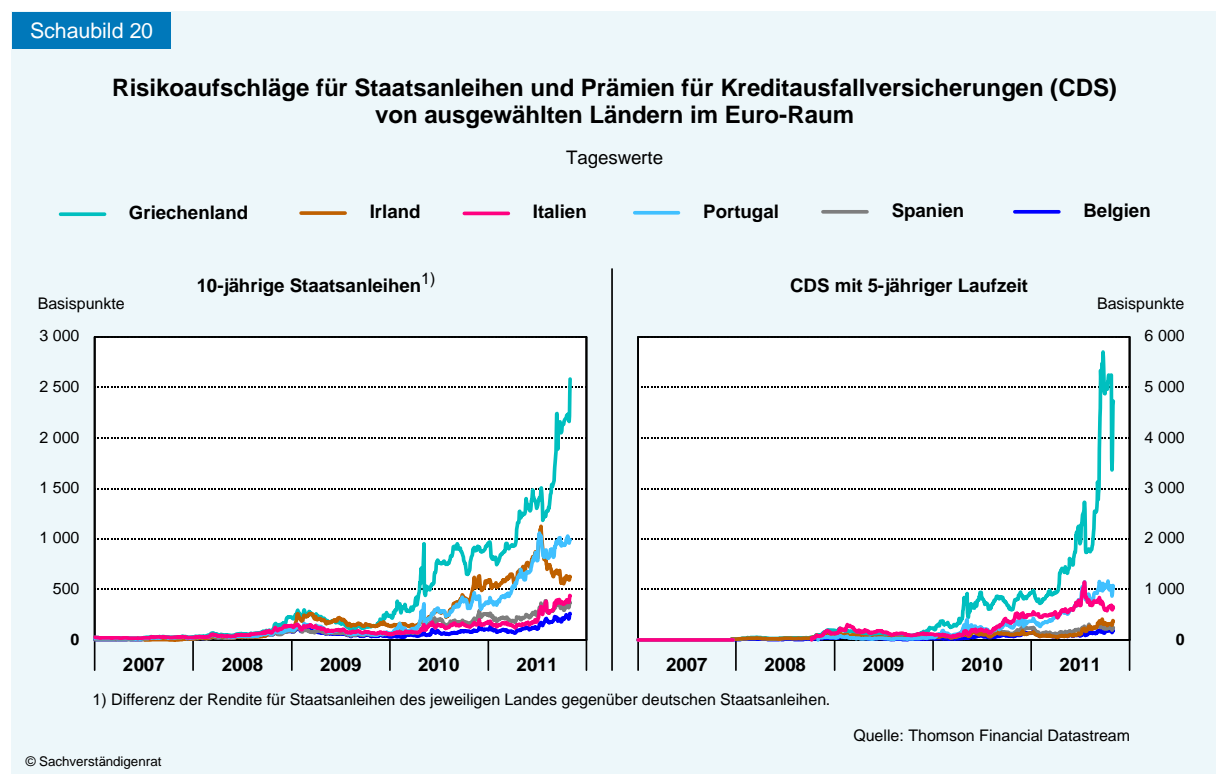
131. Die im Frühjahr 2010 einsetzende und zunächst auf Griechenland begrenzte Schuldenkrise hat sich in der Folgezeit immer weiter ausgebreitet und mittlerweile zu einer tiefgreifenden **Vertrauenskrise** geführt. Sie hat bislang fünf Mitgliedsländer (Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien) des Euro-Raums erfasst, auf die ein Drittel der Wirtschaftsleistung

dieses Währungsraums entfallen. Die zunehmend ungünstigere Einschätzung der Bonität öffentlicher Emittenten hat sich dabei negativ auf die Kreditwürdigkeit zahlreicher Banken des Euro-Raums ausgewirkt, die teilweise in hohem Umfang in Staatsanleihen der Problemländer engagiert sind. Die von diesen Prozessen ausstrahlende Verunsicherung auf die Konsumenten und Investoren sowie die tiefgreifenden Sparmaßnahmen in den Problemländern lassen die Konjunktur im Euro-Raum abkühlen, was wiederum negative Rückwirkungen auf die Finanzierungssituation der Staaten und die Kreditwürdigkeit von Banken hat.

132. Während man im Frühjahr 2010 noch darüber diskutieren konnte, ob es sich um eine Krise des Euro oder eine Schuldenkrise einzelner Länder handelt, ist heute nicht zu verkennen, dass die negativen **Selbstverstärkungs- und Ansteckungsprozesse** die Existenz der Währungsunion bedrohen können. Zu den größten Gefahrenherden zählt die wirtschaftliche Situation in Griechenland, die in Anbetracht der sehr instabilen politischen und wirtschaftlichen Entwicklung jederzeit in eine unkontrollierte Insolvenz abgleiten kann. Beunruhigend ist zudem das steigende Misstrauen der Investoren in die Solvenz Italiens und Spaniens. Bei einem Volumen der Staatsverschuldung der beiden Länder in Höhe von rund 3 Billionen Euro und in Anbetracht der Tatsache, dass Staatsanleihen der EU-Länder in der Bankenaufsicht wie in der Versicherungsaufsicht nach wie vor als absolut sichere Aktiva klassifiziert werden, muss sichergestellt werden, dass die akuten Liquiditätsprobleme der Länder nicht in eine Solvenzkrise münden.

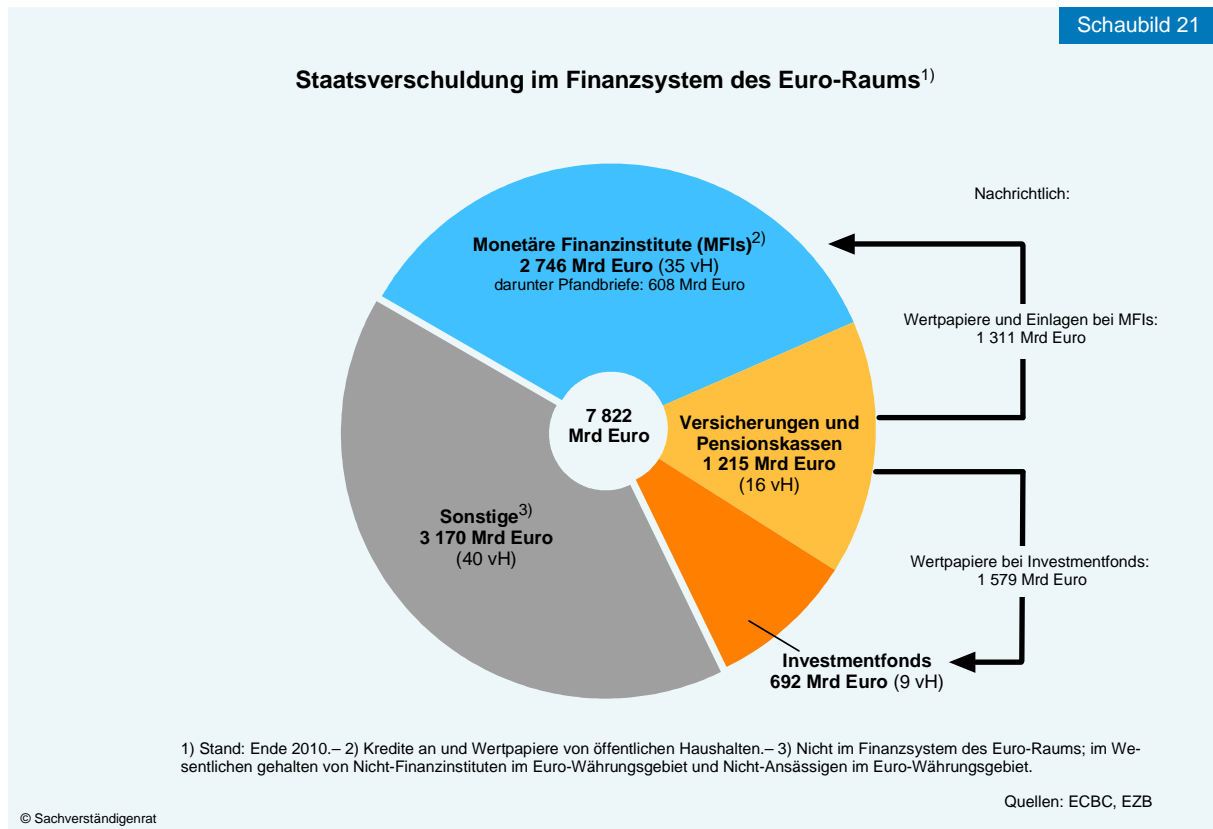
1. Wachsende Verunsicherung auf den Finanzmärkten

133. Das Misstrauen der Investoren in die Solvenz einzelner Mitgliedstaaten des Euro-Raums lässt sich deutlich an den **Risikoaufschlägen für öffentliche Anleihen** und den Prämien für die Absicherung gegenüber dem Ausfall eines Emittenten (Credit Default Swaps) (CDS)



ablesen (Schaubild 20). Während die Zinsaufschläge gegenüber den deutschen Bundesanleihen für alle Mitgliedsländer noch bis zum Oktober 2008 nicht über 100 Basispunkte hinausgegangen waren, sind sie seither für die Problemländer in mehreren Wellen immer mehr angestiegen. Relativ früh wurden Irland und Griechenland vom Misstrauen der Anleger erfasst, sodass für Griechenland bereits im Mai 2010 ein Stützungsprogramm erforderlich wurde. Irland musste im Dezember 2010 unter den Rettungsschirm der EFSF schlüpfen, Portugal folgte im Mai 2011. Anfang August 2011 gerieten dann Spanien und Italien in das Visier der Investoren. Der dadurch ausgelöste Anstieg der Risikoprämien wurde durch umfangreiche Anleihekäufe der EZB gebremst. Mittlerweile liegt für sechs Mitgliedsländer der Risikoaufschlag gegenüber deutschen Bundesanleihen im Bereich von mehr als zwei Prozentpunkten. Auf diese Emittenten entfallen 44 vH des gesamten Volumens öffentlicher Anleihen des Euro-Raums in Höhe von fast 8 Billionen Euro.

134. Öffentliche Anleihen aus hoch entwickelten Ländern werden seit Jahrzehnten allgemein als der **absolut sichere Kern** des Finanzsystems angesehen. Dies hat seinen Niederschlag in den einschlägigen rechtlichen Bestimmungen gefunden, sodass Banken bis heute für Anleihen aus dem Europäischen Wirtschaftsraum kein Eigenkapital als Risikopuffer vorhalten müssen. Zudem bestehen für Staatsanleihen keine Großkreditbeschränkungen, die eine Diversifizierung erforderlich machten. Im Deckungsstock von Pfandbriefen und im Anlagevermögen von Versicherungen werden öffentliche Anleihen aus dem Euro-Raum ebenfalls uneingeschränkt als erstklassige Sicherheiten eingestuft (Schaubild 21).



Die Banken des Euro-Raums hielten zum Ende des Jahres 2010 Kredite an öffentliche Haushalte und Wertpapiere öffentlicher Emittenten in Höhe von 2,7 Billionen Euro, was rund

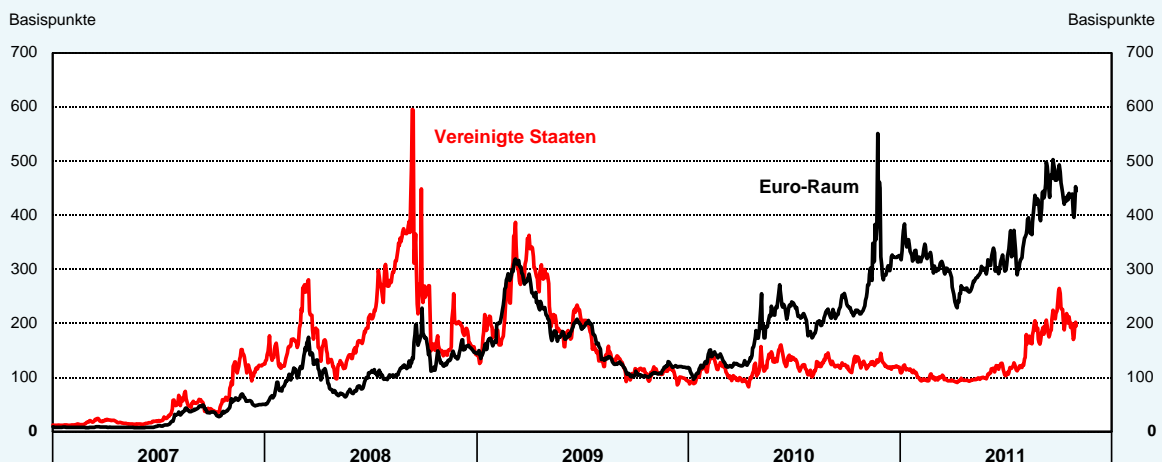
8,5 vH ihrer Aktiva entspricht. Für die von diesen Finanzinstituten emittierten Pfandbriefe dienten Staatsanleihen in Höhe von 608 Mrd Euro als Sicherheit. Die Versicherungen und Pensionskassen in den Ländern des Euro-Raums verfügten über Staatsanleihen in Höhe von 1,2 Billionen Euro, die rund 17,5 vH ihrer Aktiva ausmachten. Diese Institute waren zudem bei den Banken des Euro-Raums mit Beträgen in Höhe von 1,3 Billionen Euro engagiert und sie verfügten über Anteile an Investmentfonds in Höhe von 1,6 Billionen Euro, in deren Portfolien staatliche Wertpapiere in Höhe von 692 Mrd Euro enthalten waren.

Es ist daher nicht überraschend, dass sich die Zweifel an der Solvenz öffentlicher Emittenten in den letzten Monaten negativ auf die Einschätzung der **Finanzinstitute des Euro-Raums** ausgewirkt haben. Wie sehr ihre Kreditwürdigkeit beeinträchtigt wurde, lässt sich daran ablesen, dass die CDS-Spreads für die Banken des Euro-Raums heute höher liegen als nach der Lehman-Insolvenz im September 2008. Demgegenüber bewegen sich die CDS-Spreads für US-amerikanische Banken immer noch unter diesem Niveau, da US-amerikanische Staatsanleihen – trotz der geringfügigen, aber damals viel beachteten Abstufung durch Standard & Poor's am 5. August 2011 – nach wie vor als „sicherer Hafen“ angesehen werden (Schaubild 22). Gleichwohl drohen die US-amerikanischen Banken, soweit sie mit europäischen Instituten verflochten sind, durch die Euro-Schuldenkrise in Mitleidenschaft gezogen zu werden, wie die Gerüchte um Morgan Stanley im Oktober 2011 gezeigt haben.

Schaubild 22

CDS-Spreads für Banken im Euro-Raum und in den Vereinigten Staaten¹⁾

Tageswerte



1) Gleichmäßig gewichtete durchschnittliche Aufschläge auf vorrangige CDS mit einer Laufzeit von 5 Jahren.

Quelle: Thomson Financial Datastream

© Sachverständigenrat

135. Die sehr stark zunehmende Inanspruchnahme der **Einlagenfazilität** der EZB, die als eine Art „Vorsichtskasse“ der Banken angesehen werden kann, ist ein weiterer Beleg für das sinkende gegenseitige Vertrauen der Finanzinstitute des Euro-Raums. Vor allem in Irland, Griechenland und Italien wurde es für Banken immer schwieriger, ihre Refinanzierung über den Interbankenmarkt zu sichern. Zudem sind in Griechenland die Bankeinlagen von Unternehmen und Privatpersonen merklich zurückgegangen.

Dementsprechend gewann für die Banken in den Problemländern die **Finanzierung über die EZB** an Bedeutung, ein Befund, der sich in ihrem zunehmenden Anteil an den regulären Refinanzierungsgeschäften und vor allem in den beiden letzten Monaten sehr stark steigenden Salden im Zahlungsverrechnungssystem des Europäischen Zentralbanksystems (Kasten 7) niederschlägt. Diese Form der Refinanzierung wird besonders stark von Banken in Irland in Anspruch genommen, gefolgt von italienischen und griechischen Kreditinstituten. Da Griechenland und Irland kaum noch über Sicherheiten für die Refinanzierung bei der EZB verfügen, mussten sie zuletzt von der griechischen Nationalbank im Rahmen der Emergency Liquidity Assistance (ELA) refinanziert werden.

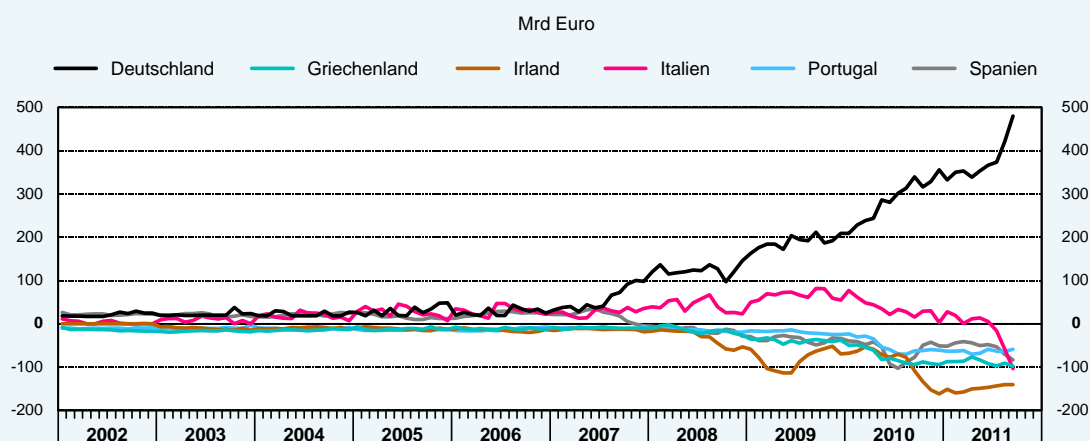
Kasten 7

Zunehmende TARGET-Salden verdeutlichen wachsende Verunsicherung im Finanzsystem

Der Zahlungsverkehr zwischen den Geschäftsbanken des Eurosystems wird über das so genannte TARGET2-System (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) abgewickelt. Während die Geschäftsbanken die in einem solchen System auftretenden Salden sofort ausgleichen müssen, kann es zwischen den beteiligten nationalen Notenbanken zu erheblichen Salden kommen. In der Phase von 1999 bis 2007 waren diese vergleichsweise gering. Dies änderte sich jedoch in der Folgezeit, sodass sich bis zum September 2011 ein aggregierter Saldo von mehr als 700 Mrd Euro aufgebaut hat. Die Deutsche Bundesbank weist dabei eine Nettoforderungsposition von 480 Mrd Euro auf, gefolgt von den Niederlanden mit 90 Mrd Euro und Luxemburg mit 80 Mrd Euro. Die höchste Schuldnerposition verzeichnet Irland mit 140 Mrd Euro, an zweiter Stelle liegen Italien und Griechenland mit jeweils 100 Mrd Euro. Hohe negative Salden weisen auch Spanien (80 Mrd Euro) und Portugal (60 Mrd Euro) auf (Schaubild 23).

Schaubild 23

TARGET-Salden ausgewählter Mitgliedsländer im Euro-Raum¹⁾



1) Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system; Echtzeit-Bruttozahlungssystem im Euro-Raum, in dem Banken Zahlungen untereinander, aber auch Kundenzahlungen abwickeln können.

Quelle: Deutsche Bundesbank

Das rasche Anschwellen dieser Positionen hat zu einer **lebhaften Kontroverse** über deren Ursachen und Auswirkungen geführt. Saldenmechanisch spiegelt der TARGET-Saldo eines Landes die Differenz zwischen seinem Leistungsbilanzsaldo mit den anderen Mitgliedsländern und dem Kapitalverkehrsbilanzsaldo mit den anderen Mitgliedsländern des Euro-Raums wider. Die

steigenden negativen TARGET-Salden einzelner Mitgliedsländer sind daher entweder auf Leistungsbilanzdefizite zurückzuführen, die nicht mehr durch private Kapitalzuflüsse finanziert worden sind oder auf private Kapitalabflüsse, denen keine entsprechenden Zuflüsse mehr gegenüberstanden.

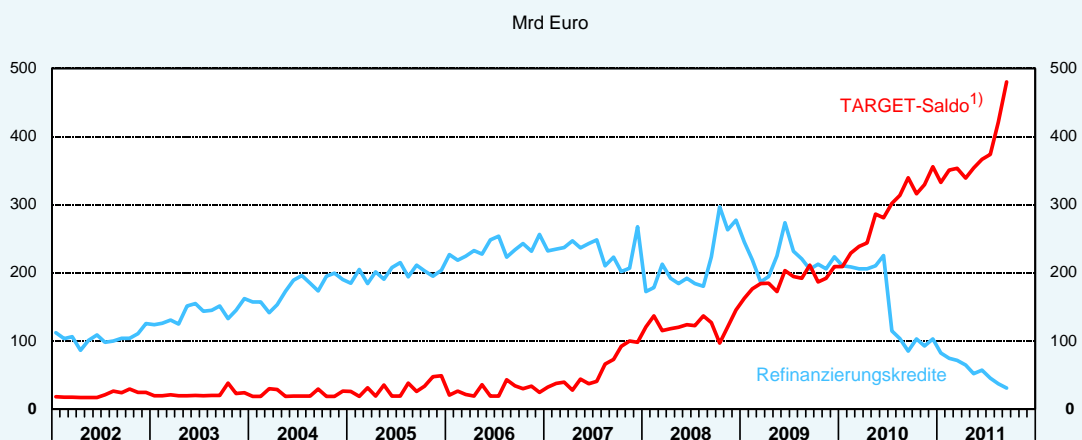
Dies soll an einem **Beispiel** verdeutlicht werden. Eine deutsche Bank hat eine Forderung gegenüber einer irischen Bank, die fällig wird, und die sie nicht verlängern möchte. Zur Rückzahlung tätigt die irische Bank eine Überweisung von ihrem Konto bei der irischen Notenbank auf das Konto der deutschen Bank bei der Deutschen Bundesbank. Dementsprechend weist die Bundesbank eine Netto-Forderung gegenüber dem TARGET-System auf, die irische Notenbank eine Netto-Verbindlichkeit. Die deutsche Bank verwendet ihr gestiegenes Guthaben bei der Deutschen Bundesbank zur Verminderung ihrer höher verzinslichen Refinanzierungskredite. Die irische Bank hat durch die Transaktion eine Verminderung ihres Notenbank-Guthabens erfahren. Da diese Guthaben zur Erfüllung der Mindestreserve dienen, muss sie den Ausgleich über eine höhere Kreditaufnahme bei der irischen Notenbank schaffen.

Die hier für den Fall eines Kapitalabflusses geschilderten Effekte würden in gleicher Weise auftreten, wenn ein irisches Unternehmen eine deutsche Maschine kauft und eine entsprechende Überweisung von seiner irischen Bank auf das Konto des deutschen Lieferanten bei einer deutschen Bank vornimmt. Zu TARGET-Salden kann es schließlich auch dadurch kommen, dass ein irischer Bank-Kunde beschließt, einen Teil seiner Guthaben von der irischen auf eine deutsche Bank zu transferieren.

Aufgrund solcher Transaktionen sind die **Refinanzierungskredite der Deutschen Bundesbank** von rund 213 Mrd Euro im Jahresdurchschnitt 2008 auf zuletzt nur noch 31 Mrd Euro zurückgegangen (Schaubild 24). Gleichzeitig ist es zu einem Anstieg der Refinanzierungskredite der irischen Zentralbank an irische Banken von 51 Mrd auf 100 Mrd Euro gekommen. Dabei muss berücksichtigt werden, dass diese Banken vor allem ab August 2010 zusätzliche Finanzierungsmittel in Höhe von 40 Mrd Euro in Form der Notfallfinanzierung durch die irische Notenbank (Emergency Liquidity Assistance, ELA) erhalten haben.

Schaubild 24

TARGET-Saldo und Refinanzierungskredite der Deutschen Bundesbank



1) Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system; Echtzeit-Bruttzahlungssystem im Euro-Raum, in dem Banken Zahlungen untereinander, aber auch Kundenzahlungen abwickeln können.

© Sachverständigenrat

Quelle: Deutsche Bundesbank

Ungeachtet der Tatsache, dass TARGET-Kredite sowohl zur Finanzierung von Leistungs- wie von reinen Finanztransaktionen verwendet werden können, wird in der Debatte häufig angenommen, dass die TARGET-Salden überwiegend zur Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten in den Problemländern herangezogen werden. Dementsprechend wird kritisiert, dass die zunehmenden TARGET-Salden die Anpassungsprozesse in den peripheren Ländern verlangsamt, wenn nicht verhindert hätten (Sinn und Wollmershäuser, 2011). Dabei wird jedoch verkannt, dass die aggregierten **Leistungsbilanzdefizite der vier GIPS-Länder** (Griechenland, Irland, Portugal und Spanien) von ihrem Höchstwert von 165 Mrd Euro im Jahr 2007 auf 62 Mrd Euro im Jahr 2011 zurückgegangen sind. Zudem ist der Zusammenhang zwischen den nationalen TARGET- und Leistungsbilanzsalden nicht sehr ausgeprägt. So ist Irland auf der einen Seite der mit Abstand größte Netto-Schuldner des TARGET-Systems, auf der anderen Seite jedoch das einzige Problemland mit einem positiven Leistungsbilanzüberschuss im Jahr 2011 und einer in der Summe der Jahre 2009 bis 2011 ausgeglichenen Leistungsbilanz. Umgekehrt ist für Spanien, das im Jahr 2011 mit 32 Mrd Euro das in absoluten Größen bei weitem höchste Leistungsbilanzdefizit aufweist, der negative TARGET-Saldo vergleichsweise gering. Eine zahlenmäßige Übereinstimmung von TARGET-Saldo und Leistungsbilanzsaldo ist somit nur in Portugal und Griechenland erkennbar.

Daher ist auch der Eindruck unzutreffend, dass die Deutsche Bundesbank mit ihrem TARGET-Überschuss von 480 Mrd Euro das kumulierte Leistungsbilanzdefizit der GIPS-Länder finanziert habe. Bei einem deutschen Leistungsbilanzüberschuss gegenüber diesen vier Ländern von kumuliert 74 Mrd Euro im Zeitraum vom 1. Quartal 2008 bis zum 2. Quartal 2011 dürfte der größere Teil des TARGET-Saldos dazu verwendet worden sein, Banken in den Problemländern zu finanzieren, die nicht mehr in der Lage gewesen sind, für fällig werdende Verbindlichkeiten gegenüber deutschen Banken am privaten Markt eine Anschlussfinanzierung zu finden.

Insgesamt spiegeln die steigenden TARGET-Salden in erster Linie die **wachsende Verunsicherung auf den Finanzmärkten**, insbesondere das immer geringere Vertrauen in die Banken der Problemländer wider. Aus diesem Grund wäre es in der jetzigen Situation äußerst riskant, den Zugriff der nationalen Notenbanken auf das TARGET-System zu begrenzen. Es würde bedeuten, dass Finanztransaktionen innerhalb der Währungsunion nicht mehr uneingeschränkt möglich wären, was einem de facto Zusammenbruch des Euro gleichkäme. Die TARGET-Salden können daher nur in Grenzen gehalten und auch wieder zurückgeführt werden, indem man das Vertrauen in die Banken der Mitgliedsländer wieder herstellt. Dazu kommt es entscheidend darauf an, dass die Qualität der Aktiva dieser Banken, allen voran die der Staatsanleihen, wieder nachhaltig gestärkt wird.

Bei aller berechtigten Besorgnis über die Entwicklung der TARGET-Salden ist es unbegründet, hieraus eine **Beeinträchtigung der Kreditvergabemöglichkeiten** der Banken in den Überschuss-Ländern abzuleiten. So zeigt schon die vom ifo-Institut ab dem Jahr 2003 erhobene „Kredithürde“, dass sich die deutschen Unternehmen seitdem noch nie so wenig von der Kreditseite beeinträchtigt gefühlt haben wie im Sommer und Herbst 2011.

Saldenmechanisch bedeuten die zunehmenden TARGET-Forderungen der Deutschen Bundesbank, dass die deutschen Geschäftsbanken ihre Nachfrage nach Zentralbankgeld immer weniger über Refinanzierungskredite befriedigen müssen, da ihnen Zentralbankgeld durch Überweisungen aus dem Euro-Raum zufließt. Dies hat keinen Einfluss auf ihre Entscheidung, neue Kredite an Inländer zu vergeben, die über die Mindestreserveverpflichtung und Bargeldabzüge mit einem Bedarf der Banken an Zentralbankgeld einhergehen. Sie könnten hierfür jederzeit **uneingeschränkt zusätzliche Refinanzierungskredite** bei der Bundesbank aufnehmen. Da die EZB seit der Finanzkrise eine Refinanzierungspolitik zu einem konstanten Zuteilungssatz verfolgt, würde das auch nicht mit höheren Refinanzierungssätzen einhergehen.

Es gibt schließlich **keine technische Grenze für TARGET-Salden**. Wenn sich die aktuelle Entwicklung fortsetzt, ist zwar in der Tat bald ein Punkt erreicht, bei dem die Refinanzierungskredite der deutschen Banken gegen Null tendieren. Sollten dann weitere Zuflüsse nach Deutschland stattfinden, käme es zu einem Umschlagen von einer Netto-Schuldner- zu einer Netto-Gläubiger-Position der deutschen Banken gegenüber der Deutschen Bundesbank. Um in diesem Fall ein Absinken des Tagesgeldsatzes auf Null zu vermeiden, müsste die EZB zinstragende Anlagemöglichkeiten für das überschüssige Zentralbankgeld bieten. Dies kann entweder durch Termineinlagen geschehen oder aber durch die Emission kurzfristiger Anleihen der EZB. In Ländern mit hohen Devisenmarkt-Interventionen ist eine solche Konstellation häufig zu beobachten.

Schließlich ist nicht zu verkennen, dass die TARGET-Salden ein **Haftungsrisiko** für Deutschland mit sich bringen. Zwar haften zunächst die Mitgliedstaaten für negative TARGET-Salden ihrer Notenbank. Sollte es jedoch zur Zahlungsunfähigkeit eines Teilnehmerlandes kommen, müsste der Verlust von der EZB getragen werden und würde damit gemäß dem deutschen Anteil am Kapital der EZB von 27 vH einen entsprechenden Vermögensverlust für Deutschland bedeuten. Die Verlustbeteiligung ist somit unabhängig von der Höhe eines eventuellen positiven TARGET-Saldos.

2. Immer umfangreichere Rettungsprogramme ohne nachhaltige Wirkung

136. Die seit Anfang des Jahres 2010 zu beobachtende Verunsicherungsspirale verdeutlicht, dass es mit den bisherigen Rettungsprogrammen nicht gelungen ist, die Situation nachhaltig zu stabilisieren. Meist unter dem akuten Druck der Märkte wurden so ständig neue Hilfsaktionen erforderlich (Tabelle 9):

- Am 2. Mai 2010 gewährten die Mitgliedsländer des Euro-Raums und der Internationale Währungsfonds (IWF) als Liquiditätshilfe Kredite an **Griechenland** in Höhe von 110 Mrd Euro.
- Am 9. Mai 2010 folgte der Beschluss, mit der EFSF einen für alle Mitgliedsländer des Euro-Raums zugänglichen auf drei Jahre **befristeten Rettungsschirm** mit einem Garantievolumen von 440 Mrd Euro aufzuspannen. Zu dem Rettungsschirm gehören zusätzliche Kreditfazilitäten in Höhe von 250 Mrd Euro durch den IWF und von 60 Mrd Euro über den von der Europäischen Kommission bereitgestellten Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM). Insbesondere aufgrund der zur Erlangung eines erstklassigen Ratings erforderlichen Übersicherung verfügte die EFSF zunächst nur über ein effektives Darlehensvolumen von 250 Mrd Euro. Da bisher der größte Teil der Hilfen durch bilaterale Kredite bereitgestellt wurde, gefolgt von Mitteln des IWF und des EFSM, wurde die EFSF nur mit einem Betrag von 9,1 Mrd Euro in Anspruch genommen.
- Da die EFSF nur als eine temporäre Institution errichtet wurde, beschlossen die Staats- und Regierungschefs im Oktober 2010, ab Juni 2013 mit dem **Europäischen Stabilitätsmechanismus** (ESM) einen permanenten Rettungsschirm zu etablieren, der in wesentlichen Teilen im März 2011 verabschiedet wurde. Um eine effektive Ausleihkapazität von 500 Mrd Euro gewährleisten zu können, vereinbarten die Mitgliedsländer eine Kombinati-

on aus eingezahltem und von durch Garantien abrufbarem Kapital. Einem eingezahlten Kapital in Höhe von 80 Mrd Euro sollen somit 620 Mrd Euro abrufbares Kapital gegenüberstehen. Die Beschlüsse sehen vor, dass Deutschland ab dem Jahr 2013 in mehreren Tranchen 22 Mrd Euro einzahlt und Garantien in Höhe von 168,3 Mrd Euro bereithält. Der ESM sieht explizit die Möglichkeit einer Beteiligung privater Gläubiger vor, wenn ein Land sich in einer Solvenzkrise im Unterschied zur Liquiditätskrise befindet. Allerdings hängt dies von der Analyse der Schuldentragfähigkeit für das betreffende Land ab.

Tabelle 9

Hilfen für die europäischen Krisenländer und Ausleihkraft der Krisenfonds¹⁾

Mrd Euro

Schuldnerländer	EFSF ²⁾				EFSM ³⁾	IWF ⁴⁾				Bilaterale Kredite
	1. Paket	2. Paket ⁵⁾	neues 2. Paket ⁵⁾	insgesamt		1. Paket	2. Paket ⁵⁾	neues 2. Paket ⁵⁾	insgesamt	
Griechenland (geplant)	–	(73)	96,7	96,7	–	30	(36)	33,3	63,3	(80)
davon ausgezahlt	–	–	0	0	–	17,9	–	0	17,9	47,1
Portugal (geplant)		26			26		26			–
davon ausgezahlt		5,8			14,1		10,4			–
Irland (geplant)		17,7			22,5		22,5			4,8
davon ausgezahlt		3,3			13,9		8,7			4,8
Bankenrekapitalisierung ⁶⁾ ...		50			X		X			X
Insgesamt (geplant)		190,4			48,5		111,8			84,8
davon ausgezahlt		9,1			28		37			51,9
Ausleihkraft insgesamt		440			60		X			X
Verbleibende Ausleihkraft ..		430,9			32,0		X			X
Verbleibende Ausleihkraft, wenn alle geplanten Auszahlungen vollzogen sind		249,6			11,5		X			X

1) Stand: Anfang Oktober 2011.– 2) Europäische Finanzstabilisierungsfazilität.– 3) Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus.– 4) Internationaler Währungsfonds.– 5) Ursprünglich geplant 80 Mrd Euro. Am 21. Juli 2011 haben sich die Staats- und Regierungschefs auf die Finanzierung Griechenlands über ein zweites Paket, welches das erste ablösen sollte, geeinigt. Am 28. Oktober 2011 haben sie sich auf ein Paket in Höhe von 130 Mrd Euro geeinigt. Das zweite Paket wird daher nicht in Kraft treten, sodass die sechste Tranche für Griechenland wahrscheinlich aus dem ersten Paket ausgezahlt wird.– 6) Orientiert sich an dem im Oktober 2011 durch die EBA ermittelten Rekapitalisierungsbedarf der Banken von Irland, Italien, Portugal und Spanien.

Quelle: EU

- Um eine effektive Ausleihkapazität der EFSF von 440 Mrd Euro gewährleisten zu können, wurde auf dem Krisengipfel vom 21. Juli 2011 beschlossen, das Garantievolumen der EFSF auf 780 Mrd Euro zu erhöhen. Deutschlands Beitrag steigt dadurch von 123 Mrd Euro auf 211 Mrd Euro. Zudem wurde beschlossen, die **Handlungsmöglichkeiten der EFSF** auszuweiten. Insbesondere soll es der Fazilität nunmehr möglich sein, Anleihen auf dem Sekundärmarkt zu erwerben und ihre Mittel zur Rekapitalisierung von Banken einzusetzen. Schließlich kann sie nun Kredite an Problemländer mit einem deutlich reduzierten Zinsaufschlag vergeben.
- Die **Europäische Zentralbank** entschloss sich bereits im Mai 2010 zum Ankauf von Staatsanleihen (Securities Markets Programme, SMP), um auf diese Weise einen Beitrag zur Entspannung auf den Anleihemärkten zu leisten. Insgesamt stiegen ihre Anleihebestände in kurzer Zeit um rund 75 Mrd Euro. Im August 2011 wurde die EZB dann erneut

auf dem Kapitalmarkt aktiv, um den Zinsanstieg für italienische und spanische Anleihen in Grenzen zu halten. Bisher erhöhten sich ihre Anleihebestände dadurch um zusätzlich rund 100 Mrd Euro.

3. Konsequente Stabilisierungsprogramme ohne Wirkung auf die Märkte

137. Die trotz immer umfangreicherer Rettungsprogramme weiter zunehmende Verunsicherung der Finanzmärkte lässt sich auf den ersten Blick nur schwer damit vereinbaren, dass in den Ländern mit sehr hohen Defiziten, die häufig als GIPS-Länder bezeichnet werden, besonders tief greifende **Konsolidierungsprogramme** in Angriff genommen worden sind, die zu einer spürbaren Verbesserung der Haushaltslage geführt haben. Nimmt man das Jahr 2009 als Ausgangspunkt, so ist der Fehlbetrag in allen vier Ländern erheblich zurückgegangen, wobei Griechenland mit einer Rückführung des Fehlbetrags um 7,0 Prozentpunkte über zwei Jahre insgesamt die stärkste Konsolidierung erreichen konnte. In Anbetracht der zuvor eingetretenen Fehlentwicklungen sind die Defizite allerdings nach wie vor sehr hoch. Irland wird in diesem Jahr mit einem negativen Budgetsaldo von 10 vH vermutlich noch vor Griechenland (8,5 vH) liegen (Tabelle 10).

Tabelle 10

Finanzierungssaldo des Staates in Ländern des Euro-Raums und in hoch verschuldeten G7-Ländern

Zeit- raum	Problemländer im Euro-Raum						Hoch verschuldete G7-Länder				Nach- richtlich: Deutsch- land
	Grie- chen- land	Irland	Por- tugal	Spa- nien	Durch- schnitt ¹⁾ GIPS	Italien	Ver- einigtes König- reich	Ver- einigte Staaten	Japan	Durch- schnitt ¹⁾	
In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (vH)											
1992	-11,5	- 2,9	- 3,3	- 3,9	- 5,0	-10,4	- 6,3	- 5,9	0,8	- 4,2	- 2,4
1993	-12,4	- 2,7	- 6,1	- 6,6	- 7,2	-10,0	- 7,8	- 5,1	- 2,4	- 4,7	- 3,0
1994	- 9,0	- 1,9	- 5,6	- 6,0	- 6,2	- 9,1	- 6,6	- 3,7	- 3,7	- 4,0	- 2,5
1995	- 7,0	- 2,0	- 3,4	- 6,5	- 5,9	- 7,4	- 5,7	- 3,3	- 4,6	- 3,9	- 9,5
1996	- 6,8	- 0,1	- 2,9	- 4,9	- 4,6	- 7,0	- 4,0	- 2,3	- 5,1	- 3,2	- 3,4
1997	- 6,0	1,4	- 1,7	- 3,4	- 3,2	- 2,7	- 2,1	- 0,9	- 4,0	- 1,8	- 2,8
1998	- 3,9	2,2	- 1,8	- 3,2	- 2,7	- 3,1	- 0,1	0,3	- 5,6	- 1,1	- 2,3
1999	- 3,1	2,6	- 0,9	- 1,4	- 1,3	- 1,8	0,9	0,7	- 7,4	- 1,1	- 1,6
2000	- 3,7	4,7	- 1,1	- 1,0	- 0,9	- 0,9	1,3	1,5	- 7,6	- 0,5	1,1
2001	- 4,3	0,8	- 2,4	- 0,7	- 1,3	- 3,1	0,6	- 0,6	- 6,3	- 1,7	- 3,1
2002	- 4,8	- 0,5	- 1,0	- 0,5	- 1,2	- 3,0	- 2,0	- 3,9	- 8,0	- 4,6	- 3,8
2003	- 5,7	0,3	0,0	- 0,2	- 1,0	- 3,5	- 3,3	- 4,9	- 8,0	- 5,4	- 4,2
2004	- 7,4	1,3	- 0,2	- 0,3	- 1,3	- 3,6	- 3,4	- 4,4	- 6,2	- 4,7	- 3,8
2005	- 5,3	1,7	- 2,5	1,0	- 0,3	- 4,4	- 3,3	- 3,2	- 4,8	- 3,6	- 3,3
2006	- 6,1	2,9	- 0,4	2,0	0,6	- 3,3	- 2,6	- 2,0	- 4,0	- 2,5	- 1,7
2007	- 6,7	0,1	- 3,2	1,9	- 0,2	- 1,5	- 2,7	- 2,7	- 2,4	- 2,7	0,2
2008	- 9,8	- 7,3	- 3,5	- 4,1	- 5,2	- 2,7	- 4,9	- 6,5	- 4,2	- 5,9	- 0,1
2009	-15,5	-14,2	-10,1	-11,1	- 12,0	- 5,3	-10,3	-12,8	-10,3	- 12,0	- 3,2
2010	-10,4	-32,0	- 9,1	- 9,2	- 11,3	- 4,5	-10,2	-10,3	- 9,2	- 10,1	- 4,3
2011	- 8,5	-10,3	- 5,9	- 6,1	- 6,8	- 4,0	- 8,5	- 9,6	-10,3	- 9,7	- 1,1
Entwicklung im Zeitraum 2009 bis 2011 (Prozentpunkte)											
2009/ 2011	7,0	3,9	4,2	5,0	5,2	1,3	1,8	3,2	- 0,0	2,4	2,1

1) Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt auf Basis von Kaufkraftparitäten (KKP).

Quellen: BEA, IWF und eigene Schätzung

Die besonders einschneidenden Sparmaßnahmen Griechenlands werden auch mit dem von der Financial Times errechneten „**Financial Pain Index**“ deutlich. Danach ergibt sich im Jahr 2011 aus den Sparprogrammen und den Steuererhöhungen für einen durchschnittlichen Haushalt in Griechenland eine Einkommensenkung um 13,7 vH, das ist mehr als das Doppelte der Einschnitte in Irland (6,7 vH) und Spanien (4,8 vH).

138. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich durch die ungünstigere konjunkturelle Entwicklung, dem nach wie vor weiter steigenden Schuldenstand und höheren Zinsen zusätzliche Belastungen für die öffentlichen Finanzen ergeben haben, die den Konsolidierungsbemühungen entgegenwirken. Diese Einflüsse lassen sich isolieren, wenn man anstelle des tatsächlichen Budgetsaldos den **um konjunkturelle Effekte bereinigten Primärsaldo** betrachtet; dieser Indikator errechnet sich aus der Differenz zwischen den um konjunkturelle Effekte bereinigten Einnahmen und Ausgaben, wobei die Zinsaufwendungen nicht bei den Ausgaben berücksichtigt werden (Tabelle 11). Nach den Berechnungen des IWF vom September 2011 hat Griechenland bei diesem Indikator eine Rückführung des Defizits um fast 13 Prozentpunkte erzielt. Selbst unter Berücksichtigung der Tatsache, dass das Defizit mittlerweile etwas höher anzusetzen ist, hat das Land damit seinen Haushalt wesentlich stärker konsolidiert als Irland, Portugal oder Spanien.

Mit einem konjunkturbereinigten Primärüberschuss von 1,9 vH im Jahr 2011 hebt sich **Italien** positiv von den GIPS-Ländern und insbesondere den hoch verschuldeten G7-Ländern außerhalb des Euro-Raums ab.

Tabelle 11

Konjunkturbereinigter Primärsaldo des Staates in Ländern des Euro-Raums und in hoch verschuldeten G7-Ländern¹⁾

Zeit- raum	Problemländer im Euro-Raum						Hoch verschuldete G7-Länder				Nach- richtlich: Deutsch- land
	Grie- chen- land	Irland	Por- tugal	Spa- nien	Durch- schnitt ¹⁾ GIPS	Italien	Ver- einigtes König- reich	Ver- einigte Staaten	Japan	Durch- schnitt ²⁾	
	In Relation zum Produktionspotenzial (vH)										
2006	- 3,5	- 4,8	- 1,0	2,1	- 1,8	0,7	- 1,3	- 0,0	- 3,4	- 1,6	1,2
2007	- 5,3	- 7,9	- 0,6	1,3	- 3,1	2,5	- 1,7	- 0,1	- 2,1	- 1,3	2,5
2008	- 8,3	-12,5	- 0,4	- 4,2	- 6,4	2,4	- 4,3	- 2,5	- 3,0	- 3,3	1,9
2009	-13,1	- 9,8	- 5,7	- 8,5	- 9,3	0,9	- 6,8	- 4,9	- 6,2	- 6,0	1,0
2010	- 5,8	- 6,0	- 5,3	- 6,1	- 5,8	1,2	- 5,6	- 5,1	- 6,3	- 5,7	0,5
2011	- 0,4	- 3,4	- 0,1	- 2,9	- 1,7	1,9	- 3,5	- 4,8	- 6,7	- 5,0	1,4
	Entwicklung im Zeitraum 2009 bis 2011 (Prozentpunkte)										
2009/ 2011	12,7	6,4	5,6	5,5	7,6	1,0	3,3	0,1	- 0,5	1,0	- 0,5

1) Finanzierungssaldo abzüglich Zinsausgaben und bereinigt um konjunkturelle Komponenten.– 2) Ungewichtet.

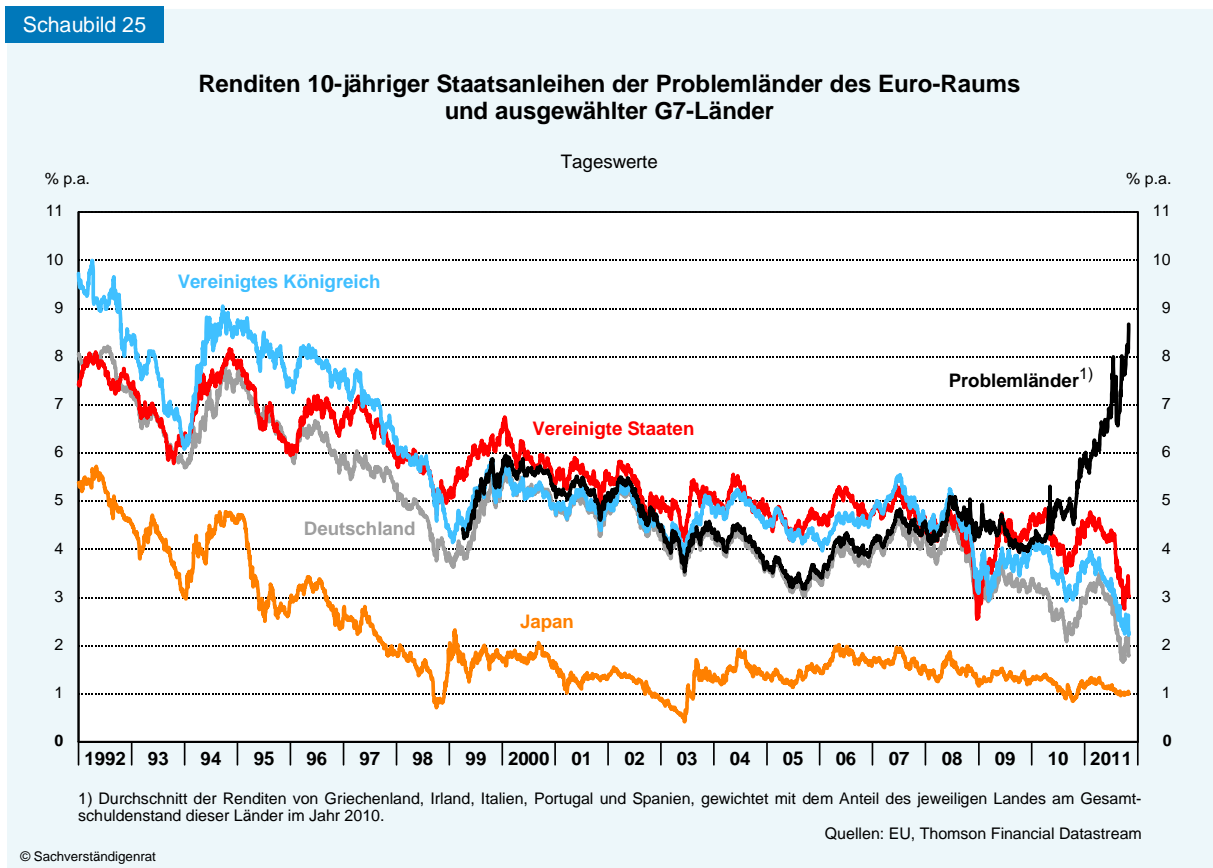
Quelle für Grundzahlen: IWF

139. Wie die bis zuletzt ansteigenden Risikoprämien für Anleihen der europäischen Problemländer verdeutlichen, haben die Konsolidierungserfolge die Markteinschätzung dieser Länder

nicht positiv beeinflussen können. Die einzige Ausnahme ist der Rückgang der irischen Risikoprämie, der neben ersten Erfolgen der eingeleiteten Sparmaßnahmen damit zu erklären ist, dass bei dem Krisengipfel vom 21. Juli 2011 die Zinszahlungen Irlands für seine Kredite aus der EFSF deutlich gesenkt wurden.

140. Die beachtlichen Konsolidierungsanstrengungen der GIPS-Länder werden deutlich, wenn man sie mit den Entwicklungen in **hoch verschuldeten G7-Ländern** vergleicht. So sind in Japan und den Vereinigten Staaten bisher nur sehr verhaltene Anstrengungen zur Defizitreduktion eingeleitet worden. Auch das Vereinigte Königreich bleibt in seinen Konsolidierungsbemühungen hinter Griechenland, Irland, Portugal und Spanien zurück. Während der konjunkturbereinigte Primärsaldo in den GIPS-Ländern in den Jahren von 2009 bis 2011 um (7,6) Prozentpunkte (ungewichteter Durchschnitt) zurückgeführt wurde, ging diese Größe im Durchschnitt der drei G7-Länder nur um einen Prozentpunkt zurück. Auch die absolute Höhe der Haushaltsdefizite ist dort im Durchschnitt höher als im Durchschnitt der europäischen Problemländer. Mit einer Schuldenstandsquote von 233 vH liegt Japan an der Spitze der OECD-Länder. Gleichwohl können sich Japan, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten zu ähnlich niedrigen Zinsen auf den Kapitalmärkten finanzieren wie die Bundesrepublik Deutschland (Schaubild 25).

Schaubild 25

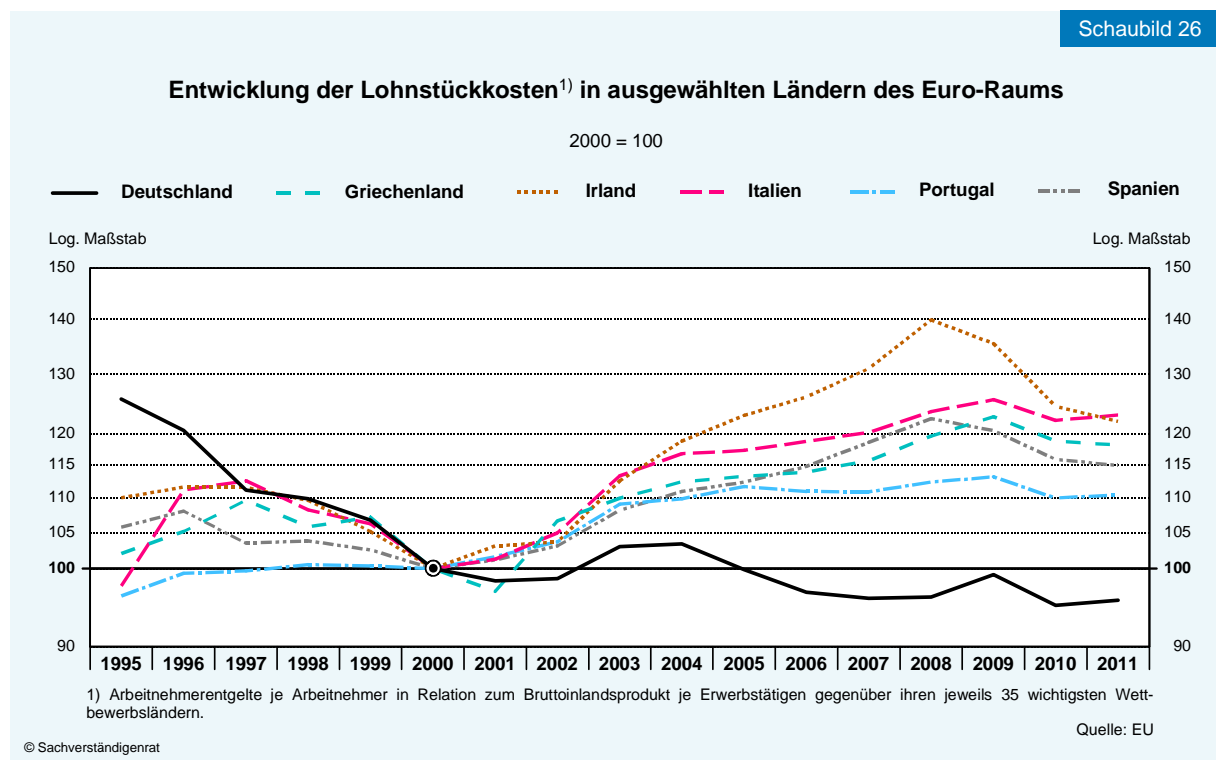


Während sich die Märkte von den Konsolidierungsanstrengungen der Problemländer offensichtlich bisher kaum beeindruckt ließen und deren Situation durch steigende Risikoprämien noch erschwerten, „belohnten“ sie die wenig disziplinierte Fiskalpolitik der hoch verschuldeten G7-Länder mit historisch niedrigen Anleiherenditen. Die Ursache hierfür ist in dem Insol-

venzrisiko zu sehen, das durch die Teilnahme an der Währungsunion entsteht, und deshalb für andere hoch entwickelte Länder nicht in gleicher Weise gegeben ist.

141. Wenn es den Problemländern mit ihren Sparprogrammen bisher nicht gelungen ist, die Märkte zu überzeugen, so dürfte dies nicht unerheblich damit zusammenhängen, dass ihre Volkswirtschaften seit Jahren mit **erheblichen Strukturproblemen** zu kämpfen haben. Diese wurden durch die Krise teilweise noch verschärft und sie sind ein erhebliches Hindernis für eine rasche Belebung der Wirtschaftsaktivität, mit der sich die Verschuldungslage am einfachsten entspannen ließe.

- Generell sind in allen fünf Ländern die Löhne seit Jahren stärker gestiegen als die Produktivität, sodass ihre **Lohnstückkosten** (relativ zu ihren wichtigsten Wettbewerbern) im Jahr 2011 um rund 20 vH höher liegen als im Jahr 2000 (Schaubild 26). Vor allem Irland hat hierbei mittlerweile eine beachtliche Korrektur erzielen können, in Anbetracht der zuvor eingetretenen massiven Fehlentwicklungen ist dies jedoch keinesfalls ausreichend. Sehr ungünstig schneidet bei diesem Indikator Italien ab. Da allen Ländern die Anpassung über eine nominale Abwertung versperrt ist, bleibt ihnen nur der schmerzhafteste Weg der Lohnsenkung, der zwar die Wettbewerbsfähigkeit verbessert, die Verschuldungsprobleme der privaten Haushalte jedoch noch verschärft.

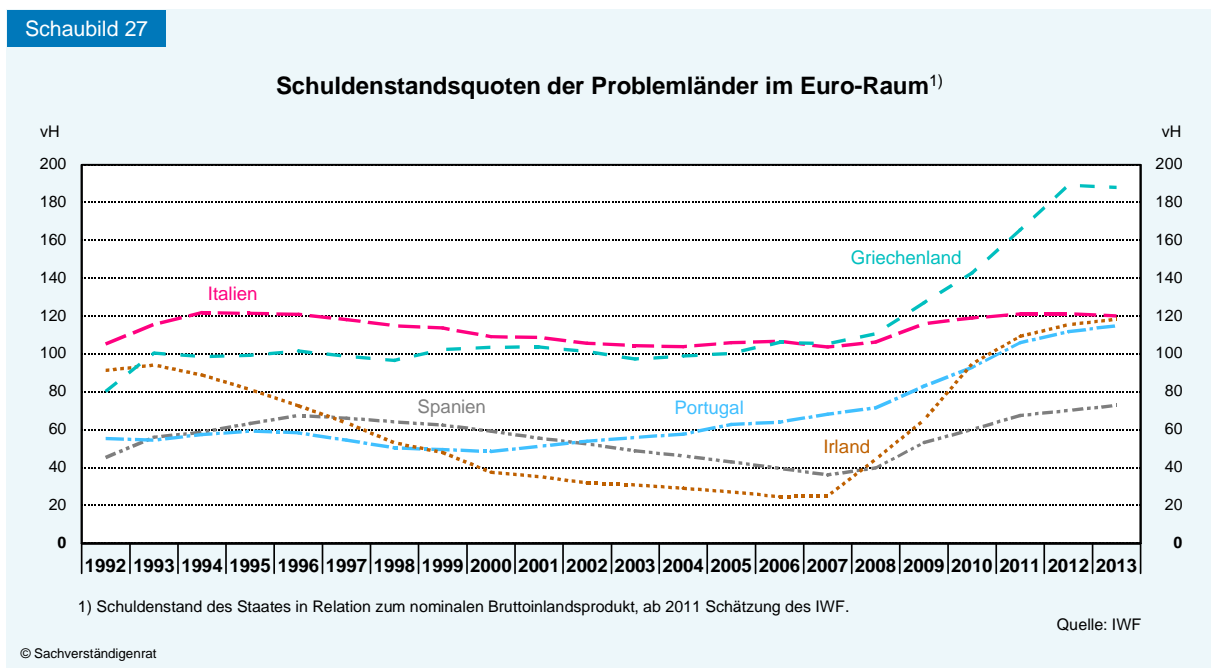


- Für Italien, Irland und Portugal ist auf absehbare Zeit kaum mit einem nennenswerten Rückgang der **Schuldenstandsquote** zu rechnen (Schaubild 27, Seite 92). Zum einen nimmt die Neuverschuldung in den nächsten Jahren weiter zu, wenn auch mit geringeren Beträgen, zum anderen wird sich das nominale Bruttoinlandsprodukt, das im Nenner der Schuldenstandsquote steht, nur wenig dynamisch entwickeln. Damit bleiben diese Länder

auf lange Zeit sehr anfällig für einen globalen Anstieg der Zinsniveaus wie für höhere landesspezifische Risikoprämien. Griechenland wird seine Verschuldung ohnehin nur mit einem deutlichen Schuldenschnitt in den Griff bekommen.

- Auch bei der **Arbeitslosigkeit** wird es länger dauern, bis sich erste Erfolge der Reformen einstellen werden. Spanien und Griechenland leiden seit vielen Jahren unter einer erheblichen Unterbeschäftigung, die selbst in den Boomjahren nur teilweise zurückgeführt werden konnte. Dementsprechend sind dort die Arbeitslosenquoten im Juli 2011 mit 21,8 vH beziehungsweise 17,6 vH besonders hoch; für junge Menschen sind die Beschäftigungsperspektiven bei Arbeitslosenquoten von 47,3 vH beziehungsweise 43,5 vH äußerst ungünstig.
- In Ländern wie Portugal und Italien, die selbst im weltwirtschaftlich günstigen Umfeld der Jahre 2004 bis 2007 nur vergleichsweise **geringe Zuwachsraten der Wirtschaftsleistung** erzielen konnten, wird es ohne Strukturreformen kaum möglich sein, auf einen Wachstumspfad zu gelangen, der es erlaubt, die Schuldenstandsquote wieder deutlich zu reduzieren.

Schaubild 27



142. Strukturreformen sind **langfristige Prozesse**, bei denen die Auswirkungen oftmals erst nach vielen Jahren sichtbar werden. Deutschland brauchte etwa ein Jahrzehnt, um seine preisliche Wettbewerbsfähigkeit, die in den 1990er-Jahren nach der Wiedervereinigung und der Aufwertung der D-Mark eingebrochen war, wiederherzustellen. Die Erfahrungen des IWF zeigen ebenfalls, dass Länder häufig mehrjährige und wiederholte Programme durchlaufen mussten, um die erforderlichen Anpassungen abzuschließen. In den Problemländern des Euro-Raums wird mit einem längeren Reformprozess zu rechnen sein. Hingegen sind die Märkte gewohnt, in sehr viel kürzeren Zeiträumen zu handeln und reagieren deshalb empfindlich auf jede Meldung, die auf ein Nachlassen des politischen Willens oder der Fähigkeit zur Anpassung

sung hinweisen könnte. Negative Marktreaktionen können dann wiederum zur Verschlechterung der Durchsetzungschancen von Reformprogrammen beitragen. Aus diesem Grund wäre es geboten, dass sich Länder, die unter verschärfter Beobachtung stehen, auf ein mehrjähriges Anpassungsprogramm verpflichten, das von einem möglichst neutralen Dritten laufend überwacht wird. Vor diesem Hintergrund sollten Italien und Spanien mit dem IWF ein vorbeugendes Programm (Precautionary Stand-by) vereinbaren und damit ein klares politisches Signal der Selbstbindung setzen.

II. „Geld, das man nicht selbst herstellen kann“: Das besondere institutionelle Umfeld der Europäischen Währungsunion

143. Die diametrale Entwicklung der Zinsen für Problemländer auf der einen und für die hoch verschuldeten G7-Länder (Japan, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten) auf der anderen Seite reflektiert die grundlegende Besonderheit der Mitgliedschaft in einer Währungsunion. Wenn die Märkte heute – trotz der extrem hohen Neuverschuldung der Vereinigten Staaten und einer wenig gesicherten Perspektive für eine baldige Konsolidierung – US-amerikanische Staatsanleihen als einen „**sicheren Hafen**“ ansehen und deshalb bereit sind, diese zu einer historisch niedrigen Rendite zu erwerben, ist das darauf zurückzuführen, dass eine Zahlungsunfähigkeit dieses Landes so gut wie ausgeschlossen ist.

Sofern die US-amerikanische Politik keinen technischen Zahlungsausfall verursacht, indem sie die gesetzlich fixierte Grenze für den Schuldenstand nicht rechtzeitig anhebt, kann sich ein Investor im Prinzip darauf verlassen, dass US-amerikanische Staatsanleihen absolut sicher sind. Im Notfall werden alle fälligen Anleihen von der US-amerikanischen Notenbank aufgekauft. So hat die **Federal Reserve (FED)** im Rahmen ihres Quantitative Easing II allein in den letzten zwölf Monaten US-amerikanische Staatsanleihen im Wert von 860 Mrd US-Dollar erworben. Auch bei englischen Staatsanleihen rechnen die Anleger mit der uneingeschränkten Unterstützung durch die **Bank of England**. Im Rahmen ihres Quantitative Easing hat sie im Jahr 2009 Staatsanleihen in Höhe von 200 Mrd Pfund Sterling erworben, was 14 vH in Relation zum damaligen Bruttoinlandsprodukt entspricht. Am 7. Oktober 2011 hat die englische Notenbank beschlossen, das Volumen auf 275 Mrd Pfund auszuweiten. Die **Bank von Japan** hat am 27. Oktober 2011 angekündigt, ihr Ankaufprogramm für Wertpapiere von 50 Billionen Yen (467 Mrd Euro) um 5 Billionen Yen auszuweiten.

144. De facto besteht für diese drei Länder somit grundsätzlich **kein Liquiditätsproblem**, da sie ausschließlich in ihrer Landeswährung verschuldet und aufgrund der Unterstützung durch die Notenbank in der Lage sind, das zur Rückzahlung erforderliche Geld uneingeschränkt selbst zu schaffen. Und es kann somit auch nicht die Situation eintreten, dass sich aus einem temporären Liquiditätsproblem allein aufgrund steigender Zinsen ein Solvenzproblem entwickelt.

Durch den Eintritt in die Währungsunion haben sich demgegenüber für die Mitgliedsländer des Euro-Raums die Rahmenbedingungen für die Staatsfinanzierung grundlegend geändert. Ihre Verschuldung ist in Euro denominated, ohne dass sie in der Lage wären, die zur Rückzahlung benötigten Mittel durch ihre nationale Notenbank selbst bereitzustellen. Mit der Über-

nahme des Euro sind die Teilnehmerländer somit das Risiko der Zahlungsunfähigkeit eingegangen, das in dieser Form sonst nur für Schwellenländer besteht, die sich in einer **Fremdwährung verschulden** müssen, da sie nicht in der Lage sind, auf dem Kapitalmarkt Anleihen in der eigenen Währung abzusetzen. Man spricht dabei von der „**Original Sin**“.

145. Von namhaften Ökonomen wurde darin ein besonderer Vorteil der Währungsunion gesehen, da dies Staaten dazu zwingt, ihre Schulden in einem Geld zu begleichen, das sie nicht selbst herstellen können (Sievert, 1993). Damit verbindet sich die Hoffnung, Preisstabilität herstellen zu können, indem man sie gleichsam von außen vorgibt, weil die Mitgliedsländer nicht mehr in der Lage sind, die Geldillusion ihrer Bürger über Inflation und Abwertung zu nutzen. Sie müssen daher die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Unternehmen und ihrer Wirtschaft durch geeignete wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen, nicht zuletzt durch eine solide Finanzpolitik gewährleisten. Ein wesentliches Element des Maastricht- und des Lissabon-Vertrags ist daher die **Nicht-Beistandsklausel**, die die nationale Verantwortlichkeit in der Finanzpolitik garantieren soll. Wenn die Finanzmärkte in der Lage sind, rechtzeitig die Solvenzprobleme eines Landes zu identifizieren und über die Sanktion steigender Zinsen ein politisches Gegensteuern zu erreichen, wird die nationale Fiskalpolitik diszipliniert. Die Rahmenbedingungen der Währungsunion wurden somit als besonders förderlich für die Fiskaldisziplin angesehen.

146. Ergänzend wurden die Maastricht-Kriterien und im Jahr 1997 der **Stabilitäts- und Wachstumspakt** zur Prävention und Korrektur finanzpolitischer Fehlentwicklungen der Nicht-Beistandsklausel zur Seite gestellt. Zwar war den Vätern der Währungsunion klar, dass wenige Jahre des Einübens solider Finanz- und Wirtschaftspolitik noch keine Solidität und schon gar keine Stabilitätskultur machen. Die Hoffnung bestand jedoch, dass die Vorgaben für fiskalpolitische Disziplin besser als nichts seien. Die Hoffnung trug. Anders gewendet: Sie wurde betrogen – nicht zuletzt, sondern zuallererst von Deutschland und Frankreich.

147. Demgegenüber haben die Autoren des **Delors-Berichts**, in dem von den damaligen Notenbankpräsidenten der EU und Wissenschaftlern im Jahr 1989 erstmals die Blaupause für die Europäische Währungsunion entwickelt wurde, frühzeitig auf das Risiko hingewiesen, dass die von Märkten ausgehenden Disziplinierungsmechanismen entweder zu langsam und zu schwach oder aber zu plötzlich und zu abrupt ausfallen könnten.

Die Entwicklungen seit Beginn der Währungsunion decken sich weitgehend mit den Erwartungen des Delors-Berichts, in dem ganz konkret das Problem angesprochen wurde, dass der Zugang zu einem großen Kapitalmarkt zunächst einmal die **Finanzierung ökonomischer Ungleichgewichte** erleichtern könne. Die Versuchung war für die Mitgliedsländer groß, den sofortigen Vorteil niedriger Zinsen zu genießen und die mittelfristig notwendigen realwirtschaftlichen Anpassungen zur Herstellung der Wettbewerbsfähigkeit aufzuschieben. So ist es in der Währungsunion über nahezu neun Jahre hinweg zu keinen nennenswerten Zinsaufschlägen gegenüber der Rendite von Bundesanleihen gekommen. Dies gilt selbst für Griechenland, obwohl es ständig die 3 vH-Grenze des Vertrags von Maastricht überschritt, seine Schuldenstandsquote sich bei einer sehr guten Konjunktorentwicklung durchweg in der Nähe

von 100 vH bewegte und die Verschuldungsdaten Jahr für Jahr ex post nach oben revidiert werden mussten. Die Finanzmarktteilnehmer haben in der Tat die Bonität der Mitgliedsländer des Euro-Raums in ruhigeren Zeiten nicht hinreichend differenziert betrachtet. Dies kann mit Fehlinformationen durch die Länder, etwa im Falle Griechenlands, zusammenhängen, das wiederholt falsche Zahlen geliefert hat, oder das Ergebnis einer fehlenden Glaubwürdigkeit der Nicht-Beistandsklausel im Lissabon-Vertrag sein.

148. Wie die seit der Lehman-Insolvenz im September 2008 eingetretene markante **Aufspreizung der Zinsaufschläge** illustriert, wird nun von den Investoren bei immer mehr Ländern ein deutliches Solvenzrisiko gesehen. Gewichtet man die Risikoaufschläge mit dem Anteil der Anleihen am gesamten Anleihebestand der Problemländer, hat sich der Risikoaufschlag seither ständig und teilweise sprunghaft erhöht (Schaubild 20 Seite 80) Zudem zeigen sich die befürchteten abrupten Änderungen. Die Finanzmärkte reagieren jetzt mit einer differenzierten Einschätzung der Bonität der Anleihen europäischer Staaten, die eher wie eine Abstrafung einzelner Länder ex post erscheint. Übertreibungen sind dabei nicht ausgeschlossen, selbst wenn die aktuellen Zinsdifferenziale Anreize für eine solide Finanzpolitik in der Zukunft setzen dürften.

149. Bei der Disziplinierung von Staaten durch die Finanzmärkte stellt sich das grundsätzliche Problem, dass es ähnlich wie bei einem Bank-Run zu **selbstverstärkenden Effekten** kommen kann, bei denen sich aus einem temporären Liquiditätsproblem ein dauerhaftes Solvenzproblem entwickelt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Solvenz eines Landes zum einen wesentlich von den Zinsen, die es für seine Verschuldung bezahlen muss, bestimmt wird und zum anderen von der erwarteten Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts.

150. Wenn ein Land seine Schuldenstandsquote konstant halten will, muss es einen **Primärüberschuss** in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts (p) aufweisen, der dem Produkt aus der Schuldenstandsquote (d) mit der Differenz aus Nominalzins (i) und nominalem Wirtschaftswachstum (g) entspricht:

$$p = d (i - g).$$

Bei einer Schuldenstandsquote von beispielsweise 120 vH, einem Nominalzins von 6 % und einem nominalen Wachstum von 3,0 vH beträgt der Primärsaldo, der den Schuldenstand konstant hält, 3,6 vH. Steigende Zinsen bedeuten, dass ein höherer Primärüberschuss erzielt werden muss. Sie erschweren es einem Land, seinen Schuldenstand konstant zu halten oder ihn zu reduzieren. In einer solchen Situation ist es für Anleger rational, bei höheren Zinsaufschlägen ihre Positionen in dem betreffenden Land zu reduzieren, wodurch die Zinsaufschläge weiter ansteigen. Gleichzeitig können sich die zur Erzielung eines höheren Primärüberschusses erforderlichen Konsolidierungsmaßnahmen zumindest kurzfristig nachteilig auf das Wirtschaftswachstum auswirken, sodass die zweite Determinante der Solvenz negativ beeinträchtigt werden kann.

151. Für die Beurteilung der Solvenz einer Volkswirtschaft muss man neben der Prognose von Zinsen und Wirtschaftswachstum zudem eine Einschätzung über den mittelfristig anzustrebenden **Pfad der Schuldenstandsquote** treffen. Dies ist ebenfalls mit erheblichen Problemen verbunden, da man in der finanzwissenschaftlichen Literatur hierfür keine eindeutigen Orientierungsgrößen finden kann. In jüngerer Zeit haben verschiedene Studien jedoch empirische Evidenz dafür vorgelegt, dass oberhalb eines Schwellenwerts von 90 vH (Reinhart und Rogoff, 2010) oder in einem Korridor von Schwellenwerten zwischen 80 vH und 100 vH (Cecchetti et al., 2011) mit einem schwächeren Wirtschaftswachstum zu rechnen ist. Eine Studie für Italien belegt einen Schwellenwert von 100 vH (Balassone et al., 2011).

152. In Anbetracht der großen Unsicherheit über die für die Solvenz eines Landes relevanten Größen können die Anleger zu sehr unterschiedlichen Einschätzungen gelangen. Berücksichtigt man dabei, dass es für spekulative Akteure auf den Finanzmärkten nicht auf die eigene Einschätzung eines Aktivums, sondern auf die Einschätzung durch die anderen Akteure ankommt, kann es sehr leicht zu einem Herdenverhalten kommen, bei dem mit multiplen Gleichgewichten zu rechnen ist. Die **Rating-Agenturen** tragen zusätzlich zu diesem Selbstverstärkungsprozess bei. So hat beispielsweise Standard & Poor's seine Herabstufung Italiens vom 20. September 2011 neben dem Verweis auf unzureichende strukturelle Reformen vor allem damit begründet, dass für Italien mit höheren Zinsen zu rechnen sei und dass die Sparmaßnahmen zu einer Abschwächung des Wachstums führten. Mit einem ungünstigeren Rating steigen die Zinsen weiter an. Ein zusätzliches Element der Selbstverstärkung ergibt sich über die Refinanzierungsnotwendigkeiten von **Banken**, nicht zuletzt in ihrer Funktion als Emittenten von Pfandbriefen. Eine ungünstigere Einschätzung ihrer Aktiva erschwert die Refinanzierung, was dazu führen kann, dass im Zuge eines Deleveraging Staatsanleihen verkauft werden, wodurch deren Kurse zusätzlich beeinträchtigt werden.

153. Im Vergleich zu anderen großen Währungsräumen, die im Aggregat sogar ungünstigere fiskalpolitische Daten ausweisen, steht die Europäische Währungsunion somit vor ungewöhnlich **großen Herausforderungen**. Die Situation weist heute durchaus Parallelen zur Situation im Herbst 2008 auf, bei der das Risiko einer Kernschmelze des Finanzsystems so groß geworden war, dass sich die Regierungen weltweit – trotz ordnungspolitischer Bedenken – am Ende zu uneingeschränkten Garantien für die Banken bereit erklärten. Die jetzt von den Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder beschlossenen Maßnahmen sind ebenfalls vom Bestreben geprägt, eine systemische Krise zu vermeiden, aber sie sind weit von einer umfassenden Absicherung aller Staatsanleihen von Mitgliedsländern des Euro-Raums entfernt.

III. Austritte aus der Währungsunion sind keine Lösung

154. In Anbetracht dieser Herausforderungen wird immer wieder die Forderung nach einem Austritt Griechenlands aus dem Euro-Raum laut. Selbst die Wiedereinführung der D-Mark oder Aufspaltung der Währungsunion in einen Nord-Euro und einen Süd-Euro werden gelegentlich ins Auge gefasst.

1. Für Deutschland würden die Nachteile eindeutig überwiegen

155. Wenn heute in Deutschland immer wieder die Sinnhaftigkeit des Euro in Frage gestellt wird, schwingt dabei die Vorstellung mit, dass unsere Wirtschaft mit der D-Mark in den letzten zwölf Jahren deutlich besser gefahren wäre. Grundsätzlich ist es jedoch für die deutsche Wirtschaft mit ihrer ausgeprägten Exportorientierung von Vorteil, wenn durch den Euro zwei Fünftel ihrer Exporte vor Wechselkursschwankungen abgesichert sind, und dabei die durch Produktivitätsgewinne oder eine zurückhaltende Lohnpolitik erzielten Lohnstückkostenvorteile nicht mehr durch eine Aufwertung der heimischen Währung zunichte gemacht oder sogar überkompensiert werden können.

156. Aus wissenschaftlicher Sicht stellt sich bei dieser Debatte die große Schwierigkeit, für den hypothetischen Fall des Beibehaltens der D-Mark die **kontrafaktische Situation** zu bestimmen. Man kann daher lediglich auf die Entwicklungen in Deutschland vor dem Eintritt in die Währungsunion und auf die Erfahrungen anderer exportorientierter Länder mit einer nationalen Währung in der Phase seit dem Jahr 1999 rekurrieren.

- In den Jahren von 1949 bis 1973 war die deutsche Währung über das **Bretton Woods System** an den US-Dollar gebunden. Der über viele Jahre hinweg stabile Wechselkurs gegenüber der US-amerikanischen Währung sicherte die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen in der Phase des Wirtschaftswunders. Allerdings erforderte dies immer wieder starke Interventionen der Deutschen Bundesbank zur Stützung der US-amerikanischen Währung, was zu einem Anstieg der deutschen Währungsreserven führte. Im Jahr 1967 verzichtete die Deutsche Bundesbank dabei explizit auf den ihr nach dem Bretton Woods Abkommen zustehenden Anspruch, US-Dollarforderungen bei den Vereinigten Staaten in Gold einzutauschen. Als das Festkursystem im März 1973 zusammenbrach, beliefen sich die Devisenreserven der Deutschen Bundesbank, die überwiegend in US-Staatsanleihen gehalten wurden, auf rund 70 Mrd DM. Dies entspricht 14 vH in Relation zum damaligen Bruttoinlandsprodukt. Man könnte die damalige Situation als eine **Transfer-Union mit den Vereinigten Staaten** interpretieren, deren Volumen heute einem Betrag von 360 Mrd Euro gleichkäme. Am Rande sei bei diesem historischen Rückblick auf die Nachkriegszeit bemerkt, dass Deutschland in dieser Phase zunächst erheblich davon profitierte, dass ihm durch das **Londoner Schuldenabkommen** des Jahres 1953 ein großer Teil seiner Schulden aus der Vorkriegs- wie der unmittelbaren Nachkriegszeit erlassen wurde und zudem eine erhebliche Streckung der Rückzahlungsfristen für die verbleibenden Verpflichtungen eingeräumt wurde. Die letzte Rate wurde erst am 3. Oktober 2010 beglichen.
- Durch den Übergang zu flexiblen Kursen im März 1973 wurde die Abhängigkeit der deutschen Geld- und Währungspolitik von den Vereinigten Staaten erheblich reduziert, dafür wurde im Jahr 1979 das **Europäische Währungssystem** gegründet. Dieses System fester, aber anpassungsfähiger Kurse, dem zunächst mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs alle damaligen Mitgliedsländer der Europäischen Gemeinschaft angehört hatten, funktionierte recht gut, bis es in den Jahren 1992 und 1993 erhebliche spekulative Attacken erfahren musste. Die damit verbundene Aufwertung der D-Mark verstärkte zumindest die Mitte der 1990er-Jahre für Deutschland diagnostizierten Standortprobleme.

Die Erfahrungen anderer **exportorientierter Länder** lassen nicht ohne weiteres den Befund zu, dass das Leben mit einer nationalen Währung problemlos sei:

- Das Beispiel der Aufwertung des **Schweizer Franken** in den Jahren 2010 und 2011 zeigt, welche Dynamik eine Aufwertungsspekulation annehmen kann und welche gravierenden realwirtschaftlichen Verzerrungen damit einhergehen. Aus diesem Grund hat die Schweizerische Nationalbank am 6. September 2011 beschlossen, eine Untergrenze von 1,20 Schweizer Franken für einen Euro festzulegen und sich damit de facto an den Euro anzubinden. Im Vergleich zur Schweiz, der immerhin die Möglichkeit offen stand, die eigene Währung an die ihrer wichtigsten Handelspartner zu binden, wäre Deutschland in einer ungleich ungünstigeren Lage.
- Die **japanische Wirtschaft** leidet seit vielen Jahren wiederholt unter einer starken Aufwertung des Yen, die das Land bereits in den neunziger Jahren an den Rand der Deflation geführt hat. In der jüngeren Vergangenheit hat der Yen trotz einer rückläufigen Wirtschaftsleistung, der Naturkatastrophe und dem Reaktorunglück von Fukushima erneut deutlich gegenüber dem US-Dollar an Wert gewonnen; seit dem Jahresbeginn 2010 hat sich eine Aufwertung um 20 vH ergeben. Die Tatsache, dass das nominale Bruttoinlandsprodukt Japans heute nicht höher liegt als vor 20 Jahren, hat nicht zuletzt zu dem im internationalen Vergleich ungewöhnlich starken Anstieg der Schuldenstandsquote des Landes beigetragen. Da die japanischen Währungsbehörden immer wieder den Versuch unternommen haben, die Aufwertung des Yen durch Devisenmarktinterventionen zu stoppen, sind die Devisenreserven des Landes auf 1,1 Billionen US-Dollar gestiegen. Da davon der größte Teil in US-amerikanische Anleihen investiert wurde, könnte man auch hier in gewisser Weise von einer Transferunion mit den Vereinigten Staaten sprechen.
- Dieser Befund lässt sich in noch stärkerem Maße für **China** treffen. Da die Wechselkursentwicklung des Yuan sehr weitgehend durch Devisenmarkt-Interventionen kontrolliert wird, haben sich in den letzten Jahren Währungsreserven in Höhe von 3,2 Billionen US-Dollar in China akkumuliert. Es wird angenommen, dass davon rund zwei Drittel in US-amerikanischen Anleihen gehalten werden. Man kann das Verhältnis Chinas mit den Vereinigten Staaten als die mit Abstand größte Transferunion der Welt ansehen.

157. Wenn in der deutschen Diskussion immer wieder zu hören ist, man wäre besser bei der D-Mark geblieben, wird somit verkannt, wie schwierig es für eine ebenso exportorientierte wie stabilitatsbewusste Volkswirtschaft ist, sich unter den Verhältnissen ebenso integrierter wie volatiler globaler Finanzmärkte zu behaupten. Wer die Vorteile offener Gütermärkte wahrnehmen will, muss sich den von weltweit vernetzten Geld- und Kapitalmärkten ausgehenden Instabilitäten und Schocks stellen und in der einen oder anderen Weise dafür Sorge tragen, dass die heimische Exportwirtschaft dabei keinen spürbaren Schaden nimmt. Die historischen Erfahrungen zeigen, dass dies in der Regel nicht kostenlos zu erreichen ist.

2. Austritt Griechenlands ist ebenfalls keine Lösung

158. Aus der Sicht Griechenlands könnte es auf den ersten Blick vorteilhaft sein, aus dem Euro auszusteigen, um über eine **Abwertung** der neu eingeführten Währung die Wettbewerbsfähigkeit des Landes auf einen Schlag zu verbessern. Damit könnte der sehr viel mühsamere Weg einer Lohnsenkung mit seinen deflationären Effekten vermieden werden.

159. Sieht man einmal davon ab, dass die Europäischen Verträge nur einen Austritt aus der Europäischen Union, nicht aber aus der Währungsunion vorsehen, wäre eine solche Strategie mit nur schwer abschätzbaren Risiken verbunden. Da es technisch wohl kaum möglich ist, die neue Währung über Nacht einzuführen, käme es im Vorfeld zu einer massiven **Kapitalflucht**, die das gesamte Bankensystem lahmlegen würde. Die Regierung könnte dem nur entgegenzutreten, indem sie den freien Güter- und Personenverkehr umfassend einschränkt. Ein Zusammenbruch des gesamten Finanzsystems in Griechenland erschiene jedoch nahezu unvermeidlich.

160. Unklar ist zudem, ob eine Abwertung per Saldo zu einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit führen würde. Da dem Staat nach der Einführung der neuen Währung nur die Defizit-Finanzierung über die Notenemission möglich wäre (Seigniorage), wäre mit erheblichen **Inflationsprozessen** zu rechnen, die den Effekten der Abwertung entgegenwirkten. Vor allem die Sparer würden so einen großen Teil ihres Vermögens verlieren. Mit großen Problemen wäre auch für griechische Unternehmen zu rechnen, die im Ausland in Euro verschuldet sind. Durch ein Währungsgesetz wäre es dem griechischen Staat grundsätzlich möglich, für alle nach griechischem Recht abgeschlossenen Schuldverträge eine Umrechnung von Euro in eine neue nationale Währung vorzunehmen. Völlig unklar ist demgegenüber, wie sich ein Austritt aus der Währungsunion auf Verträge mit Ausländern auswirkte. Sollte die Schuld weiterhin auf Euro lauten, würde sich die Belastung für griechische Schuldner massiv erhöhen. Auf jeden Fall wäre für griechische Unternehmen die Möglichkeit, sich im Ausland zu verschulden, auf längere Zeit versperrt.

161. Aus der Perspektive des Euro-Raums insgesamt wäre ein Austritt Griechenlands vor allem deshalb problematisch, weil er zu einer **Kettenreaktion** in den anderen Problemländern führen könnte, deren Ende schwer absehbar ist.

IV. Ein Befreiungsschlag?

162. Nachdem die wiederholten Rettungsversuche bisher erfolglos geblieben sind, hat die Politik mit dem Euro-Gipfel vom 26. Oktober 2011 den erneuten Versuch eines Befreiungsschlags unternommen. Er umfasst

- einen Schuldenschnitt für Griechenland, der deutlich über das am 21. Juli 2011 beschlossene Restrukturierungsprogramm hinausgeht,
- eine Aufstockung des Eigenkapitals der Banken der Europäischen Union auf eine Quote von 9 vH (Ziffer 224)

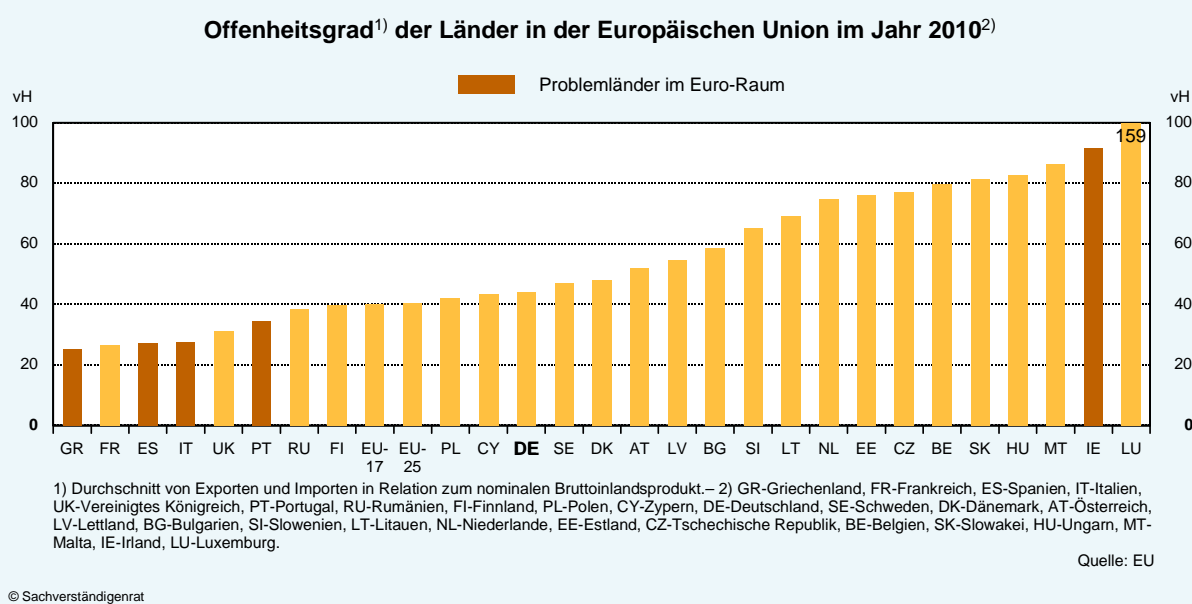
- sowie eine Ausweitung der Handlungsoptionen der EFSF mit dem Ziel, deren Ausleihkapazität auf über eine Billion Euro zu erhöhen.

Grundsätzlich erweist sich dieses Vorgehen als konsistent, weil damit die Voraussetzungen geschaffen werden, einen Schuldenschnitt für Griechenland durchzuführen, ohne einen Zusammenbruch des europäischen Finanzsystems befürchten zu müssen. Aber es stellt sich die Frage, ob damit ein nachhaltiger Beitrag zur Wiederherstellung des Vertrauens in Staatsanleihen und damit zur Stabilisierung von Banken und Versicherungen des Euro-Raums geleistet werden kann. Sofern dies nicht der Fall ist, besteht die Gefahr, dass im Notfall nur noch die EZB in der Lage ist, eine umfassende Absicherung zu bieten. Dadurch würde die Trennungslinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik noch weit mehr als bisher schon verwischt und es wäre dann auch nicht ohne weiteres gewährleistet, dass die Hilfen der Notenbank mit den erforderlichen wirtschaftspolitischen Auflagen einhergehen.

1. Schuldenschnitt für Griechenland

163. Die griechische Volkswirtschaft befindet sich derzeit in einer äußerst problematischen Situation. Zum einen ist das Land in eine **gefährliche konjunkturelle Abwärtsspirale** geraten, welche die Akzeptanz der Reformprogramme ebenso gefährdet wie das Erreichen der Konsolidierungsziele. So ist im zweiten Quartal die Wirtschaftsleistung mit einer Jahresrate von 7,3 vH zurückgegangen, für das gesamte Jahr wird mit einer Schrumpfung um 5 vH gerechnet, die sich nach der Prognose des IWF mit 2 vH im Jahr 2012 fortsetzen wird. Die unerwartet starke Abschwächung der griechischen Wirtschaftsaktivität ist eine wichtige Ursache für die Tatsache, dass die in den Programmen der Troika vorgesehenen Zielwerte für das Defizit und den Finanzierungsbedarf immer wieder nach oben korrigiert werden mussten. So hatte der IWF im April 2010 für das griechische Bruttoinlandsprodukt noch einen Rückgang von 1 vH im Jahr 2011 und für das Jahr 2012 sogar einen leichten Zuwachs von 0,2 vH erwartet.

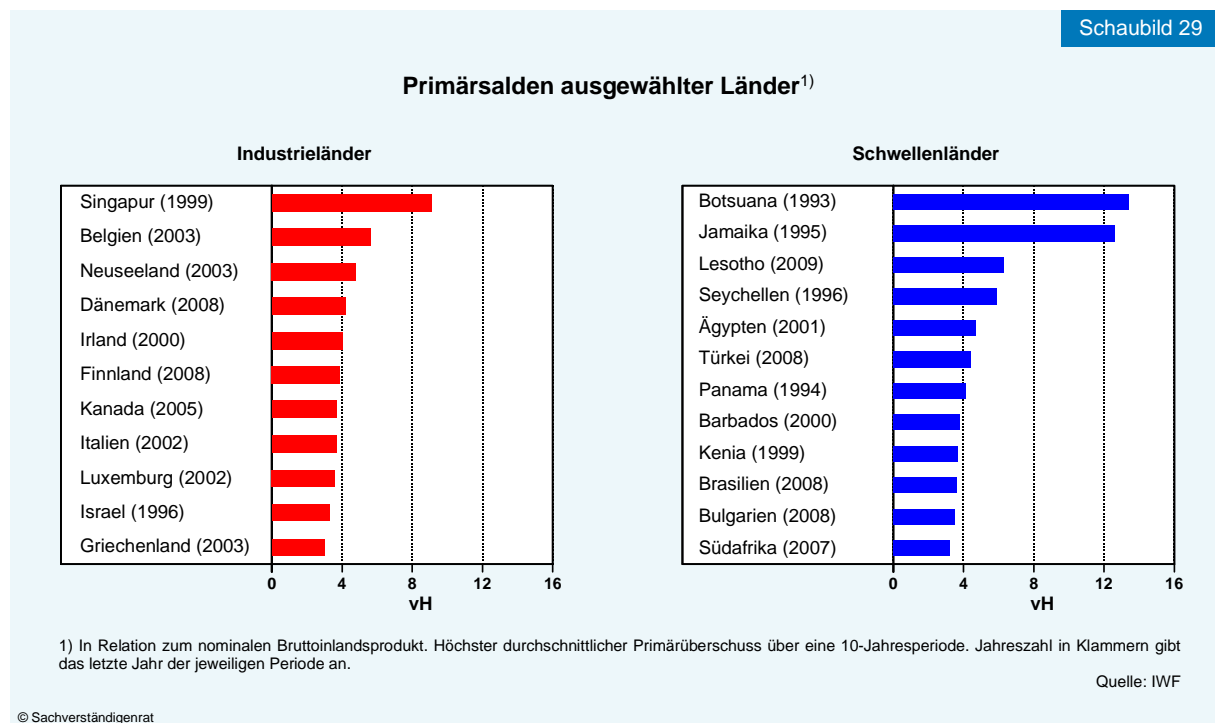
Schaubild 28



Im Vergleich zu den anderen Problemländern, insbesondere zu Irland, stellt sich für die griechische Wirtschaft das Problem eines vergleichsweise geringen Offenheitsgrads (definiert als der Durchschnitt von Exporten und Importen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt). Die negativen Effekte der Konsolidierung auf die Binnennachfrage können damit nur in geringem Maße durch eine stabile oder sogar zunehmende Exportnachfrage ausgeglichen werden (Schaubild 28).

164. Zum anderen hat die **Staatsverschuldung** trotz der eindeutigen Erfolge bei der Rückführung der Neuverschuldung nach wie vor mit einem hohen Tempo weiter zugenommen. Dies gilt insbesondere für den Indikator der Schuldenstandsquote, deren Nenner, das nominale Bruttoinlandsprodukt, in den beiden letzten Jahren um 6,0 vH zurückgegangen ist. Für das Jahr 2011 ist mit einer Schuldenstandsquote von 166 vH zu rechnen, die ohne einen Schuldenschnitt nach der Prognose des IWF im nächsten Jahr auf rund 189 vH.

Unterstellt man mittelfristig eine nominale Wachstumsrate der griechischen Wirtschaft von 3 vH und einen Nominalzins von 6 %, wäre allein zur Stabilisierung der Schuldenstandsquote von 166 vH ein Primärüberschuss von 5,0 vH erforderlich gewesen. Hätte man die griechische Verschuldung unter diesen Voraussetzungen bis zum Ende des Jahrzehnts unter die Marke von 100 vH zurückführen wollen, hätte ein jährlicher Primärüberschuss von 11,5 vH erzielt werden müssen. Historische Erfahrungen zeigen, dass es bisher nicht annähernd gelungen ist, über eine längere Zeit entsprechende Überschüsse zu erwirtschaften. Insgesamt gesehen weist Griechenland ein **eindeutiges Solvenzproblem** auf (Schaubild 29).



165. Aus diesem Grund hat der **Sachverständigenrat** im Juli 2011 dafür geworben, einen **Schuldenschnitt von 50 vH** für Griechenland vorzunehmen (Sachverständigenrat, 2011). Er sollte so umgesetzt werden, dass griechische Anleihen in solche der EFSF umgetauscht werden, um auf diese Weise zu gewährleisten, dass die Banken nach der Transaktion über Aktiva

hoher Qualität verfügen. Der EZB sollte bei dieser Lösung die Option eingeräumt werden, die von ihr erworbenen Anleihen zum Ankaufkurs bei der EFSF in EFSF-Anleihen einzutauschen. Da die griechischen Banken mit über 40 Mrd Euro relativ hohe Bestände an griechischen Staatsanleihen halten, hätte zusätzlich die Notwendigkeit einer Rekapitalisierung des griechischen Bankensystems bestanden, die ebenfalls durch die EFSF erfolgen sollte.

166. Die auf dem **Sondergipfel vom 21. Juli 2011** für Griechenland beschlossene Umschuldung blieb weit hinter diesem Vorschlag zurück. Überwiegend sollten dabei die ausstehenden Anleihen zum vollen Nennwert in neue Anleihen mit einer annähernd gleichen Verzinsung, allerdings mit Laufzeiten von 15 bis 30 Jahren verlängert werden. Der vom Institute for International Finance für dieses Umschuldungsmodell errechnete Barwertverlust der Investoren von 21 vH ergibt sich daraus, dass für die von Griechenland zu leistenden Zinszahlungen ein relativ hoher Diskontierungszins von 9 % unterstellt wurde. Die Entlastung für Griechenland hätte sich dabei in engen Grenzen gehalten.

167. In Anbetracht der sich weiter verschlechternden Schuldsituation des Landes konnten sich die Regierungen schließlich auf dem **Gipfel vom 26. Oktober 2011** dazu durchringen, einen tiefer gehenden Schuldenschnitt von nunmehr 50 vH auf den Nennwert der ausstehenden Wertpapiere zu vereinbaren. Er soll dazu beitragen, dass es Griechenland ermöglicht wird, die Schuldenstandsquote bis zum Jahr 2020 auf 120 vH abzusenken. Allerdings wird dies nur möglich sein, wenn es dem Land gelingt, von 2014 bis 2020 einen Primärüberschuss von durchschnittlich $4\frac{1}{4}$ vH zu erzielen. Dies ist, wie die Erfahrungen anderer Länder zeigen, sehr ambitioniert, aber nicht unmöglich. Problematischer ist die hinter diesem Szenario stehende Annahme, wonach das reale Wirtschaftswachstum in den Jahren 2013 und 2014 mit einer durchschnittlichen Rate von $1\frac{1}{4}$ vH wieder einsetzt und dann in der Phase von 2015 bis 2020 jahresdurchschnittlich $2\frac{2}{3}$ vH erreichen wird. Zudem gehen die Berechnungen davon aus, dass es bis zum Jahr 2020 möglich sein wird, Privatisierungserlöse in Höhe von 46 Mrd Euro zu erzielen.

168. Die Umschuldung der ausstehenden **Anleihen des Privatsektors** in Höhe von rund 200 Mrd Euro in langfristige neue Anleihen mit einem Nennwert von 100 Mrd Euro soll dadurch attraktiv gemacht werden, dass diese mit einem Betrag von 30 Mrd Euro durch Nullkupon-Anleihen besichert werden, die von der EFSF garantiert werden. Da diese verzinst werden, wobei Griechenland für den Zinsendienst aufzukommen hat, steht am Ende der Laufzeit ein Betrag in Höhe von 100 Mrd Euro zur Verfügung, der den Anleihegläubigern die Rückzahlung sichert. Ob dies ausreicht, um eine hohe Beteiligung der Banken an dem als „freiwillig“ apostrophierten Schuldentausch zu erreichen, bleibt abzuwarten. Für Investoren, die griechische Anleihen in den letzten Monaten zu Kursen um 50 vH oder darunter erworben haben, ist die Offerte durchaus attraktiv, da sie auf jeden Fall eine Absicherung in Höhe von 30 vH erhalten.

169. Da griechische Banken mit Beständen von rund 40 Mrd Euro die größten Verluste durch den Schuldenschnitt erleiden werden, muss für sie ein Rekapitalisierungsbetrag bereitgestellt werden. Zusammen mit einem Betrag von rund 80 Mrd Euro, der zur Finanzierung

des laufenden Defizits bis zum Jahr 2014 erforderlich ist, und den Mitteln, die zur Absicherung der Anleihen benötigt werden, ergibt sich so die Notwendigkeit eines neuen, vom IWF und den Euro-Ländern gemeinsam finanzierten Pakets für Griechenland in Höhe von 130 Mrd Euro.

2. Ausweitung der Kreditvergabekapazität der EFSF

170. In Anbetracht des Risikos sich selbst verstärkender Spiralen aus steigenden Zinsen und einer ungünstigeren Einschätzung der Solvenz von Mitgliedsländern sowie der Tatsache, dass bisher nur die EZB in der Lage gewesen ist, einer solcher Entwicklung entgegenzuwirken, ist es zu begrüßen, dass die Regierungen beschlossen haben, die Ausleihkapazität der EFSF wesentlich zu erweitern. Angesichts der bereits eingegangenen Verpflichtungen der Fazilität (Tabelle 9) in Höhe von 190 Mrd Euro und der Tatsache, dass ein gewisser Betrag zur Rekapitalisierung von Banken des Euro-Raums benötigt wird, dürfte die EFSF derzeit über frei einsetzbare Mittel in Höhe von letztlich nur 250 Mrd Euro verfügen. Im Vergleich zum Refinanzierungsbedarf Italiens und Spaniens, der in den Jahren 2012 und 2013 rund 1,1 Billionen Euro betragen wird, ist das ein vergleichsweise geringer Betrag (Tabelle 12). So gesehen ist es naheliegend, nach finanztechnischen Lösungen zur „**Maximierung der tatsächlichen Kreditvergabekapazität der EFSF**“ zu suchen. Auf dem Euro-Gipfel wurden dazu zwei grundlegende Optionen beschlossen, die eine Ausweitung der EFSF-Kapazitäten um den Faktor 4 bis 5 erreichen sollen. Bei voller Ausschöpfung könnte somit zumindest bis in das Jahr 2012 hinein Zeit gewonnen werden, um umfassendere Lösungsansätze, die möglicherweise eine Vertragsänderung erforderlich machen könnten, ins Auge zu fassen.

Tabelle 12

Refinanzierungsbedarf von ausgewählten Ländern des Euro-Raums in den Jahren 2012 und 2013

Land	Nominales Bruttoinlands- produkt 2012 Mrd Euro	Refinanzierungsbedarf			
		2012		2013	
		vH ¹⁾	Mrd Euro ²⁾	vH ¹⁾	Mrd Euro ²⁾
Frankreich	2 047	20,8	426	20,2	414
Italien	1 621	23,5	380	18,9	306
Deutschland	2 627	10,5	275	8,1	214
Spanien	1 116	20,6	229	19,4	216
Belgien	389	22,2	87	21,8	85
Portugal	170	22,3	38	21,0	36
Griechenland	217	16,5	36	14,9	32
Irland	161	13,9	22	14,9	24
Nachrichtlich: Problemländer ³⁾	3 285	X	706	X	615

1) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.– 2) Eigene Berechnung.– 3) Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien.

Quelle: IWF

- Für den Primärmarkt sollen Zusatzsicherheiten für **neu begebene Anleihen** bereitgestellt werden, um auf diese Weise die Finanzierungskosten eines Landes zu senken (Kasten 8 Seite 104). Um ein Zwei-Klassen-System von ausstehenden und neu emittierten Anleihen zu vermeiden, soll die Absicherung unabhängig von der Anleihe gehandelt werden können,

wobei der Versicherungsschutz nur in Verbindung mit einer bereits emittierten Anleihe besteht.

- Zudem soll die EFSF **Zweckgesellschaften** ins Leben rufen, die über das Poolen öffentlicher und privater Mittel in der Lage sein sollen, eine Hebelung von EFSF-Mitteln für die Käufe von Anleihen am Primär- und Sekundärmarkt, für die Gewährung von Darlehen sowie für die Rekapitalisierung von Banken zu erreichen.

171. So attraktiv eine Hebelung auf den ersten Blick erscheinen mag, insbesondere wenn es auf diese Weise möglich wäre, eine wirkungsvolle Alternative zu den Anleihekäufen der EZB zu schaffen, zeigen sich bei diesem Lösungsansatz gleichwohl nicht unerhebliche Probleme.

- Mit der Übernahme einer **Absicherung für neu emittierte Anleihen** durch die EFSF wird von der Politik zunächst einmal ein nicht unproblematisches Signal für die Märkte gesetzt, dass die Anleihen des betreffenden Landes nicht mehr uneingeschränkt als sicher anzusehen sind.
- Da die Absicherung nur teilweise stattfindet, wird sich nichts Grundsätzliches am **Teufelskreis** zwischen steigenden Zinsen und einer ungünstigeren Beurteilung der Solvenz eines Landes ändern. Eine schwache wirtschaftliche Entwicklung in Italien kann also weiterhin dazu führen, dass sich Investoren aus Anleihen dieses Landes zurückziehen und dadurch die Zinsen weiter ansteigen.
- Zudem kann diese Lösung dazu führen, dass die **Kreditwürdigkeit der Garantieländer** beeinträchtigt wird. Sollte es durch die wirtschaftliche Situation beispielsweise Italiens zu einer allgemeinen ungünstigen Einschätzung der Kreditwürdigkeit des Landes kommen, die ein Eintreten der EFSF wahrscheinlich machen könnte, hätte dies sehr viel stärkere negative Rückwirkungen auf das Rating von Frankreich und Deutschland als bei einer „ungehebelten“ Garantie der EFSF. Mit einem sich verschlechternden Rating der Garantieländer würde die Glaubwürdigkeit des gesamten Rettungsschirms in Frage gestellt.

Diese Probleme dürften sich im Prinzip auch bei der zweiten Option stellen. Hier soll die Kapazität der EFSF über Zweckgesellschaften mit strukturierten Portfolios ausgeweitet werden. Da die EFSF dabei ebenfalls vorrangig haften soll, würden sich negative Entwicklungen in den Ländern, für die gehaftet wird, wiederum verstärkt auf die Kreditwürdigkeit der garantierenden Mitgliedstaaten auswirken.

Kasten 8

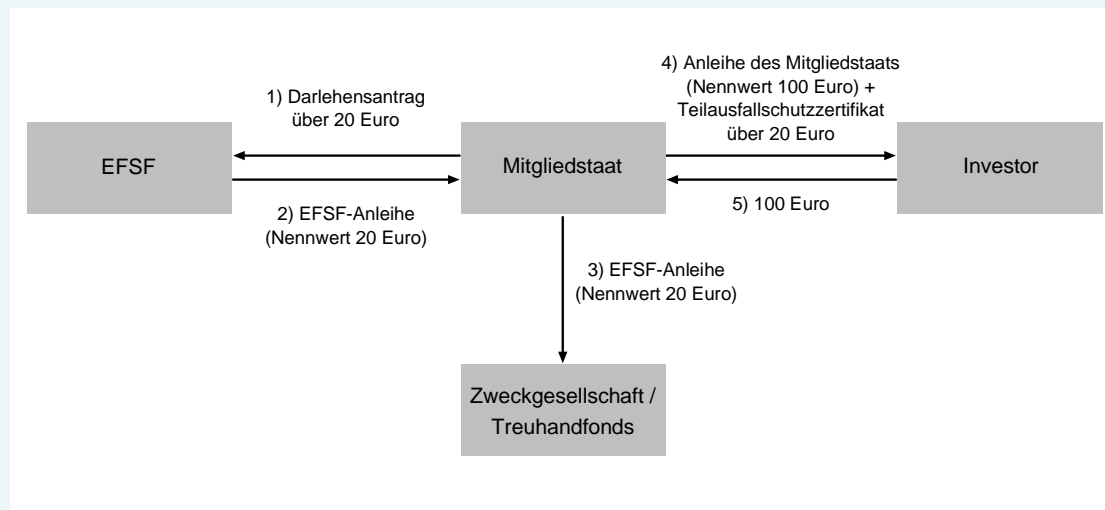
Maximierung der vorhandenen Kreditvergabekapazität der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF)

Am 26. Oktober 2011 haben sich die Staats- und Regierungschefs der Länder des Euro-Raums auf zwei Varianten zur Hebelung der EFSF geeinigt. Bei der ersten Option geht es um die Teilabsicherung von national zu emittierenden Staatsanleihen, bei der zweiten um die Einrichtung einer Investment-Zweckgesellschaft zur Hebelung des Finanzierungsvolumen der EFSF mithilfe privater Gelder. Im Weiteren wird die erste Option dargestellt.

Die erste Option basiert auf der Grundüberlegung, die Bonität der Anleihen eines Mitgliedstaats mithilfe eines zugehörigen Teilausfallschutzzertifikats zu verbessern (Schaubild 30).

Schaubild 30

Hebelung der EFSF mit Hilfe einer Teilabsicherung von national zu emittierenden Staatsanleihen¹⁾



1) Annahme: Der Mitgliedstaat möchte 100 Euro an Staatsanleihen emittieren und diese sollen mit 20 Euro abgesichert werden.

© Sachverständigenrat

Die Funktionsweise der Versicherungslösung wird davon bestimmt, dass die EFSF Kredite nur an Mitgliedstaaten vergeben darf. Dies soll anhand eines Beispiels dargestellt werden: Ein Mitgliedstaat möchte eine neue Anleihe über 100 Euro begeben. Zur Absicherung beantragt er bei der EFSF ein Darlehen in Höhe von 20 Euro, im Gegenzug begibt diese (vereinfacht ausgedrückt) eine EFSF-Anleihe mit einem Nennwert in Höhe von 20 Euro (Schritt 1 und 2). Die Anleihe wird in einer Zweckgesellschaft oder einem Treuhandfonds gehalten (Schritt 3) und soll ein Teilausfallschutzzertifikat besichern, das der Mitgliedstaat zusammen mit einer national emittierten Anleihe mit einem Nennwert von 100 Euro gegen Zahlung von 100 Euro an den Investor übergibt (Schritt 4 und 5). Im Falle eines Ausfalls der Anleihe würde die Zweckgesellschaft (anteilig) die EFSF-Anleihe dem Investor übereignen.

Für die Versicherung ist die Haftungsfrage von entscheidender Bedeutung. Anders als der ESM, dem stets nachrangige Haftung eingeräumt werden soll, wird die EFSF bei dieser Lösung eine vorrangige Haftung übernehmen.

3. Problematische Vorschläge für die kurze Frist

172. Die Vor- und Nachteile der jetzt beschlossenen Maßnahmen werden deutlich, wenn man sie mit Vorschlägen vergleicht, die in den letzten Monaten zur Stabilisierung des Euro-Raums in die Diskussion gebracht worden sind:

- die uneingeschränkte Emission von Anleihen mit einer gemeinschaftlichen Haftung (Eurobonds),
- Anleihekäufe durch die Europäische Zentralbank,
- eine Ausweitung der Ausleihkapazität der EFSF durch eine Refinanzierungslinie bei der EZB.

Eurobonds

173. Das für die Währungsunion konstitutive Risiko der Zahlungsunfähigkeit eines einzelnen Mitgliedslands könnte unmittelbar dadurch beseitigt werden, dass von den Mitgliedsländern für alle neu emittierten Anleihen eine **gemeinschaftliche (gesamtschuldnerische) Haftung** übernommen wird. Da auf diese Weise das Risiko der individuellen Zahlungsunfähigkeit aus der Welt geschaffen würde, wäre für die Problemländer jederzeit eine Refinanzierung zu niedrigen Zinsen gewährleistet. Über die Zeit hinweg würde damit ein sehr großes und sehr liquides Marktsegment entstehen. Für große Investoren, die nicht bereit sind, Eurobonds zu erwerben, bliebe als relevante Alternative in erster Linie der Markt der US-amerikanischen Staatsanleihen. Da sich die fiskalische Situation der Vereinigten Staaten als deutlich ungünstiger als die des Euro-Raums im Aggregat erweist, ist kaum zu erwarten, dass Eurobonds wesentlich schlechter beurteilt würden als US-amerikanische Anleihen.

174. Schätzungen, wonach sich der **Zinssatz für Eurobonds** als Mittelwert aus den derzeitigen Renditen für die Anleihen der Mitgliedsländer ergeben würde, übersehen, dass die hohen Zinsaufschläge für die Problemländer das Risiko der individuellen Zahlungsunfähigkeit abdecken, das bei Eurobonds nicht mehr bestehen würde. Selbst bei Typen von Eurobonds, für die eine teilschuldnerische Haftung vereinbart ist, kann davon ausgegangen werden, dass die Problemländer einen Zinsvorteil erzielen könnten.

175. Im Vergleich zur Hebelung der EFSF hätte die Einführung von Eurobonds den Vorteil, dass damit für ein einzelnes Land das Risiko einer Selbstverstärkung aus steigenden Zinsen und einer Verschlechterung der Solvenz grundsätzlich beseitigt werden könnte. Zugleich würde damit ein wesentlicher Beitrag zur Stabilisierung des europäischen Finanzsystems geleistet. Die Vorteile von Eurobonds gehen Hand in Hand mit den Problemen dieses Instruments. Da sie die **Marktdisziplin** innerhalb des Euro-Raums völlig außer Kraft setzen, wäre ihre Einführung nur vertretbar, wenn es gleichzeitig möglich wäre, die politische Disziplinierung der nationalen Fiskalpolitiken so zu stärken, dass eine verantwortungsvolle Haushaltsführung in allen Teilnehmerländern uneingeschränkt gewährleistet ist. Da dies ohne vertragliche Änderungen kaum zu realisieren ist, sind Eurobonds als ein kurzfristiger Lösungsansatz ungeeignet.

176. Dieser Lösungsansatz muss sich zudem den **verfassungsrechtlichen Beschränkungen** stellen, die das Bundesverfassungsgericht, zuletzt in seinem Urteil vom 7. September 2011, festgelegt hat. Demnach muss jede ausgabenwirksame solidarische Hilfsmaßnahme des Bundes größeren Umfangs im internationalen oder unionalen Bereich vom Bundestag im Einzelnen bewilligt werden. Und sie muss faktisch, nicht lediglich formal begrenzt sein. Die Begrenzung kann zeitlicher oder sachlicher Art sein. Insbesondere in der Höhe muss die Begrenzung aber hinreichend deutlich erkennbar sein, damit sich der deutsche Gesetzgeber nicht so stark bindet, dass er sein Haushaltsrecht faktisch nicht mehr wahrnehmen kann.

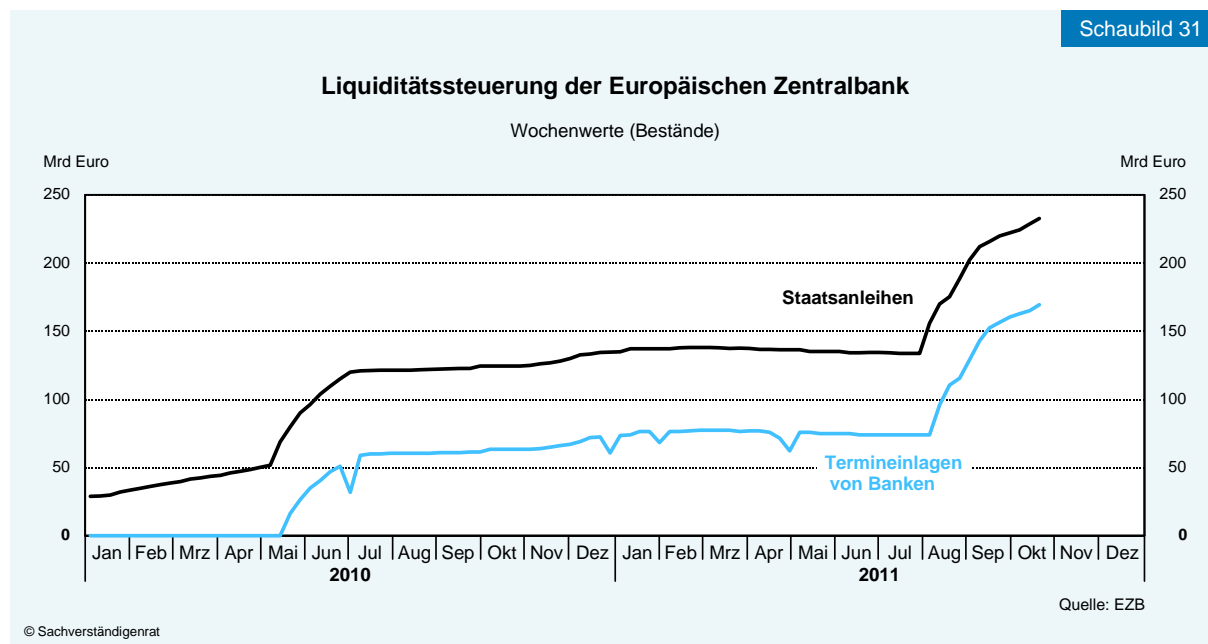
Anleihekäufe durch die Europäische Zentralbank

177. Die Erfahrung der beiden letzten Jahre hat gezeigt, dass die EZB im Fall einer wachsenden Verunsicherung der Märkte bereit ist, die Situation durch direkte Interventionen zu entspannen. So hat sie sich im August 2011 – in Reaktion auf steigende Zinsen für spanische und italienische Anleihen – dazu entschlossen, erneut in größerem Stil staatliche Wertpapiere am Sekundärmarkt zu erwerben. Insgesamt hat das Ankaufvolumen in der zweiten Phase des **Ankaufprogramms für Wertpapiere** (Securities Markets Programme) bisher 100 Mrd Euro erreicht. Grundsätzlich ist die EZB hierzu berechtigt, da ihr nach Artikel 123 AEUV nur der „unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln“ untersagt ist.

178. Aus der Sicht der **Liquiditätssteuerung** der EZB sind solche Maßnahmen vergleichsweise unproblematisch, da es geldpolitisch jederzeit möglich ist, die von Anleihekäufen ausgehende Ausweitung der Geldbasis wieder zu kompensieren (Sterilisation). Dies kann in der Form des Aktivtauschs dadurch geschehen, dass die Notenbank die regulären Refinanzierungskredite für die Banken (Hauptrefinanzierungsgeschäft, längerfristige Refinanzierung) in dem Maße reduziert, in dem sie Staatsanleihen erwirbt. Allerdings steht der EZB diese Option nicht offen, da sie durch die seit Oktober 2008 betriebene Vollzuteilung bei Refinanzierungsgeschäften nicht länger das Ausleihvolumen steuern kann.

179. Neben dem Aktivtausch besteht für eine Notenbank die Möglichkeit, einen Anstieg der Geldbasis durch eine Bilanzverlängerung, das heißt eine **Ausweitung der Passivseite** ihrer Bilanz zu sterilisieren. In ihrem im Mai 2010 ins Leben gerufenen Wertpapierankaufprogramm hat die EZB über Termineinlagen die durch die Wertpapierkäufe geschaffene Liquidität auf diese Weise abgeschöpft (Schaubild 31). Entscheidend ist bei allen Formen der Sterilisation, dass eine Notenbank jederzeit in der Lage ist, das von ihr aus geldpolitischer Sicht angestrebte Zinsniveau am Geldmarkt zu realisieren. Bei einer Sterilisation über die Passivseite muss die EZB daher dafür sorgen, dass sie mit ihren Instrumenten eine Untergrenze für den kurzfristigen Geldmarktzins etabliert. Dies könnte sie dadurch erreichen, dass sie

Schaubild 31



den Zinssatz für die Einlagenfazilität entsprechend anhebt, sodass dieser zum Leitzins (Policy Rate) ihrer Geldpolitik wird. Alternativ könnte sie den Banken den Erwerb kurzfristiger Anleihen ermöglichen, deren Zinssatz dann ebenfalls eine Leitzinsfunktion übernehmen würde.

180. So gesehen gibt es aus liquiditätspolitischer Sicht im Prinzip keine Grenze für den Ankauf von Staatsanleihen durch eine Notenbank. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht führt diese Politik dazu, dass eine Notenbank bei einem Aktivtausch relativ niedrig verzinsten Refinanzierungskredite durch Staatsanleihen mit einer höheren Verzinsung ersetzt. Bei der Bilanzverlängerung erwirbt die Notenbank Staatsanleihen, die sie mit relativ niedrig verzinslichen Einlagen der Banken oder durch die Emission ebenfalls gering verzinslicher kurzfristiger Anleihen refinanziert. Diese Transaktionen erhöhen somit die Zinseinnahmen der Notenbank. Gleichzeitig übernimmt die EZB damit jedoch ein potenzielles Ausfallrisiko.

181. Wenn somit kurzfristig zwar keine Gefahr besteht, dass die EZB aufgrund der Anleihekäufe die Kontrolle über die Liquiditätsversorgung verliert, ist die Funktion des Lender of Last Resort für die Mitgliedstaaten aus **stabilitätspolitischer Sicht** jedoch alles andere als unbedenklich. Anders als bei den Stützungsmaßnahmen durch den IWF oder bei den bisherigen Rettungspaketen für Problemländer des Euro-Raums ist die EZB institutionell nicht oder nur auf informellem Wege in der Lage, ihre Unterstützungsmaßnahmen mit der Forderung nach einem makroökonomischen Anpassungsprogramm zu verbinden. Die Anleihekäufe setzen somit – ebenso wie Eurobonds – die Marktdisziplin außer Kraft, ohne an deren Stelle eine wirksame politische Disziplinierung zu etablieren. Die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik werden auf ordnungspolitisch äußerst bedenkliche Art verwischt. Die EZB setzt so ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel, weil sie in den Verdacht einer Monetisierung der Staatsverschuldung gerät.

182. Im Vergleich zu der jetzt beschlossenen Ausweitung der EFSF gilt für die Anleihefinanzierung der EZB somit Ähnliches wie für Eurobonds. Man hat es in beiden Fällen mit Instrumenten zu tun, die eine im Prinzip unbegrenzte Schlagkraft aufweisen und damit wesentlich besser als eine „gehebelte EFSF“ in der Lage sind, für geordnete Verhältnisse auf den Finanzmärkten zu sorgen. Auf der anderen Seite bieten sie den Mitgliedsländern damit nahezu unbegrenzte Finanzierungsspielräume, die ohne wirksamere politische Disziplinierungsmechanismen einem fiskalischen Fehlverhalten Tür und Tor öffneten.

Banklizenz für die EFSF

183. Die Bereitschaft der EZB einmal unterstellt, könnte die Schlagkraft der EFSF zusätzlich dadurch erhöht werden, dass sie in eine öffentliche Bank umgewandelt wird, womit ihr die Möglichkeit der Refinanzierung bei der Notenbank eröffnet würde. Auf diese Weise könnte die Ausleihkapazität der EFSF fast unbegrenzt erhöht werden. Faktisch würde die Fazilität damit jedoch zu einer **Zweckgesellschaft der EZB**.

Im Vergleich zu einer direkten Notenbankfinanzierung hat diese Lösung allerdings den Vorteil, dass die Entscheidung über Stützungsmaßnahmen der EFSF bei den Mitgliedsländern liegt, wobei Deutschland aufgrund des Grundsatzes der Einstimmigkeit eine Veto-

Möglichkeit hätte. Zudem kann die EFSF ihre Kreditvergabe mit Auflagen verbinden, was der EZB nur bedingt möglich ist. Allerdings könnte ein deutsches Veto die EZB nicht daran hindern, gegebenenfalls direkte Anleihekäufe vorzunehmen.

Insgesamt betrachtet unterscheidet sich diese Lösung jedoch nur graduell von Anleihekäufen durch die EZB am Sekundärmarkt, da sie wiederum die Trennungslinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt.

V. Ein Schuldentilgungspakt für Europa

184. Die Regierungen der Mitgliedsländer haben mit den Beschlüssen vom 26. Oktober 2011 einen erneuten **Kraftakt zur Stabilisierung der Währungsunion** unternommen. Zugleich hat sich die italienische Regierung verpflichtet, über die bereits beschlossenen Konsolidierungsmaßnahmen hinaus zusätzliche Strukturreformen durchzuführen, insbesondere im Bereich der Arbeitsgesetzgebung und der Rentenversicherung.

185. Das jetzt beschlossene Paket ist keine endgültige Lösung für die Probleme des Euro-Raums. Aber es öffnet der Politik ein **Zeitfenster**, das sie konsequent nutzen muss, um für den Euro-Raum einen ordnungspolitischen Rahmen zu schaffen, der sich nicht nur durch solide Staatsfinanzen, sondern zugleich durch ein stabiles Finanzsystem auszeichnet. Dies ist kein Plädoyer für vorschnelle Maßnahmen. Der wichtigste Beitrag zur Stabilisierung der Märkte muss von den Problemländern geleistet werden, indem sie die angekündigten Konsolidierungsmaßnahmen konsequent umsetzen. Zusammen mit der erhöhten Schlagkraft der EFSF müsste es damit gelingen, das Vertrauen der Märkte in die Staatsfinanzen des Euro-Raums zu stabilisieren. Darauf sollte man zunächst setzen.

186. Allerdings kann man insbesondere unter ungünstigeren konjunkturellen Vorzeichen und in Anbetracht der zunehmend unsicheren politischen Lage in Griechenland nicht ausschließen, dass die Verunsicherung der Investoren gleichwohl weiter anhält und so die ohnehin nicht einfache Konsolidierungsaufgabe zusätzlich erschwert. Im Falle eines solchen ungünstigen Szenarios würde die seit dem letzten Jahr verfolgte Strategie einer zunehmenden Ausweitung der EFSF an ihre Grenzen stoßen. Es drohte dann entweder ein unkontrolliertes Auseinanderbrechen der Währungsunion oder ein ordnungspolitisch höchst bedenklicher, unbegrenzter Ankauf von Wertpapieren durch die EZB.

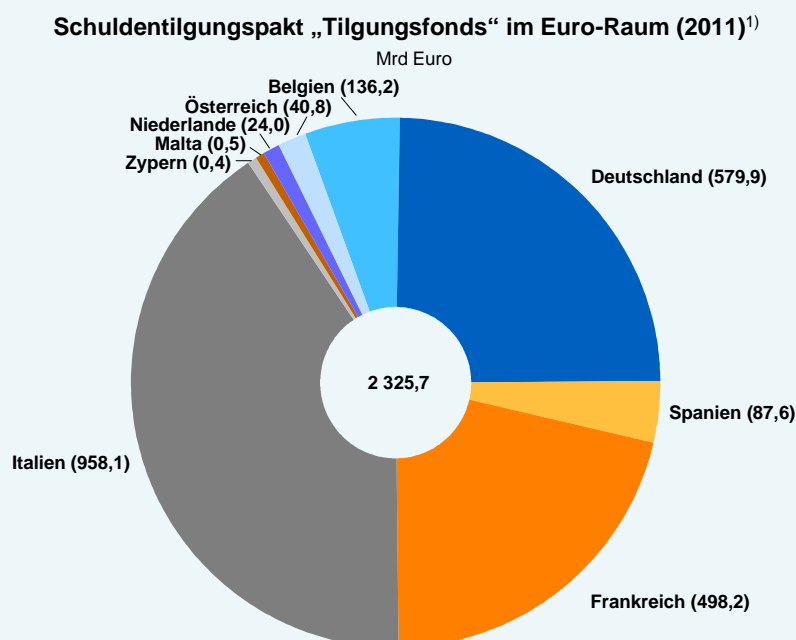
187. Für den Fall, dass sich die jetzt beschlossene Verstärkung der EFSF trotz anhaltender Konsolidierungs- und Reformbemühungen der Mitgliedsländer erneut als unzureichend erweisen sollte, wäre deshalb ein Modell zu prüfen, das auf der einen Seite einen umfassenderen Beistand als die EFSF vorsieht, zugleich aber sehr viel stringenter Mechanismen zum Abbau der Staatsverschuldung beinhaltet. Das im folgenden skizzierte Modell eines „**Schuldentilgungspakts**“ stellt eine bewusste Abkehr von der bisherigen Praxis dar, Schulden durch immer höhere Schulden abzusichern, indem es einen verbindlichen Tilgungsplan vorsieht, der – neben der verpflichtenden Einführung nationaler Schuldenbremsen – durch die Währungsreserven der Teilnehmerländer und speziell für die Tilgung vorgesehene Steuern abgesichert wird.

188. Die Idee des Schuldentilgungspakts besteht darin, Schulden, die den Referenzwert des Vertrags von Maastricht in Höhe von 60 vH des Bruttoinlandsprodukts übersteigen, in einen gemeinsamen Tilgungsfonds mit gemeinschaftlicher Haftung auszulagern. Gleichzeitig würde für jedes Land ein Konsolidierungspfad festgelegt, bei dem die ausgelagerten Schulden eigenverantwortlich in einem Zeitraum von 20 bis 25 Jahren getilgt werden. Dies entspricht in etwa der Schuldenstandsregel des SWP, wonach der die 60 vH-Grenze überschreitende Schuldenstand in jährlichen Schritten von jeweils 1/20 abgebaut werden soll.

Die allein bei den teilnehmenden Ländern verbleibenden Schulden würden zusätzlich durch die Einführung nationaler Schuldenbremsen begrenzt. Zur Stabilisierung der europäischen Finanzmärkte eröffnet der Schuldentilgungspakt den Mitgliedsländern des Euro-Raums die Möglichkeit, ihren laufenden Finanzierungsbedarf (für die Tilgung ausstehender Anleihen sowie für die Neuverschuldung) so lange über den **Tilgungsfonds** zu decken, bis der Finanzierungsrahmen ausgeschöpft ist. Da somit die bestehenden Schulden nicht schlagartig in den Fonds ausgelagert werden, sondern sukzessive über einen Einstiegszeitraum (**Roll-in Phase**) von etwa fünf Jahren, werden starke Anreize zur fiskalischen Disziplin gesetzt. Danach würde sich der Schuldenstand eines Landes zusammensetzen aus:

- Schulden, für die es individuell haftet, in Höhe von 60 vH seines Bruttoinlandsprodukts, sowie
- Schulden, die zum Zeitpunkt der Auslagerung den Referenzwert von 60 vH des Bruttoinlandsprodukts übersteigen und in den Tilgungsfonds ausgelagert wurden. Diese Schulden werden ebenfalls eigenverantwortlich getilgt. Es besteht eine vorrangige Haftung des auslagernden Landes, bei nachrangiger Haftung des gesamten Tilgungsfonds.

Schaubild 32



1) Staatliche Schulden, die die Schuldenstandsquote von 60 vH überschreiten. Die Länder Griechenland, Irland und Portugal sind nicht enthalten, weil sie sich in einem Anpassungsprogramm befinden.

Quelle: EU

© Sachverständigenrat

Demnach würde in den nächsten Jahren beim Tilgungsfonds ein Bestand an Anleihen in Höhe von rund 2,3 Billionen Euro entstehen. Deutschland würde mit 25 vH nach Italien mit 41 vH den größten Anteil an diesem Portfolio stellen. Weitere wichtige Schuldner des Tilgungsfonds wären Frankreich, Belgien und Spanien (Schaubild 32).

189. Entscheidend ist für dieses Konzept, dass die Schulden nach der Roll-in-Phase im Tilgungsfonds betragsmäßig nach oben begrenzt sind und dass außerdem jedes Land verpflichtet ist, diese über einen Zeitraum von 20 bis 25 Jahren eigenverantwortlich zu tilgen. Zu einem Transfer zwischen den beteiligten Ländern käme es nur, wenn der Haftungsfall einträte, dessen Umfang die hinterlegten Sicherheiten überschreitet (Ziffer 190). Durch die gemeinschaftliche Haftung während der Tilgungsphase werden **sichere Anleihen** geschaffen, mit denen sich das europäische Finanzsystem stabilisieren lässt, bis die nationalen Anleihemärkte wieder ausreichend funktionsfähig sind. Die Zuweisungen an den Tilgungsfonds müssten daher so ausgestaltet werden, dass dadurch ein Abbau der ausgelagerten Schulden innerhalb eines Zeitraums von etwa 20 bis 25 Jahren gelingt. Zugleich muss sichergestellt werden, dass

- die Einrichtung des Tilgungsfonds einmalig und zeitlich begrenzt ist und
- die Schulden, für die die Mitgliedsländer allein haften, nicht wieder über die im Vertrag von Maastricht vereinbarte Grenze von 60 vH des Bruttoinlandsprodukts hinauswachsen.

190. Der Tilgungsfonds, der Anleihen an dem historischen Beispiel eines vergleichbaren Fonds in den Vereinigten Staaten aus dem Jahr 1790 nimmt (Kasten 9, Seite 113 f.), ist in dieser Form nur zu vertreten, wenn die gemeinsame Haftung mit einer **strikten fiskalischen Disziplin** einhergeht. Diese muss auf fünf Säulen basieren:

- Als institutioneller Rahmen erfordert der Tilgungsfonds die Implementierung einer **nationalen Schuldenbremse** in den Verfassungen der Teilnehmerländer, da nur so die Glaubwürdigkeit der langfristigen Konsolidierungsverpflichtung gewährleistet werden kann. Die Schuldenbremsen sollten sich an den Zielen des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts orientieren. Insbesondere sollte sichergestellt werden, dass das strukturelle Haushaltsdefizit nach einer Übergangsphase die Grenze von 0,5 vH gemessen am Bruttoinlandsprodukts nicht überschreitet. Die Bindungswirkung der nationalen Schuldenbremsen sollte zudem verstärkt werden, in dem diese zusätzlich von einer unabhängigen europäischen Instanz überprüft werden, etwa durch den Europäischen Rechnungshof. Verstöße ein Land gegen die Vorgaben seiner Schuldenbremse, wäre eine sofortige Strafzahlung an den Tilgungsfonds zu leisten, zu der sich die Länder vor der Teilnahme am Schuldentilgungspakt verpflichten (analog zum „Schuldensoli“, JG 2009 Ziffer 128). Da der Vorschlag auf den Euro-Raum begrenzt ist, wäre es am einfachsten, bei jedem festgestellten Verstoß gegen die Schuldenbremse automatisch den Anteil des betreffenden Landes an den Zentralbankgewinnen als beschleunigte Tilgung an den Tilgungsfonds abzuführen.
- Eine zweite zentrale fiskalische Absicherung des Tilgungsfonds besteht in einer gemeinsam festgelegten **mittelfristigen Konsolidierungs- und Wachstumsstrategie** für alle

Teilnehmerländer. Sie sollte so ausgestaltet sein, dass es über einen Zeitraum von 20 bis 25 Jahren möglich wird, eine Schuldenstandsquote von 60 vH zu erreichen. Eine wichtige Rolle sollten dabei mittelfristige Pfade für die von der Politik kontrollierbaren öffentlichen Ausgaben spielen. Zudem sollte die Strategie einen Katalog konkreter Maßnahmen für Strukturreformen enthalten.

- Als dritter Absicherungsmechanismus soll die Möglichkeit bestehen, die gemeinsame **Haftung für neue Schulden zu stoppen**, wenn ein Land den in der Konsolidierungs- und Wachstumsstrategie vorgegebenen Verpflichtungen nicht nachkommt. Das „Roll-in“ würde dann unmittelbar abgebrochen werden und das betreffende Land wäre wieder voll den Mechanismen der internationalen Finanzmärkte ausgesetzt.
- Zur Sicherstellung der Schuldentilgung gegenüber dem Fonds muss sich ein Teilnehmerland viertens verpflichten, einen **Aufschlag auf eine nationale Steuer** (Mehrwertsteuer und/oder Einkommensteuer) vorzunehmen, dessen Aufkommen nicht in den nationalen Haushalt fließt, sondern direkt dem Tilgungsfonds zu Gute kommen muss. Dem Beispiel der meisten US-amerikanischen Bundesstaaten folgend wäre dabei daran zu denken, dass den Zahlungen für den Tilgungsfonds durch die nationalen Verfassungen ein Vorrang vor anderen Ausgaben eingeräumt wird (Cooley und Marimon, 2011).
- Um die Haftungsrisiken zu begrenzen und gleichzeitig eine Eigenbeteiligung vorzusehen, müssen alle Teilnehmerländer zur Absicherung ihrer Verbindlichkeiten einen Teil ihrer **nationalen Währungsreserven** (Devisen- oder Goldreserven) verpfänden. Die Goldbestände der Notenbanken sind unter geld- und währungspolitischen Aspekten schon seit Jahrzehnten funktionslos geworden und können somit ohne eine Beeinträchtigung der nationalen Wirtschaftspolitik als Pfand für eine sehr weitreichende Haftungsübernahme eingesetzt werden. Für ein einzelnes Mitgliedsland des Euro-Raums sind auch die Devisenreserven funktionslos geworden, da die Verantwortung für Interventionen am Devisenmarkt in der Hand der EZB liegt. Insgesamt sollte ein Betrag in Höhe von 20 vH der vom Fonds übernommenen Kredite in dieser Weise abgesichert werden. Für den Fall, dass ein einzelnes Teilnehmerland zur Haftung herangezogen wird, könnten dessen Risiken dadurch beschränkt werden, dass ein Lastenausgleich zwischen den noch solventen Teilnehmerländern vereinbart wird.

Kasten 9

Alexander Hamilton und die Restrukturierung der US-Staatsschuld im Jahr 1790

Als Folge des amerikanischen Unabhängigkeitskriegs (1775-1783) hatte sich in den Vereinigten Staaten eine hohe Verschuldung des Bundes und der Bundesstaaten aufgebaut. Der damalige Finanzminister Alexander Hamilton entschied sich in dieser Situation dafür, eine Haftung des Bundes für sämtliche Anleihen zu übernehmen. Hamilton wollte damit vermeiden, dass die Reputation der Nation durch einen Schuldenschnitt beschädigt wurde, und zugleich dazu beitragen, dass für die Anleger auf diese Weise eine sichere Anlageform geschaffen wurde. Hamiltons Plan wurde im Juli 1790 umgesetzt. Dazu wurden alle ausstehenden Anleihen in „ewige Anleihen“ umgestellt, das heißt, es wurde zeitlich unbefristet ein Zinssatz von 4 % gezahlt, ohne dass eine

Rückzahlung vorgesehen war (Consols). Im Jahr 1792 etablierte Hamilton einen Tilgungsfonds (Sinking Fund). Diesem flossen vorbestimmte Einnahmen aus Zöllen und Verbrauchsteuern zu, um damit ausstehende Anleihen zurückzukaufen und die Verschuldung zu tilgen. Das Programm Hamiltons wird allgemein als erfolgreich beurteilt; Bordo und Vegh (2002) sprechen von „one of the most successful financial programs in history“. Es trug dazu bei, die Bonität der Vereinigten Staaten zu sichern, einen großen US-amerikanischen Anleihemarkt zu schaffen und den Staaten eine Refinanzierung zu niedrigen Zinsen zu ermöglichen.

191. Der Schuldentilgungspakt könnte durchaus einer Prüfung durch das **Bundesverfassungsgericht** standhalten. Gemäß seinem Urteil vom 7. September 2011 darf der Deutsche Bundestag seine Budgetverantwortung nicht durch unbestimmte haushaltspolitische Ermächtigungen auf andere Akteure übertragen. Entscheidend ist einerseits die Möglichkeit des deutschen Gesetzgebers, im Einzelfall über ausgabenwirksame Hilfszahlungen an europäische Partner zu entscheiden. Andererseits müssen die auf den Bundeshaushalt potenziell zukommenden Belastungen zeitlich, sachlich und der Höhe nach begrenzt sein.

Deutscher Bundestag und Bundesrat haben die Möglichkeit, über die Einrichtung eines Tilgungsfonds im Rahmen des Schuldentilgungspakts zu entscheiden. Damit wird das finanzielle Volumen, für welches Deutschland maximal haften würde, festgelegt. Der auf die zuvor genannte Weise geschaffene Tilgungsfonds würde sich durch die Ausgabe eigener, konstruktionsbedingt unter gemeinschaftlicher Haftung aufgelegter Anleihen refinanzieren. Sind die letzten Schulden im Tilgungsfonds getilgt, entfällt auch die Notwendigkeit für die Ausgabe dieser Anleihen. Mit der Zeit schaffen sich die Gemeinschaftsanleihen daher automatisch ab. Zwar würde der Gesetzgeber nicht über jede einzelne auszugebende Anleihe des Tilgungsfonds entscheiden können. Aber er würde das maximale Volumen des Fonds festlegen, im Rahmen dessen Anleihen begeben werden könnten. Durch die Entscheidungen anderer Mitgliedsländer erhöht sich dieser Betrag nicht, sodass der Gesetzgeber hinreichend an den ausgabenwirksamen Entscheidungen des Fonds beteiligt sein dürfte.

Genau wie die anderen Mitgliedsländer würde Deutschland seinen eigenen Tilgungsverpflichtungen für die an den Tilgungsfonds transferierten Schulden nachkommen müssen. Eine neue Belastung träte aufgrund dieser Tilgungszahlungen nicht auf. Vermutlich müssten jedoch höhere Zinsen als zum heutigen Zeitpunkt gezahlt werden, zu dem Deutschland in dieser Hinsicht als Gewinner der Schuldenkrise bezeichnet werden kann. Zwar bestünde eine gemeinschaftliche Haftung für den Tilgungsfonds in Höhe von maximal 2,3 Billionen Euro, für die Deutschland dann eintreten müsste, wenn alle anderen europäischen Schuldner ausfallen und ihre Schulden nicht bedienen könnten. Dieser Haftungsfall ist jedoch sehr unwahrscheinlich. Etwas höher wäre die Wahrscheinlichkeit, dass ein einzelnes Land seinen Zinszahlungen nicht nachkommt. Die dadurch auftretenden Belastungen sind jedoch begrenzt. Das Haftungsrisiko, das auf Deutschland jährlich zukäme, dürfte den deutschen Gesetzgeber somit nicht übermäßig stark binden und daran hindern, sein Haushaltsrecht effektiv wahrzunehmen.

Die mit dem Schuldentilgungspakt verbundenen Sicherungsmechanismen dienen zusätzlich dazu, das Haftungsrisiko für die finanzstarken Länder, insbesondere für Deutschland zu be-

schränken. Da die Währungsreserven bereits zu Beginn des „Roll-in“ in voller Höhe deponiert werden müssen, wäre auch für den ungünstigen Fall eine Vorsorge getroffen, dass es in einem Land nicht möglich sein sollte, eine Schuldenbremse verfassungsrechtlich zu fixieren, wodurch seine Teilnahme am Schuldentilgungspakt beendet werden müsste. Eine Begrenzung der finanzpolitischen Verpflichtungen, die Deutschland mit dem Schuldentilgungspakt eingeht, dürfte somit der Höhe nach sichergestellt werden können.

192. Kritischer ist die **zeitliche Begrenzung** des Tilgungsfonds. Für den Abbau der an den Tilgungsfonds transferierten Schulden wären etwa 20 bis 25 Jahre zu veranschlagen. In diesem relativ langen Zeitraum dürften für die europapolitischen Akteure und für die Mitgliedsländer immer wieder Versuchungen bestehen, den Tilgungsfonds in eine permanente Einrichtung zu transformieren. Damit würde die Verschuldung im Euro-Raum auf Dauer vergemeinschaftet. Die Einrichtung eines Tilgungsfonds kann daher nur dann ernsthaft in Angriff genommen werden, wenn durch die vertragliche Gestaltung ausgeschlossen wird, dass der Tilgungsfonds eine permanente Einrichtung zur Refinanzierung der Euro-Länder wird. Vollständig glaubwürdig wird die Schaffung des Fonds als vorübergehende Einrichtung in den Europäischen Verträgen allerdings nicht sein können. Die Analyse von Zentralisierungsprozessen in Föderalstaaten belegt eindrücklich, dass einmal geschaffene Institutionen auf einer übergeordneten staatlichen Ebene kaum wieder in die Kompetenz nachgelagerter Gebietskörperschaften zurückverlagert werden. Vor die Perpetuierung des Tilgungsfonds müsste der deutsche Gesetzgeber daher von Beginn an ein Junktim mit Artikel 146 Grundgesetz setzen.

193. Von zentraler Bedeutung für den Schuldentilgungspakt ist die Gestaltung der von den Teilnehmerländern zu leistenden **Zahlungen für Zinsen und Tilgung**. Sie sollten als fester Anteil des Bruttoinlandsprodukts definiert und so festgelegt werden, dass die Verbindlichkeiten in 20 bis 25 Jahren vollständig getilgt wären. Da die Zahlungen somit konjunkturabhängig wären, würde ein automatischer Stabilisator zur Absicherung asymmetrischer Schocks etabliert, der allerdings vergleichsweise schwach ausgeprägt wäre.

Um einem Land die Möglichkeit zu geben, den für die mittelfristig zu leistenden Zahlungen erforderlichen Primärüberschuss aufzubauen, könnten die Zahlungen in den ersten fünf Jahren sukzessive an das mittelfristig erforderliche Niveau angepasst werden. Dieser Anpassungspfad ließe sich beispielsweise so ausgestalten, dass jedes Land zunächst jeweils ein Prozent der in den Fonds ausgelagerten Schulden tilgt und zusätzlich Zinszahlungen auf seinen Anteil im Tilgungsfonds leistet. Nach fünf Jahren würde der Anteil der Zahlungen am Bruttoinlandsprodukt konstant gehalten.

194. Durch die gemeinschaftliche Haftung für den Tilgungsfonds entsteht den teilnehmenden hoch verschuldeten Ländern ein **Zinsvorteil auf die im Fonds gehaltene Schuld**, der zur Tilgung der Schulden genutzt werden kann, ohne die nationalen Haushalte zusätzlich zu belasten. Dadurch werden starke Anreize für eine Teilnahme geschaffen, die es erleichtern dürften, bei den nationalen Parlamenten die Zustimmung für die im Schuldentilgungspakt vereinbarten Maßnahmen zu finden. Für Deutschland dürfte sich hingegen eine leichte Zusatzbelastung ergeben, die dadurch begrenzt wäre, dass bei einem Volumen des Tilgungsfonds von

2,3 Billionen Euro ein sehr liquider Markt geschaffen würde, wovon zinssenkende Effekte zu erwarten sind.

195. Die Funktionsweise des Finanzierungsmechanismus soll am **Beispiel Italiens** verdeutlicht werden, wobei als Ausgangsjahr das Jahr 2012 unterstellt ist (Tabelle 13, Seite 116). Bei einer derzeitigen Schuldenstandsquote von 120,3 vH mit einer Gesamtverschuldung von 1 911 Mrd Euro würde Italien 958 Mrd Euro in den Fonds auslagern; dies entspricht den 60,3 Prozentpunkten, um welche die Schuldenstandsquote im ersten Jahr über dem Zielwert von 60 vH liegt. Die allein in nationaler Haftung verbliebene Verschuldung in Höhe von 953 Mrd Euro würde genau 60 vH gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukt betragen. Die Schulden würden ausgelagert, indem sich Italien so lange über den Tilgungsfonds refinanziert, bis der Finanzierungsrahmen in Höhe von 958 Mrd Euro ausgeschöpft ist (Roll-In). Legt man die Laufzeiten der aktuell durch Italien begebenen Anleihen zu Grunde, dürfte dies etwa im Jahr 2016 der Fall sein. Da bereits ab dem ersten Jahr Zins- und Tilgungszahlungen an den Fonds zu leisten sind, läge die Höhe der ausgelagerten Schuld am Ende der Roll-in-Phase mit 923 Mrd Euro (Tabelle 13, Zeile 2) bereits unter dem am Anfang festgelegten Finanzierungsrahmen. Die allein in nationaler Haftung verbliebenen Schulden würden bis dahin bei konstanter Schuldenstandsquote von 60 vH aufgrund des unterstellten nominalen Wirtschaftswachstums von 3 vH auf 1 073 Mrd Euro ansteigen (Tabelle 13, Zeile 5).

Die Berechnung der **jährlichen Zahlungen** an den Tilgungsfonds setzt am Endstand der bis zum Jahr 2016 an den Fonds übertragenen Schulden in Höhe von 923 Mrd Euro an und der Zielsetzung, diese bei einer jährlichen Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts von 3 vH innerhalb von insgesamt 25 Jahren zu tilgen. Unterstellt man, der Fonds könne sich zu einem Zinssatz von 4 % refinanzieren, ergeben sich für Italien im ersten Jahr nach der fünfjährigen Roll-in-Phase Zahlungen in Höhe von jährlich 3 vH des Bruttoinlandsprodukts, die sich zusammensetzen aus Zinsen und Tilgung. Die laufenden Zahlungen blieben relativ zur Wirtschaftsleistung für die gesamte Restlaufzeit konstant, wobei sich lediglich die Aufteilung zwischen Zins- und Tilgungszahlung verändert. Während der Roll-in-Phase sind die Zuweisungen zunächst geringer und richten sich nach dem Anteil der bereits über den Tilgungsfonds finanzierten Schulden. Nach 24 Jahren Gesamtlaufzeit hätte Italien seine Schulden im Tilgungsfonds vollständig getilgt.

Für Italien wäre so von Beginn an ein gleichbleibender **Primärüberschuss in Höhe von 4,2 vH** erforderlich, um den gesamten Schuldenstand bis zum Ende der Laufzeit des Tilgungsfonds auf 60 vH des Bruttoinlandsprodukts zu reduzieren (Tabelle 13, Schaubild 33, Seite 117). Dies ist ein ehrgeiziges Ziel, aber laufende Planungen sehen – der Prognose des IWF zufolge – für das Jahr 2012 eine Quote des Primärüberschusses von 2,6 vH und für die darauffolgenden Jahre von 4 vH (2013) und 4 ½ vH (2014 bis 2016) vor. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es für Italien durch die Finanzierung mittels des Fonds zu einer deutlichen Entlastung bei den laufenden Zinszahlungen kommt. Unterstellt man, dass Italien ohne Beteiligung am Tilgungsfonds für seine Schulden einen Zinssatz von 7 % leisten müsste, wäre nach der „Roll-in Phase“ ein Primärsaldo von 7,3 vH zu erzielen, um den Schuldenstand ebenfalls auf 60 vH zurückzuführen. Die Konsolidierungsaufgabe wäre somit erheblich schwieriger zu bewerkstelligen.

Tabelle 13

Italien: Stilisierte Entwicklung der Zahlungsverpflichtungen und Schuldenstandsquoten bei Inanspruchnahme des Tilgungsfonds

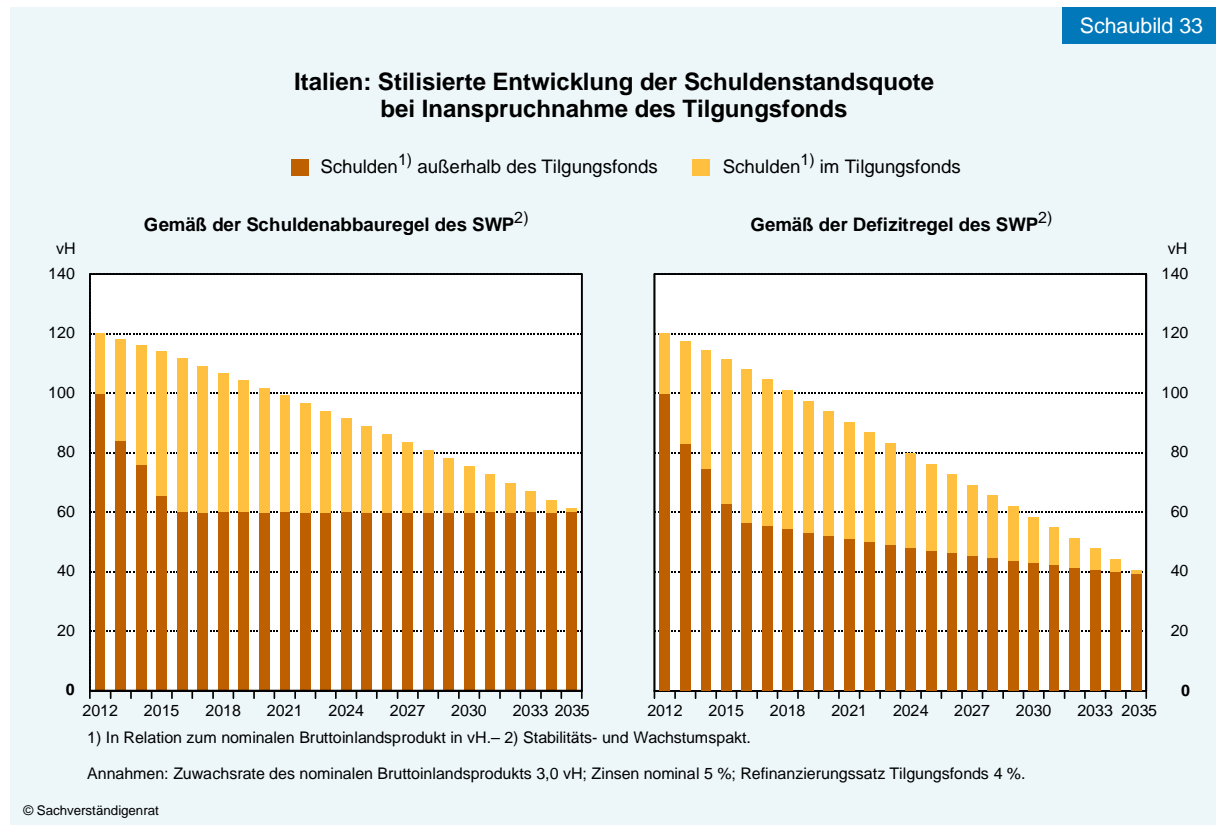
	Einheit	Roll-in-Phase					2017	2018	2026	2031	2035
		2012	2013	2014	2015	2016					
Konsolidierung im Schuldentilgungspakt											
Refinanzierung über den Fonds ¹⁾	Mrd Euro	321,0	243,0	121,0	175,0	97,7	-	-	-	-	-
Schuldenstand im Fonds	Mrd Euro	321,0	560,8	674,6	839,4	923,2	906,2	887,0	631,9	353,2	40,8
	vH ⁴⁾	20,2	34,3	40,0	48,3	51,6	49,2	46,8	26,3	12,7	1,3
Zahlung an den Fonds	Mrd Euro	16,1	29,6	37,2	47,4	53,9	55,5	57,2	72,4	84,0	42,4
	vH ⁴⁾	1,0	1,8	2,2	2,7	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	1,4
davon:											
Zinsen	Mrd Euro	12,8	22,4	27,0	33,6	36,9	36,2	35,5	25,3	14,1	1,6
Tilgung	Mrd Euro	3,2	7,2	10,2	13,9	17,0	19,3	21,7	47,2	69,8	40,8
Schuldenstand ausserhalb des Fonds	Mrd Euro	1 590,0	1 375,6	1 284,1	1 139,4	1 073,0	1 105,2	1 138,3	1 442,0	1 671,7	1 881,5
	vH ⁴⁾	100,1	84,1	76,2	65,6	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Schuldenstand insgesamt	Mrd Euro	1 911,0	1 936,5	1 958,9	1 979,1	1 996,6	2 011,8	2 025,7	2 074,4	2 025,5	1 923,0
	vH ⁴⁾	120,3	118,3	116,2	114,0	111,6	109,2	106,8	86,3	72,7	61,3
Erforderlicher Primärsaldo ²⁾	vH ⁴⁾	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	2,6
Konsolidierung ohne Schuldentilgungspakt											
Ausgeglichener Haushalt ³⁾ (vH ⁴⁾)											
Erforderlicher Primärsaldo bei einem Nominalzins von ...											
5 %		6,0	5,8	5,7	5,5	5,3	5,2	5,0	4,0	3,4	3,0
7 %		8,4	8,2	7,9	7,7	7,5	7,3	7,1	5,6	4,8	4,3
Schuldenstandsquote bei einem Nominalzins von ...											
5 %		120,3	116,8	113,4	110,1	106,9	103,7	100,7	79,5	68,6	60,9
7 %		120,3	116,8	113,4	110,1	106,9	103,7	100,7	79,5	68,6	60,9

1) Die Refinanzierung deckt in den ersten Jahren den vollständigen Refinanzierungsbedarf des Landes ab, der über die Fälligkeitstruktur der ausstehenden Anleihen ermittelt wurde. Für fällige, kurzfristige Schatzanweisungen wurde angenommen, dass diese zur Hälfte über den Tilgungsfonds refinanziert werden. Im ersten Jahr ist ferner ein zu finanzierendes Defizit in Höhe von 17 Mrd Euro unterstellt. Die Summe über die Jahre 2012 bis 2016 beträgt 958 Mrd Euro.– 2) Die Schuldenstandsquote ohne Berücksichtigung der Schulden des Tilgungsfonds wird in Höhe von 60 vH über den gesamten Zeitraum konstant gehalten.– 3) Ein jederzeit ausgeglichener Haushalt führt unter den Annahmen dieser Projektion zu einer Schuldenstandsquote von 61 vH am Ende der Periode 24.– 4) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in vH.

Annahmen: Schuldenstandsquote 120 vH, nominales Bruttoinlandsprodukt 1 589 Mrd Euro, Bruttoschulden 1 911 Mrd Euro (jeweils zu Beginn der Roll-in-Phase); Zuwachsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts 3,0 vH; Zinsen nominal 5 %; Refinanzierungssatz Tilgungsfonds 4 %.

Bei dem exemplarisch betrachteten Schuldentilgungspfad, welcher der reformierten Schuldenstandsregel des SWP entspricht, ist jedoch zu berücksichtigen, dass dieser im Fall Italiens weniger ambitioniert ist als das mittelfristige Haushaltsziel des SWP, das eine maximale Quote des strukturellen Defizits von 0,5 vH vorsieht. Die bei einer Teilnahme am Schuldentil-

gungspakt zu implementierenden nationalen Schuldenbremsen müssten im Prinzip diesem Ziel entsprechen. Ähnlich wie in Deutschland würde im Rahmen der Umsetzung eine Übergangsphase definiert, bis die Schuldenbremse ihre volle Bindungswirkung entfaltet. Im Beispiel von Italien würde sich daraus mittelfristig ein zusätzlicher Konsolidierungsbedarf in Höhe von 1 vH des Bruttoinlandsprodukts ergeben. Bis zum Auslaufen des Tilgungsfonds würden dadurch die in allein nationaler Haftung verbliebenen Schulden unter einen Wert von 40 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinken (Schaubild 33).



196. Für Deutschland würde die Teilnahme am Tilgungsfonds bedeuten, dass die ausgelagerten Schulden ebenfalls im Jahr 2035 getilgt wären. Da die Zahlungen an den Tilgungsfonds defizitwirksam sind, führt die Implementierung des Schuldentilgungspakts in Deutschland sogar zu einer über die Vorgaben der Schuldenbremse hinausgehenden Konsolidierung. Der dadurch erforderliche Primärüberschuss liegt um etwa 0,5 vH des Bruttoinlandsprodukts höher als wenn die Konsolidierung allein durch die Schuldenbremse erfolgte. Somit würde Deutschland für seine gesamte Staatsschuld bereits im Jahr 2023 die Grenze von 60 vH des Bruttoinlandsprodukts unterschreiten können. Allein aufgrund der Schuldenbremse wäre dies erst drei Jahre später der Fall.

Was die zusätzlichen Zinskosten anbelangt, ergibt sich bei einem unterstellten Zinsdifferenzial von einem Prozentpunkt zwischen den Refinanzierungskosten des Tilgungsfonds und denen Deutschlands und einer in den Fonds übertragenen Schuld von 579 Mrd Euro eine zusätzliche jährliche Zinsbelastung von etwa 0,3 vH des Bruttoinlandsprodukts. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die derzeit extrem niedrigen Zinssätze für deutsche Anleihen in erster Li-

nie der krisenhaften Entwicklung des Euro-Raums geschuldet sind und somit nicht als ein mittelfristiges Gleichgewichtsniveau angesehen werden können.

197. Gelingt es mit der durch die Beschlüsse vom 26. Oktober 2011 gewonnenen Zeit nicht, eine Wende in der EU-Schuldenkrise zu erreichen, und können sich die Mitgliedsländer der Eurozone nicht auf eine Lösung im Sinne des Schuldentilgungspakts einigen, so verbleiben zwei Möglichkeiten, um eine drohende Finanzkrise abzuwenden. In ihrer Funktion als Lender of Last Resort käme die **Europäische Zentralbank** im ungünstigsten Fall nicht umhin, erneut Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt anzukaufen. Dies wäre ordnungspolitisch äußerst bedenklich. Eine andere Möglichkeit bestünde darin, mit einer Politik kleiner Schritte den **Europäischen Stabilitätsmechanismus** in Anlehnung an die jüngsten Beschlüsse zu hebeln. Dabei besteht die Gefahr, dass das einzusetzende Finanzvolumen eben solche Dimensionen erreichen könnte, wie sie für den Tilgungsfonds vorzusehen sind, ohne dass ein hinreichend strukturiertes Konsolidierungsprogramm zur Rückführung der Schulden in den überschuldeten Mitgliedsländern eingerichtet werden könnte. Die EZB wäre dann ebenfalls nicht sicher von ihrer Funktion als Lender of Last Resort befreit.

VI. Perspektiven für die Europäische Währungsunion

198. Die aktuelle Krise der Europäischen Währungsunion reflektiert ein tief liegendes konzeptionelles Problem. Während im Bereich der Geldpolitik mit der einheitlichen Währung und einem gemeinsamen Zentralbanksystem eine sehr weitreichende Integration erreicht wurde, besteht bei der Fiskalpolitik ein ebenso ineffizientes wie konflikthanfälliges Nebeneinander nationaler Kompetenzen mit gemeinschaftlichen Überwachungs- und Krisenmechanismen. Wenn die Währungsunion in Zukunft über eine deutlich widerstandsfähigere Architektur verfügen soll, müssen Lösungen gefunden werden, bei denen die Fiskaldisziplin deutlich verstärkt wird.

1. Bisherige Reformen reichen nicht aus

199. Der **Vertrag von Maastricht** und der auf ihm aufbauende ursprüngliche Stabilitäts- und Wachstumspakt setzten darauf, Fiskaldisziplin bei weitgehend nationalen Kompetenzen mit einer Kombination aus Regelbindung, diskretionären politischen Entscheidungsprozessen und Marktdisziplin zu erreichen. Mit der 3 vH-Grenze für die Defizitquote und der 60 vH-Grenze für die Schuldenstandsquote wurden zwei Regeln für die nationalen Fiskalpolitiken fixiert. Allerdings werden Überschreitungen nicht automatisch sanktioniert, sondern im Rahmen der komplexen Mechanismen des Stabilitäts- und Wachstumspakts einem diskretionären Entscheidungsprozess des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister unterworfen. Durch die No-bail-out Klausel und den Verzicht auf einen expliziten Krisenmechanismus sollte zugleich dafür gesorgt werden, dass die Mitgliedsländer einem hinreichenden Disziplinierungsdruck durch die Finanzmärkte ausgesetzt sind.

200. Im Rückblick zeigen sich erhebliche **Schwächen dieser Architektur**. Die im Vertrag von Maastricht fixierten Regeln erwiesen sich als unzureichend, weil sie erstens die Möglich-

keit einer exzessiven Verschuldung im Privatsektor außer Acht gelassen hatten. So konnten Spanien und Irland noch im Jahr 2007 einen Überschuss in den öffentlichen Haushalten aufweisen und ihre Schuldenstandsquote lag mit 36 vH beziehungsweise 25 vH deutlich unter dem Richtwert von 60 vH. Versagt hat zweitens der diskretionäre Sanktionsmechanismus, da Griechenland trotz einer anhaltenden Verletzung der beiden Fiskalregeln nie mit den Sanktionsverfahren des Pakts konfrontiert wurde. Drittens erwies sich die Marktdisziplin als unzureichend, da es über viele Jahre hinweg nicht zu einer antizipativen Aufspreizung der Risikoprämien kam, obwohl das fiskalische Fehlverhalten Griechenlands nicht hätte übersehen werden dürfen. Aktuell stößt die Marktdisziplin an ihre Grenzen, wenn das Finanzsystem für den Fall einer staatlichen Insolvenz nicht ausreichend abgesichert ist (Ziffern 233 ff.).

201. Die jetzt im Rahmen des „Six-Pack“ beschlossene **Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts** zielt darauf ab, bei der **Regelbindung** zum einen die präventiven Elemente zu stärken, insbesondere durch die Einbeziehung einer Ausgabenregel, die sich an der Wachstumsrate des Produktionspotenzials eines Landes orientiert (JG 2009 Ziffer 126). Im „korrekativen Arm“ wurde eine regelgebundene Reduktion der Schuldenstandsquote implementiert, wonach der die 60 vH-Grenze überschreitende Betrag der Verschuldung kontinuierlich abgebaut werden soll. Die diskretionären Entscheidungsprozesse wurden demgegenüber nur geringfügig reformiert, da die Kompetenz über die wesentlichen Schritte des exzessiven Defizitverfahrens nach wie vor beim Rat der Wirtschafts- und Finanzminister liegt. Die Rolle der Kommission wurde nur bei der Festlegung von Sanktionen gestärkt, die jedoch erst dann beschlossen werden können, wenn das Fehlverhalten eines Landes durch den Rat festgestellt worden ist.

202. Ein Beitrag zu einer stärkeren Marktdisziplin hätte durch den **Europäischen Stabilitätsmechanismus** (ESM) geleistet werden können. Dieser sieht nach seinem Inkrafttreten im Juli 2013 erstmals explizit eine private Gläubigerbeteiligung vor, die jedoch nicht an eine feste Regel gebunden ist, sondern von einer diskretionären Entscheidung des ESM abhängig ist. Eine Einbeziehung privater Investoren soll immer dann erforderlich sein, wenn durch den ESM im Rahmen einer Schuldentragfähigkeitsanalyse für ein Land festgestellt wird, dass es nicht nur ein Liquiditäts-, sondern auch ein Solvenzproblem aufweist. Zur Erleichterung von Restrukturierungsverfahren sollen ab Juli 2013 alle neu emittierten Staatsanleihen des Euro-Raums mit Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) ausgestattet sein.

Ähnlich wie der Stabilitäts- und Wachstumspakt leidet der ESM damit unter einem Glaubwürdigkeitsproblem. Die zentrale Frage, ob ein Land von einem vorübergehenden Liquiditätsproblem oder einem anhaltenden Solvenzproblem betroffen ist, wird im ESM politisch entschieden, da die Kriterien, nach denen zu entscheiden ist, nicht bestimmt sind. Wenn potenzielle Sünder über Sünder urteilen, ist zu befürchten, dass unangenehme Entscheidungen vertagt oder überhaupt nicht getroffen werden.

203. Insgesamt gehen die jetzt beschlossenen Reformen in die richtige Richtung. Es fehlt jedoch der qualitative Sprung, der notwendig wäre, um für den Euro-Raum in Zukunft stabile öffentliche Finanzen zu gewährleisten.

2. Wege zu mehr Integration in der Fiskalpolitik

204. Die zunehmenden Spannungen in der Europäischen Währungsunion haben zu einer lebhaften Diskussion über weitere Schritte auf dem Feld der europäischen Integration geführt. Dazu gehören Vorschläge für einen europäischen Finanzminister, für eine europäische Fiskalunion oder einen Währungskommissar. Entscheidend ist dabei neben der institutionellen Ausgestaltung vor allem die Frage, welche fiskalischen Kompetenzen in Zukunft auf der europäischen Ebene angesiedelt sein sollen. Dabei sind zwei unterschiedliche Ansätze denkbar. Zum einen kann die Integration durch einen zunehmenden Transfer finanzieller Ressourcen auf die Gemeinschaftsebene vorangetrieben werden, zum anderen durch die Übertragung stärkerer Kontrollrechte.

205. Der erste Ansatz würde darin bestehen, zusätzliche **finanzielle Mittel** auf die Gemeinschaftsebene zu übertragen, um ihr damit gleichsam als Bundesstaat die Möglichkeit zu geben, Funktionen wie eine gemeinschaftliche Arbeitslosenversicherung und Bildungs- oder Sozialpolitik wahrzunehmen. Auf diese Weise würde – ähnlich wie in den Vereinigten Staaten – ein automatischer Stabilisator auf der Gemeinschaftsebene etabliert, der es ermöglichen würde, Schocks auf der Ebene der Mitgliedstaaten besser zu verarbeiten. In Anbetracht der äußerst schwierigen fiskalischen Situation in allen Mitgliedsländern, die sich durch die demografische Entwicklung eher noch verschärfen wird, ist derzeit jedoch nicht zu erkennen, dass es eine politische Bereitschaft gibt, finanzielle Ressourcen größeren Umfangs auf die Gemeinschaftsebene zu übertragen. Selbst wenn es durchaus reizvoll ist, über Ausgestaltungsmöglichkeiten einer solchen Fiskalunion zu diskutieren, dürften solche Konzepte in der politischen Debatte der nächsten Jahre somit kaum eine größere Rolle spielen.

206. Dementsprechend geht es bei dem zweiten Ansatz, der den meisten der in jüngerer Zeit entwickelten Vorschlägen für eine Fiskalunion zugrunde liegt, in der Regel vor allem darum, wie man **stärkere Kontrollrechte** auf der Gemeinschaftsebene etablieren kann, um fiskalischem Fehlverhalten wirksamer als bisher und möglichst frühzeitig einen Riegel vorschieben zu können.

207. Für den Bereich der Regelbindung hat sich dabei mittlerweile ein gewisser Konsens herausgebildet, dass eine verfassungsrechtliche Verankerung einer **Schuldenbremse** eine wichtige Grundvoraussetzung für fiskalische Stabilität darstellt. Dies kann durch eine fortlaufende gemeinschaftliche Überwachung der dabei verwendeten statistischen Daten und Berechnungsverfahren zusätzlich gestärkt werden.

208. Bei den unvermeidlichen diskretionären Entscheidungsprozessen im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts muss es – ähnlich wie bei der Geldpolitik – vor allem darum gehen, die **Unabhängigkeit der Entscheidungsträger** zu stärken. Es kann nicht erwartet werden, dass der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister konsequent Sanktionen verhängt, wenn sich, wie derzeit, 14 von den 17 Mitgliedsländern des Euro-Raums in einem exzessiven Defizitverfahren befinden. Aus diesem Grund hat der Sachverständigenrat schon seit längerem dafür geworben, die Rolle der Kommission im präventiven Arm und in den exzessiven Defizitverfahren so zu stärken, dass sie die Entscheidungskompetenz über alle relevanten Verfah-

rensschritte erhält und der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister diese nur noch mit einer qualifizierten Mehrheit zurückweisen kann (JG 2009 Ziffer 127).

Eine noch größere Unabhängigkeit könnte dadurch geschaffen werden, dass man den **Währungskommissar** mit denselben Befugnissen ausstattet wie den Wettbewerbskommissar, dessen wettbewerbsrechtliche Entscheidungen keine Billigung durch den Ministerrat erfordern. Überträgt man diese Lösung auf den Stabilitäts- und Wachstumspakt, würde der Währungskommissar zum Herrn des Verfahrens, und der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister würde damit sämtliche Entscheidungskompetenzen im exzessiven Defizitverfahren verlieren. Dem Währungskommissar sollte das Recht eingeräumt werden, gegen ein Mitgliedsland ein Vertragsverletzungsverfahren vor dem Europäischen Gerichtshof einzuleiten. Dabei wäre dafür Sorge zu tragen, dass ein mit so umfassenden Kompetenzen ausgestatteter Entscheidungsträger nicht in anderer Weise politischer Einflussnahme ausgesetzt werden kann.

209. Neben der institutionellen Stellung des für die fiskalpolitische Disziplin zuständigen Gremiums kommt es entscheidend auf dessen **Kompetenzen** an. Ein grundlegendes Problem des Stabilitäts- und Wachstumspakts besteht darin, dass seine schärfste Sanktion, das Hinterlegen einer unverzinslichen Einlage in eine definitive Geldbuße, wenig zielführend ist, da sie die fiskalische Situation eines Landes noch zusätzlich erschwert (JG 2009 Ziffer 128). Hier würde es sich anbieten, dass sich die Teilnehmer im Fall eines von der Kommission festgestellten Handlungsbedarfs verpflichten, eine im Voraus definierte Steuer proportional anzuhoben („Stabilitäts-Soli“).

210. Von dieser Grundlage aus könnte man dann das von Jean-Claude Trichet, dem ehemaligen EZB Präsidenten, in die Diskussion gebrachte **Modell eines europäischen Finanzministers** erwägen. Diesen Vorstellungen zufolge soll dieser Persönlichkeit die Kompetenz für die Wettbewerbspolitik sowie die Wirtschafts- und Währungspolitik der Gemeinschaft zukommen. Dazu würde auch die Verantwortung für die Institutionen gehören, die in der Europäischen Union für die Aufsicht und Regulierung des Finanzsystems zuständig sind. Zudem sollte der Finanzminister die Union in allen internationalen Institutionen vertreten. Während eine solche Lösung unter Effizienzaspekten durchaus Vorteile erkennen lässt, stellt sich aus politischer Sicht das Problem, dass damit – wie bei allen Formen einer Stärkung der Kommission – immer mehr Funktionen auf die Gemeinschaft übertragen werden, ohne dass dafür eine ausreichende parlamentarische Kontrolle gewährleistet ist.

3. Wie kann die Marktdisziplin verbessert werden?

211. Die Architekten des Vertrags von Maastricht hatten darauf vertraut, dass die Fiskaldisziplin nicht nur durch die vertraglich gesetzten Regeln und die vereinbarten politische Entscheidungsprozeduren, sondern auch entscheidend durch Marktdisziplin eingefordert werden würde. Die Erfahrung der letzten zwölf Jahre zeigt, dass diese Hoffnung insoweit getrogen hat, als es durch die von den Finanzmärkten ausgehenden Impulse nicht zu einer **präventiven Reaktion** gekommen ist, die den Ländern ein rechtzeitiges Gegensteuern erlaubt hätte. Vielmehr haben die in den Zinsaufschlägen abzulesenden Marktsignale in der Regel erst dann

aufgeleuchtet, wenn sich eine schwere chronische Fehlentwicklung manifestiert hat. In einer solchen Situation erschwert die Marktreaktion eine ohnehin nicht einfache Therapie.

212. In der aktuellen Situation mit teilweise ungewöhnlich hohen Defizit- und Schuldenstandsquoten sind daher auch die Spielräume für eine Verbesserung der Marktdisziplin eher begrenzt. Aus diesem Grund ist der im vierten Kapitel vorgeschlagene und im einzelnen beschriebene **langfristige Ordnungsrahmen für den Euro-Raum** (Ziffer 245 f.) als eine Lösung für die mittlere Frist gedacht, das heißt, für eine Phase mit deutlich niedrigeren Schuldenstandsquoten, wie sie durch die konsequente Umsetzung des Schuldentilgungspakts erreicht werden können.

Das präventive Element ergibt sich aus einem **dreistufigen Ansatz**, der sich an den Schuldenstandsquoten orientiert.

- Ländern mit einer Schuldenstandsquote unterhalb der 60 vH-Grenze, die sich auf diese Weise als stabilitätsbewusst präqualifiziert haben, stünde im Fall von Liquiditätsproblemen ein uneingeschränkter Zugang zu ESM-Krediten offen.
- Bei einer Schuldenstandsquote zwischen 60 vH und 90 vH setzen ESM-Kredite voraus, dass sich ein Land zu einem mehrjährigen Anpassungsprogramm bereit erklärt.
- Bei einer Schuldenstandsquote von über 90 vH wäre zusätzlich eine verbindliche Umschuldung mit einer Beteiligung des privaten Sektors erforderlich.

Kommt es unter diesen Rahmenbedingungen in einem Land zu einer steigenden Schuldenstandsquote, ergäbe sich für die Marktteilnehmer eine schrittweise Transformation einer zunächst nahezu sicheren Anleihe in ein mit einem zunehmenden Ausfallrisiko behafteten Papier. Bei einer glaubhaften Ankündigung eines solchen Regimes sollte sich dies in einer frühzeitigen Aufspreizung der Risikoaufschläge niederschlagen, die es einem Land ermöglichen, fiskalische Anpassungsmaßnahmen zu ergreifen, bevor „das Kind in den Brunnen gefallen ist“.

213. Während ein glaubhaftes Insolvenzregime für Staaten einen wichtigen Beitrag zur Marktdisziplin leisten kann, ist es nur schwer mit den neuen Aufsichtsregeln für Banken und Versicherungen zu vereinbaren, welche die ohnehin privilegierte Stellung von Staatsanleihen als absolut **sichere Aktiva** noch verstärken. So sehen die Regelungen von Basel III Liquiditätspuffer für Banken vor (Liquidity Coverage Ratio und Net Stable Funding Ratio), die vorzugsweise in der Form von Staatsanleihen zu halten sind. Im neuen aufsichtsrechtlichen Regelwerk für Versicherungen (Solvency II), das im Jahr 2013 in Kraft treten soll, werden europäische Staatsanleihen ebenfalls als uneingeschränkt sichere Aktiva eingestuft, für die kein Eigenkapital vorgehalten werden muss. Je nach Ausgestaltung des Insolvenzregimes wird das Angebot an sicheren Aktiva ungenügend sein.

214. Die Nachfrage nach absolut sicheren Aktiva könnte zumindest teilweise dadurch gedeckt werden, dass Zweckgesellschaften gegründet werden, die über eine **Strukturierung**

eines Portfolios von Staatsanleihen sichere und wenig sichere Tranchen schaffen Brunnermeier et al. (2011). Demnach soll eine neu zu schaffende europäische Schuldenagentur Staatsanleihen der Mitgliedsländer ankaufen, die dann in zwei unterschiedlichen Tranchen verbrieft werden.

- Die Ausfallrisiken werden vorrangig von einer **riskanten Tranche** übernommen, die vor allem von risikofreudigen Investoren wie zum Beispiel Hedgefonds erworben würde.
- Auf diese Weise wird eine **sichere Tranche** geschaffen, mit einem im Idealfall zu vernachlässigenden Ausfallrisiko (European Safe Bonds oder ESBies).

Anders als bei der jetzt diskutierten Hebelung der EFSF wird dabei explizit keine gemeinschaftliche Haftung für diese Zweckgesellschaft vorgesehen. Bei dieser auf den ersten Blick attraktiven Lösung stellt sich jedoch – ähnlich wie bei den in der US-amerikanischen Immobilienkrise in eine schwere Schieflage geratenen Collateralized Debt Obligations (CDO) – das grundsätzliche Problem, dass die Strukturierung nur dann funktioniert, wenn die in der Vergangenheit beobachteten Ausfallrisiken einigermaßen konstant bleiben. Ist dies nicht der Fall, können selbst die scheinbar sicheren Tranchen von massiven Ausfallrisiken erfasst werden.

215. Alternativ wäre am Ende einer erfolgreichen Konsolidierungsstrategie, die zu Schuldenstandsquoten unter oder nahe bei der 60 vH-Grenze führen würde, zu erwägen, ob man nicht den Teil der nationalen Verschuldung, der unterhalb der 60 vH-Grenze liegt, in Eurobonds tauscht, für die eine gemeinschaftliche Haftung übernommen wird. Für die über diesen Betrag hinausgehende Verschuldung müsste jedes Land eigenverantwortlich haften. Ein entsprechender Vorschlag wurde von Delpla und von Weizsäcker (2010) unterbreitet, wobei zwischen **Blue Bonds**, das heißt, den in gemeinschaftlicher Haftung emittierten Eurobonds, und **Red Bonds**, das heißt, den in nationaler Verantwortung emittierten Anleihen unterschieden wird.

Gegenüber den ESBies würde hier ein von jeglichen Ausfallrisiken gesicherter Bestand an europäischen Staatsanleihen geschaffen. Dadurch wären die Finanzinstitute des Euro-Raums mit ihren Wettbewerbern in den Vereinigten Staaten wieder gleichgestellt, die mit den US-Staatsanleihen über eine absolut sichere und zugleich verzinsliche Liquiditätsreserve verfügen. Bei diesem Vorschlag ergäbe sich die **Marktdisziplin** durch die Zinsen, welche die Mitgliedsländer für den Teil ihrer Verschuldung bezahlen müssen, die sie in nationaler Verantwortung emittieren müssen. Da das Ausfallrisiko dann vergleichsweise kleine Beträge erfassen würde und für einen großen Teil der Staatsverschuldung des Euro-Raums ein Ansteckungsrisiko ausgeschlossen werden kann, wäre die Drohung der Insolvenz sehr viel glaubwürdiger als unter den gegenwärtigen Verhältnissen. Dies wäre die entscheidende Voraussetzung für eine erwünschte präventive Signalwirkung der Marktdisziplin.

4. Kein leichter Weg

216. Die sich seit Monaten verschärfende Krise des Euro-Raums macht überdeutlich, dass die Politik nur dann wieder die Initiative des Handels zurückgewinnen wird, wenn sie die Bereitschaft zu Lösungen aufbringt, die eine umfassende Absicherung für Staatsanleihen der

Mitgliedsländer erlauben. Die jetzt beschlossene Ausweitung und Hebelung der EFSF ist hierzu ein wichtiger Beitrag. Sollte dies nicht zuletzt in Anbetracht der jetzt kaum noch überschaubaren Situation in Griechenland, an seine Grenze stoßen, stünde Europa vor der Alternative eines unberechenbaren Prozesses einer sich selbst verstärkenden Staaten- und Bankenkrise oder eines unbegrenzten Ankaufs von Staatsanleihen durch die EZB. Um zu verhindern, dass es zu dieser Konstellation kommt, sollte die Politik prüfen, ob es nicht besser wäre, die Stabilität der Staatsanleihen durch eine gemeinsame Haftung wiederherzustellen. Anstelle von zeitlich und quantitativ unbegrenzten Eurobonds eröffnet das in diesem Kapitel entwickelte Modell eines Schuldentilgungspakts eine Lösung, die die kurzfristige Stabilisierung auf den Finanzmärkten mit einer mittelfristig glaubhaften und durch nationale Garantien abgesicherten Konsolidierung der Staatsfinanzen kombiniert.

217. Die Währungsunion ist es wert, solche Anstrengungen zu unternehmen. Bei allen Problemen sollte man nicht übersehen, dass sie vom Schuldenstand und von der Neuverschuldung her deutlich besser gestellt ist als die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich oder Japan. Gleichwohl wird die Währungsunion in den Augen der Finanzmärkte erheblich ungünstiger eingeschätzt. Es wäre fatal, wenn es nicht gelingen würde, eine Lösung zu finden, mit der diese Ungleichbehandlung ein Ende findet. Der hier skizzierte Schuldentilgungspakt kann dies leisten.

218. Auf mittlere Sicht wird man die nächsten Jahre alles daran setzen müssen, die Fiskaldisziplin über eine klügere Regelbindung, über unabhängigere Entscheidungsprozesse im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts sowie über eine präventive Marktdisziplin zu stärken. Neue Institutionen sind dafür ebenso wenig erforderlich, wie ein zusätzlicher Transfer von Finanzmitteln auf die europäische Ebene.

Anhang

Tabelle 14

Schuldenkrise in Europa: Eine Chronologie der europäischen Maßnahmen¹⁾

Datum	Agierendes Gremium	
11. Februar 2010	Europäischer Rat	Mitgliedsländer des Euro-Raums sagen Griechenland politische Unterstützung zu. Falls notwendig, würden Maßnahmen zur Sicherung der Finanzstabilität des Euro-Raum ergriffen werden
15. März 2010	Euro-Gruppe	Diskussion über Perspektiven Griechenlands
25./26. März 2010	Europäischer Rat	Zur Sicherung der Finanzstabilität und der gemeinsamen Währung sind finanzielle Hilfen für Griechenland erforderlich: Falls keine ausreichende Kapitalmarktfinanzierung zu erreichen ist, sollen - unter strengen Auflagen und ohne Subventionselemente - bilaterale Kredite in Verbindung mit dem IWF gewährt werden
11. April 2010	Euro-Gruppe	Verabschiedung von Eckpunkten eines Hilfspakets für Griechenland in Höhe von 110 Mrd Euro werden verabschiedet
23. April 2010	Griechische Regierung	Beantragung finanzieller Unterstützung wegen drohender Zahlungsunfähigkeit
2. Mai 2010	EU-Kommission, EZB	Zustimmung der Euro-Gruppe zum internationalen Hilfspaket für Griechenland
7. Mai 2010	Europäischer Rat	Staats- und Regierungschefs beschließen Hilfspaket für Griechenland
7. Mai 2010	Deutscher Bundestag, Bundesrat, Bundespräsident	Verabschiedung des Währungsunion-Finanzstabilitätsgesetz: Zustimmung zum Hilfspaket für Griechenland
8. Mai 2010	Bundesverfassungsgericht	Ablehnung eines Eilantrags betreffend das Hilfspaket für Griechenland
9. Mai 2010	ECOFIN	Beschluss eines Europäischen Rettungsschirms mit einem Volumen von 500 Mrd Euro
9. Mai 2010	EZB	Beginn des Ankaufs von Staatsanleihen im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP)
21. Mai 2010	Deutscher Bundestag, Bundesrat	Deutschland stimmt als erstes Land dem Europäischen Rettungsschirm zu
7./8. Juni 2010	Euro-Gruppe	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) wird in Luxemburg gegründet, mit der 440 Mrd Euro des Europäischen Rettungsschirms abgedeckt werden
10. Juni 2010	Bundesverfassungsgericht	Ablehnung eines Eilantrags auf Verhinderung des Europäischen Rettungsschirms
30. Juni 2010	EU-Kommission	Absichtserklärung: Haushaltsdisziplin der Mitgliedstaaten soll stärker überwacht werden
29. September 2010	EU-Kommission	Vorschläge zur Stärkung des Euro-Stabilitätspakts
28./29. Oktober 2010	Europäischer Rat	Dauerhafter Krisenmechanismus zum Schutz des Euro soll eingeführt werden
21. November 2010	Irische Regierung	Beantragung finanzieller Hilfen über die EFSF
28. November 2010	Euro-Gruppe	Details zum dauerhaften Krisenbewältigungsmechanismus: Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM) wird beschlossen
7. Dezember 2010	ECOFIN	Finanzielle Hilfe für Irland über EFSF wird beschlossen
16. Dezember 2010	Europäischer Rat	Einigung auf Änderung des EU-Vertrags, um ESM implementieren zu können
16. Dezember 2010	EZB	Beschluss, das Grundkapital der EZB zu verdoppeln
11. März 2011	Staats-/Regierungschefs der Euro-Gruppe	Billigung des Pakts für den Euro, mit dem eine Förderung der Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung erreicht werden soll
15. März 2011	ECOFIN	Einigung über eine Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspakts auf Grundlage des "Six-Packs"; Konkrete Ausgestaltung soll bis Sommer 2011 vorliegen

Noch Tabelle 14

Noch Schuldenkrise in Europa: Eine Chronologie der europäischen Maßnahmen¹⁾

Datum	Agierendes Gremium	
21. März 2011	Euro-Gruppe	Beschluss über die Ausgestaltung des ESM. Die Kapitalbasis beträgt 700 Mrd Euro
24./25. März 2011	Europäischer Rat	Verabschiedung des ESM mit einem Ausleihvolumen von 500 Mrd Euro
7. April 2011	Portugiesische Regierung	Beantragung von Finanzhilfen über die EFSF
6./7. Mai 2011	Euro-Gruppe	Beratungen über Griechenland bleiben ohne Ergebnis
12. Mai 2011	Deutscher Bundestag	Entschließungsantrag: Hilfspaket für Portugal möglich
16. Mai 2011	Euro-Gruppe	Genehmigung von Finanzhilfen für Portugal, die insgesamt 78 Mrd Euro betragen und gleichmäßig auf EFSM, EFSF und IWF verteilt werden
20. Juni 2011	Euro-Gruppe	Einigung über eine Änderung des EFSF-Rahmenvertrags
11./12. Juli 2011	Euro-Gruppe	Unterzeichnung des ESM; Beratungen über ein zweites Hilfspaket für Griechenland
21. Juli 2011	Staats-/Regierungschefs der Euro-Gruppe	<ul style="list-style-type: none"> • Verabschiedung des zweiten Hilfspakets für Griechenland in Höhe von 109 Mrd Euro • Zusätzlich freiwilliger Verzicht privater Investoren in Höhe von 21 vH der ausstehenden Forderungen • Verlängerung der Laufzeit und Reduzierung der Zinsen für Griechenland, Irland und Portugal • Erhöhung des Garantierahmens im EFSF auf 780 Mrd Euro. • Ausweitung der Aufgaben der EFSF im Hinblick auf Sekundärmarktkäufe sowie Hilfen für Staaten zur Rekapitalisierung der Banken
8. August 2011	EZB	Reaktivierung des SMP und Aufkauf italienischer und spanischer Staatsanleihen
7. September 2011	Bundesverfassungsgericht	Beteiligung Deutschlands am ersten Hilfspaket für Griechenland und dem Euro-Rettungsschirm ist verfassungskonform
16. September 2011	ECOFIN	Endgültige Einigung über die Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspakts durch den "Six-Pack"
28. September 2011	EU-Parlament	Verabschiedung des "Six-Pack"
29./30. September 2011	Deutscher Bundestag, Bundesrat	Aufstockung der EFSF wird gebilligt
6. Oktober 2011	EZB	Wiederaufnahme des "Covered Bond Purchase Programme": Pfandbriefe im Wert von 40 Mrd Euro sollen aufgekauft werden
9. Oktober 2011	Regierungen von Deutschland und Frankreich	Ankündigung eines umfassenden Gesamtpakets zur Lösung der europäischen Schuldenkrise bis Ende Oktober 2011
10. Oktober 2011	Europäischer Rat	Verschiebung des für den 17./18. Oktober geplanten Treffens des Europäischen Rates
22./23. Oktober 2011	Europäischer Rat	Beratung über Ausweitung der Hilfen für Griechenland, stärkere Beteiligung des privaten Sektors und Lösung der Schuldenkrise im Euro-Raum über die EFSF
26. Oktober 2011	Europäischer Rat	<ul style="list-style-type: none"> • Verzicht der privaten Investoren in Höhe von 50 vH der ausstehenden Forderungen auf griechische Staatsanleihen • Hebelung der EFSF, um das Ausleihvolumen auf 1 Billion Euro zu steigern • Rekapitalisierung der Banken
26. Oktober 2011	Deutscher Bundestag	Entschließungsantrag: "Hebelung" der EFSF möglich
28. Oktober 2011	Bundesverfassungsgericht	Einstweilige Verfügung: Keine Übertragung der Beteiligungsrechte des Deutschen Bundestages auf sogenanntes "9-er Sondergremium"
31. Oktober 2011	Griechischer Ministerpräsident	Ankündigung eines Referendums in Griechenland

1) Europäischer Rat: Staats- und Regierungschefs der EU, ECOFIN: Wirtschafts- und Finanzminister der EU, Euro-Gruppe: Wirtschafts- und Finanzminister der Euro-Staaten, EZB: Europäische Zentralbank.

Literatur

- Balassone, F., M. Francese und A. Pace (2011) *PUBLIC DEBT AND ECONOMIC GROWTH IN ITALY*.
- Bordo, M. D. und C. A. Vegh (2002) *What if Alexander Hamilton had been Argentinean? A comparison of the early monetary experiences of Argentina and the United States*, Journal of Monetary Economics, 49; (3), 459-494.
- Brunnermeier, M. K. (2011) *ESBies: A realistic reform of Europe's financial architecture*, The Future of Banking, 15.
- Cecchetti, S. G., M. S. Mohanty und F. Zampolli (2011) *The Real Effects of Debt*, BIS Working Paper No. 352.
- Cooley, T. F. und R. Marimon (2011) *A credible commitment for the Eurozone*, VoxEU.org, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6772> (stand vom 1.11.2011).
- Delpla, J. und J. von Weizsäcker (2010) *The Blue Bond Proposal*, Bruegel Policy Brief 2010/03.
- Reinhart, C. M. und K. S. Rogoff (2010) *Growth in a Time of Debt*, American Economic Review, 100; (2), 573-78.
- Sachverständigenrat (2011) *Standpunkt: Krise der Währungsunion – Zeit für den Plan B*, FAZ Nr. 161, 20.07.2011, 10.
- Sievert, O. (1993) *Geld, das man nicht selbst herstellen kann - Ein ordnungspolitisches Plädoyer für die Europäische Währungsunion*, in: Bofinger, P. (Hrsg.): *Währungsunion oder Währungschaos*, 13-24.
- Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011) *Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB*, Ifo Institute for Economic Research at the University of Munich.