



SACHVERSTÄNDIGENRAT
*zur Begutachtung der
gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*

Auszug aus dem Jahresgutachten 2011/12

Von der Schuldenkrise zur Systemkrise

(Textziffern 131 bis 142)

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.

II. 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 des Euro-Raums (Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien) erfasst, auf die ein Drittel der Wirtschaftsleis-

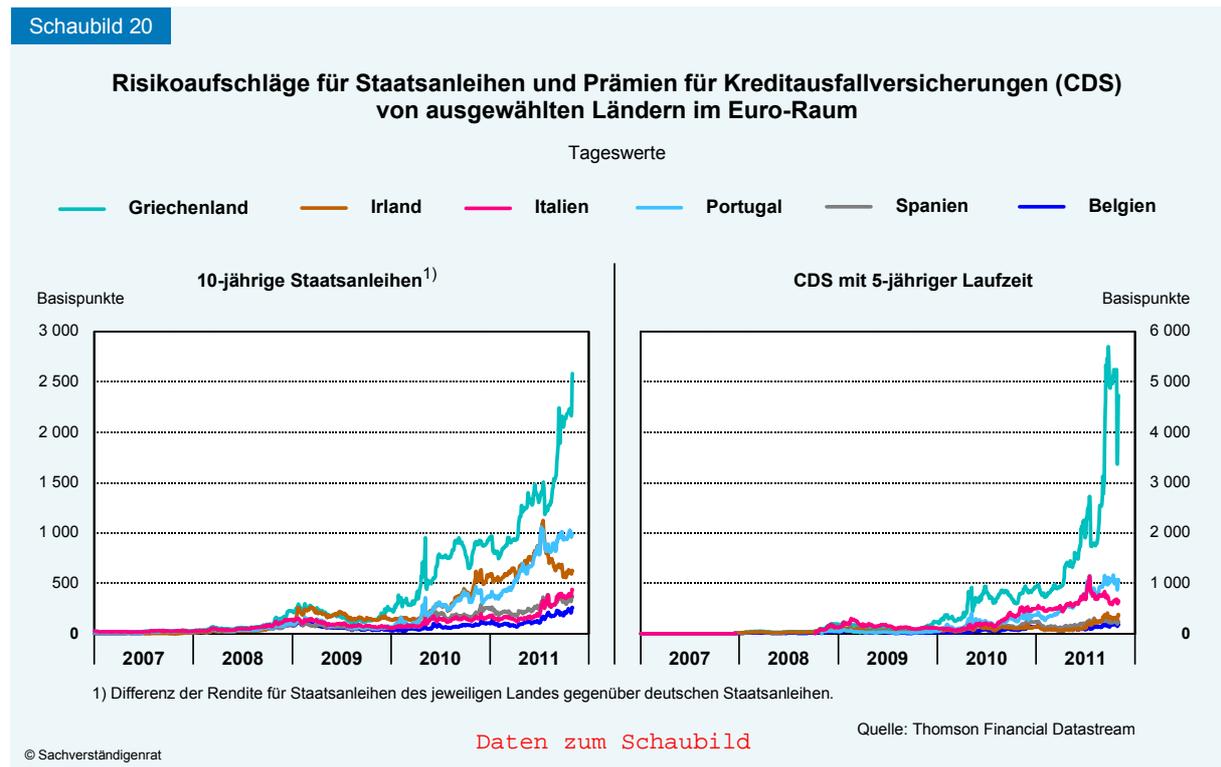
tung dieses Währungsraums entfallen. Die zunehmend ungünstigere Einschätzung der Bonität öffentlicher Emittenten hat sich dabei negativ auf die Kreditwürdigkeit zahlreicher Banken des Euro-Raums ausgewirkt, die teilweise in hohem Umfang in Staatsanleihen der Problemländer engagiert sind. Die von diesen 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 im Frühjahr 2010 noch darüber diskutiert werden 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.

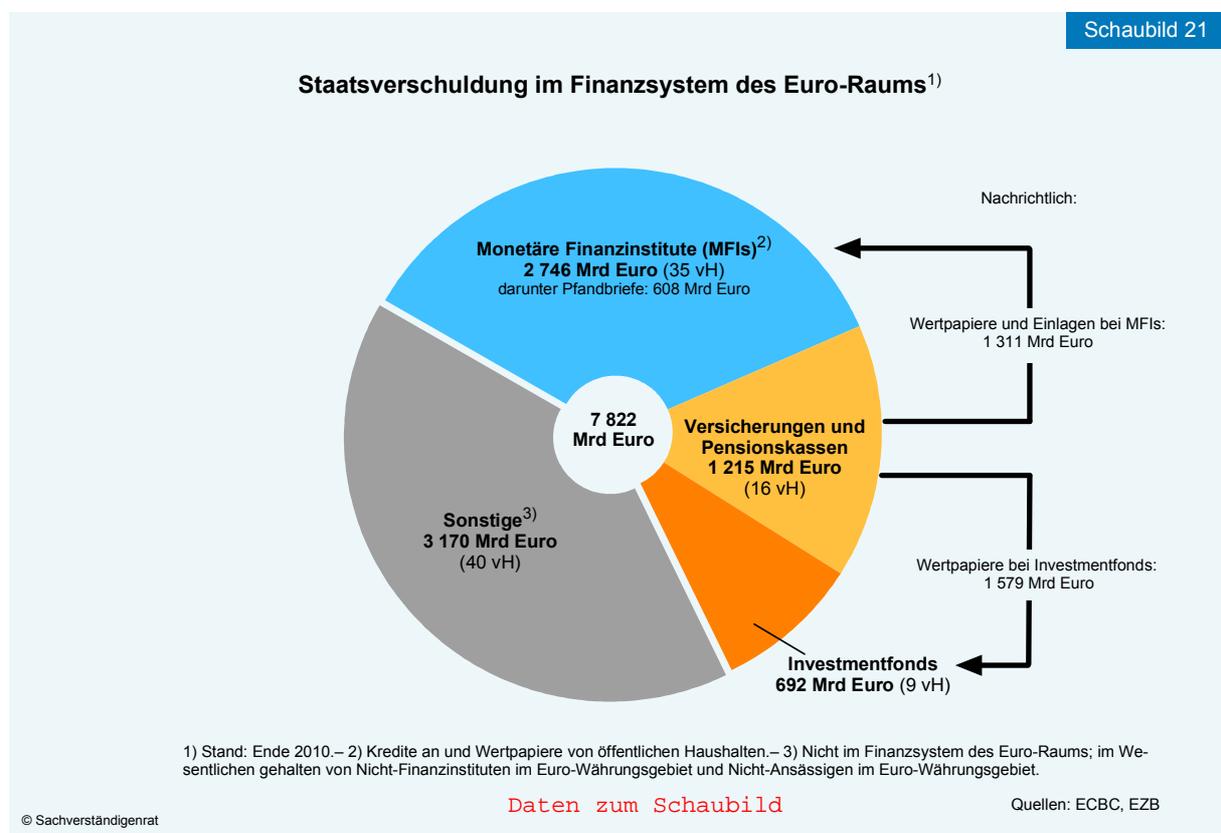
1. Wachsende Verunsicherung auf den Finanzmärkten

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

Schaubild 20



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 den Rettungsschirm der EFSF in Anspruch nehmen, 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 (Schaubild 21).



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.

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 Herabstufung 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

Daten zum Schaubild

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 ihren nationalen Notenbanken im Rahmen der Emergency Liquidity Assistance (ELA) refinanziert werden.

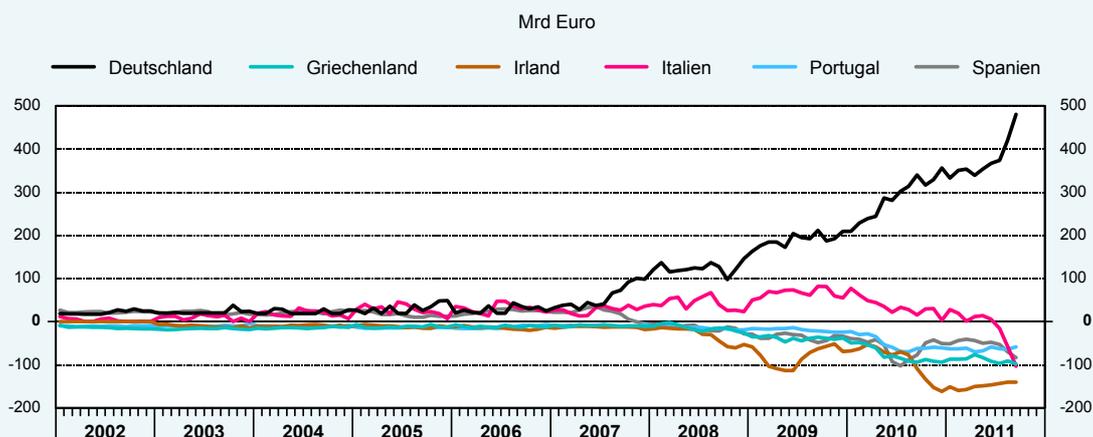
Kasten 7

Zunehmende TARGET-Salden verdeutlichen wachsende Verunsicherung im Finanzsystem

Der Zahlungsverkehr zwischen den Geschäftsbanken des Eurosystems wird über das sogenannte 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 in ihrer Bilanz sonstige Forderungen innerhalb des Eurosystems – die im Wesentlichen dem TARGET-Saldo entsprechen – in Höhe einer 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; ausgewiesen in der Bilanzposition sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten im Euro-System.

Daten zum Schaubild

Quellen: nationale Zentralbanken

© Sachverständigenrat

Das rasche Anschwellen dieser Positionen hat zu einer **lebhaften Kontroverse** über deren Ursachen und Auswirkungen geführt. Saldenmechanisch spiegelt der TARGET-Saldo eines Lan-

des die Differenz zwischen seinem Leistungsbilanzsaldo mit den anderen Mitgliedsländern des Euro-Raums und dem entsprechenden Kapitalverkehrsbilanzsaldo 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.

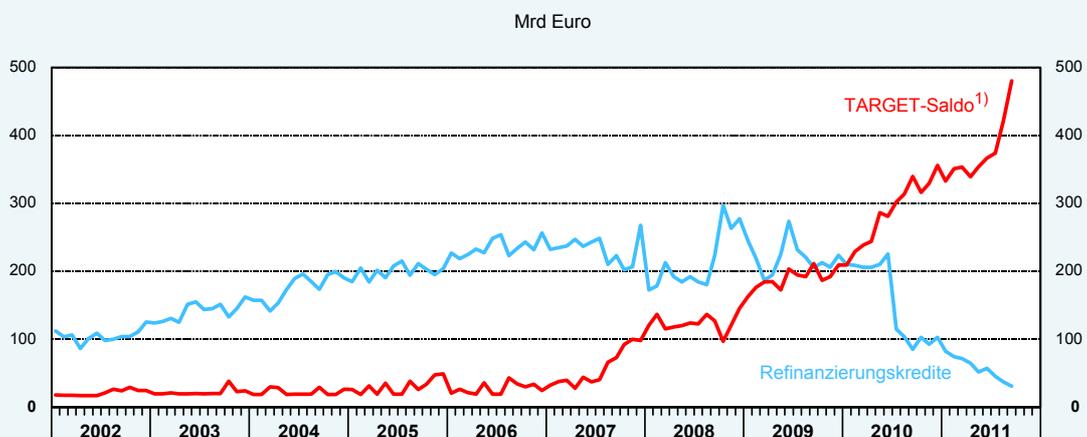
Dies soll an einem **Beispiel** verdeutlicht werden. Eine deutsche Bank hat eine Forderung gegenüber einer irischen Bank, die fällig wird, und die sie nicht verlängern möchte. Zur Rückzahlung tätigt die irische Bank eine Überweisung von ihrem Konto bei der irischen Notenbank auf das Konto der deutschen 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-Bruttozahlungssystem im Euro-Raum, in dem Banken Zahlungen untereinander, aber auch Kundenzahlungen abwickeln können; ausgewiesen in der Bilanzposition sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten im Euro-System.

Daten zum Schaubild

Quelle: Deutsche Bundesbank

© Sachverständigenrat

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 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 durch die Einlagenfazilität geschehen, oder aber durch Termineinlagen und 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 Kombi-

nation 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 zu einer Liquiditätskrise befindet. Allerdings hängt dies von der Analyse der Schuldentragfähigkeit des betreffenden Landes 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) Das ursprünglich geplante erste Paket betrug 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 eine neues zweites Paket in Höhe von 130 Mrd Euro geeinigt. Das ursprünglich zweite Paket wird daher nicht in Kraft treten, sodass die sechste Tranche für Griechenland wahrscheinlich aus dem ersten Paket gezahlt wird.– 6) Orientiert sich an dem im Oktober 2011 durch die EBA ermittelten Rekapitalisierungsbedarf der Banken von Irland, Italien, Portugal und Spanien.

Daten zur Tabelle

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).

Daten zur Tabelle 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, den nach wie vor weiter steigenden Schuldenstand und die 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 ²⁾ 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	0,4

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

Daten zur Tabelle

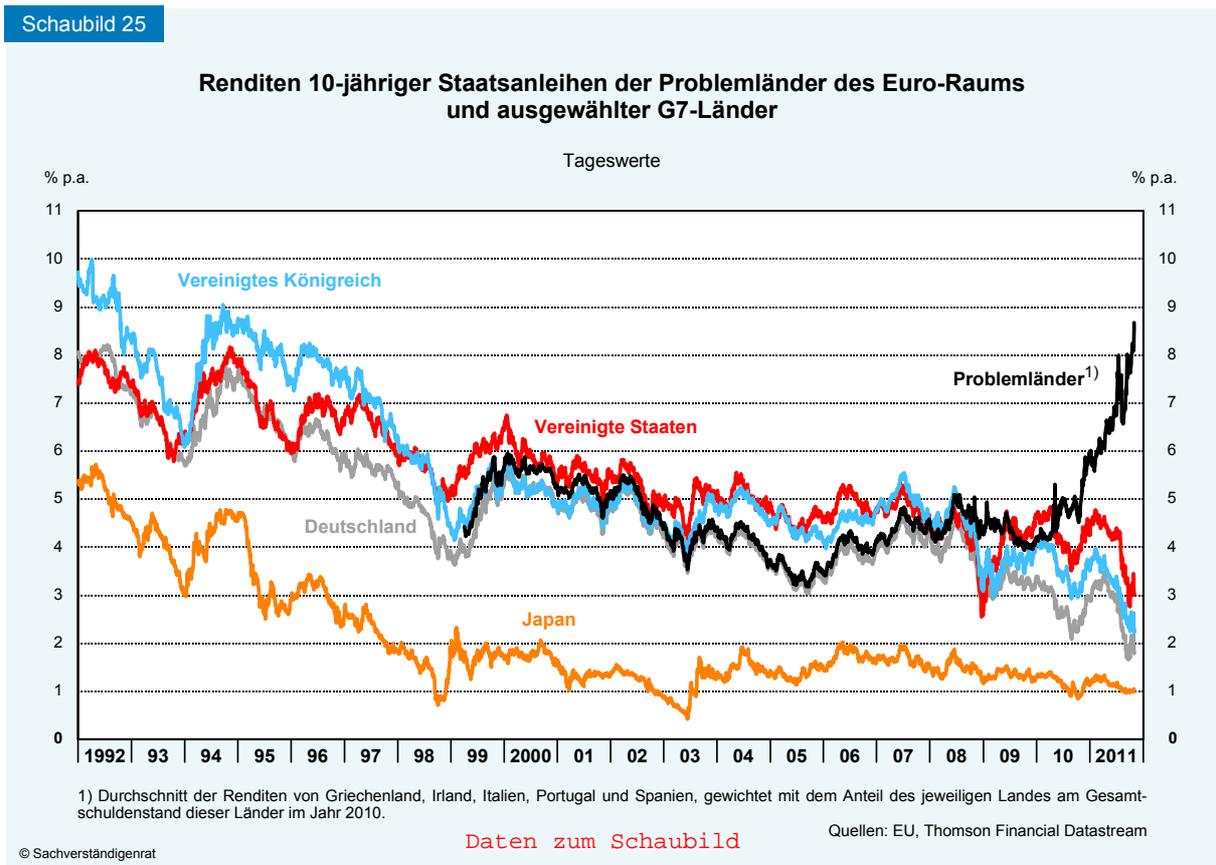
Quelle für Grundzahlen: IWF

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 beträchtlich 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 aktuellen 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 Deutschland (Schaubild 25).

Schaubild 25

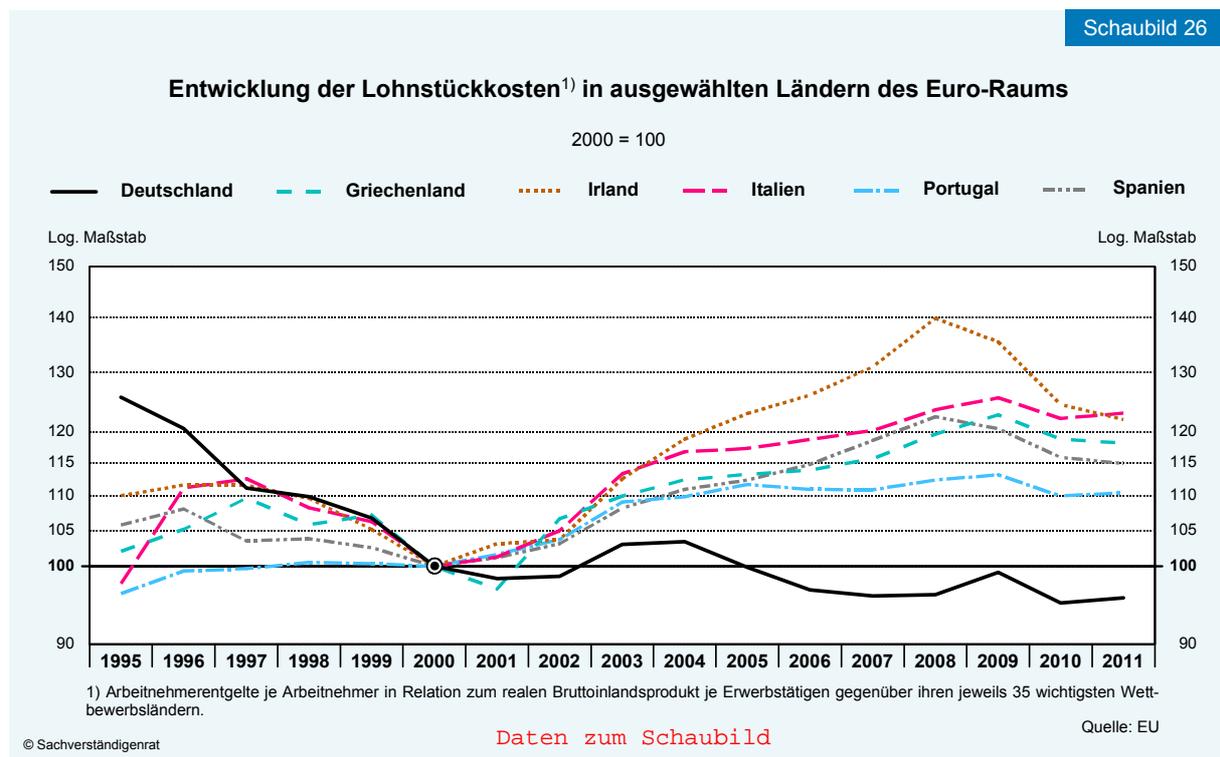


Während sich die Märkte von den Konsolidierungsanstrengungen der Problemländer offensichtlich bisher kaum beeindruckt ließen und deren Situation durch steigende Risikoprämien noch erschwerten, „belohnten“ sie die wenig disziplinierte Fiskalpolitik der hoch verschuldeten G7-Länder mit historisch niedrigen 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 sind ein gravierendes 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 denen ihrer wichtigsten Wettbewerber) im Jahr 2011 um bis zu 23 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.

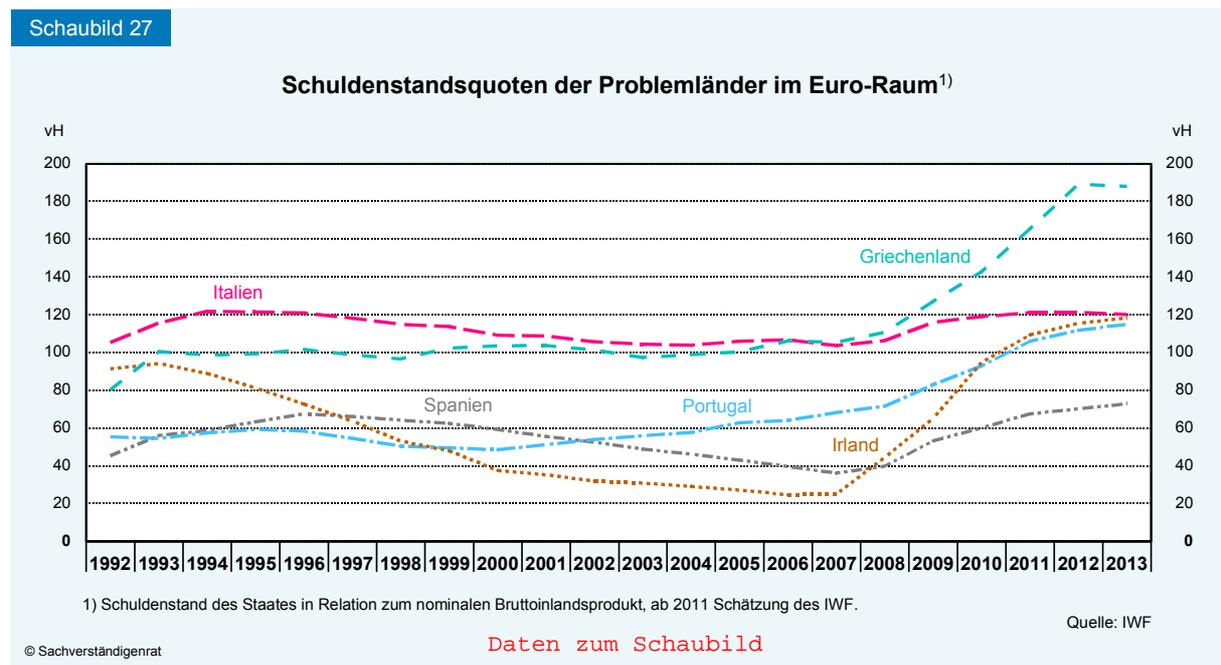


- Für Italien, Irland und Portugal ist auf absehbare Zeit kaum mit einem nennenswerten Rückgang der **Schuldenstandsquote** zu rechnen (Schaubild 27, Seite 92). Zum einen nimmt die Neuverschuldung in den nächsten Jahren weiter zu, wenn auch mit geringeren Beträgen, zum anderen wird sich das nominale 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 länderspezifische 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 Anpas-

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.

III. „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-