

ZWEITES KAPITEL

Europäische Wirtschaftspolitik: Stabile Architektur für Europa

- I. Euro-Krise im dritten Jahr: Bislang noch wenige Lichtblicke**
 - 1. Staatsschuldenkrise: Anstieg der Schuldenstandsquoten setzt sich fort
 - 2. Makroökonomische Krise: Licht und Schatten
 - 3. Bankenkrise: Vertrauen kehrt nicht zurück
- II. EZB in der Zwickmühle**
 - 1. Stützung der Kapitalmärkte
 - 2. Stabilisierung des Bankensystems
 - 3. Wie hoch sind die Inflationsgefahren?
- III. Fortschritte bei institutionellen Reformen**
 - 1. Disziplinierung der Fiskalpolitik
 - 2. Einrichtung eines Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)
 - 3. Weitere Reformen der wirtschaftspolitischen Steuerung
- IV. Vom Krisenmanagement zu einer stabilen Architektur für die Europäische Währungsunion**
 - 1. Probleme des Krisenmanagements
 - 2. Langfristiger Ordnungsrahmen: Das Drei-Säulen-Modell des Sachverständigenrates
 - 3. Brücken zum langfristigen Ordnungsrahmen

Literatur

Anhang zum zweiten Kapitel: Institutionelle Änderungen im Euro-Raum und der Europäischen Union

- 1. Überblick über die Reformen
- 2. Fiskalpolitik
- 3. Makroökonomische Ungleichgewichte
- 4. Wachstum und Strukturreformen
- 5. Koordinierung der Haushalts- und Wirtschaftspolitik

Literatur

Das Wichtigste in Kürze

Die Krise der Europäischen Währungsunion hatte sich im Verlauf des Jahres 2012 zunächst weiter verschärft. Erst nach der Erklärung der Europäischen Zentralbank (EZB), im Rahmen der Outright Monetary Transactions (OMT) notfalls unbegrenzt Anleihen aufzukaufen, ist es im Herbst 2012 zu einer Entspannung der Lage gekommen. Ein **Lichtblick** ist der Abbau der Leistungsbilanzdefizite in den Problemländern. Doch es wäre verfrüht, schon jetzt von einer Trendwende zu sprechen. Es ist nach wie vor nicht gelungen, den **Teufelskreis** aus makroökonomischer Krise, Bankenkrise und Staatsschuldenkrise zu durchbrechen. In Griechenland, Italien, Portugal und Spanien hat sich die wirtschaftliche Lage im Jahr 2012 unerwartet stark eingetrübt. Die Arbeitslosigkeit im Euro-Raum insgesamt ist auf 11,6 % angestiegen. Die Situation der Banken in den Problemländern hat sich teilweise sehr ungünstig entwickelt. Trotz entschlossener Sparprogramme hat die Verschuldung der öffentlichen Haushalte erneut merklich zugenommen.

In Anbetracht der sich bis in die Sommermonate verstärkenden Verunsicherung der Märkte sah sich die **EZB** immer mehr in die undankbare Rolle gedrängt, durch die Refinanzierung von Banken, den Ankauf von Anleihen und zuletzt die Ankündigung unbegrenzter Anleihekäufe die Stabilität auf den Finanzmärkten zu gewährleisten. In einem Umfeld mit einer hohen Arbeitslosigkeit, einer schwachen Kreditentwicklung und einem verhaltenen Anstieg der für die Inflationsrate relevanten Geldmenge M3 ist auf absehbare Zeit gleichwohl nicht mit einer Verstärkung des Preisauftriebs im Euro-Raum zu rechnen. Das heißt nicht, dass es mittel- und langfristige keine Inflationsgefahren gibt. Entscheidend hierfür ist das weitere Krisenmanagement im Euro-Raum.

Die Wirtschaftspolitik in Europa steht somit weiterhin vor der schwierigen Aufgabe, die richtigen Maßnahmen zu ergreifen, um die Lage im Euro-Raum kurzfristig zu stabilisieren. Gleichzeitig sollten dabei die bereits laufenden Arbeiten an einer **stabilen Architektur** für die Europäische Währungsunion energisch vorangetrieben werden, da nur so die Weichen für einen langfristig stabilen Ordnungsrahmen richtig gestellt werden.

Langfristig sind nur Konstellationen stabil, bei denen Haftung und Kontrolle zusammenfallen. Aus Sicht der Mehrheit des Sachverständigenrates sollte langfristig die Fiskal- und Wirtschaftspolitik gemäß den Ordnungsprinzipien des Maastricht-Vertrags weitgehend in nationaler Souveränität, allerdings mit verbesserten Fiskalregeln in der EU betrieben werden. Der Sachverständigenrat bekräftigt daher das von ihm bereits im Jahresgutachten 2010 ausgearbeitete **Drei-Säulen-Modell**. Die Säule für fiskalische Stabilität erfordert glaubwürdige Fiskalregeln, die Anreize für eine solide Fiskalpolitik setzen und gegebenenfalls Länder mit unzureichender Fiskaldisziplin wirksam sanktionieren. Die Säule für Stabilität des privaten Finanzsystems erfordert eine einheitliche Finanzaufsicht mit umfassenden Kompetenzen und Durchgriffsrechten. Hierfür wird das Konzept einer Bankenunion vorgeschlagen (Ziffern 293 ff.). Die Säule für die Krisenbewältigung erfordert ein Regelwerk für Liquiditäts- und Solvenzrisiken von Staaten, mit dem einerseits Ansteckungseffekten effektiv begegnet werden, andererseits aber auch die Insolvenz eines Staates in einem geordnetem Rahmen durchgeführt werden kann.

Die Politik hat es bisher verstanden, entscheidende Schritte in Richtung Maastricht 2.0 zu unternehmen. Bei aller Kritik im Detail sind damit Reformen auf den Weg gebracht worden, die noch vor kurzem undenkbar schienen. Allerdings fehlt bislang eine glaubwürdige fiskalpolitische Lösung, die einen Weg aus der aktuellen Krise weisen würde. Daher ist es notwendig, eine fiskalische Brücke zu bauen, die von der unvermeidlichen kurzfristigen Stabilisierung glaubwürdig in ein nachhaltiges und stabiles Regelwerk für den Euro-Raum führt. Ein solches Regelwerk bietet der **Schuldentilgungspakt des Sachverständigenrates**. Kennzeichnend ist seine Formulierung als ein System von wechselseitigen Verpflichtungen zur Solidarität und Solidität. So eröffnet er eine ebenso quantitativ wie zeitlich begrenzte gemeinschaftliche Haftung im „Schuldentilgungsfonds“ und verbindet diese mit starken Absicherungen zum „Schuldentilgungspakt“.

I. Euro-Krise im dritten Jahr: Bislang noch wenige Lichtblicke

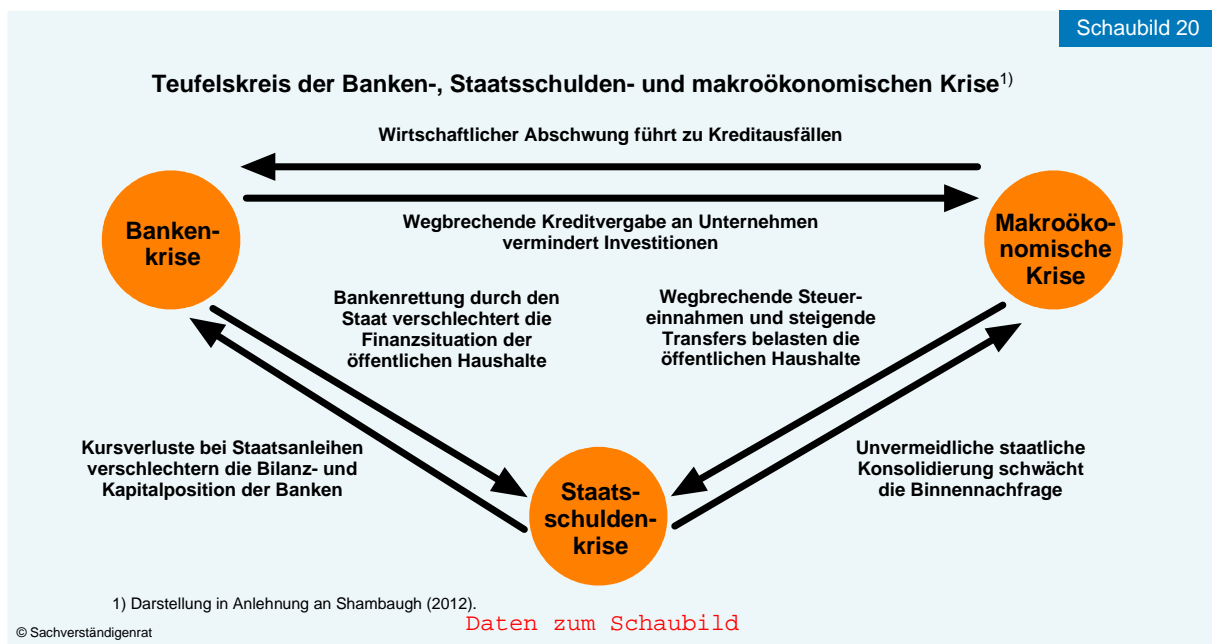
105. Die Krise der Europäischen Währungsunion hatte sich im Verlauf des Jahres 2012 zunächst weiter verschärft. Nach der Erklärung der Europäischen Zentralbank (EZB), im Rahmen der Outright Monetary Transactions (OMT) notfalls unbegrenzt Anleihen aufzukaufen, ist es im Herbst 2012 zu einer deutlichen Entspannung der Lage gekommen. Dazu hat nicht zuletzt der eindrucksvolle Abbau der Leistungsbilanzdefizite in den Problemländern beigetragen. Zu den Lichtblicken gehört auch die vergleichsweise positive wirtschaftliche Entwicklung Irlands. Doch trotz dieser Tendenzen wäre es verfrüht, schon jetzt von einem Ende der Krise zu sprechen. In Griechenland, Italien, Portugal und Spanien hat sich die wirtschaftliche Lage im Jahr 2012 unerwartet stark eingetrübt, und die Arbeitslosigkeit ist merklich angestiegen. Die Situation der Banken dieser Länder hat sich teilweise sehr ungünstig entwickelt. Die Verschuldung der öffentlichen Haushalte hat trotz entschlossener Sparprogramme erneut merklich zugenommen.

106. Während mit dem Fiskalpakt ein wichtiger Schritt zu mehr Fiskaldisziplin in der Währungsunion unternommen wurde, konnte sich die europäische Politik nicht dazu durchringen, eine Absicherung der nationalen Konsolidierungsbemühungen durch Formen einer gemeinschaftlichen Haftung in Angriff zu nehmen, wie dies durch den vom Sachverständigenrat entwickelten Schuldentilgungspakt geleistet werden könnte. In Anbetracht der sich bis in die Sommermonate verstärkenden Verunsicherung der Märkte sah sich die EZB daher als einzige uneingeschränkt handlungsfähige Institution des Euro-Raums immer mehr in die undankbare Rolle gedrängt, durch die Refinanzierung von Banken, den Ankauf von Anleihen und zuletzt die Ankündigung unbegrenzter Anleihekäufe die Stabilität auf den Finanzmärkten zu gewährleisten.

107. Hinter dem Schlagwort der „Euro-Krise“ stehen **drei große Krisenherde**, die eng miteinander verbunden sind (Schaubild 20). Diese mündeten bis zu den Sommermonaten in eine schwere Vertrauenskrise über den Fortbestand der Währungsunion:

- Die **Staatsschuldenkrise** ist geprägt von deutlich steigenden Schuldenstandsquoten und im Fall der Problemländer von teilweise hohen Risikoprämien gegenüber den weithin als uneingeschränkt sichere Anlage eingeschätzten deutschen Bundesanleihen.
- Die **makroökonomische Krise** zeigt sich an der rezessiven Wirtschaftsentwicklung, von der mehr und mehr Mitgliedstaaten erfasst werden, und den hohen und weiterhin ansteigenden Arbeitslosenquoten vor allem in Spanien und Griechenland. Diese kurzfristigen Entwicklungen gehen einher mit längerfristigen Problemen bei der **internationalen Wettbewerbsfähigkeit**, die vor allem auf überhöhten Lohnkosten beruhen. Daher ist es den Problemländern nur bedingt möglich, die mit der restriktiven Fiskalpolitik einhergehende Schwäche der Binnennachfrage durch höhere Exporte zu kompensieren.
- Die **Bankenkrise** findet ihren Ausdruck in einem nach wie vor geringen Vertrauen von Investoren und Anlegern gegenüber den Finanzinstituten aus den Problemländern des Euro-Raums und einer Renationalisierung der Kreditbeziehungen.

Die große wirtschaftspolitische Herausforderung besteht darin, Lösungen für die Krise zu entwickeln, welche den Teufelskreis zwischen diesen Krisenherden durchbrechen. Bei den unvermeidlichen Konsolidierungsprogrammen besteht die Gefahr, dass die makroökonomische Krise verstärkt wird. Dies wirkt sich nachteilig auf die Situation des Finanzsektors aus. Ein schwaches Bankensystem bedeutet nicht nur eine zusätzliche Belastung für die öffentlichen Finanzen, über eine unzureichende Finanzierung privater Investitionen beeinträchtigt es die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ebenso wie die internationale Wettbewerbsposition. Durch die konjunkturbedingten Steuermindereinnahmen und Mehrausgaben wird wiederum die Situation der öffentlichen Haushalte in Mitleidenschaft gezogen.



1. Staatsschuldenkrise: Anstieg der Schuldenstandsquoten setzt sich fort

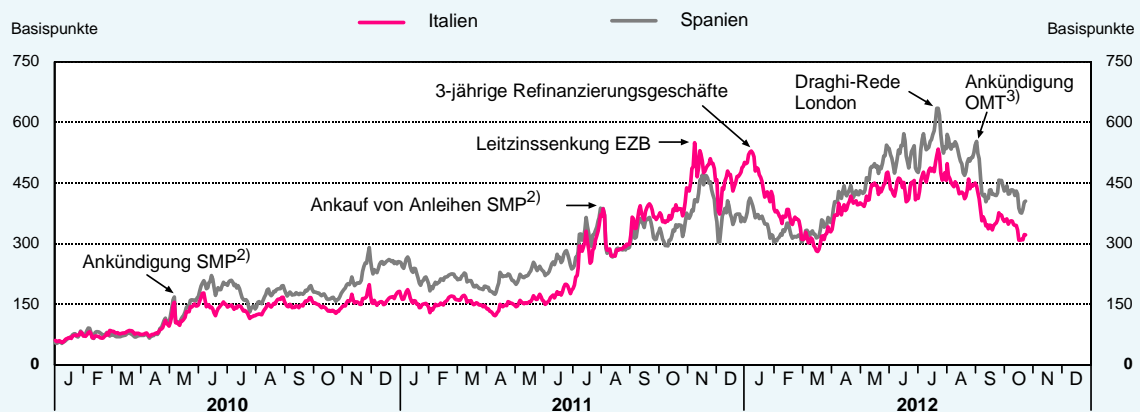
108. Auslöser der **Misstrauenswelle** im Euro-Raum war im Frühjahr 2010 die dramatische Entwicklung der öffentlichen Finanzen in Griechenland. Sehr bald wurde auch die fiskalische Lage Irlands und Portugals von den Märkten so negativ eingeschätzt, dass sich diese Länder unter den Rettungsschirm der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) begeben mussten. Etwas später, in der zweiten Jahreshälfte 2011, wurden dann Italien und Spanien in größerem Maße vom Vertrauensverlust der Märkte erfasst. Sieht man einmal vom Rettungsprogramm für die spanischen Banken ab, benötigten beide Staaten keine EFSF-Hilfen. Dies war allerdings nicht zuletzt deshalb möglich, weil die EZB bei einem allzu starken Ansteigen der Risikoprämien für diese Länder immer wieder stabilisierende Maßnahmen ankündigte und diese dann alsbald umsetzte (Schaubild 21, Seite 66).

109. Dass einige Länder des Euro-Raums sehr viel stärker dem **Druck der Marktkräfte** ausgesetzt sind als beispielsweise das Vereinigte Königreich oder die Vereinigten Staaten, ist wesentlich auf ein entscheidendes Spezifikum der Währungsunion zurückzuführen. Sie bringt es mit sich, dass ein Land vollständig in einer Währung verschuldet ist, die es selbst nicht in

nationaler Autonomie durch die eigene Notenbank schaffen kann (JG 2011 Ziffer 144). Dieses konstitutive Merkmal einer Währungsunion ist ein wichtiger Grund für eine ansonsten schwer verständliche Konstellation: Während sich das Vereinigte Königreich im Jahr 2012 trotz eines Haushaltsdefizits von 8,2 % in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt Ende Oktober 2012 zu einem langfristigen Zinssatz von 1,8 % finanzieren kann, muss Italien mit einer Neuverschuldung von 2,7 % eine Rendite von 4,9 % bieten (Kasten 6).

Schaubild 21

Renditedifferenzen 10-jähriger Staatsanleihen für Italien und Spanien¹⁾



1) Differenz der Rendite für Staatsanleihen des jeweiligen Landes gegenüber deutschen Staatsanleihen.– 2) Securities Markets Programme.– 3) Outright Monetary Transactions.

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Quelle: Thomson Financial Datastream

110. Wie schon in den vorangegangenen Jahren haben die Krisenstaaten im Jahr 2012 erneut **drastische Konsolidierungsmaßnahmen** umgesetzt. Dies gilt vor allem für Griechenland, dessen konjunkturbereinigtes Budgetdefizit mit knapp vier Prozentpunkten ebenso stark zurückgeführt wurde wie im Vorjahr. Aber auch in Spanien (2,7 Prozentpunkte), Italien (2,2 Prozentpunkte) und Irland (1,6 Prozentpunkte) war die Fiskalpolitik sehr restriktiv ausgerichtet. Damit hat sich der konjunkturbereinigte Primärsaldo (das heißt der Finanzierungssaldo ohne Zinsen) in allen Ländern deutlich verbessert. Er liegt in Italien mit 4,7 % weitaus höher als in allen anderen hoch entwickelten Volkswirtschaften und erreicht in Griechenland und in Portugal ebenfalls bereits einen positiven Wert.

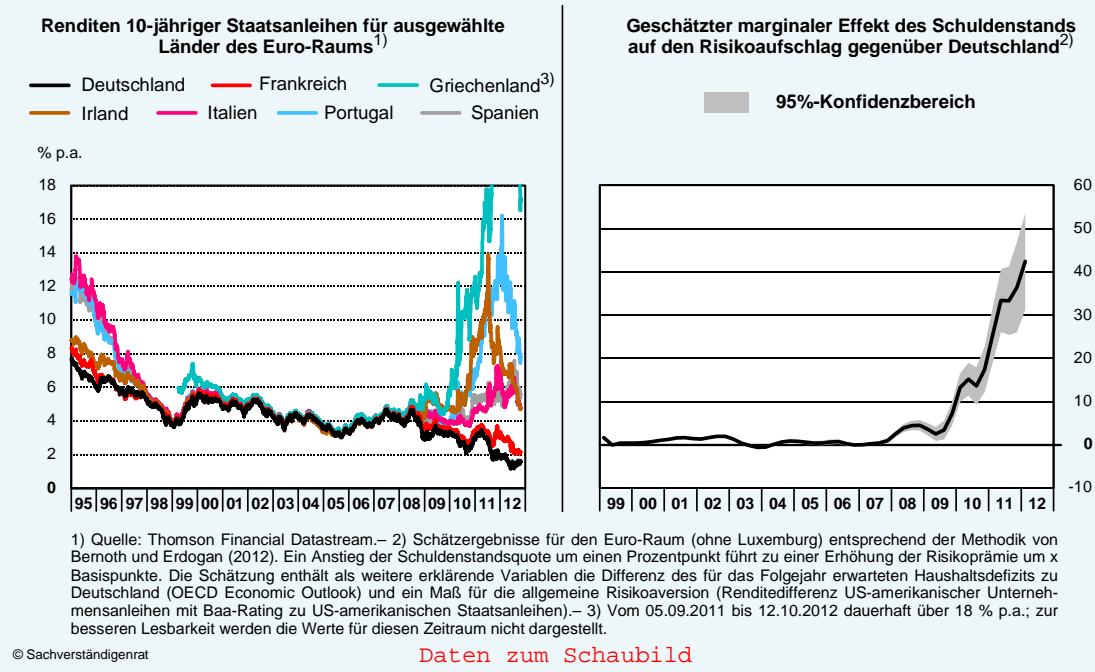
Allerdings muss bei der Betrachtung konjunkturbereinigter Zahlen berücksichtigt werden, dass die dafür notwendige Bestimmung des Produktionspotenzials am aktuellen Rand ein generelles Problem darstellt. In der momentanen Situation wird dies zusätzlich erschwert, da unklar ist, in welchem Ausmaß sich das Niveau des Produktionspotenzials insgesamt reduziert hat. So wurden etwa in Spanien infolge des Immobilienbooms Produktionskapazitäten speziell im Bausektor aufgebaut, die nach dem Platzen der Immobilienpreisblase obsolet geworden sind.

Bestimmungsfaktoren von Renditespreads im Euro-Raum

Die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte wird als eine wichtige Voraussetzung für eine solide Haushaltspolitik in der Währungsunion angesehen. Regierungen würden von einer übermäßigen Schuldenaufnahme abgehalten, wenn sich eine steigende Verschuldung unmittelbar in steigenden Risikoaufschlägen und somit steigenden Refinanzierungskosten niederschläge. Nach der Einführung des Euro näherten sich die Renditen für langfristige Staatsanleihen der Euro-Staaten stark an (Schaubild 22, links). Bis zum Ausbruch der Krise betrug die Renditedifferenzen zu Deutschland für kein Land mit Ausnahme Griechenlands mehr als 25 Basispunkte.

Schaubild 22

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen sowie geschätzter marginaler Einfluss auf den Schuldenstand



In den vergangenen Jahren wurde eine Vielzahl an empirischen Arbeiten publiziert, welche die Determinanten dieser Renditedifferenzen vor und nach Beginn der Finanzmarktkrise untersuchen. Dabei werden vor allem die folgenden Einflussfaktoren berücksichtigt: Wechselkursrisiko, Liquidität, allgemeine Risikoaversion der Märkte sowie das länderspezifische Ausfallrisiko, das anhand von nationalen Fiskalvariablen, üblicherweise der Schuldenstandsquote und der Neuverschuldung, approximiert wird. Die empirischen Arbeiten zeigen durchweg, dass vor der Krise der quantitative Effekt der nationalen Haushaltslage auf die Risikoprämien sehr begrenzt oder teilweise gar nicht nachweisbar war (Heinemann et al., 2012; von Hagen et al., 2011; Manganeli und Wolswijk, 2009).

Einige neuere Arbeiten beziehen sich bereits auf Daten nach dem Jahr 2007 und untersuchen, welche Faktoren zu dem starken Auseinanderdriften der Risikoprämien der europäischen Staaten beigetragen haben. Neben einer – vor allem während der Finanzmarktkrise – allgemein angestiegenen Risikoaversion sowie zusätzlichen länderspezifischen Risiken aufgrund eines notleidenden Bankensystems finden diese Arbeiten insbesondere eine deutlich angestiegene Sen-

sibilität der Märkte gegenüber der Haushaltslage der Staaten als Hauptursache für die stärkere Differenzierung der Risikoaufschläge. Dieses lässt sich besonders gut in einem Schätzmodell zeigen, das zeitvariable Koeffizienten zulässt (Bernoth und Erdogan, 2012). Zwar hatte sich in der Anfangszeit der Währungsunion die Differenz des Schuldenstands zu Deutschland (und in geringerem Maße die des Defizits) etwas in den Renditeunterschieden niedergeschlagen, aber dieser Einfluss hatte sich bis zum Jahr 2007 stark abgeschwächt. Seit Mitte des Jahres 2007 ist dieser Zusammenhang allerdings wieder deutlich messbar und, wie eine leicht modifizierte Neuschätzung des Modells von Bernoth und Erdogan (2012) auf der Basis aktualisierter Daten zeigt, seitdem explosionsartig angestiegen (Schaubild 22, rechts, Seite 67).

Die quantitativen Unterschiede sind beachtlich: Führte im Jahr 2010 ein Anstieg der Schuldenstandsquote um einen Prozentpunkt durchschnittlich zu einer Erhöhung der Risikoprämie um etwa 15 Basispunkte, waren dies Mitte des Jahres 2012 schon 40 Basispunkte. Weitere aktuelle Befunde zur Entwicklung der Renditedifferenzen in den letzten Jahren bestätigen dieses Bild (De Grauwe und Ji, 2012a). Diese Ergebnisse zeigen, dass insbesondere fiskalisch schlecht aufgestellte Länder einen überproportionalen Anstieg der Risikoprämien für sich verschlechternde Fiskaldaten erfahren haben. Ab einer bestimmten Schuldenstandsquote wird eine „fiskalische Erschöpfung“ eines Landes erreicht, bei der die Möglichkeiten des Staates zur Verbesserung seines Primärsaldos nicht mehr mit dem Anstieg der Refinanzierungskosten Schritt halten können (Ghosh et al., 2011). Die Anleger sehen dann die Anreize zur Begrenzung der Verschuldung als ineffektiv an und begrenzen die Kreditvergabe.

Dennoch lässt sich nicht das gesamte Ausmaß der starken Aufspreizung der europäischen Risikoprämien in den vergangenen zwei Jahren durch fiskalische Fundamentaldaten erklären. Schätzungen des Internationalen Währungsfonds für die erste Jahreshälfte 2012 auf der Basis von Makro- und Fiskaldaten zeigen, dass die Risikoprämien von Spanien und Italien ihren zu erwartenden Wert um etwa 200 Basispunkte überschreiten (IWF, 2012). Andere Studien messen Ansteckungseffekte zwischen den Krisenstaaten (Metiu, 2012; Mink und de Haan, 2012) und kommen zu dem Ergebnis, dass ein systemisches Risiko innerhalb der Währungsunion besteht.

Eigene Schätzungen sehen eine zusätzliche Begründung für den unerklärten Teil der Risikoprämien in dem neuerdings eingepreisten Risiko des Zerfalls der Währungsunion. In diesem Schätzmodell werden die Differenzen der Staatsanleiherenditen zum EZB-Einlagenzins, mit den um einen Tag verzögerten Fundamentalfaktoren (Credit Default Swap (CDS)-Prämien, Renditespreads von US-amerikanischen Unternehmensanleihen gegenüber US-amerikanischen Staatsanleihen als Maß für die globale Risikoaversion, Bid-Ask-Spreads als Liquiditätsmaß), der Volatilität der Renditedifferenzen (GARCH-Prozess) und der Markterwartung hinsichtlich des Austritts eines Landes (virtuelle Aktie auf dem Prognosemarkt Intrade) in Verbindung gesetzt. Diese Schätzungen kommen zu dem Ergebnis, dass ein nicht unerheblicher Teil der Renditedifferenzen mit dem Risiko des Auseinanderbrechens korreliert (Klose und Weigert, 2012b). Denn ein positiver (negativer) Koeffizient der Variable Austrittswahrscheinlichkeit eines Landes könnte demnach so interpretiert werden, dass Investoren zur Absicherung gegen eine Währungsumstellung des betreffenden Landes einen Renditeaufschlag (Renditeabschlag) verlangen. Im Zeitraum von September 2011 bis zum August 2012 ist das Ausmaß der zu erwartenden Abwertung im Fall eines Austritts bei Portugal am größten, gefolgt von Irland, Spanien und Italien, wobei der Koeffizient für Italien nicht signifikant von Null verschieden ist (Tabelle 13).

Tabelle 13

Schätzungen der Zinsdifferenzen ausgewählter Länder des Euro-Raums¹⁾

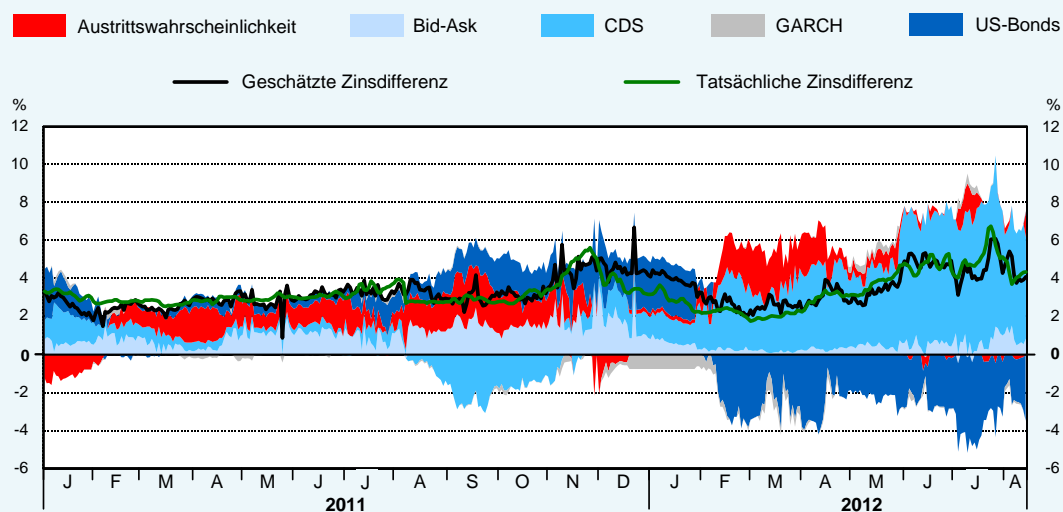
	AT	BE	DE	ES	FR	IE	IT	NL	PT
Austritt ²⁾	- 0,96 *** (0,10)	- 0,67 (0,46)	- 1,27 *** (0,13)	2,19 *** (0,61)	- 1,87 *** (0,01)	3,44 *** (0,05)	1,21 (0,75)	- 1,49 *** (0,08)	19,36 *** (1,84)
Bid-Ask	1,63 *** (0,08)	1,03 ** (0,51)	- 2,54 *** (0,06)	0,12 (0,15)	3,35 *** (0,01)	- 0,21 *** (0,01)	6,77 *** (2,61)	2,25 *** (0,28)	1,62 *** (0,39)
CDS	1,08 *** (0,05)	1,30 *** (0,08)	- 0,35 *** (0,06)	1,41 *** (0,07)	0,17 *** (0,00)	1,13 *** (0,00)	0,67 *** (0,09)	- 0,43 *** (0,09)	2,03 *** (0,04)
US-Bonds	- 0,09 (0,06)	1,17 *** (0,13)	0,55 *** (0,04)	1,47 *** (0,15)	0,74 *** (0,00)	1,37 *** (0,01)	2,83 *** (0,16)	0,57 *** (0,03)	- 5,89 *** (0,63)
GARCH	- 0,08 *** (0,01)	0,64 *** (0,06)	0,12 *** (0,02)	1,09 *** (0,08)	0,13 *** (0,00)	0,55 *** (0,00)	1,31 *** (0,10)	0,01 * (0,01)	- 0,11 (0,12)
Varianzgleichung³⁾									
Konstante	0,00 *** (0,00)	0,01 *** (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 *** (0,00)	0,00 *** (0,00)	0,02 *** (0,00)	0,01 *** (0,00)	0,00 *** (0,00)	3,16 *** (0,72)
ARCH	0,32 *** (0,07)	0,31 *** (0,07)	0,54 *** (0,11)	0,22 *** (0,04)	1,58 *** (0,08)	1,23 *** (0,01)	0,30 *** (0,05)	1,00 *** (0,30)	1,00 *** (0,33)
TARCH	0,80 *** (0,26)	- 0,33 *** (0,07)	- 0,43 *** (0,10)	- 0,30 *** (0,04)	- 0,66 *** (0,06)	- 1,14 *** (0,01)	- 0,41 *** (0,05)	- 0,20 (0,35)	0,29 (0,55)
GARCH	0,45 *** (0,07)	0,79 *** (0,03)	0,77 *** (0,03)	0,92 *** (0,02)	0,26 *** (0,01)	0,47 *** (0,00)	0,87 *** (0,02)	0,13 * (0,08)	- 0,15 ** (0,07)

1) Eigene Berechnungen, tägliche Werte. Abhängige Variable: Renditen für Staatsanleihen abzüglich des EZB-Einlagenzinses. Zeitraum 1. September 2011 bis 14. August 2012; ***/**/* bezeichnen Signifikanz auf dem 99 %-/ 95 %-/ 90 %-Niveau, Standardfehler in Klammern. AT-Österreich, BE-Belgien, DE-Deutschland, ES-Spanien, FR-Frankreich, IE-Irland, IT-Italien, NL-Niederlande, PT-Portugal.– 2) Austrittswahrscheinlichkeit.– 3) ARCH-verzögerte quadrierte Residuen der Mean-Gleichung, TARCH-verzögerte quadrierte Residuen der Mean-Gleichung, gegeben negative Residuen, GARCH-verzögerter Wert der Varianzgleichung.

[Daten zur Tabelle](#)

Schätzt man über den genannten Zeitraum statt fixer variable Koeffizienten, die sich auf ein rollierendes Zeitfenster von jeweils 100 Tagen beziehen, zeigt sich, wie sich der Beitrag der einzelnen Einflussfaktoren im Zeitverlauf entwickelt. So liefert etwa im Fall Spaniens die Austrittswahrscheinlichkeit bis zur Jahresmitte 2012 einen erheblichen Beitrag, während insbesondere am aktuellen Rand die CDS-Prämien bestimmend sind (Schaubild 23).

Schaubild 23

Beiträge der einzelnen Einflussfaktoren auf Zinsdifferenzen für Spanien¹⁾

1) Eigene Berechnungen.

© Sachverständigenrat

[Daten zum Schaubild](#)

111. Trotz der energischen Sparprogramme ist es keinem der Problemländer in diesem Jahr gelungen, einen weiteren Anstieg seiner **Schuldenstandsquote** zu vermeiden. Dies liegt zum einen daran, dass die deutliche konjunkturelle Eintrübung einen nennenswerten Teil der vorgesehenen Einsparungen zunichte gemacht hat, da sich die Steuereinnahmen ungünstiger als erwartet entwickelten und zusätzliche staatliche Ausgaben insbesondere aufgrund der steigenden Arbeitslosigkeit erforderlich geworden sind. Belastende Effekte gehen für die Staatshaushalte zum anderen vom steigenden Schuldendienst aufgrund steigender Zinsen und der zunehmenden Schuldenstandsquote aus. Insgesamt blieb deshalb die Rückführung des tatsächlichen Finanzierungssaldos in allen Problemländern deutlich hinter der Reduzierung des konjunkturbereinigten Primärsaldos zurück (Tabelle 14). Neben dem dadurch verursachten deutlichen Anstieg der Staatsverschuldung wirkte sich auch der konjunkturbedingte Rückgang des nominalen Bruttoinlandsprodukts nachteilig auf die Entwicklung der Schuldenstandsquoten aus.

Tabelle 14

Konjunkturbereinigter Primärsaldo, Primärsaldo, tatsächlicher Finanzierungssaldo und Schuldenstand des Staates der fünf Problemländer
%

Land	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Konjunkturbereinigter Primärsaldo¹⁾							
Griechenland	- 3,7	- 5,4	- 8,3	-13,1	- 6,1	- 1,5	0,9
Irland	- 3,5	- 7,0	-10,7	- 9,2	- 6,3	- 4,6	- 2,3
Italien	- 0,0	1,7	1,7	1,2	1,0	1,8	4,7
Portugal	- 1,3	- 1,4	- 1,5	- 6,7	- 6,9	0,1	1,0
Spanien	2,1	1,4	- 4,2	- 8,5	- 6,2	- 5,4	- 2,2
Primärsaldo²⁾							
Griechenland	- 1,3	- 2,0	- 4,8	-10,4	- 4,7	- 2,2	- 1,7
Irland	3,9	1,0	- 6,2	-12,1	-27,9	- 9,6	- 4,4
Italien	1,0	3,1	2,2	- 1,0	- 0,3	0,8	2,6
Portugal	- 1,3	- 0,6	- 1,0	- 7,5	- 7,1	- 0,6	- 0,7
Spanien	3,3	3,0	- 3,1	- 9,9	- 7,9	- 7,0	- 4,5
Tatsächlicher Finanzierungssaldo²⁾							
Griechenland	- 6,0	- 6,8	- 9,9	-15,6	-10,5	- 9,1	- 7,5
Irland	2,9	0,1	- 7,3	-13,9	-30,9	-12,8	- 8,3
Italien	- 3,4	- 1,6	- 2,7	- 5,4	- 4,5	- 3,8	- 2,7
Portugal	- 3,8	- 3,2	- 3,7	-10,2	- 9,8	- 4,2	- 5,0
Spanien	2,0	1,9	- 4,2	-11,2	- 9,4	- 8,9	- 7,0
Schuldenstand²⁾							
Griechenland	107,3	107,4	112,6	129,0	144,5	165,4	170,7
Irland	24,8	25,0	44,5	64,9	92,2	106,5	117,7
Italien	106,1	103,1	105,7	116,0	118,6	120,1	126,3
Portugal	63,7	68,3	71,6	83,1	93,3	107,8	119,1
Spanien	39,7	36,3	40,2	53,9	61,3	69,1	90,7

1) Finanzierungssaldo abzüglich Zinsausgaben, bereinigt um konjunkturelle Komponenten in Relation zum Produktionspotenzial.– 2) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

Daten zur Tabelle

Quelle: IWF

Aufgrund der Bankenrekapitalisierung fiel der Anstieg der Verschuldung in Spanien besonders stark aus, dessen im Jahr 2011 noch vergleichsweise niedrige Schuldenstandsquote von 69,1 % auf 90,7 % angestiegen ist. Griechenland weist trotz des Schuldenschnitts vom März 2012 mit 170,7 % nach wie vor die höchste Schuldenstandsquote auf. Obwohl die privaten Investoren dabei auf mehr als 50 % ihrer nominalen Forderungen verzichteten, blieb die

Entlastung für den griechischen Staat vergleichsweise gering. Dies liegt vor allem daran, dass er die Ausfälle bei den davon besonders betroffenen griechischen Finanzinstituten entsprechend kompensieren musste.

Da für das Jahr 2013 überwiegend noch mit beachtlichen Defiziten in den öffentlichen Haushalten gerechnet werden muss und sich das nominale Bruttoinlandsprodukt weiterhin ungünstig entwickeln dürfte, ist ein weiterer Anstieg der Schuldenstandsquoten für die Problemländer vorgezeichnet. Damit werden sie auf absehbare Zeit sehr anfällig für Vertrauensstörungen und Stimmungsumschwünge auf den Finanzmärkten bleiben.

2. Makroökonomische Krise: Licht und Schatten

112. Die Länder in Südeuropa sehen sich schon seit längerem erheblichen **Defiziten bei ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit** gegenüber. Dies erfordert Maßnahmen mit dem Ziel, die Volkswirtschaften auf einen höheren langfristigen Wachstumspfad zu heben. Die aufgrund der bereits umgesetzten Reformen einsetzenden Anpassungsprozesse werden jedoch kurzfristig durch **negative konjunkturelle Entwicklungen** überlagert, die sich aus der wegbrechenden Binnennachfrage infolge der staatlichen Konsolidierungspolitik, den Abbau der privaten Verschuldung (Deleveraging) und der restriktiven Kreditvergabe der Banken ergeben. Zudem brauchen Strukturereformen gewöhnlich einen längeren Zeitraum, um ihre positiven Wirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung zu entfalten, und können kurzfristig sogar krisenverschärfend wirken (Barkbu et al., 2012). Umgekehrt belastet die schwache konjunkturelle Lage die langfristigen Wachstumsaussichten in den Problemländern, wenn die Investitionstätigkeit weiterhin schwach bleibt und qualifizierte Arbeitnehmer aufgrund mangelnder Beschäftigungsaussichten ins Ausland abwandern.

113. Im Jahr 2012 ist es zu einem **unerwartet starken Einbruch der Konjunktur** in den Problemländern gekommen. Im September 2011 hatte der Internationale Währungsfonds (IWF) bei seiner Prognose für das Wirtschaftswachstum Italiens und Spaniens im Jahr 2012 noch eine positive Entwicklung erwartet, für Portugal und Griechenland einen Rückgang um rund 2 %. Mittlerweile liegen die voraussichtlichen Zuwachsraten für das Jahr 2012 um bis zu vier Prozentpunkte unter diesen Werten. Der IWF zeigt in einer aktuellen Analyse, dass sich diese Prognosefehler zu großen Teilen durch eine systematische Unterschätzung der Fiskalmultiplikatoren während der Krise erklären lassen (Blanchard und Leigh, 2012). Das verdeutlicht, wie schwierig es ist, die Auswirkungen von Sparprogrammen und Strukturereformen im Voraus abzuschätzen. Mit der Ausnahme Irlands befinden sich alle Problemländer in einer ausgeprägten Rezession, Griechenland ist in eine schwere Depression geraten. In Anbetracht der weiterhin durchweg restriktiv ausgerichteten Fiskalpolitik wird mit Ausnahme Irlands für das nächste Jahr bei keinem dieser Länder mit einer Wende zum Besseren gerechnet (Ziffer 76).

Neben diesen fünf Problemländern sehen sich auch andere Mitgliedsländer der Währungsunion einer merklichen konjunkturellen Abschwächung gegenüber. So verzeichneten Belgien, Finnland, Slowenien und Zypern im zweiten Quartal 2012 einen Rückgang des Bruttoin-

landsprodukts gegenüber dem Vorquartal. In Frankreich stagniert die Wirtschaft seit dem Herbst 2011.

114. Die im Euro-Raum nun seit Jahren anhaltende wirtschaftliche Schwächephase hat zu einem starken **Anstieg der Arbeitslosigkeit** geführt. Die Arbeitslosenquote erreichte im September 2012 mit 11,6 % den bislang höchsten Wert seit Beginn dieser Zeitreihe im Jahr 1993 (Tabelle 15). Besonders betroffen sind hiervon Griechenland und Spanien mit einer Unterbeschäftigung von mehr als 25 %. In beiden Ländern liegt die Quote der Jugendarbeitslosigkeit mittlerweile deutlich über 50 %, woraus aber nicht geschlossen werden kann, dass jeder zweite Jugendliche, der einen Arbeitsplatz sucht, keine Beschäftigung findet (Ziffer 525). In allen fünf Problemländern bewegt sich die Quote der Jugendarbeitslosigkeit bei über 30 %.

Tabelle 15

Arbeitslosigkeit in den fünf Problemländern

Land	Saisonbereinigte Arbeitslosenquoten (%) ¹⁾			
	insgesamt		unter 25 Jahren	
	September 2011	September 2012	September 2011	September 2012
Griechenland ²⁾	17,8	25,1	44,4	55,6
Irland	14,6	15,1	29,0	34,5
Italien	8,8	10,8	30,4	35,1
Portugal	13,1	15,7	31,4	35,1
Spanien	22,4	25,8	47,8	54,2
Nachrichtlich:				
Euro-Raum	10,3	11,6	21,0	23,3
Vereinigte Staaten	9,0	7,8	17,3	15,5

1) Von der EU standardisierte Arbeitslosenquoten gemäß den Richtlinien der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO-Konzept). Arbeitslose in Relation zu allen zivilen Erwerbspersonen.– 2) Stand: jeweils Juli.

Daten zur Tabelle

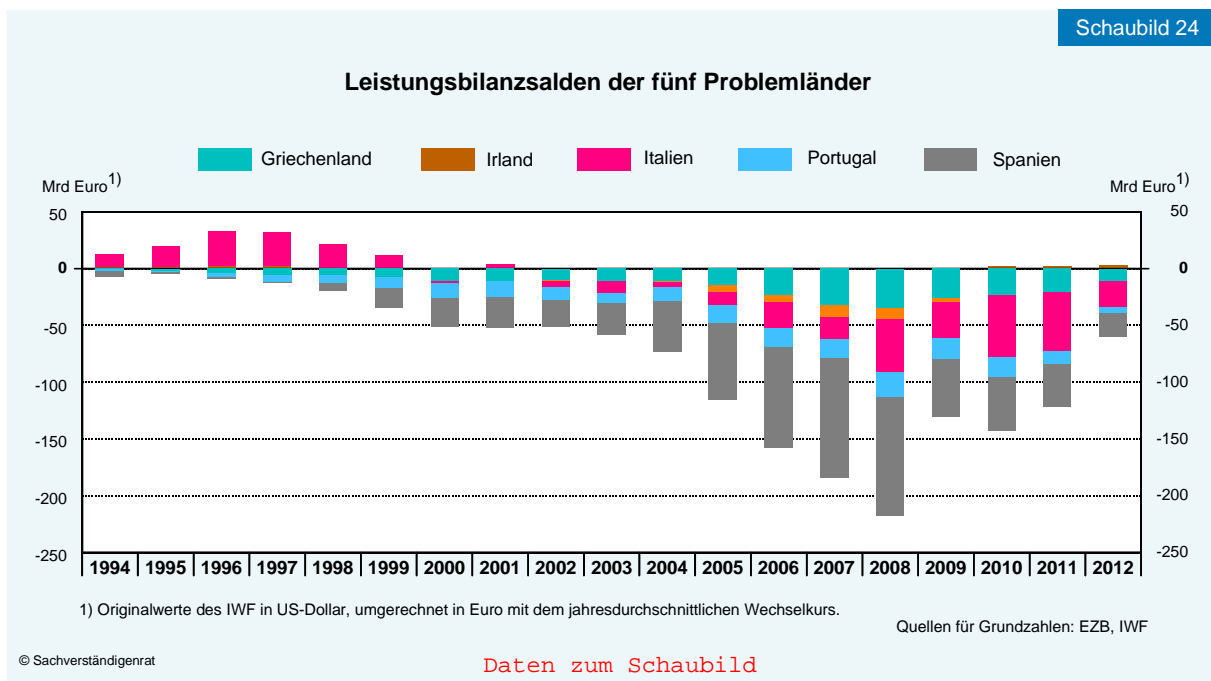
Quelle: EU

115. Die bis auf Weiteres äußerst ungünstigen konjunkturellen Perspektiven sind ein großes Hindernis für eine rasche Verbesserung der Situation bei den übrigen Krisenherden. Ohne eine Rückkehr auf einen nachhaltigen Wachstumspfad wird die Schuldenkrise des Staates nur schwer zu überwinden sein. Für das Bankensystem würde eine fortgesetzte Rezession weitere Verluste bei Krediten sowohl gegenüber Unternehmen wie auch gegenüber Immobilieninvestoren bedeuten. Und ohne neue Investitionen wird es kaum möglich sein, die Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder nachhaltig zu stärken.

116. Neben dieser aktuellen Konjunkturschwäche weisen die Problemländer bereits seit längerem **erhebliche Defizite bei ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit** auf. Diese resultieren zu einem erheblichen Teil aus einer Entwicklung der Lohnkosten, die vor allem im Zeitraum der Jahre 2000 bis 2008 deutlich über den Produktivitätsfortschritt und die durchschnittliche Preissteigerungsrate im Euro-Raum hinausgegangen sind. Gegenüber Wettbewerbern außerhalb des Euro-Raums wurde die ungünstige preisliche Wettbewerbsfähigkeit noch zusätzlich durch die bis zum Jahr 2008 teilweise sehr ausgeprägte Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar beeinträchtigt. Erschwerend kam hinzu, dass diese Länder – im Ge-

gensatz zu Deutschland – aufgrund ihrer Produktpalette nicht in der Lage waren, die wachsende wirtschaftliche Stärke Chinas und der Schwellenländer in Mittel- und Osteuropa für sich zu nutzen. Da die von ihnen hergestellten Produkte in direktem Wettbewerb mit denen der aufstrebenden Volkswirtschaften stehen, erlitten sie dadurch vielmehr einen negativen Handelsschock (Chen et al., 2012).

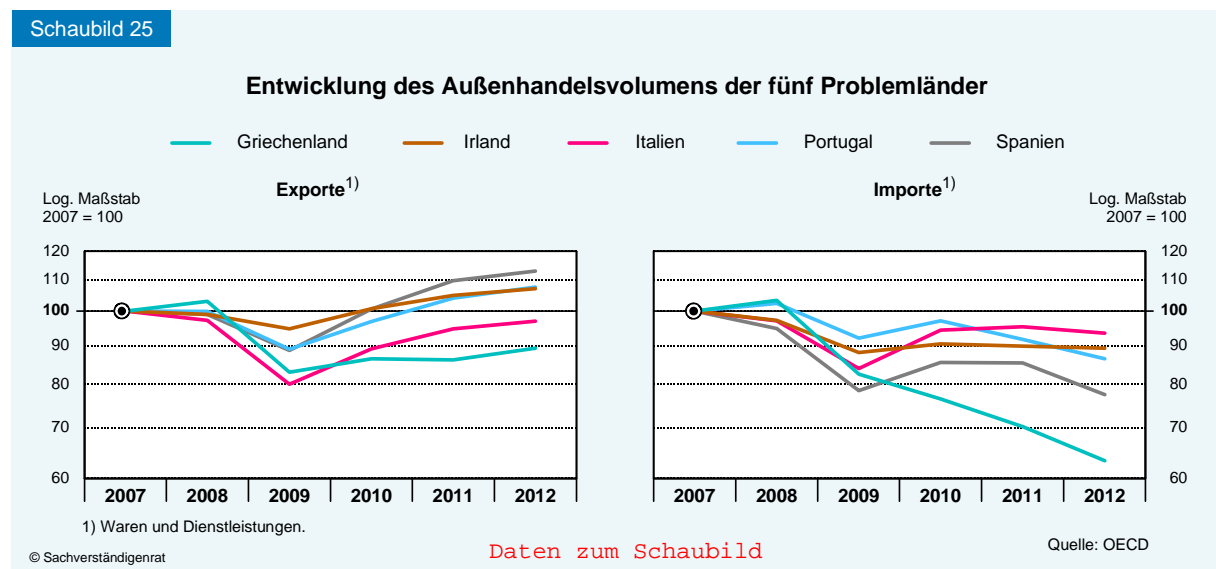
117. Diese Entwicklungen spiegelten sich in einer deutlichen **Passivierung der Leistungsbilanzsalden** der Problemländer bis zum Jahr 2008. Damals belief sich das Leistungsbilanzdefizit Griechenlands auf 14,9 % in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt, Portugal verzeichnete einen Fehlbetrag von 12,6 %. Spanien kam auf „nur“ 9,6 %, in absoluten Zahlen erreichte es mit 105 Mrd Euro aber das höchste Defizit der Problemländer (Schaubild 24). Mit Leistungsbilanzdefiziten in Höhe von 5,7 % und 2,9 % schnitten Irland beziehungsweise Italien vergleichsweise gut ab.



118. In Anbetracht dieser Fehlentwicklungen ist es als Erfolg zu werten, dass die Leistungsbilanzen in allen Problemländern in den vergangenen Jahren deutlich verbessert werden konnten. In Portugal beläuft sich die Anpassung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zwischen dem Jahr 2008 und dem Jahr 2012 auf zehn Prozentpunkte, in Griechenland auf neun sowie in Spanien und Irland auf rund acht Prozentpunkte. Aufgrund der extrem ungünstigen Ausgangslage und steigender Zinszahlungen an das Ausland sieht sich Griechenland allerdings nach wie vor mit einem Leistungsbilanzdefizit von fast 6 % des Bruttoinlandsprodukts konfrontiert. Demgegenüber ist es Spanien gelungen, sein Defizit auf knapp 2 % abzubauen. Dies ist wesentlich auf eine merkliche Verbesserung bei der Handelsbilanz zurückzuführen. Hier konnte Spanien nach Angaben der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) einen Fehlbetrag von 63,7 Mrd Euro im Jahr 2008 in einen Überschuss von 23,3 Mrd Euro im Jahr 2012 umwandeln.

119. Bei dem insgesamt positiv zu beurteilenden Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte ist zu berücksichtigen, dass dieser zu einem erheblichen Teil der inländischen Nachfrageschwäche in diesen Ländern geschuldet und somit nicht allein auf eine verbesserte inländische Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen ist. Dies gilt insbesondere für Griechenland, dessen Importvolumen heute um rund 37 % niedriger ist als im Jahr 2007, während das Exportvolumen um 11 % geschrumpft ist. Eine vergleichsweise positive Entwicklung ist im Fall Spaniens zu beobachten, das heute preisbereinigt 13 % mehr Güter exportieren kann als vor dem Ausbruch der Krise, während die Importe preisbereinigt um rund ein Fünftel zurückgegangen sind. Irland und Portugal nehmen eine Zwischenstellung ein. Beide Länder konnten ihre Ausfuhren preisbereinigt um rund 7 % steigern, ihre Einfuhren gingen um rund ein Zehntel zurück.

Bei dieser Betrachtung wird deutlich, dass sich Irland bei der Verbesserung seiner Handelsbilanz kaum von Spanien und Portugal unterscheidet. Irland wird vielmehr dadurch begünstigt, dass seine Ausgangslage im Jahr 2007 besser war als die Situation Griechenlands, Portugals und Spaniens. Nur bedingt vergleichbar ist die Entwicklung Italiens, welches im Jahr 2008 ein relativ geringes Leistungsbilanzdefizit von 2,9 % verzeichnete. Es ist Italien aber in den vergangenen Jahren nicht gelungen, dieses nennenswert abzubauen. Das Exportvolumen ist seit dem Jahr 2007 vielmehr um rund 3 % zurückgegangen. Dies hängt mit der geringen preislichen Wettbewerbsfähigkeit italienischer Unternehmen zusammen (Schaubild 25).



120. Das positive Bild bei der außenwirtschaftlichen Anpassung steht im Einklang mit dem Bestreben der Problemländer, die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Unternehmen durch umfassende **Strukturreformen** voranzubringen. Bei der Beurteilung der auf diesem Feld bereits erreichten Fortschritte stellen sich die grundsätzlichen Probleme, die Fülle von Einzelmaßnahmen hinsichtlich ihrer gesamtwirtschaftlichen Relevanz zu bewerten und zu diagnostizieren, inwieweit sie tatsächlich im Wirtschaftsalltag Anwendung finden. Die OECD hat deshalb den Versuch unternommen, einen Indikator für die Reformaktivitäten eines Landes zu entwickeln. In ihrer Analyse vom Februar 2012 kommt sie dabei zu dem Befund, dass Griechenland, Spanien, Irland und Portugal von allen OECD-Ländern die stärksten Reformbemühungen im

Zeitraum der Jahre 2008 bis 2011 unternommen haben (OECD, 2012). Ähnliche Befunde finden sich im aktuellen Doing Business-Bericht der Weltbank, der die Regulierung von kleinen und mittleren Unternehmen bewertet. Dieser attestiert den Problemländern, aber insbesondere Griechenland, deutliche Fortschritte auf diesem Gebiet (Weltbank, 2012).

121. Bei der Entwicklung der **preislichen Wettbewerbsfähigkeit** ist bei den Problemländern ebenfalls eine gewisse Verbesserung zu erkennen. Nach vielen Jahren mit überhöhten Lohnsteigerungen sind die Nominallöhne in Griechenland seit dem Jahr 2009 um 14 % gefallen, in Irland, wo der Lohnrückgang schon im Jahr 2008 einsetzte, beläuft sich die Lohnsenkung auf 6 %. Eine leicht rückläufige Lohnentwicklung ist im Jahr 2012 in Portugal zu beobachten, in Spanien und Italien sind die Löhne jedoch bis zuletzt weiter gestiegen (Schaubild 26, oben, Seite 76). Bei der teilweise geringen Reaktion der Lohnentwicklung in der Krise ist zu berücksichtigen, dass die steigende Arbeitslosigkeit primär geringer qualifizierte Arbeitnehmer betrifft, sodass die Lohnentwicklung der dann noch Beschäftigten statistisch überzeichnet wird.

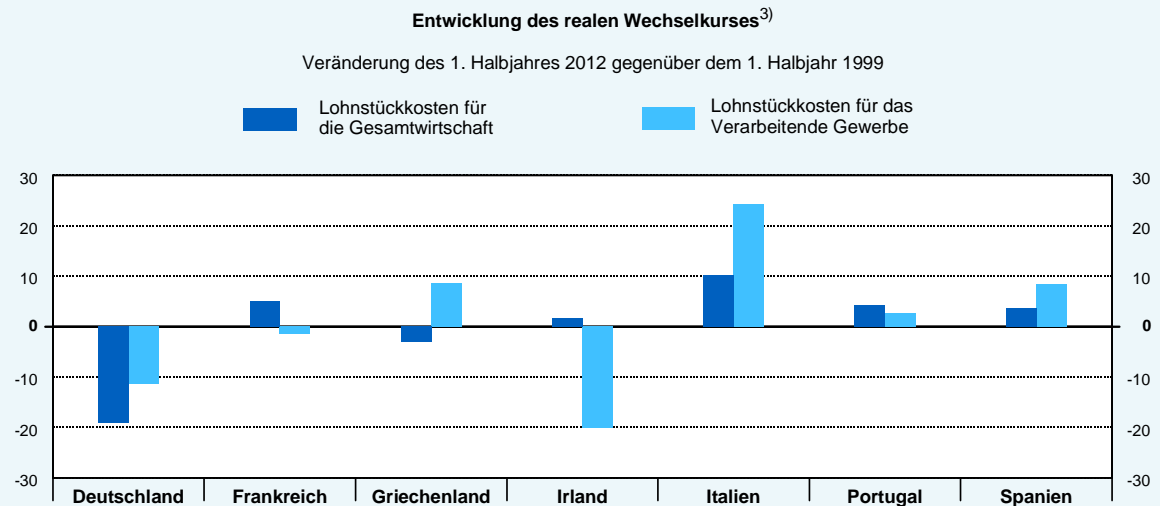
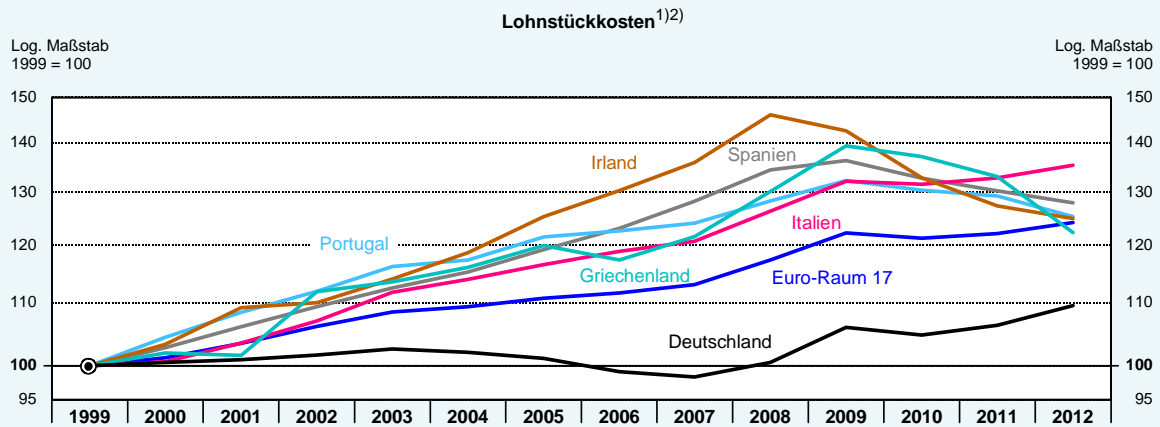
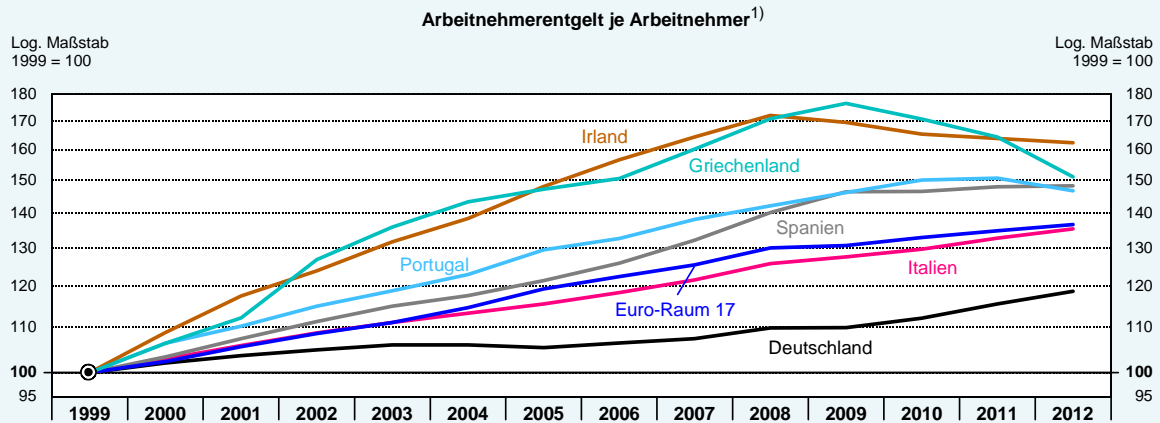
Bei der für die Wettbewerbsfähigkeit entscheidenden Entwicklung der **Lohnstückkosten**, die neben den Nominallöhnen die Produktivität berücksichtigen, ist ebenso eine Anpassung nach unten zu erkennen. Wiederum ist der Rückgang bei Griechenland und Irland besonders ausgeprägt, wobei Irland aufgrund seines höheren Produktivitätsfortschritts eine etwas stärkere Verbesserung erzielen konnte (Schaubild 26, mittlerer Teil). Bei diesem Indikator weist Spanien ebenfalls eine positive Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass sich die Produktivität eines Landes statistisch allein schon dann verbessern kann, wenn Arbeitnehmer mit einer geringeren Produktivität entlassen werden.

Eine Alternative bestünde in einem Vergleich der Preisniveauänderungen zwischen den Ländern. Allerdings leidet der hierfür in Frage kommende **Deflator des Bruttoinlandsprodukts** unter der Einschränkung, dass die darin enthaltenen Verbrauchsteuern, die in den Problemländern in den vergangenen Jahren besonders stark erhöht worden sind, diesen Indikator verzerren. Diese Verzerrung ist bei den einzelnen Ländern nicht auf vergleichbare Art und Weise herauszurechnen.

122. Der bei den Lohnstückkosten nach wie vor sehr hohe Abstand zu Deutschland könnte Anlass zu der Vermutung geben, dass die Problemländer noch erhebliche Lohnsenkungen vornehmen müssen, um ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen. Entscheidend ist dafür jedoch nicht nur der Vergleich mit Deutschland, sondern mit den wichtigsten Außenhandelspartnern eines Landes. Eine hierfür geeignete Messgröße ist der **reale Wechselkurs** auf der Basis von Lohnstückkosten. Dazu können sowohl die Lohnstückkosten für die Gesamtwirtschaft als auch die Lohnstückkosten für das Verarbeitende Gewerbe herangezogen werden. Gegenüber dem ersten Halbjahr 1999 zeigen sich hier für die meisten Problemländer keine allzu großen Anpassungsbedarfe. Am ungünstigsten schneidet bei diesem Indikator – wie schon bei den Lohnstückkosten – Italien ab, dessen realer Wechselkurs auf der Basis der Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe gegenüber dem ersten Halbjahr 1999 eine Aufwertung um etwa 24 % aufweist (Schaubild 26, unten).

Schaubild 26

Indikatoren für die Wettbewerbsfähigkeit ausgewählter Länder des Euro-Raums



1) Eigene Berechnungen.– 2) Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigen.– 3) Auf Basis der Lohnstückkosten; zur Methodik siehe Erläuterungen zur Statistik des Euro-Währungsgebiets in den Monatsberichten der EZB.

Quellen: EU, EZB

© Sachverständigenrat

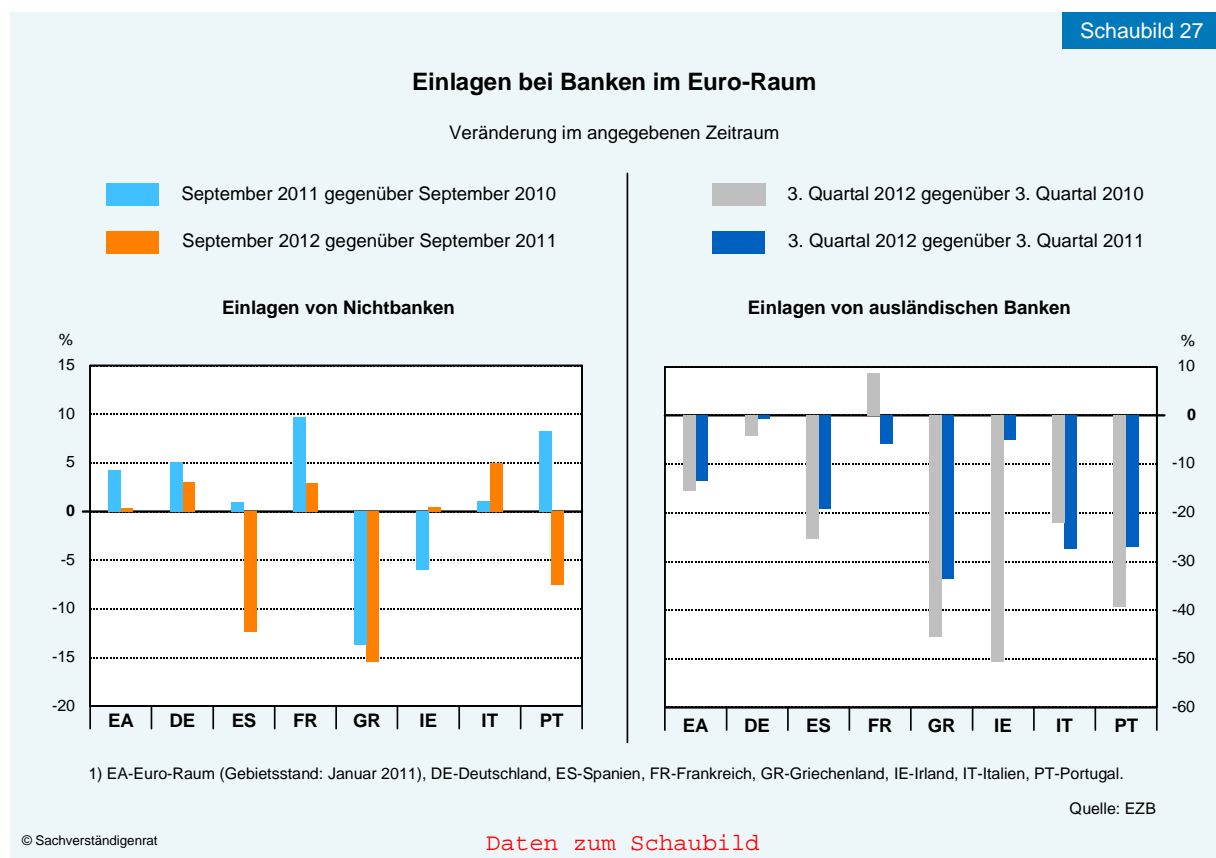
Daten zum Schaubild

3. Bankenkrise: Vertrauen kehrt nicht zurück

123. Bei hohen Altlasten in den Bilanzen haben die immer ungünstigere konjunkturelle Lage, die wachsende Staatsverschuldung und die aufkommende Spekulation über ein mögliches

Auseinanderbrechen der Währungsunion die ohnehin labile Lage der Banken in den Problemländern weiter destabilisiert (Ziffer 257). Der dadurch entstandene Vertrauensverlust ist die entscheidende Ursache für den Rückgang der grenzüberschreitenden Finanzbeziehungen innerhalb des Euro-Raums. So ist es in den vergangenen zwölf Monaten vor allem in Griechenland, Italien und Portugal zu einem drastischen Abzug von Interbankengeldern gekommen. In Spanien ist diese Entwicklung in abgeschwächter Form ebenfalls zu beobachten (Schaubild 27, rechts).

In einigen Ländern sind auch Unternehmen und Privatpersonen zunehmend über die Sicherheit ihrer Bankeinlagen besorgt. Ein merklicher Rückgang dieser Depositen war in den vergangenen zwölf Monaten insbesondere in Griechenland, Spanien und Portugal zu beobachten (Schaubild 27, links). Die unsichere Lage der Banken in den Problemländern spiegelt sich zudem in den nach wie vor sehr hohen **Prämien für Kreditausfälle** gegenüber diesen Institutionen wider. Diese sind zwar durch die Ankündigung der EZB, unbegrenzt am Markt für Staatsanleihen mit einer Laufzeit von bis zu drei Jahren zu intervenieren, merklich gesunken, sie liegen aber noch immer über den Spitzenwerten in der Phase nach der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers. Damit unterscheidet sich die Beurteilung der Kreditrisiken bei Banken des Euro-Raums mittlerweile grundlegend von der Markteinschätzung über Finanzinstitute anderer Währungsräume.

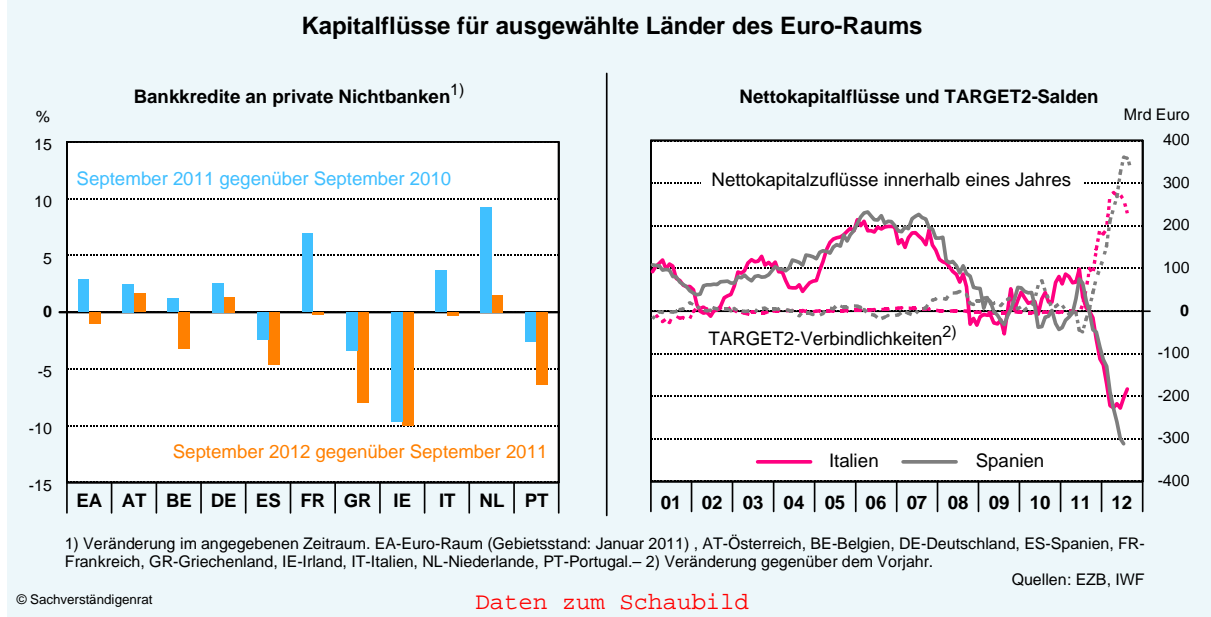


124. Höhere Eigenkapitalanforderungen, anhaltende Wertverluste auf der Aktivseite und die ungünstigeren konjunkturellen Perspektiven haben sich zusammen mit einer abgeschwächten Kreditnachfrage zunehmend negativ auf die **Kreditvergabe der Banken** ausgewirkt. Diese

Entwicklung war in den zurückliegenden zwölf Monaten besonders ausgeprägt, und sie hat Irland und Griechenland besonders stark betroffen. Allerdings ist das Deleveraging auch in Portugal, Spanien und Belgien sehr ausgeprägt (Schaubild 28, links). Für die weitere konjunkturelle Entwicklung ist daher das finanzielle Umfeld für die Problemländer alles andere als günstig.

125. Ein weiterer Indikator für das instabile Finanzsystem des Euro-Raums sind die in diesem Jahr weiter deutlich angestiegenen **TARGET2-Salden** (Sinn, 2012). Dabei weist Deutschland die mit Abstand größten Forderungen in Höhe von rund 720 Mrd Euro aus, gefolgt von den Niederlanden mit 120 Mrd Euro, Luxemburg mit 110 Mrd Euro und Finnland mit 70 Mrd Euro. Die höchsten Verbindlichkeiten im TARGET2-System entfallen auf Spanien (420 Mrd Euro), Italien (290 Mrd Euro), Griechenland (110 Mrd Euro), Irland (100 Mrd Euro) und Portugal (70 Mrd Euro). Dies entspricht im Fall Spaniens etwa 30 % des Bruttoinlandsprodukts und im Fall Italiens 11 %. In Anbetracht eines Leistungsbilanzdefizits von nur noch 2,0 % in Spanien und 1,5 % in Italien wird bei diesen Größenordnungen evident, dass die TARGET2-Salden fast ausschließlich auf Veränderungen der Kapitalströme zurückzuführen sind. Dies zeigt sich auch bei einer Gegenüberstellung der Netto-Kapitalabflüsse dieser beiden Länder und der Entwicklung ihrer TARGET2-Salden (Schaubild 28, rechts).

Schaubild 28



126. Sofern TARGET2-Salden daraus resultieren, dass grenzüberschreitende Forderungen gegenüber den Banken und dem Staat in Problemländern abgelöst werden, stellt ein Anstieg dieser Salden zwar keine zusätzliche Haftung Deutschlands dar (De Grauwe und Ji, 2012b). Diese Interpretation greift aber zu kurz, denn immerhin findet dabei eine erhebliche Umstrukturierung der bestehenden Forderungen und der damit verbundenen Risiken statt, die mit bedenklichen Verteilungswirkungen verbunden ist (Sinn und Wollmershäuser, 2011): Während deutsche Banken und Nichtbanken durch den TARGET2-Mechanismus ihre Aktiva gegenüber den Problemländern reduzieren konnten, sind im Gegenzug die Forderungen der Deutschen Bundesbank gestiegen (Kasten 7).

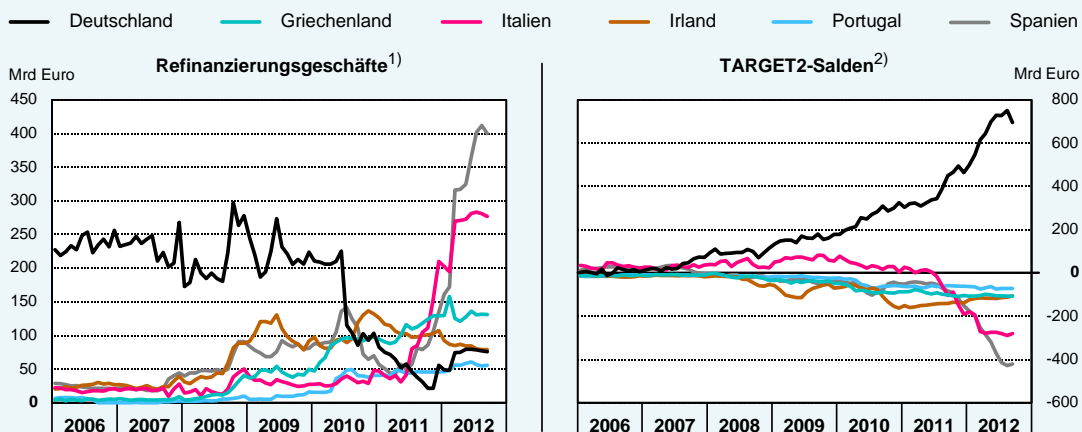
Zusammenhang zwischen der Refinanzierung durch die EZB und den TARGET2-Salden

Die länderspezifischen Salden im Zahlungsverrechnungssystem der Europäischen Währungsunion (TARGET2), die mit Ausbruch der Finanzkrise erheblich gestiegen sind, haben im Jahr 2012 weiter zugenommen (Schaubild 29, rechts).

Während die Verbindlichkeiten im Fall Griechenlands und Portugals im vergangenen Jahr allerdings nahezu konstant geblieben und in Irland sogar merklich zurückgegangen sind, zeigt sich für Spanien und Italien ein weiterer Aufbau von Verbindlichkeiten. Dieser steht in direktem Zusammenhang mit den beiden Refinanzierungsgeschäften der EZB mit dreijähriger Laufzeit, bei denen sich vor allem Banken aus diesen beiden Ländern mit Liquidität versorgt haben (Schaubild 29, links). Gleichzeitig haben aber die Banken in anderen Ländern von diesem Angebot der Notenbank Gebrauch gemacht, wenngleich in einem geringeren Umfang.

Schaubild 29

Refinanzierungsgeschäfte und TARGET2-Salden ausgewählter Zentralbanken im Euro-Raum



1) Forderungen aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euro-Raum.– 2) Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system.

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Quellen: Nationale Zentralbanken

Trotz der immer weiter divergierenden Salden stellt sich die Frage nach den Alternativen. Es wurde vorgeschlagen, den Mechanismus des Saldenausgleichs im US-amerikanischen Fedwire-System auf den Euro-Raum zu übertragen (Sinn und Wollmershäuser, 2011), da in den Vereinigten Staaten die Salden einmal im Jahr durch eine Verschiebung der Aktiva zwischen den einzelnen Distriktbanken ausgeglichen werden müssen. Bei genauerer Betrachtung zeigt sich allerdings, dass dieser Ausgleichsmechanismus rein bilanzieller Natur und somit nicht dazu geeignet ist, die Salden a priori zu begrenzen (Klose und Weigert, 2012a). Zudem ist der Mechanismus in der momentanen Situation, in der die Notfallfinanzierung durch nationale Notenbanken (Emergency Liquidity Assistance, ELA, Ziffer 141) einen wichtigen Refinanzierungskanal darstellt, nicht ohne Weiteres auf alle Notenbanken im Euro-Raum übertragbar. Dies liegt an der im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten fehlenden Unterlegung mit werthaltigen Aktiva aufgrund der ELA.

Eine Limitierung der TARGET2-Salden über eine Begrenzung der Refinanzierungsmöglichkeiten des Bankensystems eines Mitgliedstaats im Euro-Raum wäre ebenfalls keine Lösung. Im Extremfall müssten dann Überweisungen zwischen Mitgliedstaaten gestoppt werden. Das wäre nicht nur inkompatibel mit der Freiheit des Kapitalverkehrs innerhalb eines Währungsraums, es wäre zugleich das Ende des Euro.

Ob es in der momentanen Situation ohne den für den ganzen Euro-Raum geltenden Ausgleichsmechanismus zu **Sudden-Stops**, also zu einer plötzlichen und massiven Umkehr der internationalen Kapitalströme eines Landes, gekommen wäre, lässt sich empirisch mit Hilfe des Calvo-Kriteriums illustrieren. Demnach liegt ein Sudden-Stop vor, wenn die jährliche Differenz der privaten Kapitalströme den langjährigen Mittelwert um zwei Standardabweichungen unterschreitet. Eine Sudden-Stop-Periode ist dadurch gekennzeichnet, dass mindestens einmal das Kriterium der zweifachen Standardabweichung greifen muss, während für Perioden unmittelbar davor und danach lediglich eine einfache Standardabweichung notwendig ist. Damit ist eine Sudden-Stop-Periode so definiert, dass sie mindestens drei Monate anhalten muss.

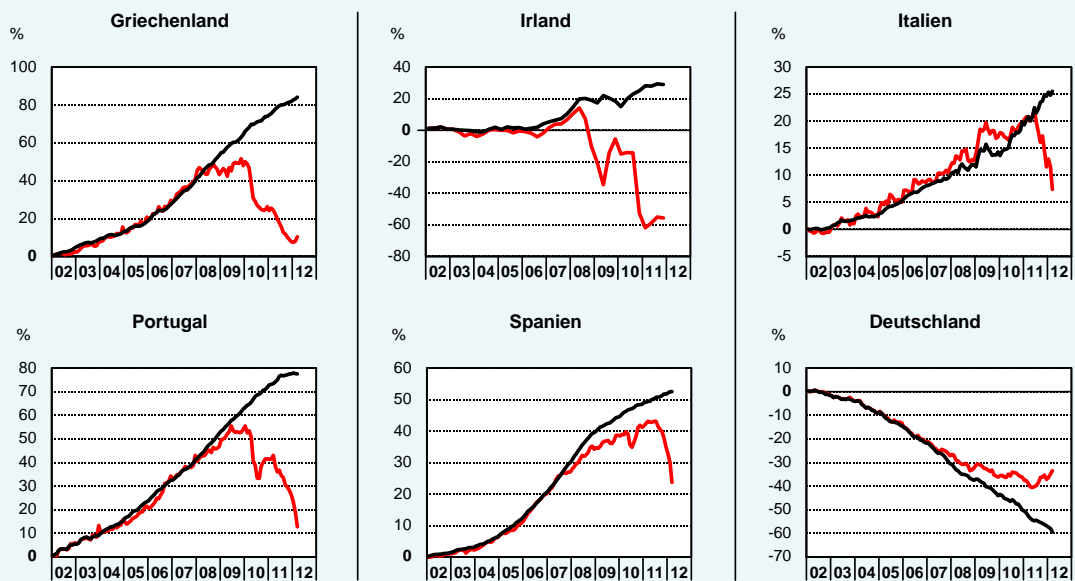
Für die Analyse werden die Zuströme in den Kapitalbilanzen der einzelnen Euro-Länder in private und öffentliche Ströme zerlegt (Merler und Pisani-Ferry, 2012). Von den kumulierten Nettokapitalimporten werden Zahlungen im Rahmen von Rettungspaketen abgezogen und TARGET2-Salden hinzugerechnet. Ein Abzug der im Rahmen des Anleiheankaufprogramms der EZB (Securities Markets Programme) angekauften Anleihen ist nicht möglich, da diese nicht nach Ländern getrennt veröffentlicht werden. Demnach verbleiben diese Anleihen statistisch in den privaten Kapitalströmen und führen so zu einer Überschätzung der tatsächlichen privaten Ströme. Wendet man dieses Verfahren an, so zeigt sich deutlich, dass in den heutigen Problemländern des Euro-Raums zunehmend die private durch die öffentliche Finanzierung, bestehend aus Hilfspaketen und TARGET2, abgelöst wurde, während in Deutschland die privaten Nettokapitalexporte geringer waren als die gesamten Nettokapitalexporte (Schaubild 30). Die Anwendung des Calvo-Kriteriums beschränkt sich auf die privaten Kapitalströme, da nur diese Auskunft darüber geben, ob es ohne öffentliche Finanzierung zu einem Sudden-Stop gekommen wäre.

Schaubild 30

Kumulierte Kapitalbilanzsalden ausgewählter Länder des Euro-Raums¹⁾

In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (2007)

— Nettokapitalimporte, insgesamt — Private Nettokapitalimporte²⁾



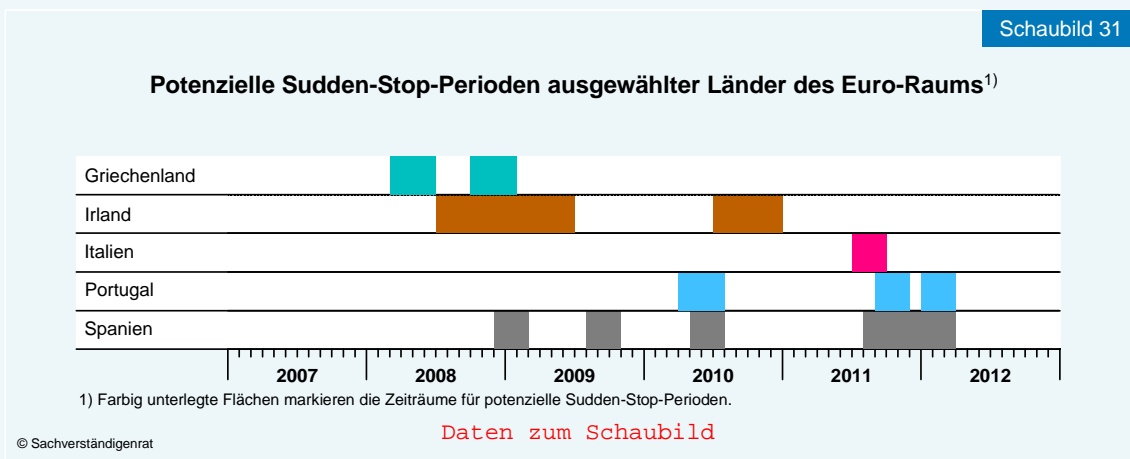
1) Eigene Berechnungen; positive Werte = Nettokapitalimporte.– 2) Zuzüglich TARGET2-Salden und abzüglich der Hilfspakete im Rahmen der Euro-Rettung.

Quelle für Grundzahlen: Thomson Financial Datastream

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Im Ergebnis zeigt sich, dass Griechenland bereits in den Jahren 2008 und 2009 von einem Sudden-Stop betroffen gewesen wäre, ähnlich wie Irland und Spanien, während Portugal und Italien erst in den Jahren 2010 und 2011 einem solchen Phänomen ausgesetzt gewesen wären (Schaubild 31). Demnach haben die öffentlichen europäischen Hilfsprogramme dafür gesorgt, den schmerzhaften Prozess einer rapiden Anpassung der Leistungsbilanzsalden abzumildern, der bei einer alleinigen Refinanzierung über den privaten Kapitalmarkt eingetreten wäre.



II. EZB in der Zwickmühle

127. Die sich seit dem Frühjahr 2010 immer weiter zuspitzende Schuldenkrise brachte die EZB in eine äußerst schwierige Situation. Die Politik hatte sich mit der EFSF und danach dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zwar um einen Rettungsmechanismus für Problemstaaten bemüht. Dieser war und ist jedoch zu gering dimensioniert, um große Länder wie Spanien und Italien – mit einer ausstehenden Staatsverschuldung von zusammen rund drei Billionen Euro – wirkungsvoll gegenüber einem Teufelskreis aus schwindendem Anlegervertrauen und steigenden Anleiherenditen abzusichern. Da dies den Investoren bewusst ist, kam es in den beiden vergangenen Jahren immer wieder zu starken Anstiegen der Risikoprämien für Anleihen dieser beiden Länder, die, wie schon erwähnt, immer nur durch deutliche Notenbank-Interventionen gestoppt und in ihr Gegenteil verkehrt werden konnten.

Mit ihrer unkonventionellen Geldpolitik leistete die EZB nicht nur einen Beitrag zur Stabilisierung der Kapitalmärkte. In Anbetracht eines wachsenden Misstrauens in die Solidität der Finanzsysteme in den Problemländern sorgte sie mit einer Ausweitung des Volumens und der Laufzeit ihrer Refinanzierungskredite zugleich dafür, dass die Banken stets über eine ausreichende Refinanzierung verfügten. Sie sind in den vergangenen Jahren in mehrfacher Weise unter Druck geraten (Ziffern 256 f.):

- Ihre Bilanzen werden in einigen Ländern noch immer von den Folgen der Immobilienkrise beeinträchtigt.
- Bei den von ihnen gehaltenen öffentlichen Anleihen müssen sie deutliche Wertverluste hinnehmen.

- Die anhaltend ungünstige konjunkturelle Entwicklung belastet ihre Kreditportfolien zusätzlich.
- Spekulationen über ein mögliches Auseinanderbrechen der Währungsunion führen zu einem Abfluss von Einlagen inländischer wie ausländischer Investoren.

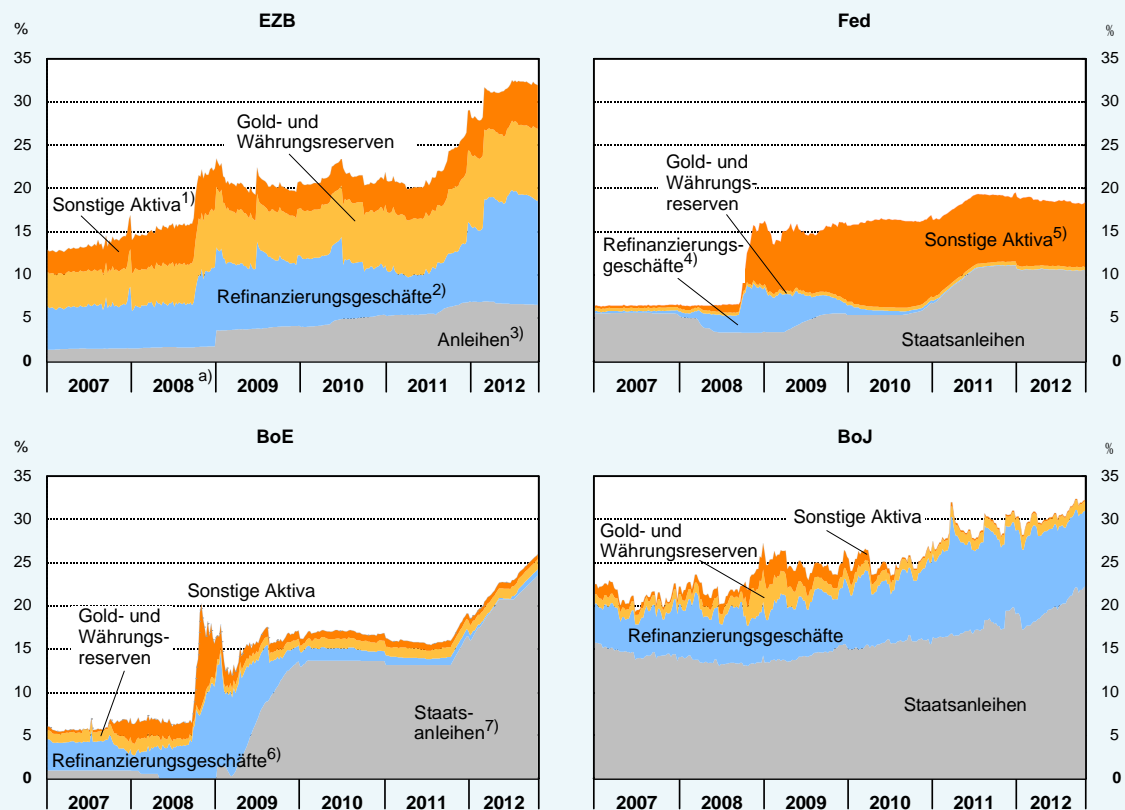
1. Stützung der Kapitalmärkte

128. Die zunehmende Beanspruchung der EZB spiegelt sich in einem deutlichen Anstieg ihrer Bilanzsumme. Allerdings ist dies kein Spezifikum des Euro-Raums, da es seit der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 allgemein zu einer enormen Zunahme der **Notenbank-Aktiva** gekommen ist. Gegenüber dem Jahresanfang 2007 fiel der Anstieg in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt bei der Bank of England (BoE) mit 310 % besonders stark aus, bei der US-amerikanischen Notenbank (Fed) waren es 180 % und bei der EZB 150 %. Die einzige Ausnahme ist die Bank of Japan (BoJ) mit einer in den vergangenen Jahren nur wenig angestiegenen Bilanzsumme (Schaubild 32).

Schaubild 32

Struktur der Aktiva verschiedener Zentralbanken

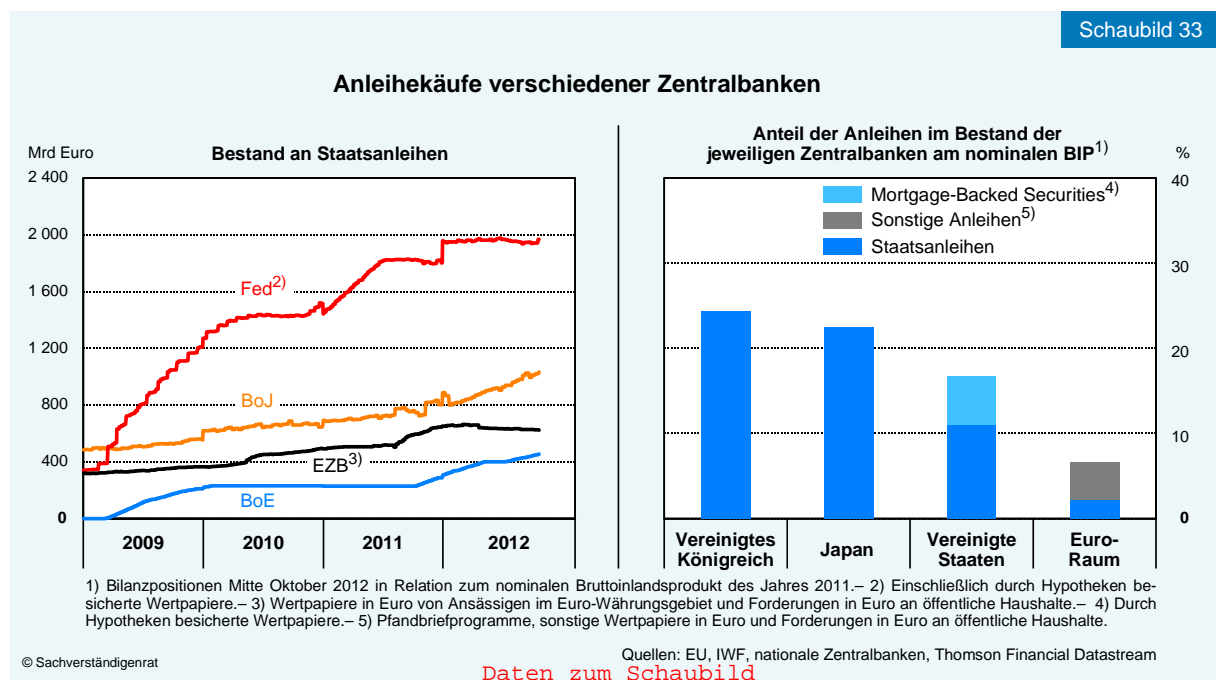
In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt



1) Einschließlich sonstiger Kredite an Banken.– 2) Hauptrefinanzierungs- und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte.– 3) Von Emittenten aus dem Euro-Raum, einschließlich der Käufe von Staatsanleihen für geldpolitische Zwecke.– 4) Repogeschäfte, Term Auction Facility und andere Kredite (unter anderem Stützungsaktion für die Versicherungsgesellschaft AIG).– 5) Beteiligung an Maiden Lane LLC (Zweckgesellschaft zum Kauf bestimmter Vermögenswerte von Bear Stearns), Commercial Paper Funding Facility LLC (Nettobestand an im Rahmen der Commercial Paper Finanzierungsfazilität gehaltenen unbesicherten Geldmarktpapieren), Mortgage-Backed Securities (durch Hypotheken besicherte Wertpapiere, garantiert durch Fannie Mae, Freddie Mac und Ginnie Mae) sowie Federal Agency Debt Securities: Verbindlichkeiten von Fannie Mae, Freddie Mac und der Federal Home Loan Banken.– 6) Kurzfristige Refinanzierungs- und längerfristige Repogeschäfte.– 7) Einschließlich der ausgelagerten Tochtergesellschaft „Asset Purchase Facility Fund Limited“.– a) Ende 2008: Änderung der Zuordnung von „Sonstige Aktiva“ in die Kategorie „Anleihen“.

Der entscheidende Unterschied besteht jedoch darin, dass die Fed und die BoE im Zuge ihrer Bilanzexpansion, die mit dem Schlagwort des **Quantitative Easing** bezeichnet wird, vor allem zusätzliche Staatsanleihen und im Fall der Fed auch private Anleihen erworben haben (Schaubild 33, links). Demgegenüber wurden in der Bilanz des Euro-Systems in erster Linie die Refinanzierungskredite für Banken ausgeweitet. Diese Position spielt in den beiden anderen Ländern nahezu keine Rolle mehr, da durch die Käufe von Anleihen ein hoher Bestand an Überschussreserven im Bankensystem entstanden ist.

Im Vergleich dazu haben sich die Anleihekäufe der EZB bislang in Grenzen gehalten. Während sich die bisher von der BoE und der Fed angekauften Anleihen auf einen Betrag in Höhe von 24 % beziehungsweise 16 % des Bruttoinlandsprodukts belaufen, sind es für die EZB 7 %. Bei der BoJ, die vor allem in der ersten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts in großem Maße Staatsanleihen angekauft hatte, ergibt sich ein Anleihebestand in Höhe von rund 22 % des Bruttoinlandsprodukts (Schaubild 33, rechts).

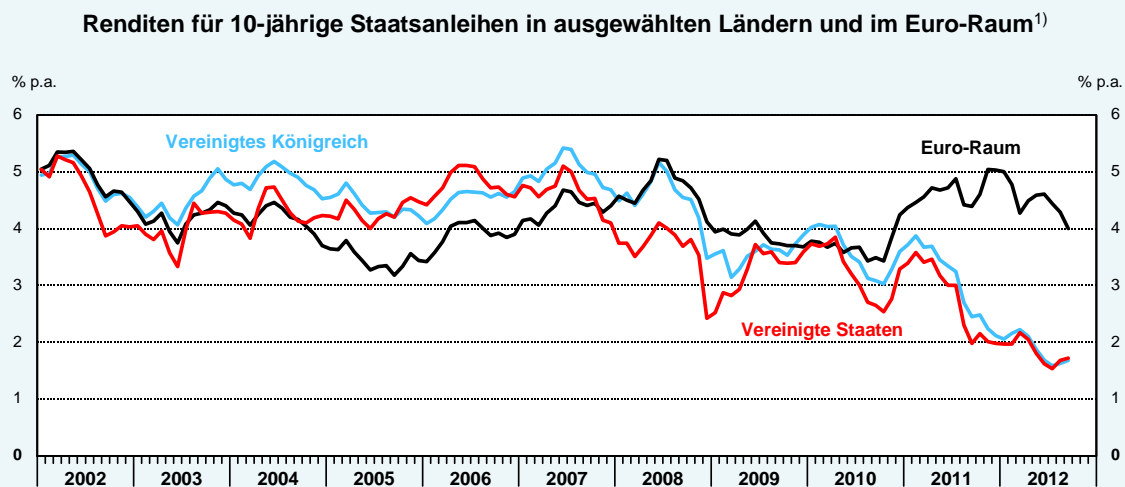


129. Bisher hat die EZB im Rahmen von drei Programmen Anleihen am offenen Markt erworben. Zum einen über zwei **Ankaufprogramme von Pfandbriefen (CBPP)**, wodurch im Zeitraum von Juli 2009 bis Juni 2010 Papiere in Höhe von 60 Mrd Euro und von November 2011 bis Oktober 2012 nochmals von 16 Mrd Euro erworben wurden. Zum anderen hat die EZB im Mai 2010 das **Securities Markets Programme (SMP)** zum Aufkauf von Staatsanleihen der Krisenländer auf dem Sekundärmarkt ins Leben gerufen und dadurch Anleihen in Höhe von 209 Mrd Euro erworben. Die genaue Aufteilung der gekauften Anleihen nach Ländern und Restlaufzeiten wird dabei von der EZB nicht bekanntgegeben. Seit der Durchführung der beiden Refinanzierungsgeschäfte mit dreijähriger Laufzeit ruht das SMP. Es wurde nach der Einführung der OMT eingestellt.

130. Die umfangreichen Anleihekäufe der beiden angelsächsischen Zentralbanken sind im Zusammenhang mit einer ungewöhnlich starken **Ausweitung der Staatsverschuldung** der entsprechenden Länder zu sehen. Im Vereinigten Königreich erhöhte sich die Schuldenstandsquote im Zeitraum der Jahre von 2007 bis 2012 um 45 Prozentpunkte, in den Vereinigten Staaten um 40 Prozentpunkte. Demgegenüber nahm diese Quote im Euro-Raum um lediglich rund 27 Prozentpunkte zu. Durch die umfangreichen Interventionen der Fed und der BoE am Anleihemarkt wurde es möglich, die stark steigende Staatsverschuldung – entgegen der traditionellen Theorie des Crowding Out – sogar zu historisch niedrigen langfristigen Zinsen zu platzieren. Im Grunde handelt es sich bei dieser **Financial Repression** um eine verdeckte Umverteilung von Inhabern der Staatsanleihen zugunsten des Staates.

131. Im Ergebnis dürfte das unterschiedliche Vorgehen der EZB auf der einen Seite und der angelsächsischen Notenbanken auf der anderen Seite mit dazu beigetragen haben, dass sich die **Anleiherenditen** erheblich auseinander entwickelt haben. Während sich die durchschnittliche Anleiherendite des Euro-Raums (mit dem Anteil der Staatsverschuldung der Mitgliedstaaten an der gesamten Staatsverschuldung des Euro-Raums gewichtet) und die der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs bis zum Ausbruch der Finanzkrise weitgehend auf einem ähnlichen Niveau bewegt hatten, ist in den beiden vergangenen Jahren ein deutliches Auseinanderlaufen zu beobachten (Schaubild 34).

Schaubild 34



1) Durchschnitt der Renditen der Länder des Euro-Raums gewichtet mit dem Anteil des jeweiligen Landes am Gesamtschuldenstand des Euro-Raums.

Quellen: BoE, EU, Fed

© Sachverständigenrat

[Daten zum Schaubild](#)

132. Dass Maßnahmen der **quantitativen Lockerung** in der Lage sein können, zinsenkend zu wirken und somit die Realwirtschaft auch nach Erreichen der Nullzinsgrenze zu stimulieren, wird durch Studien der Lockerungspolitik der Fed (Krishnamurthy und Vissing-Jorgensen, 2011; Gagnon et al., 2011) und der BoE (Joyce et al., 2011) belegt. Schon die Ankündigung der jeweiligen Programme durch die Zentralbanken hat demnach die langfristigen Zinssätze um bis zu 100 Basispunkte gesenkt. Ebenso habe die Ausweitung der Refinanzie-

rungsgeschäfte durch die EZB im Rahmen der Vollzuteilung zu einer Absenkung der längerfristigen Zinssätze um mehr als 100 Basispunkte geführt, während Ankündigungen hier eine geringe Rolle spielten (Abbassi und Linzert, 2011). Allerdings zeigt sich, dass die Wirkung quantitativer Lockerungsmaßnahmen im Zeitverlauf abnimmt (Ehlers und Sushko, 2012).

133. In Anbetracht der bisher vergleichsweise geringen Aktivitäten der EZB am Kapitalmarkt stellen die von ihr am 6. September 2012 verkündeten **OMT**, für die keine quantitative Begrenzung ex ante festgelegt wurde, eine **strategische Neuausrichtung** dar. Hierbei handelt es sich wie beim SMP um ein Programm, mit dem Staatsanleihen von Euro-Krisenländern von der EZB auf dem Sekundärmarkt gekauft werden können. Im Gegensatz zum SMP – dessen Aufkäufe unkonditioniert waren – ist bei den OMT der Ankauf an einen Antrag und ein damit verbundenes Programm bei der EFSF oder dem ESM geknüpft. Dieses Programm kann entweder in Form eines vollen **makroökonomischen Anpassungsprogramms** oder eines vorsorglichen Programms (Enhanced Conditions Credit Line) durchgeführt werden, wobei die Möglichkeit von Primärmarktkäufen durch die EFSF oder den ESM bestehen muss.

Dies ist allerdings nur eine notwendige und keine hinreichende Bedingung für eine Unterstützung von Seiten der EZB. Umgekehrt sollen die OMT sofort ausgesetzt werden, wenn ein Land sich nicht länger an die im Programm vereinbarten Auflagen hält. Anders als beim SMP werden die OMT vor allem auf Anleihen mit einer Restlaufzeit von ein bis drei Jahren konzentriert. Zudem erhöht sich die Transparenz bei den OMT, da neben dem wöchentlichen Volumen, welches wie beim SMP durch Schnelltender sterilisiert wird, monatlich die durchschnittliche Restlaufzeit der gehaltenen Anleihen und deren Länderaufteilung bekannt gegeben werden (EZB, 2012). Neu ist bei den OMT, dass der Senioritätsstatus der EZB entfällt. So entsteht durch einen möglichen Anleihekauf ein erheblich höheres Verlustrisiko für die EZB und ein geringeres Risiko für die Privaten (Tabelle 16).

Tabelle 16

**Vergleich zwischen Securities Markets Programme (SMP) und
Outright Monetary Transactions (OMT)**

	SMP	OMT
Konditionalität	Keine	Ankauf nur nach vorherigem Antrag beim ESM und Programm (Full oder Precautionary Programme), IWF soll in die Programme einbezogen werden
Umkehrbarkeit	Werden bis zur Fälligkeit gehalten	Ja, wenn es geldpolitisch nicht länger notwendig ist oder Länder sich nicht an die Programme halten
Explizite Zinsgrenze	Nein	Nein
Seniorität	Ja	Nein
Laufzeit der angekauften Anleihen	Nicht bekannt	Kurzes Ende (Restlaufzeit 1 bis 3 Jahre)
Transparenz	Volumen wöchentlich veröffentlicht	Volumen wöchentlich veröffentlicht, Länder und durchschnittliche Laufzeit monatlich
Sterilisierung	Ja	Ja

Daten zur Tabelle

134. Die EZB ist bestrebt, ihre Transaktionen an die **Konditionalität der Euro-Rettungsschirme** anzubinden, um möglichen Fehlanreizen auf die nationale Wirtschaftspolitik entgegenzuwirken. Allerdings hat sich damit die Geldpolitik abhängiger von den politischen Instanzen gemacht: Die EZB kann, wenn sie sich an ihre Ankündigungen tatsächlich halten will, Anleihen eines Staates im Rahmen der OMT erst nach einem positiv beschiedenen Antrag dieses Staates beim ESM ankaufen, und muss diese Aktivität zwingend stoppen, falls eine Nichteinhaltung der in den Programmen aufgeführten Auflagen festgestellt wird (Kasten 8). Es ist nicht auszuschließen, dass im politischen Prozess der Anreiz besteht, die Einhaltung eines Programms zu attestieren, um so die weitere Unterstützung durch die EZB zu gewährleisten. Die damit verbundene Aufweichung der Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik ist daher in hohem Maße bedenklich und allenfalls als Notlösung zu sehen, nicht aber als ein dauerhafter Stabilisierungsmechanismus. Aus ordnungspolitischer Sicht ist es daher dringend geboten, die Geldpolitik wieder von dieser Aufgabe zu entlasten. Das vom Sachverständigenrat entwickelte Konzept des Schuldentilgungspakts bietet hierfür eine Alternative, bei der die Gemeinschaftshaftung nicht dauerhaft und unbegrenzt, sondern temporär und quantitativ limitiert gewährt wird und bei der zudem eine Absicherung durch das Hinterlegen von Sicherheiten geschaffen wird.

Kasten 8

Die geldpolitischen Outright-Geschäfte (Outright Monetary Transactions (OMT)) der EZB

In Anbetracht der bis Ende Juli 2012 deutlich zunehmenden Instabilität des Euro-Raums sah sich die EZB gedrängt, durch die Ankündigung gegebenenfalls unbegrenzter Ankäufe von Staatsanleihen („geldpolitische Outright-Geschäfte“) ein deutliches Signal für die Märkte zu setzen. Diese Politik war bisher insoweit erfolgreich, als es unmittelbar zu einer merklichen Beruhigung der Märkte gekommen ist, ohne dass die EZB am Anleihemarkt aktiv werden musste.

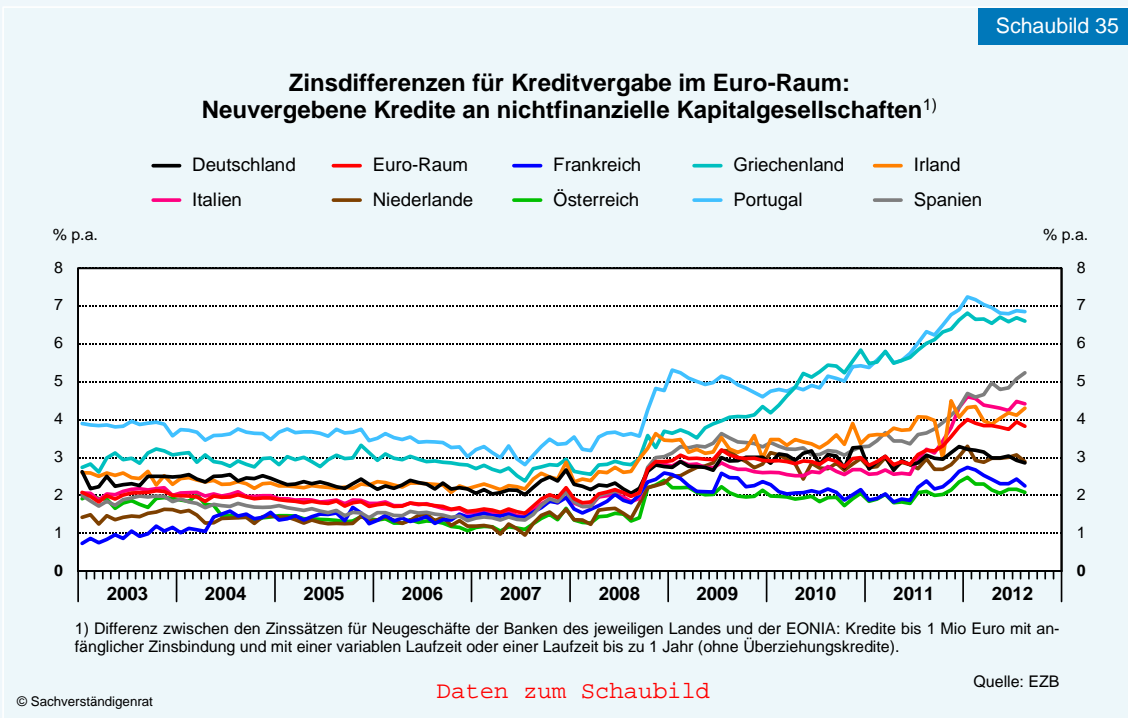
Die EZB begründet ihr Vorgehen damit, dass sie in die Lage versetzt wird, „gegen schwere **Verwerfungen** an den Staatsanleihemärkten vorzugehen, die insbesondere auf unbegründete Ängste seitens der Anleger bezüglich der Reversibilität des Euro zurückzuführen sind“ (EZB, 2012). Da von den Renditen von Staatsanleihen ein starker Einfluss auf die Refinanzierungskosten der Banken ausgeht, resultieren daraus divergierende Entwicklungen für die Zinssätze, die von Kreditnehmern in den einzelnen Mitgliedstaaten gezahlt werden (Schaubild 35). Der Transmissionsprozess der einheitlichen Geldpolitik wird somit gestört. Sofern es durch krisenhafte Entwicklungen zu einem starken realwirtschaftlichen Einbruch gekommen wäre, hätte dies zudem deflationäre Tendenzen ausgelöst.

Grundsätzlich gehören Ankäufe und Verkäufe von Anleihen im Rahmen von **Offenmarktgeschäften** zum traditionellen Instrumentarium einer Notenbank. Dabei ist zu unterscheiden zwischen Wertpapierpensionsgeschäften, bei denen der Ankauf (Verkauf) einer Anleihe mit einem späteren Verkauf (Rückkauf) zu fest vereinbarten Konditionen gekoppelt wird, und dem definitiven Ankauf oder Verkauf (Outright-Geschäfte).

In einer dieser beiden Formen werden Offenmarktgeschäfte von Notenbanken üblicherweise verwendet, um die **dauerhafte Refinanzierung des Bankensystems** zu gewährleisten. Staatsanleihen fungieren dabei direkt oder indirekt als Gegenposten für das Zentralbankgeld, das die Notenbank den Banken bereitstellt.

- In den Vereinigten Staaten erwirbt die Fed von den Banken direkt und dauerhaft Staatsanleihen. Bis zum Ausbruch der Finanzkrise setzte sich dementsprechend das Portfolio der Fed nahezu vollständig aus US-amerikanischen Staatsanleihen zusammen.
- Die EZB hat sich dafür entschieden, die Basisrefinanzierung über Kredite an Banken bereitzustellen, die jedoch entsprechend besichert sein müssen. Staatsanleihen spielen hierbei eine wichtige Rolle. Ihr Bestand bei den Sicherheiten der EZB erhöhte sich von 230 Mrd Euro im Jahr 2007 auf 457 Mrd Euro im 2. Quartal 2012. Dies entspricht einem Anteil im Sicherheitenpool von 20,1 % beziehungsweise 18,6 %.

Schaubild 35



In Normalzeiten nutzt eine Notenbank Märkte für Staatsanleihen zur Durchführung ihrer geldpolitischen Maßnahmen. Damit beeinflusst sie direkt oder indirekt die Finanzierungsbedingungen des Staates. Nicht immer bedeutet dies automatisch eine monetäre Staatsfinanzierung. Eine eindeutige Trennungslinie zwischen Geldpolitik und Staatsfinanzierung ist somit schwer zu ziehen. Denn eine klare Trennung würde voraussetzen, dass die Notenbank anstelle von Staatsanleihen entweder ausschließlich private Anleihen oder aber Gold als Sicherheit akzeptieren würde.

Bei den als Krisenintervention konzipierten OMT kann sich die EZB im Rahmen ihres großen Ermessensspielraums zunächst auf **Marktstörungen** berufen. Diese Einschätzung ist aus der Außensicht nur schwer zu bewerten. Die Euro-Krise hat sich als sehr hartnäckig erwiesen, und der dabei entstandene Teufelskreis aus Bankenkrise, Staatsschuldenkrise und makroökonomischer Krise hat über eine gravierende Verunsicherung von Anlegern, Unternehmen und Verbrauchern zu erheblichen real- und finanzwirtschaftlichen Verwerfungen geführt.

Allerdings hat die EZB die OMT an die Voraussetzung geknüpft, dass sich ein Land einem Programm des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) mit einer **strengen und wirksamen Konditionalität** unterwirft. Es ist einerseits durchaus verständlich, dass die EZB bestrebt ist, die OMT mit einem hohen Maß an fiskalischer Disziplin zu verbinden, das sie in eigener Regie einem einzelnen Staat gegenüber nicht durchsetzen könnte. Andererseits gerät die EZB damit in

den Grenzbereich zwischen einer Intervention zur Gewährleistung stabiler Marktbedingungen und der Staatsfinanzierung.

Ob diese Grenze dann tatsächlich überschritten wird, dürfte nicht zuletzt von der Dauer und der Intensität der Anleihekäufe abhängen. Eindeutig zu beurteilen wäre eine Konstellation wie im Vereinigten Königreich, bei der die Notenbank im Rahmen des Quantitative Easing rund zwei Drittel der Neuverschuldung des Staates in den Jahren von 2008 bis 2012 aufgekauft hat. Aufgrund des singulären Charakters der Euro-Krise wäre es jedoch aus ökonomischer Sicht äußerst schwierig, konkrete Schwellenwerte für ein gerade noch nicht als Staatsfinanzierung anzusehendes Ausmaß der Ankäufe im Rahmen der OMT und die maximale Dauer einer „Marktstörung“ zu definieren.

Diese unklare Situation verdeutlicht, wie kritisch es ist, das Problem eines mangelnden Vertrauens in Staatsanleihen primär geldpolitisch zu lösen zu versuchen. Aus diesem Grund hat der Sachverständigenrat mit dem Schuldentilgungspakt für ein Modell geworben, bei dem die Verantwortung der Fiskalpolitik zugewiesen wird.

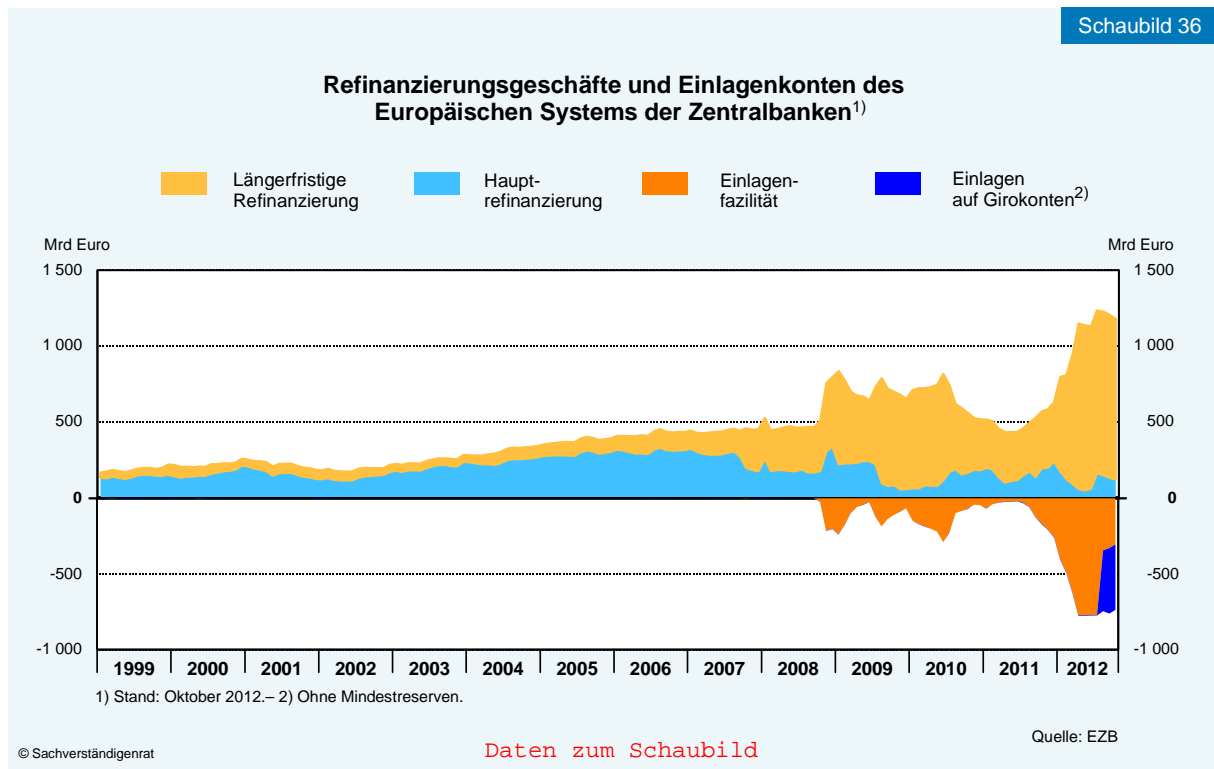
2. Stabilisierung des Bankensystems

135. Anders als bei der Fed und der BoE standen bei der EZB bisher Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensystems im Zentrum ihrer **unkonventionellen Geldpolitik**. In Anbetracht der sich deutlich verschlechternden Situation vieler Banken des Euro-Raums hat sich die EZB hier in den vergangenen zwölf Monaten zu ungewöhnlich weitreichenden Schritten entschlossen.

- Die Laufzeit der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte wurde von einem auf drei Jahre verlängert.
- Der seit vielen Jahren konstante Mindestreservesatz wurde von 2 % auf 1 % gesenkt.
- Die Anforderungen an Sicherheiten für die Refinanzierungsgeschäfte wurden zunehmend gelockert.
- Die von den nationalen Notenbanken gewährte Notfallfinanzierung (Emergency Liquidity Assistance), die der EZB-Rat mit einer Zweidrittelmehrheit untersagen kann, wurde weiter erhöht.

136. Nachdem die EZB im Zuge der Krise bereits zu einer Vollzuteilung und einer Verlängerung **der Laufzeiten der Refinanzierungsgeschäfte** übergegangen war, entschied sie sich im Dezember 2011, die Dauer der Ausleihgeschäfte auf drei Jahre zu verlängern. Diese mit dem Schlagwort der „**Dicken Bertha**“ bezeichneten Transaktionen wurden Ende Dezember 2011 und Februar 2012 durchgeführt. Die Banken erhielten damit insgesamt eine Liquiditätsspritze von mehr als einer Billion Euro. Durch die für einen Refinanzierungskredit ungewöhnlich lange Laufzeit übernimmt die EZB für die Banken de facto die Fristentransformation. Allerdings bleibt das Zinsänderungsrisiko bei den Banken, da sich die Verzinsung der Geschäfte am Durchschnittszins für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte über den Zeitraum der Ausleihung orientiert.

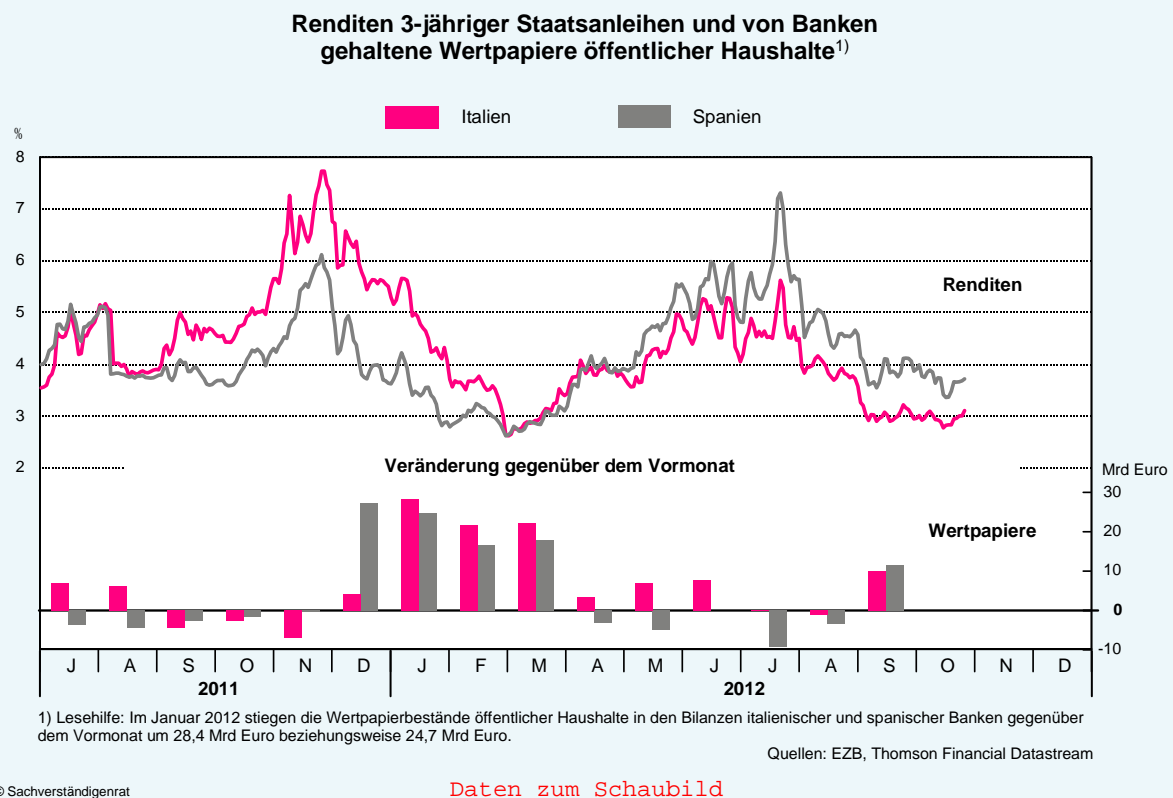
Für eine Beurteilung der quantitativen Dimension dieser Geschäfte ist allerdings nicht deren isoliertes Volumen relevant, es muss vielmehr um die zeitgleich auslaufenden Refinanzierungsgeschäfte aus früheren Perioden bereinigt werden. Bei saldierter Betrachtungsweise sind durch die beiden Dreijahrestender nicht 1 018,7 Mrd Euro, sondern „nur“ 570,4 Mrd Euro zusätzliches Zentralbankgeld geschaffen worden, was allerdings immer noch mehr als 50 % aller Refinanzierungsgeschäfte zum Zeitpunkt der zweiten Zuteilung ausmachte (Schaubild 36).



137. Zu beachten ist dabei auch, dass der größte Teil der zusätzlichen Liquidität zunächst in der **Einlagenfazilität** des Europäischen Systems der Zentralbanken „geparkt“ wurde. Die Banken hielten damit also eine Vorsichtskasse, um sich beim Wegfall der Refinanzierung durch Banken andere Mittel für eine Anschlussfinanzierung zu sichern. Beim deutlichen Rückgang der Einlagenfazilität in den vergangenen Monaten ist zu berücksichtigen, dass die EZB seit dem 11. Juli 2012 hierfür keine Zinsen mehr vergütet und den Banken für die Nutzung der Fazilität ein erhöhter Arbeitsaufwand entsteht, da überschüssige Liquidität jeden Abend nach Geschäftsschluss neu übertragen werden muss. Aus diesem Grund ist ein Teil der in der Einlagenfazilität gehaltenen Mittel in die regulären Girokonten der Banken bei der EZB geflossen.

138. Die reichliche Liquiditätsversorgung der EZB hat sich zumindest kurzfristig vor allem auf den Anleihenmärkten positiv bemerkbar gemacht. Insbesondere italienische und spanische Banken haben zu Beginn des Jahres 2012 die von der EZB bereitgestellten Mittel zum Ankauf von Staatsanleihen genutzt. Dadurch wurde allerdings die ohnehin schon sehr enge, gefährliche Vernetzung zwischen Banken und Staat noch weiter verstärkt (Schaubild 37, Seite 90).

Schaubild 37



139. Ein weiterer ungewöhnlicher Schritt war die Absenkung des seit vielen Jahren konstanten **Mindestreservesatzes** von 2 % auf 1 %, wodurch der Liquiditätsbedarf der Banken seit Anfang des Jahres 2012 um rund 100 Mrd Euro gesenkt wurde. Da die Mindestreserve mit dem Zinssatz des Hauptrefinanzierungsgeschäfts verzinst wird, hat diese Maßnahme keinerlei Auswirkungen auf die Ertragslage der Banken. Sie trägt vielmehr allein der Tatsache Rechnung, dass die Banken über immer weniger Sicherheiten verfügen, die sie bei der EZB für Refinanzierungsgeschäfte hinterlegen können.

140. Dieser Problematik trägt auch ein drittes Maßnahmenbündel Rechnung, bei dem die Anforderungen an die Qualität der bei der EZB einzureichenden **Sicherheiten** immer weiter abgesenkt wurden. Die Tatsache, dass zusätzliche Arten oder Sicherheiten mit niedrigerer Bonität zugelassen wurden, bedeutet nicht zwingend eine Erhöhung des Risikos innerhalb der Zentralbankbilanz: Zum einen werden die Sicherheiten von der EZB mit einem nach der Ausfallwahrscheinlichkeit gewichteten Abschlag auf den Marktwert versehen. Zum anderen besteht zudem eine Nachschusspflicht, falls die bereits hinterlegten Sicherheiten im Zeitverlauf im Wert fallen.

Generell steigt mit einem höheren Ausfallrisiko der hinterlegten Sicherheiten und damit höheren Abschlägen auf die Refinanzierungskredite aber das Risiko für einen Verlust der Notenbank. Erstens ist der Abschlag risikoreicherer Anleihen schwerer zu beziffern als derjenige von weniger risikoreichen Anleihen. Zweitens können Abschläge auf die Sicherheiten nicht zu hoch angesetzt werden, um mit einem Refinanzierungsgeschäft überhaupt einen liquiditätspolitischen Impuls entfalten zu können.

141. Für Banken, deren Sicherheiten nicht mehr den Standards der EZB gerecht werden, steht bei der nationalen Notenbank die Möglichkeit offen, sich über die **Emergency Liquidity Assistance (ELA)** zu refinanzieren. Unter diesem Mechanismus können Notenbanken auf eigenes Risiko Refinanzierungskredite anbieten und hierfür Sicherheiten akzeptieren, die von der EZB nicht anerkannt werden. Dieser Handlungsspielraum einer Mitgliedsnotenbank kann allerdings mit einer Zweidrittelmehrheit des EZB-Rates eingeschränkt werden. Die zusätzlich zu den regulären Refinanzierungsgeschäften gewährte Liquidität findet ebenfalls ihren Niederschlag in der Bilanz des EZB-Systems. Sie wurde bisher nicht nur durch Notenbanken aus Euro-Krisenländern, sondern auch von der Deutschen Bundesbank temporär im Jahr 2008 genutzt.

Im April 2012 fand eine Zusammenfassung der bis dahin in verschiedenen Aktivpositionen gehaltenen ELA-Forderungen in der Position „Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet“ statt. Es wurde offensichtlich, dass ELA momentan in großem Maße von den Zentralbanken Griechenlands, Irlands und Zyperns genutzt wird. Dabei hat die griechische Notenbank ihren Banken im Ländervergleich die meiste Liquidität über ELA bereitgestellt. Zusätzlich war diese Position in Griechenland zuletzt größeren Schwankungen ausgesetzt, deren Ursache in der Aussetzung der Notenbankfähigkeit griechischer Staatstitel als Sicherheit für EZB-Refinanzierungsgeschäfte seit Juli 2012 zu suchen ist.

142. Insgesamt gesehen hat die EZB mit diesem Maßnahmenbündel einen entscheidenden Beitrag zur Stabilisierung der Banken in den Problemländern geleistet. Wie sehr diese Finanzinstitute auf die Notenbankfinanzierung angewiesen sind, zeigt sich an ihrem stark steigenden Anteil an der gesamten Refinanzierung der EZB. Auf die fünf Problemländer entfiel Anfang des Jahres 2006 ein Fünftel der Refinanzierung, heute sind es vier Fünftel (Schaubild 29, links). Diese Prozesse lassen zum einen erkennen, dass es noch erheblicher Anstrengungen von Seiten der Politik auf nationaler wie auf europäischer Ebene bedarf, um die Situation der Banken in den Problemländern so zu stabilisieren, dass sie wieder das uneingeschränkte Vertrauen nationaler und internationaler Investoren erlangen. Zum anderen verdeutlichen die hohen Kapitalabflüsse, dass viele Anleger die Dauerhaftigkeit der Währungsunion anzweifeln (Kasten 6). Diese Entwicklung wird sich nur umkehren lassen, wenn auf nationaler wie europäischer Ebene konsequente Maßnahmen zu einer dauerhaften Lösung der länderspezifischen wie der systemischen Probleme ergriffen werden.

3. Wie hoch sind die Inflationsgefahren?

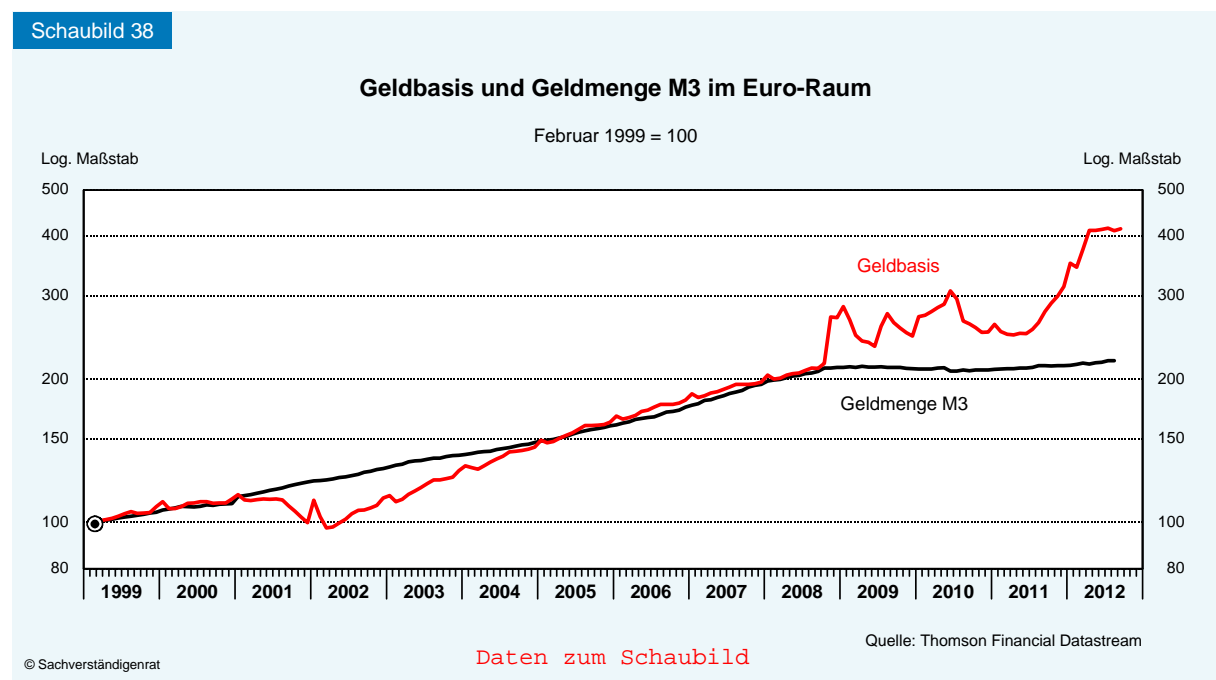
143. Die massiven Anleihekäufe der angelsächsischen Notenbanken, die Ankündigung der EZB, unbegrenzt Anleihen zu kaufen, und die insgesamt sehr starke Ausweitung der Notenbankbilanzen hat in der breiten Öffentlichkeit zu einer großen Besorgnis über die Stabilität des Geldwerts geführt.

144. Dabei stellt sich zunächst das Problem, dass in der Regel nicht genau zwischen unterschiedlichen **Geldmengenabgrenzungen** differenziert wird. Im Euro-Raum ist es durch die starke Erhöhung der Refinanzierungskredite zu einem deutlichen Anstieg der von den Banken bei der EZB gehaltenen Guthaben gekommen. Dementsprechend ist die **Geldbasis**, die als

Summe aus dem Bargeldumlauf und den Notenbankguthaben der Banken definiert wird, zeitweise sehr stark gewachsen. Für die Inflationsentwicklung ist diese Größe jedoch von sekundärer Bedeutung. Studien der EZB (EZB, 2011) zeigen, dass hierfür der **Geldmenge M3** eine zentrale Rolle zukommt. In dieser Größe werden die relativ liquiden Aktiva von Nichtbanken zusammengefasst. Dazu zählen insbesondere der Bargeldumlauf, Sichteinlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu zwei Jahren und Einlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist bis zu drei Monaten sowie Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren.

145. Während die Geldbasis in den vergangenen Jahren sehr stark gewachsen ist, verläuft die Entwicklung der Geldmenge M3 seit der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers gedämpft und deutlich schwächer als der von der EZB festgelegte Referenzwert von 4,5 %. Der völlig unterschiedliche Verlauf der beiden monetären Aggregate ist dadurch zu erklären, dass die Banken auf der einen Seite eine hohe Vorsichtskasse bei der EZB halten, auf der anderen Seite war die Kreditvergabe an den Privatsektor verhalten, die mit dem Wachstum der Geldmenge M3 eng verknüpft ist (Schaubild 38).

Schaubild 38



146. Dabei ist nicht auszuschließen, dass die jetzt von den Banken bei der EZB gehaltene Liquidität früher oder später für Kredite an Unternehmen und private Haushalte genutzt wird. Allerdings hat es die EZB technisch jederzeit in der Hand, den für das **Kreditangebot der Banken** mit entscheidenden Geldmarktsatz so anzuheben, dass eine übermäßige Geldmengenentwicklung verhindert werden kann. Sie könnte dies selbst innerhalb der verbleibenden Laufzeit der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte erreichen, indem sie den Zinssatz der Einlagenfazilität entsprechend erhöht. In Anbetracht der ungünstigen konjunkturellen Perspektiven des Euro-Raums ist jedoch vorerst nicht damit zu rechnen, dass eine restriktivere Geldpolitik erforderlich sein wird.

Neben diesen monetären Faktoren kommt es für die Preisentwicklung wesentlich auf die **Situation am Arbeitsmarkt** an. Sie ist entscheidend für die Veränderung der Reallöhne, die wiederum die Spielräume der Unternehmen für Preiserhöhungen determinieren. Bei den außerordentlich ungünstigen Perspektiven für die Beschäftigungssituation im Euro-Raum insgesamt ist es für die nächsten Jahre kaum wahrscheinlich, dass die Arbeitnehmer in eine Verhandlungssituation kommen werden, die ihnen deutliche Reallohnzuwächse ermöglicht. Für die Problemländer dürfte vielmehr mit weiteren Lohnsenkungen zu rechnen sein.

147. Häufig wird eine **hohe Staatsverschuldung** als eine mögliche Inflationsursache angesehen. Tragfähige öffentliche Finanzen sind dadurch gekennzeichnet, dass der Schuldenstand im Zeitablauf durch reale Primärüberschüsse getilgt wird, ein Staat früher oder später also konsolidieren muss. Ein verschuldeter Staat kann Zentralbankgeld ausgeben, um seine Schulden zu tilgen, oder die Inflation erhöhen, um den realen Wert seiner Schulden zu reduzieren, oder er kann über eine Erhöhung der Geldmenge einen größeren Zentralbankgewinn abschöpfen. Aus diesen Gründen besteht ein Anreiz, sich von einer Politik der Geldwertstabilität abzuwenden. Höhere Inflationsraten entstehen dann, weil Staaten den (politisch) unbequemen Weg von Ausgabenkürzungen oder Einnahmeerhöhungen nicht beschreiten wollen (Woodford 2001, 1994; Christiano und Fitzgerald 2000). Die Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion haben solche Möglichkeiten nicht. Die ordnungspolitische Rationalität der Währungsunion besteht gerade darin, den Mitgliedstaaten die Refinanzierung ihrer Staatshaushalte über die Notenpresse zu verwehren.

148. Während es auf der einen Seite zutrifft, dass alle großen Inflationsperioden durch eine notenbankfinanzierte Staatsverschuldung ausgelöst worden sind, ist auf der anderen Seite zu berücksichtigen, dass sich ausgerechnet Japan, das seit Jahren die höchste Schuldenstandsquote aller OECD-Länder aufweist, schon seit längerem am Rande der Deflation bewegt.

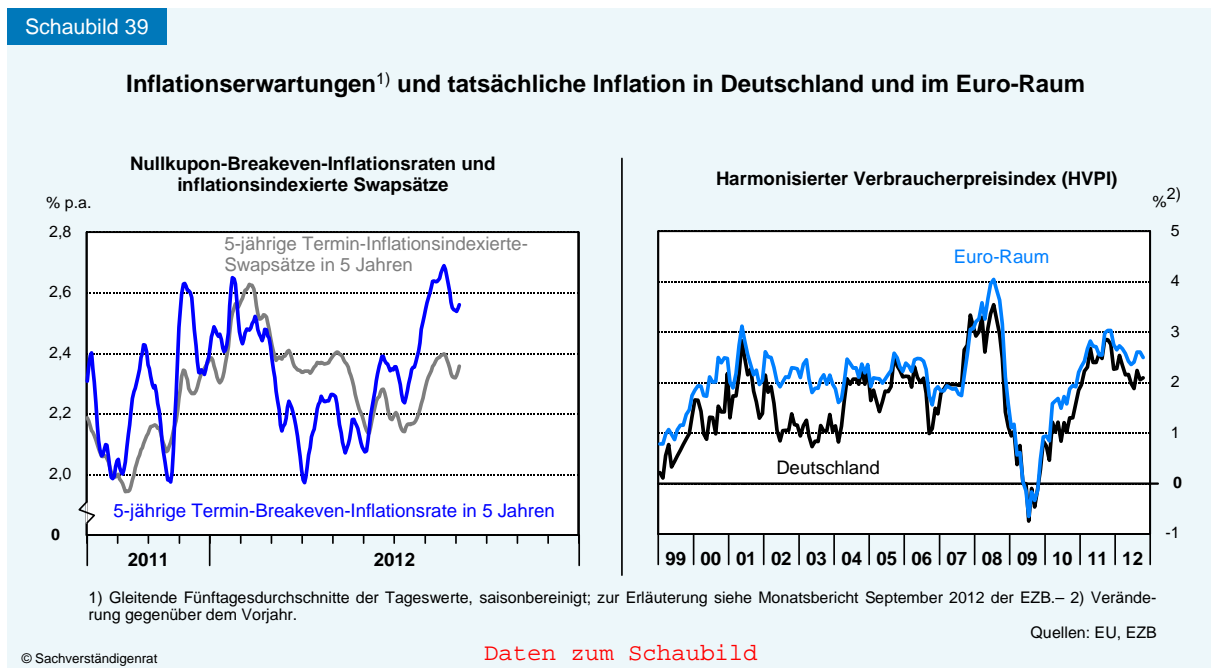
Die scheinbar paradoxe Entwicklung in Japan lässt sich mit dem Phänomen der **Balance Sheet Recession** (Eggertsson und Krugman, 2012; Koo, 2003) erklären. Dieser Erklärungsansatz sieht die Staatsverschuldung nicht als exogenen Schock, sondern vielmehr als Reaktion auf eine Störung im privaten Sektor. Diese besteht darin, dass die Sektoren der Unternehmen und privaten Haushalte per Saldo einen hohen Finanzierungsüberschuss aufweisen. Anders als im Lehrbuch unterstellt, sind die Geldersparnisse der privaten Haushalte in einer solchen Situation also wesentlich höher als der aus Investitionen resultierende Fremdfinanzierungsbedarf des Unternehmenssektors. Im Fall Japans bildet der Unternehmenssektor seit Jahren selbst hohe Finanzierungsüberschüsse. Zu einer solchen Konstellation kann es vor allem nach einer Finanzkrise kommen, wenn die Banken im Rahmen des Deleveraging nicht in der Lage sind, in größerem Umfang Kredite zu vergeben und der Privatsektor bestrebt ist, seine Bilanzen durch Geldersparnis zu reparieren. Diese Pläne lassen sich im Aggregat jedoch nur dann realisieren, wenn der Staat bereit ist, die dazu erforderliche Gegenposition als Schuldner einzunehmen. In einem solchen von Investitions- und Konsumzurückhaltung geprägten Umfeld halten sich die inflationären Effekte der Staatsverschuldung in engen Grenzen.

149. Dies bedeutet gleichwohl nicht, dass sich die hoch verschuldeten Mitgliedstaaten im Euro-Raum erlauben könnten, von der Politik der Konsolidierung abzuweichen. Steht aufgrund einer übermäßig hohen Staatsverschuldung die Solvenz eines Landes in Frage, so kann eine erneute Ausweitung der Staatsverschuldung dazu führen, dass die Refinanzierungskosten aufgrund höherer erwarteter Ausfallrisiken erheblich ansteigen und solvenzgefährdende Niveaus erreichen (Corsetti und Müller 2012; Corsetti et al. 2010). Obwohl sich die Konsolidierungsanstrengungen negativ auf die konjunkturelle Lage auswirken, bleibt somit für hoch verschuldete Länder im Euro-Raum keine andere Wahl, als diesen Weg weiterzugehen. Dies gilt insbesondere, da die Mitgliedstaaten des Euro-Raums erst noch unter Beweis stellen müssen, dass die neu etablierten Fiskalregeln ihre Wirkung entfalten (Ziffern 214 ff.).

150. Dass die Inflationsgefahren in der breiten Öffentlichkeit wohl eher überschätzt werden, lässt sich anhand der **impliziten Inflationserwartung** der Marktteilnehmer illustrieren (Schaubild 39, links). Diese lässt sich auf der Basis der Rendite realwertgesicherter Nullkupon-Anleihen errechnen. Für einen Zeitraum von fünf Jahren liegen die entsprechenden Werte derzeit mit 2,6 % etwas höher als das Inflationsziel der EZB, sie bewegen sich damit jedoch noch immer unterhalb der durchschnittlichen Inflationsrate von 2,7 %, die in Deutschland im Zeitraum der Jahre von 1949 bis 1998, das heißt während der Phase einer autonomen nationalen Geldpolitik, erzielt worden war.

Dieser Befund deckt sich mit den Ergebnissen der von der EZB fortlaufend eingeholten **Inflationsprognosen** (Survey of Professional Forecasters). Im dritten Quartal 2012 ergab sich hierbei für den Fünfjahres-Zeitraum eine Inflationsprognose von 2,0 %, die in etwa dem Zielwert der EZB entspricht.

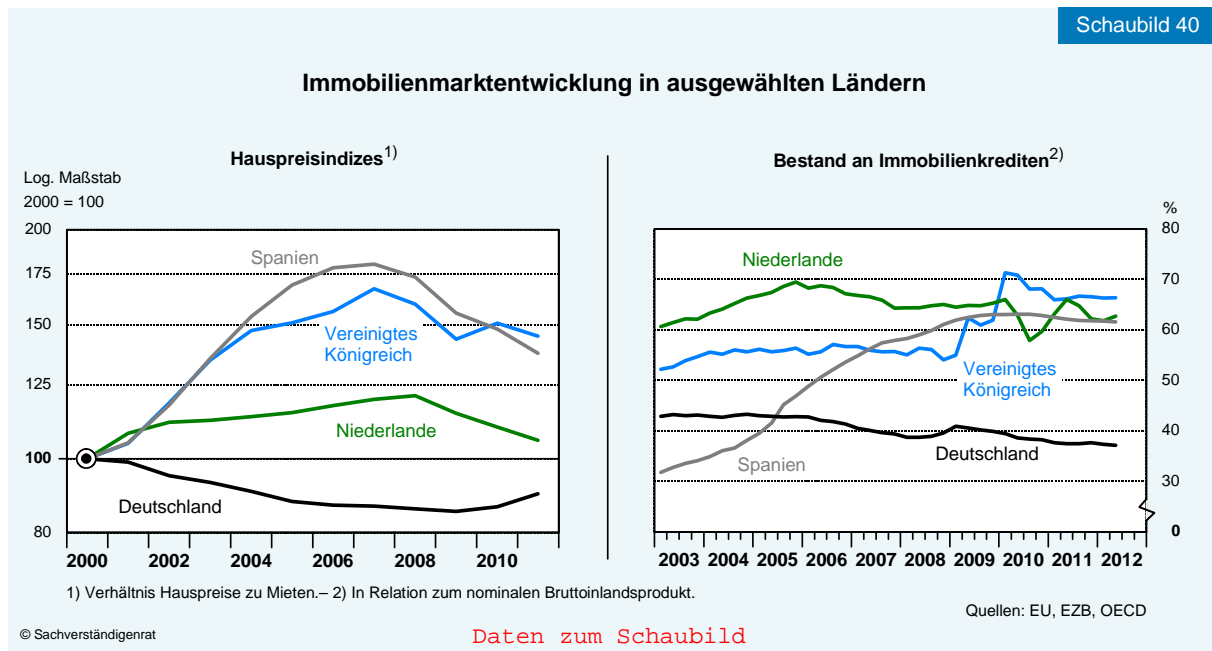
Schaubild 39



151. Häufig wird die Frage gestellt, ob es bei einer sehr asynchronen Entwicklung innerhalb des Euro-Raums zu **Risiken für die Geldwertstabilität in Deutschland** kommen kann,

selbst wenn sich die Inflationsrate für den Euro-Raum insgesamt in der Nähe des Zielwerts von nahe bei, aber unter 2 % bewegen sollte. Grundsätzlich bedeutet die Teilnahme an einer Währungsunion, dass die nationale Inflationsrate von der durchschnittlichen Rate abweichen kann, da die EZB ihre Politik grundsätzlich an den Entwicklungen des gesamten Währungsraums orientieren muss. In der Vergangenheit ist es in der Tat zu Abweichungen gekommen, allerdings aufgrund der zeitweise sehr schwachen deutschen Wirtschaftsentwicklung überwiegend nach unten. Diese bewegten sich jedoch für Deutschland in einer Größenordnung von maximal einem Prozentpunkt.

152. Allerdings werden in letzter Zeit nicht nur die Risiken für die Verbraucherpreise, sondern zunehmend auch die Entwicklung der **Immobilienpreise** in Deutschland thematisiert. Für einzelne deutsche Großstädte lassen sich durchaus Anzeichen für einen rapiden Anstieg der Immobilienpreise finden, allerdings fällt dieser im Bundesdurchschnitt eher gering aus (RWI, 2012). Der Anstieg der Immobilienpreise, die international vergleichbar anhand des Verhältnisses von Hauspreisen zu Mieten gemessen werden, liegt derzeit noch weit unter den früheren Entwicklungen europäischer Länder, die in den vergangenen Jahren einen Hauspreisboom erlebt haben (Schaubild 40, links). Zudem sind in Deutschland die Kredite zum Zwecke des Hauserwerbs im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt nahezu konstant geblieben, im europäischen Vergleich hingegen weiterhin unterdurchschnittlich (Schaubild 40, rechts). Somit handelt es sich bei den Preissteigerungen im deutschen Immobiliensektor bislang eher um einen Aufholprozess als um eine fundamentale Fehlentwicklung.



153. Es ist für die Zukunft somit nicht grundsätzlich auszuschließen, dass es in Deutschland zeitweise zu einem stärkeren Anstieg der Verbraucherpreise kommt. Allerdings ist eine solche Entwicklung derzeit wenig wahrscheinlich, da die deutsche Inflationsrate trotz erheblicher Unterschiede im Wirtschaftswachstum und bei der Beschäftigungssituation in den vergangenen zwölf Monaten weiterhin unter dem Durchschnittswert des Euro-Raums verharrte (Schaubild 39, rechts). Ohnehin erscheint es nach den Entwicklungen der vergangenen Monate nicht

als sehr wahrscheinlich, dass sich die deutsche Wirtschaft weitgehend von den Entwicklungen im Ausland abkoppeln kann. So ist der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts seit dem 3. Quartal 2011 nur noch vom Außenbeitrag getrieben worden, während von der Binnennachfrage negative Impulse ausgingen.

III. Fortschritte bei institutionellen Reformen

154. Der **institutionelle Rahmen der EU** ist in den vergangenen zwei Jahren durch mehrere Maßnahmenpakete zur Stärkung der wirtschaftspolitischen Steuerung (Sixpack, Euro-Plus-Pakt, Fiskalvertrag, Twopack; eine Übersicht findet sich dazu im Anhang) und die Einrichtung eines Krisenmechanismus (ESM) grundlegend reformiert worden.

1. Disziplinierung der Fiskalpolitik

155. Ein Hauptbestandteil der Reformbemühungen sind Maßnahmen, die auf eine **Disziplinierung der Fiskalpolitik** der Mitgliedstaaten abzielen, um übermäßige Defizite und Schuldenstände zu vermeiden. Hierzu besteht mit dem **Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP)** bereits seit dem Maastricht-Vertrag ein umfassendes europäisches Regelwerk. Es hatte aufgrund mehrerer Konstruktionsfehler allerdings nicht den nötigen Biss, um die übermäßige Verschuldung in zahlreichen Staaten des Euro-Raums zu verhindern. Im Hinblick auf die frühere Kritik des Sachverständigenrates lassen sich jetzt einige Verbesserungen ausmachen (JG 2009 Ziffer 123).

156. Der reformierte SWP ist deutlich ehrgeiziger geworden, da er neben dem Defizitkriterium des korrektiven Arms, das die Defizithöhe weiterhin auf 3 % des Bruttoinlandsprodukts begrenzt, den Abbau der Verschuldung explizit regelt und dieses Kriterium mit einem Defizitverfahren und in letzter Konsequenz mit Sanktionen bewehrt werden kann. Ein Schuldenstand von über 60 % des Bruttoinlandsprodukts muss in Zukunft jährlich um ein Zwanzigstel der Differenz zur 60 %-Grenze reduziert werden. Positiv zu bewerten ist ebenfalls, dass die Ausgabenentwicklung zumindest in begrenztem Umfang im präventiven Arm berücksichtigt wird. Allerdings hat der SWP in seiner Komplexität und Intransparenz weiter zugenommen.

157. Ein weiterer Schwachpunkt bestand darin, dass für die **Verhängung von Sanktionen** eine Mehrheit im Rat benötigt wird. Daher besaß dieser Sanktionsmechanismus bisher kaum Glaubwürdigkeit, da die Regierungen spätere Bestrafungen ihrer eigenen Politik befürchten mussten. Die Reformen schaffen hier etwas Abhilfe, da es nun bereits auf früheren Stufen des Defizitverfahrens möglich ist, neu eingeführte Sanktionen mit **umgekehrter qualifizierter Mehrheit** (JG 2010 Kasten 8) zu beschließen. Nicht im europäischen Recht geändert werden konnte jedoch die Anforderung einer qualifizierten Mehrheit bei der Eröffnung eines Defizitverfahrens sowie den weiteren Verfahrensschritten, da diese in den Europäischen Verträgen festgelegt sind. An dieser Stelle haben sich die Staats- und Regierungschefs im Rahmen des Fiskalvertrags auf eine Eigenverpflichtung verständigt, auch in diesen Schritten die umgekehrte qualifizierte Mehrheit anzuwenden. Sollte sich diese politische Verpflichtung in der Praxis bewähren, würde dies den Automatismus im Defizitverfahren beträchtlich erhöhen.

158. Die Möglichkeiten zur Anwendung von **Sanktionen** bei Verstößen gegen den SWP sind deutlich ausgeweitet worden. Zum einen sind die bereits zuvor möglichen Strafen im korrektiven Arm in ihrer Höhe verschärft worden (Geldbußen bis zu 0,5 % des Bruttoinlandsprodukts), zum anderen existieren jetzt neue Sanktionsmöglichkeiten auf früheren Stufen des Verfahrens des korrektiven Arms sowie neuerdings im präventiven Arm und im Falle der Manipulation von Statistiken. Eine weitere, derzeit diskutierte Ausweitung der Sanktionsmöglichkeiten durch die Aussetzung der Auszahlung von Mitteln der EU-Kohäsionspolitik erscheint nicht zielführend. Zum einen sind deren Empfänger Gebietskörperschaften der regionalen und lokalen Ebene, die nicht für das Finanzgebaren der Zentralregierung in die Haftung genommen werden sollten, zum anderen widerspricht eine derartige Konditionalität den verfolgten langfristigen Zielsetzungen der Kohäsionspolitik.

159. Die verpflichtende Verankerung von **Fiskalregeln im nationalen Recht**, die durch den Fiskalvertrag festgeschrieben wurde, ist ein neues Element zur Vermeidung übermäßiger Defizite. Diese orientieren sich in ihrer Höhe am präventiven Arm des SWP und sehen eine Begrenzung des strukturellen (konjunkturbereinigten) Defizits bei 0,5 % des Bruttoinlandsprodukts vor. Damit sind die neuen nationalen Schuldenbremsen in der Regel stringenter als das Defizit- und Schuldenstandskriterium des SWP. Die Mitgliedstaaten müssen bei der Einführung der Regeln einheitliche Standards erfüllen, die denen der schweizerischen oder der deutschen Schuldenbremse sehr nahekommen, und können bei deren Nichteinführung durch den Europäischen Gerichtshof sanktioniert werden. Die Überwachung fällt jedoch unabhängigen Institutionen auf nationaler Ebene zu und kann nicht auf europäischer Ebene sanktioniert werden.

160. Ob diese Verpflichtung zur Einrichtung nationaler Regeln oder die Verschärfung des SWP der **erfolgsversprechendere Weg zu mehr fiskalischer Stabilität** ist, lässt sich schwer vorhersagen. Der modifizierte SWP besitzt nun bessere Sanktionsmöglichkeiten und einen stärkeren Automatismus; das Ausmaß der Abschreckung hängt jedoch weiterhin vom politischen Willen der Mitgliedstaaten zur Verhängung der Strafen ab.

Die Wirksamkeit von nationalen Fiskalregeln zur Verringerung von Defiziten und Verschuldung ist bereits in zahlreichen Untersuchungen für europäische Staaten (Debrun et al., 2008) oder Schweizer Kantone (Feld und Kirchgässner, 2008; Krogstrup und Wälti, 2008) belegt worden. Jedoch ging die Einführung solcher Fiskalregeln in der Vergangenheit mit dem politischen Willen zur Haushaltskonsolidierung einher, wohingegen die Einrichtung im Rahmen des Fiskalpakts zu großen Teilen aufgrund politischen Drucks zustande kam, da die Staaten des Euro-Raums bei Nichtratifizierung des Fiskalvertrags keinen Zugang zum ESM erhalten würden. Es bleibt offen, ob unter diesen Voraussetzungen nationale Fiskalregeln ähnlich positive Effekte auf die Haushaltskonsolidierung entfalten werden.

2. Einrichtung eines Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)

161. Mit dem am 27. September 2012 in Kraft getretenen Vertrag zur Einrichtung des **Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)** wurde ein ständiger Krisenmechanismus für die Staaten des Euro-Raums eingeführt, der dem von vornherein befristeten Rettungsschirm

EFSF nachfolgt. Mit diesem völkerrechtlichen Vertrag ist eine internationale Finanzinstitution eingerichtet worden, welche den Zweck hat, Finanzmittel zu mobilisieren und ESM-Mitgliedern in Krisensituationen unter strenger Konditionalität finanziell beizustehen. Im März 2011 war bereits eine Änderung des Artikels 136 des AEU-Vertrags vorgenommen worden, der jetzt unter besonderen Umständen und unter strengen Auflagen eine temporäre Haftungsübernahme trotz der im AEUV verankerten No-bail-out-Klausel ermöglicht.

162. Das gezeichnete Kapital des ESM beträgt 700 Mrd Euro, wovon 80 Mrd Euro eingezahltes Kapital und 620 Mrd Euro abrufbares Kapital und Bürgschaften sind. Die effektive **Kreditvergabekapazität** des ESM ist auf 500 Mrd Euro beschränkt. Im März 2012 wurde beschlossen, die EFSF zunächst bis Juni 2013 zu verlängern und somit die gemeinsame Kreditvergabekapazität auf 700 Mrd Euro zu erhöhen, wovon bereits rund 200 Mrd Euro durch die Programme für Griechenland, Portugal und Irland beansprucht werden.

163. Das Inkrafttreten des Vertrags war möglich geworden, nachdem der deutsche Bundespräsident diesen ratifiziert hatte und somit die im Vertrag verankerte Anforderung einer Erstzeichnung von mindestens 90 % des Stammkapitals erreicht war; inzwischen haben alle Mitgliedstaaten des Euro-Raums ihren Ratifizierungsprozess abgeschlossen. Der deutschen Ratifizierung war eine **Entscheidung des Bundesverfassungsgerichtes** (BVerfG) über mehrere Eilanträge vorausgegangen, welche vor allem eine Beschneidung der verfassungsrechtlich verankerten Haushaltsautonomie des Deutschen Bundestages beeinträchtigt sahen. In seinem Urteil lehnte das BVerfG diese Eilanträge zwar ab, es stellte aber klar, dass das ESM-Gesetz nicht bei jeglicher Auslegung mit dem Grundgesetz vereinbar sei.

Um den konkreten **Vorgaben des Gerichtes** nachzukommen, wurde der Vertrag um eine Auslegungserklärung ergänzt, die erstens die Zahlungsverpflichtungen der ESM-Mitglieder auf ihren Anteil am genehmigten Stammkapital des ESM eindeutig begrenzt und eine Überschreitung eine neue parlamentarische Entscheidung notwendig macht. Zweitens wurde klargestellt, dass die Regelungen des ESM zur Unverletzlichkeit von Unterlagen und der Schweigepflicht der für den ESM tätigen Personen nicht einer umfassenden Unterrichtung der nationalen Parlamente entgegenstehen. Jedoch hat das BVerfG in seinem Urteil noch nicht über eine Beschwerde gegen den möglichen **Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt** durch die EZB entschieden, der im Rahmen der OMT durch ein ESM-Programm ermöglicht wird (Kasten 8, Seite 86). Erst die Entscheidung im Hauptsacheverfahren wird darüber Klarheit bringen.

164. Generell stehen die Mittel des ESM nur Ländern offen, die den Fiskalpakt ratifiziert haben. Die **Freigabe von Finanzmitteln** erfordert eine qualifizierte Mehrheit von 85 % der Stimmen. Damit hat Deutschland de facto ein Vetorecht. Nachdem ein Land einen Antrag auf Finanzierung durch den ESM gestellt hat, wird durch das Direktorium des ESM entschieden, welches konkrete Instrument unter welchen Bedingungen (Konditionalität) zum Einsatz kommt. Grundsätzlich stehen **fünf Instrumente** zur Verfügung:

- Vorsorgliche ESM-Finanzhilfe (Artikel 14): Diese Mittel können von Ländern mit strukturellen Schwächen aber ansonsten soliden makroökonomischen Fundamentaldaten und einer tragfähigen Staatsverschuldung beantragt werden.
- Finanzhilfe zur Rekapitalisierung von Finanzinstituten eines ESM-Mitglieds (Artikel 15): Der ESM kann Kredite an die Regierung eines Landes geben, die diese zur Rekapitalisierung von Banken einsetzen kann. Hierzu muss ein Memorandum of Understanding für den Bankensektor (Kasten 11) unterzeichnet werden; ein makroökonomisches Anpassungsprogramm ist nicht Voraussetzung.
- ESM Darlehen (Artikel 16): Kredite können zur Unterstützung eines makroökonomischen Anpassungsprogramms gewährt werden. Diese Kredite haben bevorzugten Status (Preferred Creditor Status).
- Primärmarkt-Unterstützungsfazilität (Artikel 17): Der ESM kann Staatsanleihen auf dem Primärmarkt kaufen, um den Marktzugang seiner Mitgliedstaaten zum Finanzmarkt (wieder) zu ermöglichen oder aufrecht zu erhalten.
- Sekundärmarkt-Unterstützungsfazilität (Artikel 18): Schließlich kann der ESM Anleihen auf dem Sekundärmarkt kaufen, um Ansteckungseffekte zu vermeiden und Risiken für die Finanzstabilität zu reduzieren.

165. Nach Artikel 12 des ESM-Vertrags müssen alle neuen Staatsanleihen, die von Regierungen der Euro-Staaten begeben werden, ab dem 1. Januar 2013 mit **Umschuldungsklauseln** (Collective Action Clauses) ausgestattet sein. Allerdings ist die Finanzierung durch den ESM nicht daran geknüpft, dass Umschuldungsverhandlungen eingeleitet wurden. In den Verhandlungen um die Ausgestaltung des ESM wurde die Rolle der Beteiligung des Privatsektors an möglichen Verlusten im Falle einer Krise der Staatsfinanzen eines Mitgliedstaates intensiv diskutiert. Die Beteiligung des Privatsektors wird zwar in der Präambel des Vertrags genannt, sie ist jedoch nicht Voraussetzung dafür, dass ein Land Liquiditätshilfen aus dem ESM erhält.

166. Grundsätzlich ist es **sinnvoll**, den Umgang mit Krisen explizit zu regeln. Einen vorab definierten Krisenmechanismus gab es zu Beginn der Banken- und Staatsschuldenkrise nicht. Dies hat die Verunsicherung auf den Märkten erhöht und dazu beigetragen, dass zahlreiche wirtschaftspolitische Entscheidungen ad hoc getroffen werden mussten. Regeln für den Umgang mit Krisen müssen aber im Kontext einer **langfristigen institutionellen Neuordnung** in Europa gesehen werden, die mehr Fiskaldisziplin, einen expliziten Krisenmechanismus, und eine verbesserte Regulierung der Finanzmärkte umfassen sollte. In einer solchen langfristigen Konzeption sollte die Möglichkeit bestehen, den Privatsektor im Rahmen eines Umschuldungsverfahrens an den Kosten einer Krise zu beteiligen, damit Haftungsmechanismen nicht außer Kraft gesetzt werden. In einem eng definierten Rahmen und unter strengen Voraussetzungen können Liquiditätshilfen sinnvoll sein.

3. Weitere Reformen der wirtschaftspolitischen Steuerung

167. Ein neues Element der wirtschaftspolitischen Steuerung in der EU ist das **Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht** (VMU). Wie beim SWP lässt sich eine präventive und eine korrektive Komponente unterscheiden, wobei lediglich bei Vorliegen eines „übermäßigen Ungleichgewichts“ eine Sanktionsmöglichkeit gegeben ist. Eine große Sichtbarkeit in diesem Verfahren besitzt das jährlich von Eurostat ausgewiesene Scoreboard, das aus zehn Indikatoren mit dazugehörigen Grenzwerten besteht. Die Bewertung, ob makroökonomische „Ungleichgewichte“ vorliegen und ob diese „übermäßig“ sind, geschieht aber nicht allein auf Basis des Scoreboard, sondern auf Basis einer qualitativen Gesamtbewertung.

168. Die explizite Betrachtung der Risiken, die von makroökonomischen Fehlentwicklungen ausgehen, erscheint durchaus sinnvoll, da diese zu der aktuellen Krise geführt haben und sich allenfalls verzögert in der durch den SWP abgedeckten fiskalpolitischen Entwicklung niedergeschlagen haben (Ziffern 116 ff.). Jedoch ist es bei makroökonomischen Fehlentwicklungen ungleich schwieriger, diese anhand einzelner Indikatoren, wie etwa der Leistungsbilanz, und eindeutig definierter Grenzwerte zu identifizieren. Daher ist grundsätzlich ein Ansatz auf einer breiten Indikatorenbasis und mit gewissem Bewertungsspielraum der Europäischen Kommission gegenüber einem Verfahren mit einem größeren Automatismus zu bevorzugen.

Zudem sind vermeintliche Fehlentwicklungen oft auf sehr unterschiedliche Ursachenkomplexe zurückzuführen und nicht direkt politisch kontrollierbar (JG 2010 Ziffern 171 ff.). Ein zu sehr auf Automatismen beruhendes Verfahren würde somit den falschen Eindruck erwecken, dass grundsätzlich staatliches Fehlverhalten die Ursache ist. Diese Probleme werden aber beim VMU etwas abgeschwächt, da die Europäische Kommission oder der Ecofin-Rat den Mitgliedstaaten keine konkreten Maßnahmen auferlegen können, sondern lediglich unverbindliche Empfehlungen aussprechen; die Korrekturmaßnahmenpläne werden von den Mitgliedstaaten selber erarbeitet. Allerdings muss bei Fehlentwicklungen sichergestellt werden, dass fehlende Automatismen nicht zur Untätigkeit führen. Das VMU könnte hilfreich sein, um die Öffentlichkeit in den Mitgliedstaaten für länderspezifische Probleme zu sensibilisieren. Dazu beitragen können die große Sichtbarkeit des Scoreboard, das durchaus Resonanz in der Berichterstattung hervorgerufen hat, sowie die explizite Benennung von Missständen in einzelnen Ländern durch die Kommission.

169. Weniger wirkungsvoll erscheinen die beschlossenen Maßnahmen, die auf das Ziel der Förderung von **Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung** abzielen. Im **Euro-Plus-Pakt** wurden wenig konkrete Ziele vereinbart. Die Auswahl der zu ergreifenden konkreten Maßnahmen fällt in die Zuständigkeit des jeweiligen Staates, und eine erste Evaluation der Kommission zeigt, dass sich diese Maßnahmen – auch in Deutschland – häufig auf bereits laufende Gesetzgebungsvorhaben beziehen. In seiner jetzigen Ausgestaltung liefert der Euro-Plus-Pakt keinen Mehrwert gegenüber den bereits bestehenden Verpflichtungen im Rahmen der Europa 2020-Strategie.

170. Mit dem **Europäischen Semester** wurde schließlich ein jährlicher Zyklus der wirtschaftspolitischen Koordinierung und Überwachung der Wirtschafts- und Haushaltspolitik in

den Mitgliedstaaten eingerichtet. Damit werden einige neue Elemente eingeführt, wie etwa der zu Jahresbeginn vorzulegende Jahreswirtschaftsbericht der Kommission. Das Hauptziel ist jedoch die zeitliche Koordinierung der mitgliedstaatlichen Haushaltsplanung in der ersten Jahreshälfte durch die frühzeitige Vorlage ihrer fiskal- und wirtschaftspolitischen Planungen (Stabilitäts- und Konvergenzprogramme sowie nationale Reformprogramme) und deren Bewertung durch Kommission und Rat. Auf diesem Wege soll die Koordinierung der nationalen Haushaltsplanung verbessert werden und sich europäische Empfehlungen in der nationalen Haushaltsaufstellung niederschlagen. Das Europäische Semester ist daher tendenziell positiv zu bewerten, da es durch die Überführung verschiedener Elemente fiskalischer und makroökonomischer Überwachung in einen einheitlichen Rahmen die Transparenz erhöht.

IV. Vom Krisenmanagement zu einer stabilen Architektur für die Europäische Währungsunion

1. Probleme des Krisenmanagements

171. Die Wirtschaftspolitik in Europa steht weiterhin vor der schwierigen Aufgabe, die richtigen Maßnahmen zu ergreifen, um die Lage im Euro-Raum kurzfristig zu stabilisieren. Gleichzeitig sollten dabei die bereits laufenden Arbeiten an einer **stabilen Architektur** für die Europäische Währungsunion nicht zum Stillstand kommen. Mit den kurzfristig erforderlichen Stabilisierungsmaßnahmen dürfen zudem keine falschen Weichenstellungen vorgenommen werden, die den langfristig sinnvollen Ordnungsrahmen für die Währungsunion unerschütterlich machen. Es gibt allerdings keine Patentrezepte für die Überwindung der multiplen Krisenherde in der Währungsunion; verschiedene wirtschaftspolitische Schritte – kurz- wie langfristige – müssen aufeinander abgestimmt sein:

- In Anbetracht der immer weiter steigenden Schuldenstandsquoten ist eine **Konsolidierung der öffentlichen Haushalte** unverzichtbar. In einem Umfeld mit rezessiver Wirtschaftsentwicklung ist dies zwar auf der einen Seite mit erheblichen konjunkturellen Risiken verbunden. Auf der anderen Seite würden sich bei einer temporären Abkehr von den vorgegebenen Konsolidierungspfaden aber erhebliche Glaubwürdigkeitsprobleme ergeben. Denn es wäre kaum glaubwürdig, dass die notwendigen Einsparungen in konjunkturell guten Zeiten konsequent nachgeholt würden.
- Die Wettbewerbsfähigkeit der Problemländer kann nur durch **konsequente Strukturreformen** der Produkt-, Arbeits- und Finanzmärkte wiederhergestellt werden. Anpassungen der relativen Preise können in einem einheitlichen Währungsraum nicht mehr durch Abwertungen erreicht werden. Daher sind unter anderem Lohnsenkungen erforderlich, die kurzfristig zwar die Binnennachfrage reduzieren und die reale Schuldenlast des privaten Sektors erhöhen. Langfristig sind diese Anpassungen und Strukturreformen aber unumgänglich, um die Volkswirtschaften wieder auf einen Wachstumspfad zu führen.
- Die Kapitalabflüsse aus den Problemländern und das rückläufige Kreditvolumen verdeutlichen, dass eine konsequente **Rekapitalisierung und Restrukturierung** der Bankensysteme dringend erforderlich sind. Hierbei muss sichergestellt werden, dass Haftung und Kontrolle nicht auseinanderfallen (Ziffern 332 ff.). Solange keine effektiven Kontroll- und

Restrukturierungsbefugnisse auf die europäische Ebene übertragen worden sind, würde eine direkte Rekapitalisierung der Banken aus dem ESM diesem Grundprinzip widersprechen. Daher sollten auf absehbare Zeit weiterhin die jeweiligen Länder für diese Mittel haften, selbst wenn dies die Schuldenstände der öffentlichen Haushalte belastet.

172. Damit die notwendigen Schritte zur Überwindung der Krisen in der Währungsunion unternommen werden, muss das aktuelle **Krisenmanagement** erstens in eine klare Vorstellung darüber eingebettet sein, wie der **langfristige Ordnungsrahmen** für die EU und für die Europäische Währungsunion auszugestalten ist (Ziffern 173 ff.). Insbesondere sind Schritte des Krisenmanagements daran zu messen, ob sie mit einem solchen langfristigen Rahmen **kompatibel** und – falls dies nicht der Fall ist – gegebenenfalls reversibel sind. Zweitens muss eine Konzeption entwickelt werden, wie der Weg in die lange Frist ausgestaltet werden soll (Ziffern 191 ff.).

2. Langfristiger Ordnungsrahmen: Das Drei-Säulen-Modell des Sachverständigenrates

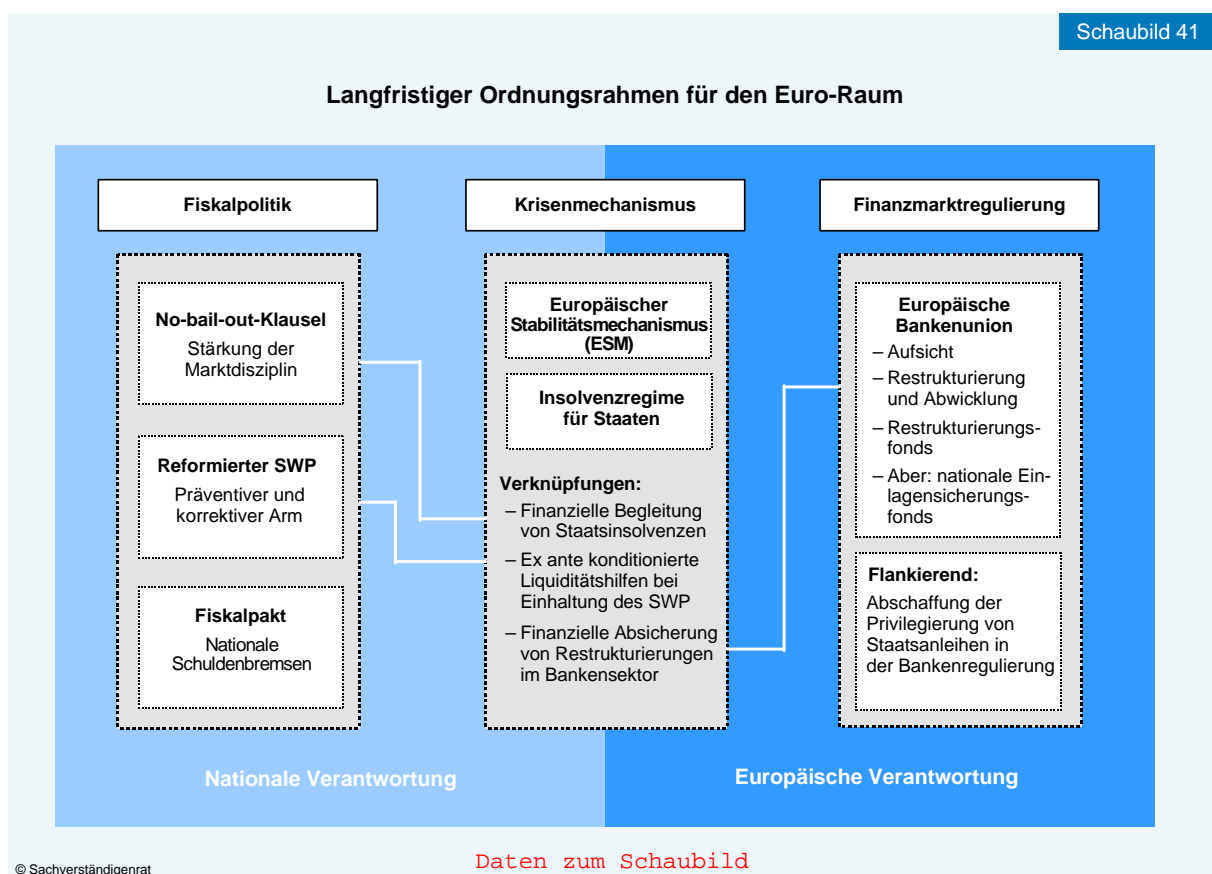
173. Die Krise hat offenbart, dass der im Maastricht-Vertrag festgelegte Ordnungsrahmen für die Europäische Währungsunion vor allem in zweierlei Hinsicht unzureichend war. Erstens sollte die Finanzpolitik der Mitgliedstaaten durch den SWP und durch die Finanzmärkte, unterstützt durch die No-bail-out-Klausel, diszipliniert werden. Der SWP wurde jedoch – zuallererst von Deutschland und Frankreich – in den Jahren 2003 bis 2005 ausgehöhlt. Die **Disziplinierungswirkung der Finanzmärkte** war zudem gering, weil keine Risikozuschläge erhoben wurden, welche die unterschiedlichen Haushaltslagen der Mitgliedstaaten adäquat berücksichtigten. Die zu geringen Risikozuschläge könnten auf verschiedene Gründe zurückzuführen sein: Seit dem Zweiten Weltkrieg hat es keine Zahlungsausfälle hoch entwickelter Länder gegeben; Staatsanleihen der Euro-Länder werden von den regulatorischen Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte als nahezu sicher eingestuft; zudem wurde die No-bail-out-Klausel als unglaubwürdig angesehen; schließlich hat die EZB Staatsanleihen der Euro-Länder uneingeschränkt als Sicherheiten akzeptiert.

Zweitens sah fast niemand voraus, wie sich eine tiefe Finanzmarkt- und Bankenkrise auswirken würde. Zum einen war der alte Ordnungsrahmen der Währungsunion gegenüber einer Krise auf den Finanzmärkten blind. So konnten sich im Finanzsystem Risiken aufbauen, welche in der aktuellen Krise die Solvenz von Mitgliedstaaten gefährdeten. Zudem ist das europäische Finanzsystem bislang nicht in der Lage, den Zahlungsausfall staatlicher Schuldner zu verkraften. Zum anderen fehlten die institutionellen Voraussetzungen, um mit Liquiditäts- und Solvenzkrisen von Mitgliedstaaten umzugehen. Daher konnte die **No-bail-out-Klausel** nicht konsequent zur Anwendung kommen. In einer Neuausrichtung der Europäischen Währungsunion müssen die genannten Schwächen des Regelwerks behoben werden.

174. Das Grundproblem der bisherigen Rettungsmaßnahmen besteht darin, dass sie keine umfassende Antwort auf die grundlegende Frage bieten, wie das Nebeneinander einer integrierten Geld- und Währungspolitik mit 17 unabhängigen nationalen Haushaltspolitiken und der in nationaler Verantwortung verbliebenen Bankenaufsicht in Zukunft, nach Überwindung

der Krise, spannungsfrei organisiert werden kann. Der Sachverständigenrat hat bereits in seinem Jahresgutachten 2010/11 ein **Drei-Säulen-Modell** vorgeschlagen und in seinem Jahresgutachten 2011/12 weiterentwickelt, welches das ursprüngliche Konzept des Vertrags von Maastricht erweitert („Maastricht 2.0“) und einen solchen langfristigen Ordnungsrahmen darstellt (Schaubild 41):

- Die **Säule für die fiskalische Stabilität** erfordert glaubwürdige Fiskalregeln, die Anreize für eine solide Fiskalpolitik setzen und gegebenenfalls Länder mit unzureichender Fiskaldisziplin wirksam sanktionieren. Wichtige Schritte dazu sind die Reformen des SWP und die im Fiskalpakt vereinbarten nationalen Schuldenbremsen (Ziffern 115 ff.; Ziffern 204 ff.).
- Die **Säule für die Stabilität des privaten Finanzsystems** erfordert aufgrund der engen finanziellen Verflechtungen der Bankensysteme eine einheitliche Finanzaufsicht, die über umfassende Kompetenzen und Durchgriffsrechte verfügt. Mit seinem Konzept für die Bankenunion konkretisiert der Sachverständigenrat im vorliegenden Jahresgutachten dieses Element seines Drei-Säulen-Modells (Ziffern 324 ff.).
- Die **Säule für die Krisenbewältigung** erfordert ein dauerhaftes Regelwerk für Krisenfälle. Es muss eindeutig geregelt sein, wie mit Liquiditäts- und Solvenzkrisen von Staaten verfahren und wie Ansteckungseffekten effektiv begegnet werden soll. Dazu zählen eine Insolvenzzordnung und ein Krisenmechanismus, der wie der ESM Liquiditätshilfen gewähren kann.



175. Langfristig stabil sind nur Konstellationen, bei denen **Haftung und Kontrolle** zusammenfallen. Daher gibt es für einen langfristig glaubwürdigen Ordnungsrahmen zwei entgegengesetzte Lösungen: Zum einen ist es möglich, die Fiskal- und Wirtschaftspolitik in Zukunft gemäß den Ordnungsprinzipien des Maastricht-Vertrags weitgehend in **nationaler Souveränität**, insbesondere mit verbesserten Fiskalregeln in der EU, zu betreiben. Dazu müsste die dauerhafte gemeinschaftliche Haftung im Rahmen der Fiskalpolitik so gering wie möglich gehalten werden. Zum anderen gibt es als Alternative zu dem Konzept der nationalen Souveränität ein Modell, das eine **umfassende Gemeinschaftshaftung** mit einer Übertragung fiskalpolitischer Souveränität auf die europäische Ebene verbindet.

Es gilt für die verschiedenen Politikfelder, zwischen diesen beiden sehr unterschiedlichen Grundvorstellungen zu wählen, wenn im gemeinsamen Währungsraum ein nachhaltig stabiles Regelwerk geschaffen werden soll. Denn in jeder Hinsicht problematisch sind alternative Konstruktionen, bei denen die gemeinschaftliche Haftung übernommen wird, ohne dass die Mitgliedstaaten entsprechend auf Souveränität verzichten. Zur Sicherstellung fiskalischer Stabilität setzt der Sachverständigenrat auf den Erhalt dezentraler Kompetenzen und damit nationaler Haftung. Für die Stabilität des privaten Finanzsystems sind hingegen aufgrund der bedeutenden Ansteckungseffekte in der Währungsunion in stärkerem Maße zentrale Kompetenzen erforderlich. Die Vorstellungen des Sachverständigenrates zu einer Europäischen Bankenunion werden im dritten Kapitel entwickelt (Ziffern 332 ff.).

Die fiskalische Säule von „Maastricht 2.0“

176. Entscheidend für die Ausgestaltung der **fiskalischen Säule** ist die Frage, inwieweit die Mitgliedstaaten bereit sind, auf Souveränität zu verzichten. So würde eine umfassende Gemeinschaftshaftung eine effektive zentrale Entscheidungsgewalt über die Verschuldungspolitik der einzelnen Länder erfordern. Diese Voraussetzung hält der Sachverständigenrat jedoch für nicht gegeben. Das Konzept eines Maastricht 2.0 hingegen ist nicht nur eine langfristig stabile, sondern auch eine politisch realistische Lösung. Sie setzt dezidiert auf die durch die Märkte disziplinierte **nationale Verantwortung in der Finanzpolitik**. Hierauf muss man setzen, wenn glaubwürdige Durchgriffsrechte nicht zur Verfügung stehen. Denn glaubwürdig wären Durchgriffsrechte nur dann, wenn eine fiskalpolitische Instanz, etwa ein Europäischer Finanzminister oder ein gestärkter Währungskommissar, den Parlamenten als haushaltspolitischen Entscheidungsträgern der Mitgliedstaaten verbindliche Vorgaben machen und in einer **hierarchischen Beziehung** auf die Finanz- und Steuerverwaltungen der Mitgliedstaaten zugreifen könnte.

Durchgriffsrechte führten somit nicht nur zu einer Beschränkung des nationalen Haushaltsrechts in dem Sinne, dass ein Haushalt als nicht stabilitätskonform an die Parlamente der Mitgliedstaaten zurückgewiesen werden kann und dadurch nichtig würde. Durchgriffsrechte müssten zudem so ausgestaltet sein, dass die europäische Instanz unterjährig bei der Umsetzung der haushaltspolitischen Vorgaben Weisungsbefugnis erhielte. Dies ist schon in einem Bundesstaat schwer zu erreichen. In einem Staatenverbund ist dies erst recht unmöglich.

177. Ein solcher Durchgriff auf nationale Finanz- und Steuerverwaltungen ist notwendig, weil andernfalls die von einer europäischen finanzpolitischen Instanz ausgehenden haushaltspolitischen Vorgaben bei der Umsetzung unterlaufen werden können. Die Erfahrungen von Bundesstaaten, nicht zuletzt in Deutschland, liefern vielfältige Belege dafür. Die Haushaltsautonomie der Länder besteht im Wesentlichen im Bereich der Ausgaben und der Verschuldung. Eine individuelle Steuerautonomie besteht für die Länder kaum. Zudem befinden sie sich in einem stark egalitären Finanzausgleichssystem im Haftungsverbund in der bundesstaatlichen Gemeinschaft. Im Falle ungünstiger wirtschaftlicher Entwicklungen reagierten die Länder in der Vergangenheit vornehmlich mit einer höheren Verschuldung, sodass diese im Zeitablauf angestiegen ist (Ziffer 377) und einzelne Länder in Haushaltskrisen gerieten, die Transferzahlungen auslösten.

Die Steuerverwaltungskompetenz liegt hingegen auf der Ebene der Länder, die diese dazu nutzen, trotz der einheitlichen Einkommen-, Körperschaft- und Umsatzsteuer einen Steuerwettbewerb durch laxeren Steuervollzug zu erreichen (Baretti et al., 2002). Bislang sind alle Versuche fehlgeschlagen, diese Möglichkeiten zu unterbinden. Weiterreichende Reformschritte, wie etwa die Einrichtung einer Bundessteuerverwaltung mit Durchgriffsrechten auf die Steuerverwaltungen der Länder, wurden von den Ländern in den Föderalismusreformen I und II abgelehnt.

Ähnlich schwierig gestaltet sich der Versuch, das Ausgabengebaren der Länder unter Kontrolle zu halten. Selbst im Fall der Haushaltsnotlagen Bremens und des Saarlands konnte der Bund, der beiden Ländern zusätzliche Finanzmittel als Sonderbedarfs-Bundesergänzungszuweisungen (SoBEZ) für Haushaltsnotlagen zur Verfügung stellte, nicht auf deren Ausgabentätigkeit einwirken. Schließlich klagten beide Länder erneut auf die Anerkennung einer extremen Haushaltsnotlage.

Zwar verpflichtet das deutsche Verfassungsrecht die Länder zur Bundestreue. Gemäß Artikel 37 Absatz 1 Grundgesetz besteht die Möglichkeit, gegen eine **Bundesplichtverletzung mit Bundeszwang** vorzugehen. Allerdings ist offen (Sierck und Pöhl, 2006), ob eine verschwenderische Haushaltspolitik bereits eine Bundesplichtverletzung in diesem Sinne darstellt, sodass die Entsendung eines Sparkommissars gerechtfertigt wäre. Nicht einmal der Bundesrepublik Deutschland gelingt es somit, eine unsolide Finanzpolitik in den Ländern zu unterbinden, die durch das Auseinanderfallen von Haftung und Kontrolle verursacht wird.

178. Die Vereinigten Staaten, Kanada und die Schweiz sehen wegen dieser Schwierigkeiten für die Finanzbeziehungen in ihren Bundesstaaten konsequenterweise strikte **Eigenverantwortlichkeit** vor. Die Gliedstaaten haben dort weitgehende Haushaltsautonomie auf der Einnahme- und Ausgabenseite. Sie sind aber zugleich voll verantwortlich für ihr Ausgabengebaren. Haftung und Kontrolle liegen beieinander. In den Vereinigten Staaten wurden in der Vergangenheit aus diesem Grund Insolvenzen von Bundesstaaten hingenommen. Die Schweizer Kantone waren bislang nicht in einer solch heiklen Finanzlage. Die Vereinigten Staaten und die Schweiz besitzen schon seit langem ein kommunales Insolvenzrecht. In beiden Ländern

beschränken die Gliedstaaten ihre öffentlichen Finanzen zudem eigenständig durch mehr oder weniger restriktive Schuldenbremsen, die in ihrer Gesamtheit zu soliden Staatsfinanzen geführt haben (Feld und Kirchgässner, 2008; Sutherland, Price und Joumard, 2005; Bohn und Inman, 1996).

Unter den Bundesstaaten gibt es mit Brasilien ein Land, das den für die EU diskutierten Durchgriffsrechten in der Haushaltspolitik am nächsten kommt und sogar über das bisher Diskutierte hinausgeht. Das brasilianische Fiscal Responsibility Law (Lei de Responsabilidade Fiscal) verordnet dem Bund und den Bundesstaaten strikte Ausgaben- und Schuldenbremsen und gewährt dem Bund Eingriffsrechte in die Haushalte der Bundesstaaten. Das Regelwerk legt scharfe Sanktionen bis hin zu Geld- oder Gefängnisstrafen für die finanzpolitisch Verantwortlichen fest und enthält Maßnahmen zur Sicherstellung der Transparenz der öffentlichen Finanzen. Dieses Gesetz war durchaus erfolgreich (Liu und Webb, 2011; Rodden, 2003), hat aber in der jüngeren Zeit zu Ausweichreaktionen in außerbudgetäre Aktivitäten geführt. Die scharfen Sanktionen wurden bisher nicht angewendet.

179. In der EU, die weit davon entfernt ist, ein Bundesstaat solchen Zuschnitts zu sein, dürfte es schwierig sein, eine effektive Kontrolle der nationalen Haushaltspolitik sicherzustellen. Es ist unwahrscheinlich, dass die souveränen Mitgliedstaaten der EU entsprechende Durchgriffsrechte politisch akzeptieren würden. Ein wesentlicher Grund, warum Deutschland und Frankreich die Beschränkungen durch den SWP im Jahr 2003 nicht akzeptieren wollten, war die Bewahrung ihrer Haushaltsautonomie. Zudem wäre eine umfassende Revision des AEUV erforderlich. In Deutschland müsste das Grundgesetz voraussichtlich durch eine neue Verfassung gemäß Artikel 146 Grundgesetz abgelöst werden. Vor diesem Hintergrund dürfte die nationale Autonomie und Verantwortlichkeit in der Finanzpolitik, die durch die Finanzmärkte diszipliniert wird, mithin also die Vorstellung eines Maastricht 2.0, unter den denkbaren nachhaltigen Konzepten für ein glaubwürdiges Regelwerk im Euro-Raum das überzeugendere Ordnungsmodell sein.

180. Die **fiskalische Säule von Maastricht 2.0** setzt somit konsequent auf die nationale Haushaltsautonomie. Die Mitgliedstaaten bestimmen demnach ihre Ausgaben und Einnahmen gemäß ihren politischen Vorstellungen. Dies bedeutet auch, dass sich die Mitgliedstaaten eigenverantwortlich verschulden können. In einem einheitlichen Währungsraum muss jedoch sichergestellt sein, dass die Staatsverschuldung nicht übermäßig hoch ist, weil andernfalls die Geldwertstabilität gefährdet wird. Deshalb muss die Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten so koordiniert sein, dass die Verschuldung begrenzt bleibt. Die Fiskalregeln auf nationaler und europäischer Ebene zielen darauf ab, dies sicherzustellen. Auf europäischer Ebene wurden die bestehenden Regeln des SWP geschärft, wenngleich der Automatismus bei der **Verhängung von Sanktionen** nicht hinreichend ausgeprägt ist. Die Feststellung von Verstößen gegen die Regeln im präventiven und korrektiven Arm des SWP sollte dem Rat entzogen sein, indem dies etwa die **Europäische Kommission** vornimmt. Auf der nationalen Ebene sieht der Fiskalpakt die Einrichtung **nationaler Schuldenbremsen** vor. Damit deren Bindungswirkung sich voll entfalten kann, muss die Möglichkeit bestehen, bei Verletzungen der Schuldenbremsen **vor dem Europäischen Gerichtshof zu klagen**.

Das Konzept Maastricht 2.0 sieht die konsequente Umsetzung der No-bail-out-Klausel vor. Um die bisher fehlende Glaubwürdigkeit der No-bail-out-Klausel gegenüber den Finanzmärkten zu stärken, muss eine staatliche Insolvenzordnung für den Euro-Raum geschaffen werden.

Säule für die Krisenbewältigung: Insolvenzordnung und ESM

181. Die **Säule für Krisenbewältigung** flankiert zusammen mit der Bankenunion im Konzept Maastricht 2.0 die fiskalpolitischen Regelungen auf nationaler und europäischer Ebene. Dadurch wird die No-bail-out-Klausel glaubwürdig. Leitgedanke des institutionellen Rahmens ist primär die **Prävention von Krisen** und nur sekundär der Umgang mit bereits eingetretenen Krisen. Dafür werden **Versicherungselemente** benötigt, die dem Schutz der Mitgliedstaaten und des Finanzsystems vor Ansteckungseffekten dienen, sowie ein **staatliches Insolvenzverfahren**. Damit werden die Regeln für die Allokation von Verlusten im privaten Sektor festgelegt, sodass die vorausschauende Abschätzung der Risiken ihre disziplinierende Wirkung wesentlich besser entfalten kann (JG 2011 Ziffern 242 ff.).

182. Damit bedarf es einer Institution, die eine **Doppelfunktion** wahrnimmt: Einerseits begleitet sie Staatsinsolvenzen und stellt dem betroffenen Mitgliedstaat eine dabei eventuell notwendige Zwischenfinanzierung zur Verfügung. Andererseits bietet sie den Mitgliedstaaten eine Versicherung gegen Liquiditätskrisen, die unverschuldet, etwa in Folge der Insolvenz eines anderen Mitgliedstaats und daraus resultierender Ansteckungseffekte auftreten können. Der ESM könnte prinzipiell diese Funktionen wahrnehmen, allerdings ist die derzeitige Ausgestaltung unzureichend. Bisher fehlt insbesondere die Insolvenzordnung für Staaten und die entsprechende ex-ante Qualifizierung für Liquiditätshilfen durch den Ausweis einer soliden Fiskalpolitik.

183. In seinem Jahresgutachten 2011 hat der Sachverständigenrat einen solchen langfristigen Ordnungsrahmen für den Euro-Raum vorgestellt. In diesem Konzept haben die Mitgliedstaaten in Abhängigkeit von ihren Schuldenstandsquoten Zugang zum ESM:

- Länder mit einer Schuldenstandsquote von unter 60 %, die in Liquiditätskrisen geraten, erhalten schnellen, aber in der Höhe begrenzten Zugang zu einem Kredit des ESM. Dies entspricht den Versicherungsprogrammen des IWF. Um Moral Hazard zu vermeiden, müssen sich die Mitgliedstaaten im Vorfeld durch Wohlverhalten im SWP qualifizieren.
- Länder mit einer Schuldenstandsquote zwischen 60 % und 90 % erhalten vom ESM nur dann einen Kredit, wenn sie ein mehrjähriges makroökonomisches Anpassungsprogramm durchlaufen. Dieses Vorgehen entspricht den derzeit praktizierten EFSF/ESM-Programmen mit ex post Konditionalität.
- Länder mit einer Schuldenstandsquote von über 90 % erhalten vom ESM nur dann einen Kredit, wenn neben einem makroökonomischen Anpassungsprogramm die Staatsschulden unter Einbeziehung des privaten Sektors restrukturiert werden.

Aufgrund der langfristigen Perspektive kann ein solcher Mechanismus zur Krisenbewältigung erst eingeführt werden, wenn der Schuldenüberhang aus der Vergangenheit abgebaut wurde.

Ob dieser Mechanismus seinen Anspruch, Fehlanreize möglichst zu vermeiden, erfüllen kann, wird nicht zuletzt von der Sorgfalt der Prüfung, ob tatsächlich eine unverschuldete Liquiditätskrise vorliegt, abhängen. Insbesondere sollte die Nutzung vorsorglicher Kreditlinien daher nur in solchen Fällen oder in außergewöhnlichen Krisensituationen möglich sein.

184. Die derzeitige Ausgestaltung der „Vorsorglichen ESM-Finanzhilfe“ verdeutlicht, wie sehr das kurzfristige Krisenmanagement im Widerspruch zum langfristigen Ordnungsrahmen stehen kann. Der Zugang zu diesen Finanzhilfen kann von Mitgliedstaaten beantragt werden, die solide makroökonomische Fundamentaldaten und insbesondere eine tragfähige Staatsverschuldung aufweisen. Allerdings erhalten unter bestimmten Voraussetzungen auch Mitgliedstaaten diese Form der Finanzhilfe, die sich in einem exzessiven Defizitverfahren befinden. Die ex ante Qualifizierung für Liquiditätshilfen sollte nach den Vorstellungen des Sachverständigenrates jedoch daran geknüpft sein, dass sich Mitgliedstaaten fortwährend an die Regeln des SWP gehalten und nicht nur den Ratsempfehlungen zur Behebung des übermäßigen Defizits entsprochen haben. Die große Mehrheit der Mitgliedstaaten des Euro-Raums dürfte nach diesen Kriterien auf absehbare Zeit keinen Zugang zur vorsorglichen ESM-Finanzhilfe haben.

Maastricht 2.0 ist die Basis für eine Stabilitätsunion

185. Das Konzept des Maastricht 2.0 sieht vor, dass die Mitgliedstaaten des Euro-Raums in ihrer Fiskalpolitik – eingebettet in das koordinierte Frühwarn- und Disziplinierungsregime eines reformierten SWP – im Kern eigenverantwortlich handeln. Gleichzeitig müssen sie die Finanzierung ihrer Aktivitäten eigenständig organisieren; eine Staatsfinanzierung unter den Bedingungen der Gemeinschaftshaftung ist ebenso ausgeschlossen wie ein nachträglicher Bail-out von Mitgliedstaaten, die sich übermäßig verschuldet und daher den Zugang zu den Finanzmärkten verloren haben.

Nun hat aber die aktuelle Krise gezeigt, dass eine reine Fokussierung auf fiskalische Ziele wie in den ursprünglichen Maastrichter Verträgen, die den Finanzsektor aus dem Blick lässt, den Aufbau übermäßiger Verschuldung im Privatsektor nicht verhindern kann. Diese Probleme haben sich auf die Staaten übertragen und damit fiskalpolitische Stabilisierungsziele unterlaufen. Übermäßige Verschuldung heißt letztlich: Verschuldung, die über ein Maß hinausgeht, das angesichts bestehender Unterschiede in Wettbewerbsfähigkeit und realwirtschaftlichen Strukturen tragfähig ist. Ansatzpunkt sollte es daher sein, die Anreize im Finanzsektor so zu verbessern, dass es künftig nicht wieder zu einem übermäßigen Anstieg der Verschuldung kommt.

186. Aus diesen Gründen ist es konsistent, dezentrale Haftung und Kontrolle im fiskalischen Bereich mit mehr Zentralisierung im Finanzmarktbereich im Rahmen einer Bankenunion zu kombinieren. Im Finanzmarktbereich ist eine stärkere Zentralisierung von Aufsichts- und Restrukturierungskompetenzen aufgrund von Zielkonflikten zwischen Geld- und Fiskalpolitik einerseits und der Bankenaufsicht andererseits erforderlich (Ziffer 304). Einen ähnlichen Weg gehen die Vereinigten Staaten und die Schweiz, indem sie eine strikte No-bail-out-Regel auf

Ebene der Bundesstaaten verfolgen, gleichzeitig aber auf einheitlich regulierte Finanzmärkte und einen hohen Grad an Risikoteilung über die Finanzmärkte setzen.

Die Finanzmarktregulierung ist ein zentrales Politikfeld, da die Bilanzen der Banken letztlich Spiegel von Fehlentwicklungen sowohl im realwirtschaftlichen als auch im fiskalischen Bereich sind. Gleichwohl muss klar sein, dass eine stärkere Zentralisierung von Kompetenzen in diesem Bereich eine Aufgabe von Souveränität bedeutet und daher nicht ohne eine Vertragsänderung zu erreichen ist. Für den Fall, dass Schieflagen von Banken nicht ohne den Rückgriff auf fiskalische Ressourcen bewältigt werden können, müssen zudem klare Kriterien für ein fiskalisches Burden-Sharing vorab etabliert werden (Ziffer 312). Andernfalls würde die Lösung von Problemen im Bankensektor an dem Grundprinzip fiskalischer Souveränität scheitern.

Eine andere Meinung

187. Ein Mitglied des Rates, Peter Bofinger, vertritt zur fiskalischen Säule des langfristigen Ordnungsrahmens eine andere Meinung.

188. Anstelle des Modells Maastricht 2.0 mit nationaler Souveränität könnten die Architekten der fiskalischen Säule die Entscheidung treffen, die europäische Integration entschlossen voranzutreiben (Bofinger, 2012). Dazu könnte die in nationaler Haftung gehaltene Staatsverschuldung, welche die 60 %-Verschuldungsgrenze des Vertrags von Maastricht nicht übersteigt, in Anleihen mit gemeinschaftlicher Haftung überführt werden (**Blue Bonds**). Sollten die Schuldenstände eines Landes über diese Grenze hinausgehen, würde dafür eine nationale Haftung bestehen (**Red Bonds**). Dieser Vorschlag von Delpla und von Weizsäcker (2011) hätte den Vorteil, dass für die Finanzmärkte ein hoher Bestand an sicheren Aktiva geschaffen würde. Vor allem bei Versicherungen und Pensionsfonds besteht hierfür eine große Nachfrage, aber auch Banken benötigen für ihre Liquiditätsvorsorge und als Kreditsicherheit sichere Staatsanleihen.

189. Eine dauerhafte gemeinschaftliche Haftung ist in der Tat nur zu rechtfertigen, wenn sie mit umfassenden Absicherungsmechanismen gegenüber Staaten mit einer unsoliden Fiskaldisziplin einhergeht. Dazu müssten über die bereits bestehenden, in erster Linie durch Verträge geregelten Disziplinierungsmechanismen (Ziffern 154 ff.) hinaus direkte hierarchische Eingriffsmöglichkeiten im Fall eines evidenten Fehlverhaltens geschaffen werden. Hierfür könnte man an die Institution eines **Europäischen Finanzministers** oder **Währungskommissars** denken, der unmittelbar durch das Europäische Parlament gewählt wird und somit über die notwendige demokratische Legitimation verfügt. Eine solche Übertragung nationaler Souveränität auf die europäische Ebene müsste im Regelfall nicht mit einer zusätzlichen Einschränkung der Handlungsmöglichkeiten nationaler Parlamente einhergehen.

Schon jetzt können diese durch die im Fiskalpakt vorgeschriebene Schuldenbremse nicht mehr völlig frei über Einnahmen und Ausgaben entscheiden. Sofern sich ein Mitgliedstaat uneingeschränkt an die Bestimmungen der Schuldenbremse hält, gäbe es somit keinerlei Anlass für ein Eingreifen der europäischen Ebene in nationale Entscheidungsprozesse. Dies wäre

erst dann erforderlich, wenn ein nationaler Haushalt diesen Erfordernissen nicht mehr entsprechen kann. In diesem Fall würde eine Genehmigung durch den Europäischen Finanzminister benötigt. Sollte ein Parlament aus eigener Kraft nicht in der Lage sein, einen akzeptablen Haushalt vorzulegen, müsste dem Europäischen Finanzminister die Möglichkeit offenstehen, dem Land eine temporäre Erhöhung von Steuern oder eine pauschale Kürzung von Ausgaben vorzuschreiben.

190. Es ist aus heutiger Sicht schwer abzuschätzen, ob die Mitgliedstaaten der Währungsunion bereit wären, einen solchen Verzicht auf nationale Souveränität zu akzeptieren. Doch zum einen sind die nationalen Handlungsspielräume der Fiskalpolitik de facto heute schon äußerst eingeschränkt und zum anderen wird den Ländern damit im Gegenzug die Möglichkeit einer dauerhaften Gemeinschaftshaftung eröffnet. Fraglich ist zudem, ob es im Rahmen der nationalen Verfassungen wie der Europäischen Verträge rechtlich möglich ist, ein entsprechendes Durchgriffsrecht zu etablieren und ob dies in der Praxis dann zur Anwendung kommen würde. Auch wenn die Erfahrungen mit dem SWP wenig zuversichtlich stimmen, sollte man nicht übersehen, dass bei einem Euro 2.0 die Sanktionen nicht mehr durch den „Klub“ der nationalen Minister bestimmt würden, sondern durch eine übergeordnete und von den nationalen Regierungen völlig unabhängige europäische Institution.

Soweit die Meinung dieses Ratsmitglieds.

3. Brücken zum langfristigen Ordnungsrahmen

191. Die Anfälligkeit der Mitgliedstaaten für Vertrauenskrisen wird über Jahre hinweg so hoch bleiben, dass bei einer für das Modell Maastricht 2.0 konstitutiven, strikten Anwendung der No-bail-out-Regel immer wieder mit Situationen zu rechnen ist, in denen die Stabilität des gesamten Finanzsystems des Euro-Raums gefährdet wäre. Nach den Prognosen des IWF werden die Schuldenstandsquoten der Problemländer noch mehrere Jahre in einem Bereich von 120 % und darüber liegen; nur Spanien wird mit rund 100 % voraussichtlich eine etwas darunter liegende Schuldenstandsquote realisieren.

Die Politik hat es bisher verstanden, mit der „Politik der kleinen Schritte“ größere Schritte in Richtung Maastricht 2.0 zu unternehmen. Bei aller Kritik im Detail und weiterhin bestehenden Lücken sind damit Reformen auf den Weg gebracht worden, die noch vor kurzem undenkbar schienen. Allerdings hat die „Politik der kleinen Schritte“ keine glaubwürdige fiskalpolitische Lösung zustande gebracht, die einen Weg aus der aktuellen Krise weisen würde.

Risiken einer dauerhaften Rettungsfunktion der EZB

192. Bisher hat das Krisenmanagement allein deshalb nicht zu einer Eskalation der Krise geführt, weil sich die EZB immer wieder dazu bereitgefunden hat, die Banken wie die Anleihemärkte zu stabilisieren. Damit sind jedoch langfristig erhebliche ökonomische und politische Risiken verbunden:

- Denkbar wäre zum einen, dass sich ein „**japanisches Szenario**“ einstellt, das durch unterkapitalisierte Banken, eine schwache Kreditvergabe, eine unzureichende Investitionstätigkeit und ein über viele Jahre hinweg schwaches Wirtschaftswachstum gekennzeichnet ist. Die dabei vorherrschenden deflationären Tendenzen könnten noch dadurch verstärkt werden, dass die jetzt zu beobachtenden rezessiven Entwicklungen in den Problemländern in den nächsten Jahren nur unzureichend überwunden werden. Das Vertrauen in die Banken dieser Länder bliebe nachhaltig beschädigt, sodass weiterhin erheblicher Druck auf der EZB lastete, großzügige Refinanzierungskredite zu vergeben.
- Zum anderen ist mittelfristig ein Szenario vorstellbar, das zu deutlich **höheren Inflationsraten** als bisher führt. Der Anstoß hierzu würde von der Fiskalpolitik kommen. Einzelne Staaten könnten sich durch die EZB-Interventionen veranlasst sehen, in ihren Sparbemühungen und in der Umsetzung von Strukturreformen nachzulassen. Die EZB würde dadurch in die schwierige Situation gedrängt, entweder ein solches Land weiterhin durch Anleihekäufe zu stabilisieren oder aber die Unterstützung einzustellen, selbst wenn dies im Falle eines größeren Mitgliedslandes mit erheblichen Erschütterungen und der Gefahr systemischer Krisen auf den Finanzmärkten verbunden wäre. Entschiede sich die EZB für die Fortsetzung der Unterstützung, wären Tür und Tor für unverantwortliche Fiskalpolitiken mit auf mittlere Sicht entsprechenden inflationären Tendenzen geöffnet.

193. Die Einbeziehung der EZB in das Krisenmanagement wird oftmals damit begründet, diese sei reversibel und behindere daher nicht den Weg in ein langfristiges Gleichgewicht, in dem fiskalische Haftung und Kontrolle auf nationaler Ebene angesiedelt sind. Es sprechen vor allem zwei Argumente gegen die These, die EZB könne sich schneller aus dem Krisenmanagement zurückziehen als eine eigens als Brücke in die lange Frist eingerichtete Institution wie der Schuldentilgungspakt des Sachverständigenrates.

Erstens würde die EZB bei einem Rückzug aus dem Krisenmanagement unweigerlich in einen Zielkonflikt zwischen der Sicherung von Preisstabilität und Finanzmarktstabilität geraten. Würde sich die EZB allein am Mandat der Preisniveaustabilität orientieren, müsste sie bereit sein, ihre Refinanzierungszinsen zu erhöhen, um steigenden Inflationsraten entgegenzuwirken. Negative Rückwirkungen von Zinserhöhungen auf den Wert des von ihr gehaltenen Bestandes an Staatsanleihen und auf die Schuldentragfähigkeit einiger Mitgliedstaaten müsste sie dabei in Kauf nehmen.

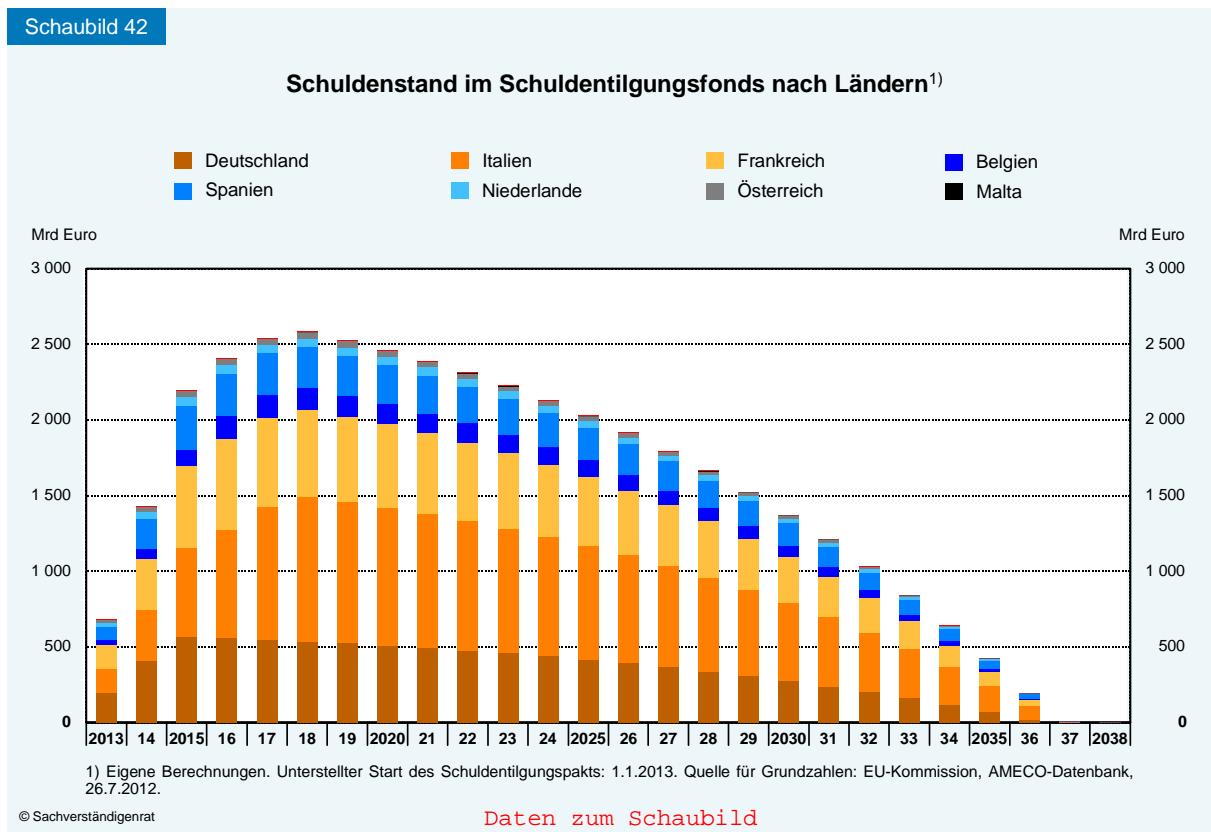
Zweitens ist die Notfallintervention durch die EZB glaubwürdigen fiskalpolitischen Lösungsansätzen nicht nur **unter Anreizaspekten eindeutig unterlegen**, da die EZB nicht in der Lage ist, direkt auf Banken und Staaten einzuwirken. Die größte Gefahr für die Zukunft der Währungsunion besteht heute darin, dass aus der bislang gewählten Notlösung eines Verschiebens der Verantwortung auf die EZB ein **Dauerzustand** wird. Denn für die Politik in allen Mitgliedstaaten ist es nach der Entscheidung der EZB zugunsten der OMT sehr viel einfacher, der Geldpolitik die Stabilisierungsaufgabe zu belassen, als mutige und aller Voraussicht nach höchst unpopuläre Strukturreformen und Sparmaßnahmen durchzusetzen. Der **EZB fehlt die demokratische Legitimation** für die Übernahme solcher fiskalpolitischer Aufgaben.

Der Schuldentilgungspakt

194. Daher ist es notwendig, eine fiskalische Brücke zu bauen, die von der unvermeidlichen kurzfristigen Stabilisierung glaubwürdig in ein nachhaltiges und stabiles Regelwerk für den Euro-Raum führt. Ein solches Regelwerk bietet der Schuldentilgungspakt des Sachverständigenrates (SG Anhang I). Ihn kennzeichnet ein System von wechselseitigen Verpflichtungen zur Solidarität und Solidität. So eröffnet er eine quantitativ und zeitlich **begrenzte gemeinschaftliche Haftung** im „Schuldentilgungsfonds“ und verbindet diese mit starken Absicherungen zum „Schuldentilgungspakt“. Der mit dieser gemeinschaftlichen Haftung eröffnete Finanzierungsrahmen ergibt sich für jedes Land aus der Differenz zwischen der tatsächlichen Schuldenstandsquote und der im Vertrag von Maastricht fixierten 60 %-Grenze. Insgesamt würde sich die gemeinschaftliche Haftung dabei auf einen Betrag von etwa 2,6 Billionen Euro belaufen (Schaubild 42).

Er würde jedoch erst zum Ende einer Roll-in-Phase von maximal sechs Jahren erreicht, da die gemeinsame Haftung des Schuldentilgungsfonds immer nur für neu emittierte Anleihen übernommen wird. Dadurch können die als Gegenleistung für dieses solidarische Handeln erforderlichen Konsolidierungsbemühungen und Strukturreformen glaubwürdig auf den Weg gebracht werden, deutlich bevor das volle Haftungsvolumen erreicht ist. Nach Abschluss der Roll-in-Phase setzt die Tilgungsphase ein, während der sich das Fondsvolumen sukzessive verringert. Nach rund 25 Jahren sind die ausgelagerten Schulden vollständig zurückgezahlt, sodass bis zum Jahr 2038 alle unter gemeinschaftlicher Haftung begebenen Anleihen vollständig getilgt sind.

Schaubild 42



195. Wie im Sondergutachten des Sachverständigenrates ausführlich dargestellt, setzt der Schuldentilgungspakt **strikte Sicherungsmechanismen** voraus (Anhang I, Sondergutachten, Seite 407 f.). Dazu zählen unter anderem:

- die vorherige Implementierung einer **nationalen Schuldenbremse** zur Gewährleistung der Glaubwürdigkeit der Konsolidierungsverpflichtungen,
- **Konsolidierungsvereinbarungen**, in denen explizit dargelegt wird, wie die einzelnen Mitgliedstaaten während der Übergangsphase ihr strukturelles Haushaltsdefizit auf maximal 0,5 % des Bruttoinlandsprodukts zurückführen,
- die Verpflichtung, bestimmte (gegebenenfalls neu einzuführende) **Steuern** zu benennen, die für Zins- und Tilgungsleistungen herangezogen werden und
- die Hinterlegung von **Sicherheiten** in Höhe von 20 % der auszulagernden Schulden als Pfand. Dies könnten etwa Währungs- und Goldreserven eines Landes sein, zusätzlich könnten Mitgliedstaaten ihre Anleihen durch Grundschulden besichern (Pfandbriefe). Auf diese Sicherheiten würde zugegriffen, wenn ein Land seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkäme.

Wenn am Ende der Tilgungsperiode alle in gemeinschaftlicher Haftung gehaltenen Anleihen vollständig zurückgezahlt worden sind und die Schuldenstandsquoten aller Länder dem Referenzwert von 60 % entsprechen, sind unmittelbar die Voraussetzungen für eine Welt des Maastricht 2.0 gegeben. Es wäre dann also möglich, weitgehend auf eine nationale Haftung und die Disziplinierungsfunktion der Märkte zu setzen.

Literatur

- Abbassi, P. und T. Linzert (2011), *The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the recent financial crisis*, ECB Working Paper No. 1328, Frankfurt am Main.
- Ehlers, T. und V. Sushko (2012), Unconventional policies: market impact and countervailing factors, *BIS Quarterly Review* September 2012, 6-7.
- Baretti, C., B. Huber und K. Lichtblau (2002), A tax on tax revenue: The incentive effects of equalizing transfers: Evidence from Germany, *International Tax and Public Finance* 9, 631-649.
- Barkbu, B., J. Rahman und R. Valdes (2012), *Fostering growth in Europe now*, IMF Staff Discussion Note 12/07, Washington, DC.
- Bernoth, K. und B. Erdogan (2012), Sovereign bond yield spreads: A time-varying coefficient approach, *Journal of International Money and Finance* 31, 639-656.
- Blanchard, O. und D. Leigh (2012), Are we underestimating short-term fiscal multipliers?, in: International Monetary Fund, *World Economic Outlook October 2012: Coping with high Debt and sluggish growth*, Washington, DC, 41-43.

- Bofinger, P. (2012), *Zurück zur D-Mark? Deutschland braucht den Euro*, München.
- Bohn, H. und R.P. Inman (1996), Balanced budget rules and public deficits: Evidence from the U.S. States, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 45, 13-76.
- Chen, R., G.M. Milesi-Ferretti und T. Tressel (2012), *External imbalances in the euro area*, IMF Working Paper 12/236, Washington, DC.
- Christiano, L.J. und T.J. Fitzgerald (2000), Understanding the Fiscal Theory of the Price Level, *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review* 36, 2-38.
- Corsetti, G. und G. Müller (2011), *Sovereign risk, macroeconomic instability*, VoxEU.org, 12. August.
- Corsetti, G., K. Kuester, A. Meier und G. Müller (2010), Debt consolidation and fiscal stabilization, *American Economic Review* 100, 41-45.
- Delpla, J. und J. von Weizsäcker (2011), *Eurobonds: The blue bond concept and its implications*, Bruegel Policy Contribution 2011/02, Brüssel.
- Debrun, X., L. Moulin, A. Turrini, J. Ayuso-i-Casals und M.S. Kumar (2008), Tied to the mast? National fiscal rules in the European Union, *Economic Policy* 23, 297-362.
- Eggertsson, G.B. und P. Krugman (2012), Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach, *Quarterly Journal of Economics* 127, 1469-1513.
- EZB (2012), *EZB-Monatsbericht September 2012*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- EZB (2011), *The monetary policy of the ECB – 2011*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Feld, L.P. und G. Kirchgässner (2008), On the effectiveness of debt brakes: The Swiss experience, in: Neck, R. und J.-E. Sturm (Hrsg.), *Sustainability of public debt*, CESifo Seminar Series, Cambridge, 223-255.
- Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache und B. Sack (2011), Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: Did they work?, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* May 2011, 41-59.
- Ghosh, A.R., J.I. Kim, E.G. Mendoza, J.D. Ostry und M.S. Qureshi (2011), *Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies*, NBER Working Paper No. 16782, Cambridge.
- De Grauwe, P. und Y. Ji (2012a), *Mispricing of sovereign risk and multiple equilibria in the eurozone*, CEPS Working Document No. 361, Brüssel.
- De Grauwe, P. und Y. Ji (2012b), *What Germany should fear most is its own fear: An analysis of Target2 and current account imbalances*, CEPS Working Document No. 368, Brüssel.
- von Hagen, J., L. Schuknecht, Ludger und G. Guido (2011), Government bond risk premiums in the EU revisited: The impact of the financial crisis, *European Journal of Political Economy* 27, 36-43.

- Heinemann, F., S. Osterloh und A. Kalb (2012), *Sovereign risk premia: The link between fiscal rules and stability culture*, Arbeitspapier, ZEW Mannheim.
- IWF (2012), *IMF Fiscal Monitor – Taking Stock: A Progress Report on Fiscal Adjustment*, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- Joyce, M.A.S., A. Lasaosa, I. Stevens und M. Tong (2011), The financial market impact of quantitative easing, *International Journal of Central Banking* 7, 113-161.
- Klose, J. und B. Weigert (2012a), Das Verrechnungssystem der Federal Reserve und seine Übertragbarkeit auf den Euroraum, *Wirtschaftsdienst* 92, 243-250.
- Klose, J. und B. Weigert (2012b), *Determinants of sovereign yield spreads during the Euro-crisis – Fundamental factors versus systemic risk*, Arbeitspapier 7/2012, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.
- Koo, R. (2003), *Balance sheet recession: Japan's struggle with uncharted economies and its global implications*, Hoboken.
- Krishnamurthy, A. und A. Vissing-Jorgensen (2011), *The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy*, NBER Working Paper No. 17555, Cambridge.
- Krogstrup, S. und S. Wälti (2008), Do fiscal rules cause budgetary outcomes? *Public Choice* 136, 123-138.
- Liu, L. und S.B. Webb (2011), *Laws for fiscal responsibility for subnational discipline: International experience*, Policy Research Working Paper No. 5587, The World Bank, Washington, DC.
- Manganelli, S. und G. Wolswijk (2009), What drives spreads in the euro area government bond market? *Economic Policy* 48, 191-240.
- Merler, S. und J. Pisani-Ferry (2012), *Sudden stops in the euro area*, Bruegel Policy Contribution 2012/06, Brüssel.
- Metiu, N. (2012), Sovereign risk contagion in the Eurozone, *Economics Letters* 117, 35-38.
- Mink, M. und J. de Haan (2012), *Contagion during the Greek sovereign debt crisis*, DNB Working Paper No. 335, Amsterdam.
- OECD (2012), *Economic policy reforms: Going for growth 2012*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- Rodden, J.A. (2003), Federalism and bailouts in Brazil, in: Rodden, J.A., G.S. Eskeland und J. Litvack (Hrsg.), *Fiscal decentralization and the challenge of hard-budget constraints*, Cambridge, 213-248.
- RWI (2012), *Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland und im Inland zur Jahresmitte 2012*, RWI Konjunkturbericht 2/2012, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen.
- Shambaugh, J.C. (2012), The Euro's three crises, *Brookings Papers on Economic Activity* Spring 2012, 157-211.

- Sierck, G.M. und M. Pöhl (2006), *Möglichkeiten des Bundeszwangs nach Art. 37 Grundgesetz – Einsetzung eines „Sparkommissars“?* Ausarbeitung WD3-249/06, Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestages, Berlin.
- Sinn, H.-W. (2012), *Die Target-Falle: Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, München.
- Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), *Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB*, Ifo Working Paper No. 105, München.
- Sutherland, D., R. Price und I. Joumard (2005), *Fiscal rules for sub-central governments: Design and impact*, OECD Economics Department Working Papers No. 465, Paris.
- Weltbank (2012), *Doing business 2013: Smarter regulations for small and medium-size enterprises*, Washington, DC.
- Woodford, M. (2001), Fiscal requirements for price stability, *Journal of Money, Credit and Banking* 33, 669-728.
- Woodford, M. (1994), Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy, *Economic Theory* 43, 345-380.