

Neubäumer, Renate

Article — Published Version

## Eurokrise: Keine Staatsschuldenkrise, sondern Folge der Finanzkrise

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Neubäumer, Renate (2011) : Eurokrise: Keine Staatsschuldenkrise, sondern Folge der Finanzkrise, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 91, Iss. 12, pp. 827-833,  
<http://dx.doi.org/10.1007/s10273-011-1308-5>

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/88793>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Renate Neubäumer

## Eurokrise: Keine Staatsschuldenkrise, sondern Folge der Finanzkrise

Bei der Diskussion um die Staatsschuldenkrise wird häufig vergessen, dass die Finanzkrise die eigentliche Ursache für den Anstieg der Staatsverschuldung in den einzelnen Staaten war. Eine unsolide Haushaltspolitik lässt sich bei den finanzschwachen Ländern – mit Ausnahme von Griechenland – nicht nachweisen. Daher sollte von dem zu einseitigen Blick auf die Fiskalkriterien abgerückt und den Fehlentwicklungen, die zur Finanzkrise geführt haben, wieder mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden.

Der Begriff „Staatsschuldenkrise“ ist zum Synonym für die Eurokrise geworden. Damit ist der Eindruck entstanden, dass die derzeitigen Schwierigkeiten an den Finanzmärkten das Ergebnis einer unsoliden Fiskalpolitik im Euroraum sind. Dass dieser Eindruck falsch ist, zeigt der Vergleich mit den Haushaltszahlen anderer Industrieländer: Die Defizitquote, d.h. die Nettoneuverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP), der USA, Großbritanniens und Japans liegt mit rund 10% deutlich über der des Euroraums (6%). Bedeutender ist, dass erst die Finanzkrise die öffentlichen Defizite und den Schuldenstand in die Höhe schnellen lassen hat (vgl. Abbildung 1). Bis 2007 hatte im Euroraum sogar eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte stattgefunden, die sich in einem Rückgang der Defizitquote über 1½% (2006) auf knapp 1% (2007) sowie in einer leicht sinkenden Schuldenstandsquote widerspiegelt.

Richtig ist, dass aus der Finanzkrise eine Eurokrise geworden ist, die vor allem durch die Offenlegung der unsoliden Haushaltspolitik Griechenlands ausgelöst wurde. Eine solche Haushaltspolitik wäre ohne innovative Finanzierungstechniken, die letztlich zur Finanzkrise geführt hatten, weniger leicht möglich gewesen.

Ein Schuldenschnitt für Griechenland ist dringend erforderlich, um einen „Dominoeffekt“ im Euroraum, wie er derzeit für Italien droht, zu verhindern.<sup>1</sup> Damit sind jedoch die Probleme großer Ungleichgewichte im Euroraum und weltweit noch nicht beseitigt sowie die Folgen der Finanzkrise nicht gelöst.

1 Wir beziehen Italien nicht in unsere Betrachtung ein. Dort dürfte sowohl die „Ansteckungsgefahr“ als auch die politische Entwicklung eine große Rolle spielen. Dafür spricht der Vergleich mit Großbritannien: 2010 betrug die Defizitquote in Großbritannien knapp 10½% im Vergleich zu 4½% in Italien, und das Leistungsbilanzdefizit erreichte fast 10% des BIP im Vergleich zu 5% in Italien. Auch die Schuldenstandsquote ist in Großbritannien stark gestiegen und erreichte 2010 80%; damit hat Großbritannien gegenüber Italien mit einer Schuldenstandsquote von 118% stark „aufgeholt“.

### Keine „Staatsschuldenkrise“

Die Haushaltszahlen der finanzschwachen Länder, der GIPS-Staaten,<sup>2</sup> zeigen vor der Finanzkrise für Spanien und Irland 2006 und 2007 noch Haushaltsüberschüsse und einen Schuldenstand von 36% bzw. 25% des jeweiligen BIP. Nach damals vorliegenden Zahlen<sup>3</sup> hatte selbst Griechenland zwischen 1998 und 2007 seinen Schuldenstand von 106% auf 96% des BIP reduziert, und Portugals Schuldenstandsquote lag mit 64% noch knapp unter der von Deutschland. Auch in den USA und Großbritannien war in den letzten fünf Jahren vor der Finanzkrise die öffentliche Verschuldung nicht oder nicht nennenswert gestiegen (vgl. Abbildung 1).

Entsprechend weist der belgische Ökonom de Grauwe darauf hin, dass es „nicht die Regierungen (waren), die sich so verschuldet haben.“ Schulden gemacht hätten nur Firmen und Privatleute, und als die Finanzkrise kam, hätten die Regierungen die Scherben aufsammeln müssen. Er schließt: „Gott sei Dank haben die Staaten die Schulden auf sich genommen!“<sup>4</sup> Die Frage nach den Ursachen der Eurokrise kann nicht losgelöst von der Finanzkrise und den Entwicklungen, die dazu geführt haben, gesehen werden.

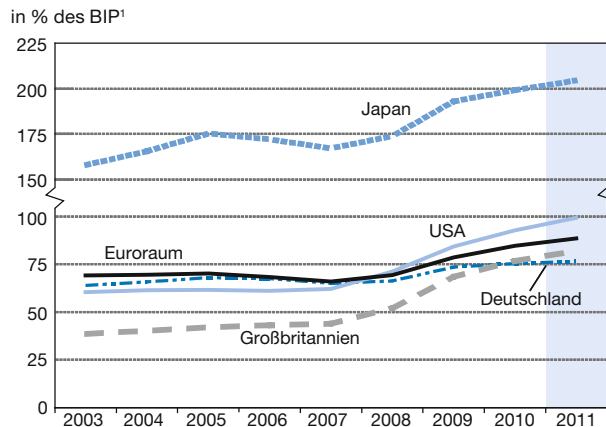
2 Zu den sogenannten GIPS-Ländern zählen Griechenland, Irland, Portugal und Spanien.

3 Vgl. Eurostat: Lange Reihen zur Nettoverschuldung (tsieb080) und zum Schuldenstand (tsieb090), abgerufen am 22.10.2009.

4 Vgl. Paul de Grauwe im Gespräch: Gott sei Dank haben die Staaten Schulden gemacht, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 23.10.2011, S. 35.

Prof. Dr. Renate Neubäumer leitet die Abteilung für Wirtschaftswissenschaften am Campus Landau der Universität Koblenz-Landau.

**Abbildung 1**  
**Entwicklung der Staatsverschuldung in**  
**verschiedenen Ländern und im Euroraum**  
 in % des BIP<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Schuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen. Die Werte für 2011 sind Schätzungen der EU, des IWF und der OECD.

Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2010/11, Schaubild 6, S. 30.

### Zentrale Rolle der Finanzkrise

Vor dem Hintergrund der Eurokrise ist die Finanzkrise schon fast in Vergessenheit geraten. Sie war vor allem auf eine exzessive Kreditgewährung an Private zurückzuführen: Zwischen 2002 und 2007 explodierte die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte von fast 1000 Mrd. auf fast 2500 Mrd. US-\$ in den USA und von 50 Mrd. auf mehr als 200 Mrd. Euro im Euroraum.<sup>5</sup>

Ein wesentlicher Grund dafür waren Kreditverbriefungen, die zwar einen Risikostrukturausgleich und damit die Vermeidung von „Klumpenrisiken“ ermöglichen, aber – und das wiegt schwerer – dazu führten, dass Kredite losgelöst von der Zahlungsfähigkeit der Schuldner vergeben wurden.<sup>6</sup> Entscheidend dafür war, dass derjenige, der den Kredit gewährte, nicht mehr das Risiko trug, und derjenige, der am Ende der „Verbriefungskaskade“ stand, das Risiko nicht kannte, d.h. keine Chance hatte, die Rückzahlungswahrscheinlichkeit zu überprüfen.<sup>7</sup> Dabei wirkten Kreditvermittler, Banken, Zweckgesellschaften, Ratingagenturen sowie die nationalen und internationalen Käufer von Wertpapieren zusammen. Folge des (zu) leichten Zugangs zu Krediten war, dass Unternehmen zu wenig rentable Investitionen tätigten,

viele private Haushalte „über ihre Verhältnisse lebten“, und es in den USA und einer Reihe anderer Länder zu Immobilienblasen kam.

### Globale Ungleichgewichte nur durch exzessive Kreditausweitung finanzierbar

International gesehen kam es zu hohen Leistungsbilanzüberschüssen von China, Japan, den Erdölexportierenden Ländern, Deutschland und den Niederlanden auf der einen Seite und zu stark steigenden Leistungsbilanzdefiziten der USA, Großbritanniens sowie der süd- und osteuropäischen Länder auf der anderen Seite. Diese Leistungsbilanzdefizite wurden durch hohe Kapitalimporte finanziert, denn private und institutionelle Anleger aus Überschussländern legten Ersparnisse in anderen Volkswirtschaften an.

Diese Kredite wurden jedoch zum größten Teil nicht für Investitionen genutzt, aus deren Erträgen später Zinsen und Tilgung bezahlt werden konnten, sondern für privaten Konsum und den Kauf von Immobilien. Dies lässt sich zum einen an einer stark gesunkenen Sparquote in den Defizitländern ablesen – so sank z.B. die Sparquote in den USA von 7½% zu Beginn der neunziger Jahre auf ½% 2007, und in Griechenland erreichte die gesamtwirtschaftliche Sparquote sogar negative Werte – sowie an steigenden Bauinvestitionen. So erreichten die Bauinvestitionen in Irland und Spanien in der Spitze einen Anteil von 22% bzw. 18% am BIP. Demgegenüber betrug der Anteil von Bauten an der deutschen Wirtschaftsleistung durchgehend um die 10%. Dies führte in den Überschussländern zur Entstehung hoher Auslandsvermögen, denen in den Defizitländern ebenso hohe Auslandschulden gegenüberstanden und zum großen Teil noch stehen.

### Gemeinsame Währung verstärkt Ungleichgewichte

Innerhalb des Euroraums verstärkte die gemeinsame Währung die Entstehung makroökonomischer Ungleichgewichte noch.<sup>8</sup> Insbesondere konnte die Geldpolitik nicht adäquat auf die boomende Wirtschaft in Irland, Spanien und Griechenland mit realen Wachstumsraten<sup>9</sup> zwischen 4% und 6½% reagieren, weil in anderen Eurostaaten, allen voran Deutschland, die Konjunktur „lahmte“. Entsprechend ermöglichten für die GIPS-Staaten (zu) niedrige Zinsen eine exzessive Kreditvergabe und begünstigten zudem hohe

5 Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2009/10, Schaubild 5, S. 31.

6 Vgl. R. Neubäumer: Ursachen und Wirkungen der Finanzkrise – eine ökonomische Analyse, in: Wirtschaftsdienst, 88. Jg. (2008), H. 11, S. 732-740.

7 Vgl. D. Schäfer: Kreditverbriefungen: Nicht alle Eier in einen Korb, in: DIW-Wochenbericht, 25. Jg. (2008), H. 43, S. 686, zitiert nach R. Neubäumer, a.a.O., S. 733.

8 Vgl. T. Mayer, J. Möbert, C. Weistroffer: Makroökonomische Ungleichgewichte in der EWU und das Eurosystem, in: ifo Schnelldienst, 64. Jg. (2011), H. 16, S. 31-38. Vgl. auch Deutsche Bundesbank: Zur Problematik makroökonomischer Ungleichgewichte im Euroraum, in: Monatsbericht, Juli 2010, S. 17-40.

9 Durchschnittliche Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts zwischen 1999 und 2007.

Preis- und Lohnsteigerungen, vor allem im Vergleich zu Deutschland.

- Die durchschnittliche Inflationsrate in den GIPS-Staaten betrug zwischen 1999 und 2007 um die 3% mit dem Ergebnis, dass dort 2007 die Preise um 11% bis 15% stärker gestiegen waren als in Deutschland.
- Die Reallöhne wurden in den GIPS-Staaten stärker als die Produktivität erhöht,<sup>10</sup> während die deutschen Reallöhne sogar leicht sanken und damit weit hinter der Produktivitätsentwicklung zurückblieben.

Diese unterschiedlichen Entwicklungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in den Ländern der Eurozone konnten nicht mehr durch eine Wechselkursanpassung ausgeglichen werden, so dass die Leistungsbilanzdefizite vor allem der südeuropäischen GIPS-Staaten bis 2007 stark anstiegen, auf 10% des BIP in Spanien und Portugal und auf 14,5% des BIP in Griechenland. Demgegenüber erzielte Deutschland einen Leistungsbilanzüberschuss in Höhe von 7,5% des BIP, nachdem seine Leistungsbilanz zu Beginn der Währungsunion noch leicht defizitär gewesen war. Bei festen Wechselkursen wäre in den Ländern mit Leistungsbilanzdefizit zumindest ein Zinsanstieg nötig gewesen, um den Abwertungsdruck zu mildern bzw. eine Abwertung zu verhindern, und für die Länder mit Leistungsbilanzüberschuss wären die Zinsen niedriger gewesen bzw. bei einer Aufwertung wäre die preisliche Wettbewerbsfähigkeit gesunken.

Als Folge der Leistungsbilanzungleichgewichte explodierte zwischen 2001 und 2007 die Auslandsverschuldung der südeuropäischen GIPS-Staaten. Gemessen in Relation zum BIP verdoppelten sich die Auslandsschulden von Spanien, Griechenland und Portugal und addierten sich 2007 auf knapp 1200 Mrd. Euro. Demgegenüber sank in Spanien die Staatsschuldenquote von 56% auf 37% und in Griechenland fiel der Schuldenstand der öffentlichen Hand um 8 Prozentpunkte auf 96% des BIP.<sup>11</sup> Der wesentliche Grund für die unterschiedliche Entwicklung der Auslands- und der Staatsverschuldung war die exzessive Kreditaufnahme der Unternehmen und der privaten Haushalte in diesen Ländern. Selbst in Griechenland, das seinen Staatshaushalt trotz der hohen Wachstumsraten „nicht in den Griff bekam“, war 2007 die Verschuldung der Privaten doppelt so hoch wie die des Staates. Dagegen hatte Irland kaum zusätzliche Schulden im Ausland gemacht, und die öffentliche Hand hatte Dank der boomenden Wirtschaft

ihren Schuldenstand sogar von 36% auf 25% des BIP reduzieren können.

### Hohe Haushaltsdefizite und steigender Schuldenstand

Die Finanzkrise legte offen, dass viele Kredite – nicht nur für die Finanzierung von Immobilien, sondern auch für privaten Konsum – nicht zurückgezahlt werden konnten und damit die Wertpapiere, die diese Kredite verbrieften, wertlos wurden. Es kam zu den bekannten Folgen: Ausfälle von Wertpapieren und Forderungen, Bankenpleiten, starker Vertrauensverlust, Rettung von Banken, Einbruch der Konjunktur und Konjunkturprogramme. Damit waren hohe Belastungen für die öffentlichen Haushalte verbunden.

Als Folge schnellte ab 2008 die Staatsverschuldung in nahezu allen Industrieländern nach oben. Besonders betroffen waren Volkswirtschaften, in denen eine Immobilienblase geplatzt war und/oder die viel Geld in die Rettung ihrer Banken stecken mussten. Im Euroraum war Irland am stärksten betroffen: Den meisten Großbanken dort drohte ohne staatliche Rettungsmaßnahmen die Insolvenz; gleichzeitig schrumpften 2009 die Bauinvestitionen um fast ein Drittel und auch die Ausrüstungsinvestitionen brachen ein. Das irische BIP schrumpfte 2009 um 7% und nach dem Abbau zahlreicher Arbeitsplätze in gleich zwei wichtigen Wirtschaftsbereichen, dem Bankensektor und der Bauwirtschaft, stieg die Arbeitslosigkeit 2010 auf fast 14%. Zu stark sinkenden Staatseinnahmen kamen vor allem exorbitant hohe Beträge für die Bankenrettung, die auf 63 Mrd. Euro geschätzt werden und damit rund 35% des irischen Bruttoinlandsprodukts ausmachen.<sup>12</sup> Damit kehrte sich die Haushaltssituation Irlands um: Einem ausgeglichenen Haushalt 2007 folgten rasch steigende Defizitquoten, bis 2010 das öffentliche Defizit mehr als 30% des BIP betrug, und die Schuldenstandsquote schnellte von nur 25% (2007) auf fast 100% (2010).

In Griechenland führte 2009 der starke Rückgang der (Dienstleistungs-)Exporte und der Ausrüstungsinvestitionen um jeweils rund ein Fünftel zu einem Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts um fast 3½%. Dennoch erhöhte Griechenland im gleichen Jahr seine Staatsausgaben um 7½%, so dass seine Nettoneuverschuldung mit 13½% des BIP fast den Wert von Irland erreichte. Erst 2010, nach dem Ausbruch der Griechenlandkrise, sank das griechische Staatsdefizit auf „nur“ 10½% des BIP und der Schuldenstand erreichte 145% des BIP.

<sup>10</sup> In Portugal stiegen trotz moderater Lohnabschlüsse die Lohnstückkosten im Vergleich zu denen anderer europäischer Staaten, weil die portugiesische Produktivitätsentwicklung hinter der im Euroraum weit zurückblieb.

<sup>11</sup> Betrachtung damals bekannter Zahlen. Vgl. Eurostat: Lange Reihen zur Nettoverschuldung (tsieb080), abgerufen am 22.10.2009.

<sup>12</sup> Irland verschärft Sparkurs, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 7.11.2011, S. 11. In anderen Quellen ist sogar von 70 Mrd. Euro die Rede. Vgl. Stresstest. Irische Banken brauchen 24 Milliarden Euro mehr, in: Spiegelonline vom 31.3.2011, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,754347,00.html>.

In Spanien führte 2009 vor allem ein Einbruch bei den Ausrüstungsinvestitionen um knapp ein Viertel sowie ein Rückgang der Bauinvestitionen und der Exporte um jeweils 11% zu einem Sinken der realen Wirtschaftsleistung um fast 4% und ließ 2010 die Arbeitslosigkeit auf 20% hochschnellen. Vor diesem Hintergrund stieg das spanische Staatsdefizit 2009 auf über 11% des BIP bei einem vergleichsweise niedrigen Schuldenstand.

Von stark steigenden Staatsdefiziten auf rund 11% ihres BIP in den Jahren 2009 und 2010 waren gleichermaßen die USA und Großbritannien betroffen, die – ähnlich wie Irland – in großem Umfang öffentliche Mittel für die Rettung ihrer Banken aufwenden mussten und die mit den Folgen einer Immobilienkrise zu kämpfen hatten. Hinzu kamen in den USA hohe staatliche Ausgaben, um dem Konjunkturreinbruch massiv entgegenzusteuern.

### EWU trug und trägt wesentlich zum Nicht-Eskalieren der Finanzkrise bei

Die Finanzkrise setzte dem „Wirtschaftswunder“ in Irland mit dem Erreichen eines Pro-Kopf-Einkommens, das 2007 um 55% über dem der zwölf Kernländer des Euroraums lag, ein jähes Ende. Denn Irland hatte die Rettung seiner Banken in großem Stil und – eng damit verknüpft – eine immense Kapitalflucht von etwa 120 Mrd. Euro (bei einem BIP von 190 Mrd. Euro 2009) zu verkraften.

Mit hoher Wahrscheinlichkeit wäre Irland auch als Nichtmitglied des Euroraums von der Finanzkrise in ganz ähnlicher Weise getroffen worden. Dies zeigt die Entwicklung in den USA und Großbritannien, wo jeweils eine Immobilien- mit einer Bankenkrise zusammenkam. Allerdings hätte Irland eine drohende Insolvenz ohne – zunächst stillschweigende – Unterstützung des Eurosystems wohl kaum so gut abwenden können, d.h., die Europäische Währungsunion trug wesentlich zum Nicht-Eskalieren der Finanzkrise bei. Das war insbesondere auf folgende Maßnahmen zurückzuführen:

- Die EZB ermöglichte mit ihrer Vollzuteilungspolitik irischen Geschäftsbanken, sich in beliebiger Höhe zu refinanzieren, und hat zudem die Anforderungen an die Sicherheiten, die die Geschäftsbanken für Zentralbankkredite zu leisten haben, immer wieder gesenkt. Die irischen Banken nahmen Ende 2010 mit gut 132 Mrd. Euro mehr als ein Viertel der gesamten Refinanzierungsgeschäfte der EZB in Anspruch (bei einem Anteil von 2% am Bruttoinlandsprodukt des Euroraums).<sup>13</sup>

13 Vgl. M. Kurm-Engels, M. Maisch, A. Grüttnner: EZB-Geldspritzen. Banken brauchen eine Entzugskur, in: Handelsblatt vom 31.2.2011, <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken/banken-brauchen-eine-entzugskur/3826174.html?p3826174=all>.

- Die Irische Zentralbank gab irischen Banken Kredite gegen mindere Sicherheiten (die die EZB nicht als Pfand akzeptiert hätte<sup>14</sup>) und außerhalb der geldpolitischen Operationen des Eurosystems. Diese „Emergency Liquidity Assistance“ (ELA) nahm zeitweise einen Umfang von 50 Mrd. Euro an.<sup>15</sup>
- Die Nationalen Zentralbanken finanzstarker Länder gaben der Irischen Zentralbank knapp 150 Mrd. Euro Kredite im Rahmen von Target2.<sup>16</sup> Damit wurden nur zu einem kleineren Teil Leistungsbilanzdefizite Irlands, die pro Jahr nur knapp 8 Mrd. Euro ausmachen, finanziert. Vielmehr wurden diese Kredite aufgrund der mit der Finanzkrise einsetzenden Kapitalflucht aus Irland benötigt.

Auf diese Weise kauften die EZB und die Nationalen Zentralbanken – direkt oder indirekt – von Irland (und anderen finanzschwachen Ländern) Wertpapiere mit hohem Ausfallrisiko und bezahlten dafür mit Basisgeld, d.h. Euro, für die die finanzstarken Länder mithafteten. Der Preis für das Nicht-Eskalieren der Finanzkrise war, dass die Länder des Euroraums schon 1½ Jahre vor der Eurokrise zur Haftungsgemeinschaft wurden.

Inwieweit trug das Eurosystem zur Rettung der anderen finanzschwachen Länder bei? Spanien wurde gleichermaßen von einer Immobilien- und Bankenkrise getroffen und musste (und muss noch) hohe Summen für die Rettung seiner Banken aufwenden.<sup>17</sup> Zusätzlich benötigte Spanien Kredite des Eurosystems zur Finanzierung seiner Leistungsbilanzdefizite, die nach der Finanzkrise nicht mehr so leicht durch Kapitalimporte ausgeglichen werden konnten. Auch Portugal und Griechenland benötigten und benötigen Kredite der finanzstarken Euroländer, um weiterhin ihre hohen Leistungsbilanzdefizite finanzieren zu können. Die südeuropäischen GIPS-Staaten investieren und vor allem konsumieren mehr als ihrer eigenen Wirtschaftsleistung entspricht. Auch dafür haften die anderen Länder des Euroraums.

### „Staatsschuldenkrise“ in Griechenland

Für Griechenland trifft der Begriff „Staatsschuldenkrise“ zu. Denn das Land hat seine Haushaltsdefizite und seinen Schuldenstand jahrelang gezielt zu niedrig ausgewiesen. Dazu wurden nicht nur zahlreiche Einnahmen und Ausgaben „unsau-

14 Die irische Zentralbank akzeptierte auch sogenannte „Promissory Notes“, die der Staat den irischen Banken zur Verstärkung ihres Eigenkapitals gegeben hatte. Vgl. ebenda.

15 Zur ELA für Irland vgl. W. Buitier, J. Michels, E. Rahbar: ELA: An Emperor without Clothes?, citi Global Economics View, 21.1.2011, <http://www.nber.org/~wbuitier/ela.pdf>.

16 Target2 steht für Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system. Vgl. H.-W. Sinn, T. Wollmershäuser: Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, CESifo Working-Paper Nr. 3500, 2011.

17 Immobilienkrise bedroht Banken, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 23.11.2011, S. 20.



**Tabelle 1**  
**Defizit- und Schuldenstandsquoten in Griechenland**

in % des BIP

| Revision der Defizitquoten Griechenlands durch Eurostat 2004 <sup>1</sup>                     |                              |       |       |       |       |       |
|---|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|   |                              | 1999  | 2000  | 2001  |       |       |
| Nettoneuverschuldung  | Konvergenzbericht 2001       | -4,0  | -2,5  | -1,8  |       |       |
|   | Revision durch Eurostat 2004 | -6,4  | -4,1  | -3,4  |       |       |
| Revision der Defizit- und Schuldenstandsquoten Griechenlands durch Eurostat 2011 <sup>2</sup> |                              |       |       |       |       |       |
|   |                              | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
| Nettoneuverschuldung  | Eurostat 2009                | -2,9  | -3,7  | -7,7  | -     | -     |
|   | Eurostat 2011                | -5,7  | -6,5  | -9,8  | -15,8 | -10,6 |
| Schuldenstand   | Eurostat 2009                | 97,1  | 95,6  | 99,2  | -     | -     |
|   | Eurostat 2011                | 106,1 | 107,4 | 113,0 | 129,3 | 144,9 |

<sup>1</sup> Vgl. Griechenland erschwirndelt Euro-Beitritt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 16.11.2001, S. 5. <sup>2</sup> Vgl. Eurostat: Lange Reihen zur Nettoverschuldung (tsieb080) und zum Schuldenstand (tsieb090), jeweils abgerufen am 22.10.2009 und am 28.10.2011.

ber“ verbucht, sondern auch gezielt innovative Finanzierungstechniken eingesetzt. Letzteres wurde erst 2010 publik und löste Spekulationen gegen griechische Staatsanleihen (und die anderer Länder des Euroraums) und damit die Eurokrise aus.

Bereits 2004 stellte sich heraus, dass Griechenland seinen Beitritt zur Eurozone nur mit falschen Angaben zu den öffentlichen Defiziten erreicht hatte. 2000 und 2001 hatte das Land seine Defizitquote jeweils um 1,6 Prozentpunkte zu niedrig ausgewiesen und nur deshalb das 3%-Kriterium des Stabilitäts- und Wachstumspakts erfüllt (vgl. Tabelle 1). Dazu waren die Militärausgaben nach unten und die Überschüsse der Sozialversicherung nach oben revidiert worden.<sup>18</sup>

Darüber hinaus hatte Griechenland vor seinem Beitritt zur Eurozone von Goldman Sachs arrangierte Währungsswaps in der (vermuteten) Größenordnung von 10 Mrd. Euro abgeschlossen, um seine Defizitquote zu senken.<sup>19</sup> 2001 hatte die griechische Regierung dann, um vorgezogene Einmalzahlungen zugunsten der Staatskasse in Höhe von mehr als 5 Mrd. Euro zu erhalten, zukünftige Einnahmenströme verpfändet, die dann verbrieft wurden.<sup>20</sup> So wurden EU-Transferleistungen

18 Diese „unsaubere“ Verbuchung von öffentlichen Einnahmen und Ausgaben hatte sich fortgesetzt, so dass Eurostat 2006 einen „Aktionsplan“ aufgestellt hatte, der den griechischen Behörden Vorgaben für eine verbesserte statistische Erfassung machte. Vgl. „Schwere Fehler in der griechischen Statistik“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 12.1.2010, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/staatsdefizit-schwere-fehler-in-der-griechischen-statistik-1908399.html>.

19 Über die von Goldman Sachs arrangierten Währungsswaps waren 2011 immer noch keine ausreichenden Informationen zu erhalten. Vgl. G. Erber: Staatsverschuldung und Financial Engineering, in: DIW-Wochenbericht, 28. Jg. (2011), H. 36, S. 11-19. Auf diesem Beitrag basiert die weitere Darstellung zu Griechenlands Nutzung innovativer Finanzierungstechniken.

20 Diese spezielle Form der Verbriefung wird als „Future-Flow Securitisation“ oder „Collateralized Debt Obligation“ bezeichnet.

aus den Strukturfonds in Höhe von 2 Mrd. Euro und zukünftige Einnahmen der staatlichen griechischen Lotterie sowie Landegebühren auf griechischen Flughäfen veräußert und anschließend verbrieft.

Gravierende Folgen hatte dieses „Financial Engineering“ erst 2009/2010. Nachdem ein Teil der regelmäßigen Staatseinnahmen Griechenlands aufgrund der Verbriefungen wegfiel und die EU-Kommission die Bilanzierung zur Ermittlung von Staatsschulden deutlich verschärft hatte, musste Griechenland der EU-Kommission Mitte und Ende 2009 mitteilen, dass seine Haushaltsdefizite und sein Schuldenstand deutlich höher als bisher angegeben waren. Daraufhin wurden die griechischen Statistiken erneut untersucht und stark revidiert mit dem Ergebnis, dass Griechenland seit seinem Beitritt zur Eurozone das Maastricht-Kriterium noch nie eingehalten hatte (Tabelle 1). 2009 erreichte die griechische Defizitquote fast 16% bei einem Schuldenstand von knapp 130% des BIP. Dies blieb auch den Medien nicht verborgen, wie der viel beachtete Artikel der New York Times „Wall St. Helped Mask Debt Fueling Europe's Crisis“<sup>21</sup> zeigt. Schließlich räumte die griechische Regierung 2010 öffentlich ein, dass sie vor dem Beitritt zur Eurozone die griechische Defizit- und Schuldenstandsquote mit innovativen Finanzierungsgeschäften gezielt gesenkt hatte.

Vor diesem Hintergrund überrascht nicht, dass an den Finanzmärkten darauf gesetzt wurde, dass Griechenland seine Staatsschulden auf Dauer nicht mehr bedienen könne. Damit wurde im März 2010 die Eurokrise ausgelöst, deren Folgen bekannt sind. Das Eurosystem musste seine Hilfen weiter ausweiten und kaufte Staatsanleihen der finanzschwachen Länder, d.h., die Geldpolitik verstieß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung, was aus deutscher Sicht einem Tabubruch gleichkam.<sup>22</sup> Des Weiteren wurde der Euro-Rettungsschirm verabschiedet, und es wurden Rettungspakete für Griechenland, Irland und Portugal geschnürt.<sup>23</sup> Schließlich wurde Ende Oktober 2011 ein „haircut“ für Griechenland beschlossen, der zu einem Schuldenerlass von rund 100 Mrd. Euro führen und den Schuldenstand Griechenlands auf rund 120% des BIP reduzieren soll.

## Zwischenbilanz

Bei der Eurokrise handelt es sich nicht um eine Staatsschuldenkrise, sie wurde vielmehr durch die Folgen der Finanzkrise ausgelöst. Die Europäische Währungsunion hat zwar die

21 Vgl. Wall St. Helped Mask Debt Fueling Europe's Crisis, in: New York Times vom 14.2.2010, <http://www.nytimes.com/2010/02/14/business/global/14debt.html?pagewanted=all>; sowie Schwere Fehler in der griechischen Statistik, a.a.O.

22 Das zusätzliche Basisgeld wurde durch kompensierende geldpolitische Maßnahmen wieder neutralisiert.

23 Es wurden insgesamt fast 400 Mrd. Euro für Rettungspakete bereitgestellt (Irland: 85 Mrd. Euro, Portugal: 78 Mrd. Euro und Griechenland: 229 Mrd. Euro).

Entstehung von Leistungsbilanz-Ungleichgewichten innerhalb des Euroraumes begünstigt und damit die Probleme, die im Zuge der Finanzkrise auftraten, verschärft. Wesentlich wichtiger war jedoch, dass das Eurosystem eine Insolvenz von Ländern des Euroraums verhindert hat und damit einem Außer-Kontrolle-Geraten der Finanzkrise entgegenwirkte.

Der Preis dafür ist hoch: Die finanzstarken Länder des Euroraums gehen eine Haftungsgemeinschaft mit den finanzschwachen Ländern ein und stellen ihnen quasi unbegrenzt Euro-Währungsreserven zur Verfügung. Dies geschah bereits 2008 und 2009 – weitgehend unbemerkt – als Ergebnis der gemeinsamen Geldpolitik und hat zu hohen finanziellen Ungleichgewichten innerhalb des Eurosystems geführt:

- Rund 60% der von der EZB bereit gestellten Refinanzierungsgeschäfte werden inzwischen von den GIPS-Staaten in Anspruch genommen – bei einem Anteil von 18% dieser Staaten am BIP des Euroraums.<sup>24</sup>
- Die Nationalen Zentralbanken der finanzstarken Länder gaben und geben den Nationalen Zentralbanken der finanzschwachen Länder in hohem Maße Kredite. Die Target2-Kredite addieren sich derzeit auf 630 Mrd. Euro.<sup>25</sup>
- Das Eurosystem kaufte und kauft weiter Staatsanleihen der finanzschwachen Länder, von denen die Nationalen Zentralbanken der finanzstarken Länder mittlerweile 220 Mrd. Euro in ihrem Bestand haben.<sup>26</sup>
- Hinzu kommen Käufe „sonstiger Wertpapiere“ durch das Eurosystem, deren Bestand sich seit der Finanzkrise von 100 bis 120 Mrd. Euro auf knapp 340 Mrd. Euro erhöht hat.

Die finanzstarken Länder bürgen jetzt auch für die hohen Auslandsschulden der GIPS-Staaten, die sich 2010 zu rund 1500 Mrd. Euro addierten<sup>27</sup> und größtenteils das Ergebnis von Leistungsbilanzdefiziten sowie der Finanzkrise sind. Nicht übersehen werden darf, dass diese Haftung auch für zukünftige Auslandsschulden und damit für zukünftige Leistungsbilanzdefizite gilt. Damit ist der „Druck“, Leistungsbilanzdefizite abzubauen deutlich gesunken.

### Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen

Mit dem Konsens über einen Schuldenschnitt für Griechenland wurde eine Beruhigung der Finanzmärkte erreicht und

ein Zeitgewinn – teuer – erkaufte. Denn die meisten Probleme, die zur Finanzkrise geführt hatten, sind damit nicht gelöst.

- In einem Zeitraum von mehr als einer Dekade sind im Euroraum und weltweit hohe Leistungsbilanzungleichgewichte entstanden, die nicht auf Dauer bestehen bleiben können.
- Es sind bei Weitem nicht alle Wertpapiere, die durch die Finanz- und Immobilienkrise an Wert verloren haben oder ganz wertlos geworden sind, abgeschrieben. Entsprechend können weitere Banken in eine Schieflage geraten und müssen dann von den jeweiligen Staaten mit Milliardenbeträgen gestützt werden. Dies gilt vor allem für die US-amerikanischen Verbriefungen, die sich im 1. Quartal 2011 auf 6800 Mrd. Euro beliefen. Moody's stuft die Hälfte davon als „Junk Bonds“ mit einem Rating von Ba bis C ein. Auf noch drohende Ausfälle weist zudem eine Vielzahl von Herabstufungen US-amerikanischer Verbriefungen durch Fitch Ratings, Moody's und Standard & Poor's hin. Bei europäischen Verbriefungen werden nur 5% von Moody's als „Junk Bonds“ eingestuft, und es gibt auch vergleichsweise weniger Abwertungen.<sup>28</sup> Dies bedeutet jedoch nicht, dass europäische Banken vor hohen Ausfällen sicher sind, denn zum einen haben sie US-amerikanische Verbriefungen in ihren Portfolios, zum anderen konzentrieren sich schlecht eingestufte europäische Verbriefungen bei einigen Banken und Ländern. So hatten irische Finanzinstitute im 1. Quartal 2011 Eventualverbindlichkeiten von knapp 200 Mrd. Euro gegenüber 600 Mrd. Euro im gesamten Euroraum, und spanische Banken haben mehr als 300 Mrd. Euro Immobilienkredite in ihren Büchern, von denen nach Schätzung der Notenbank die Hälfte ausfallgefährdet ist.<sup>29</sup>

Welche wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen lassen sich daraus ziehen? Im Euroraum sollte von dem zu einseitigen Blick auf die Fiskal-Kriterien abgerückt werden. Wichtiger ist es, umgehend unterschiedlichen Preis-, Lohn- und Produktivitätsentwicklungen entgegenzuwirken, um eine (Wieder-)Annäherung der Wettbewerbsfähigkeit der verschiedenen Länder des Euroraums zu erreichen. Denn „im Gegensatz dazu (zu den USA) gibt es in der EWU kaum eingebaute Mechanismen zur Korrektur von langfristig nicht tragbaren Leistungsbilanzungleichgewichten; ein dauerhafter Krisenmechanismus wird derzeit noch erarbeitet.“<sup>30</sup>

24 Vgl. M. Kurm-Engels, M. Maisch, A. Grüttner, a.a.O.; sowie T. Mayer, J. Möbert, C. Weistroffer, a.a.O.

25 Vgl. Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 6.11.2011, S. 37.

26 Zum Umfang der für geldpolitische Zwecke im Rahmen des „Securities Market Programme“ gekauften Wertpapiere vgl. EZB: Monatsbericht, Oktober 2011, Statistischer Anhang, S. S6.

27 Vgl. Eurostat: Lange Reihen zum Auslandsvermögen, abgerufen am 25.11.2011. Hinzu kommen noch Auslandsschulden von Italien in Höhe von rund 370 Mrd. Euro und von Frankreich in Höhe von rund 220 Mrd. Euro.

28 Vgl. G. Erber: Verbriefungen sind tot – lang leben Verbriefungen, in: DIW-Wochenbericht, 28. Jg. (2011), H. 35, S. 3-10.

29 Vgl. Immobilienkrise bedroht Banken, a.a.O.

30 T. Mayer, J. Möbert, C. Weistroffer, a.a.O., S. 31. Vgl. auch Deutsche Bundesbank: Die außenwirtschaftliche Position Deutschlands vor dem Hintergrund zunehmender wirtschaftlicher Überwachung, in: Monatsbericht, Oktober 2011, S. 41-60.

Dies lässt sich allerdings kaum umsetzen, ohne dass entsprechende monetäre Rahmenbedingungen einer weiteren Finanzierung hoher Leistungsbilanzdefizite Grenzen setzen. Es gilt, die Ungleichgewichte innerhalb des Eurosystems durch verschiedene Maßnahmen abzubauen.

- Der ungleichgewichtigen Inanspruchnahme von Refinanzierungsgeschäften durch Banken des Euroraums muss entgegengewirkt werden. Denkbar wäre beispielsweise, dass jede Geschäftsbank nur einen bestimmten Betrag zum Hauptrefinanzierungssatz erhält. Für eine darüber hinausgehende Refinanzierung müsste sie einen höheren Zins zahlen und – unter Umständen – ihr Eigenkapital erhöhen.<sup>31</sup>
- Die Nationalen Zentralbanken finanzstarker Länder dürfen nicht länger Staatsanleihen finanzschwacher Länder aufkaufen (müssen).
- Die Target2-Kredite dürfen nicht weiter ausgeweitet werden. Im Gegenteil ist längerfristig ein jährlicher Ausgleich von Target2-Salden anzustreben, z.B. durch die Übertragung von im Staatsbesitz befindlichen Goldreserven oder Unternehmensanteilen.<sup>32</sup> Denn dann müssten die Nationalen Zentralbanken auf die Geschäftsbanken der jeweiligen Länder Druck ausüben, entweder private Geldgeber im Ausland zu finden, d.h. Kapitalimporte zu erreichen, oder weniger Kredite zu vergeben.

Hinsichtlich der Regulierung des Finanzsystems wurde mit der Verabschiedung neuer Aufsichtsregeln für Finanzinstitute unter dem Titel „Basel III“ im Dezember 2010 ein wichtiger Schritt getan.<sup>33</sup>

Zum einen werden die Kapitalanforderungen schrittweise erhöht, so dass die Banken – insbesondere in einer Krise – über mehr Mittel verfügen, um Verluste zu absorbieren.<sup>34</sup> Damit wird angestrebt, die Prozyklizität des Systems zu verringern. Zum anderen zielt eine Reihe neuer Regulierungen auf das Verbriefungsgeschäft, das auch aus Sicht der Deutschen Bundesbank „als eine der Hauptursachen für die Finanzkrise (gilt)“.<sup>35</sup> Um intransparenten „Verbiefungskaskaden“ entgegen-

genzuwirken, wurde die aufsichtsrechtlich geforderte Kapitalunterlegung für Wiederverbriefungen angehoben. Des Weiteren müssen Banken ihre Verbriefungsaktivitäten stärker offenlegen und dürfen sich bei Verbriefungen nicht mehr allein auf externe Bonitätseinstufungen, insbesondere durch Ratingagenturen, verlassen, sondern müssen institutseigene Risikobeurteilungen durchführen.

Allerdings wurde nur auf EU-Ebene beschlossen, dass Banken nur dann in Verbriefungen investieren dürfen, wenn der Urheber der Verbriefung, der sogenannte Originator, mindestens 5% des Kreditrisikos behält.<sup>36</sup> Damit soll erreicht werden, dass Finanzinstitute Verluste, die durch eine schlechte Auswahl und Betreuung von Kreditrisiken entstehen, nicht vollständig auf andere übertragen können. Zudem wurde für die EU genau festgelegt, wann eine Bank die mit der Verbriefung bezweckte Eigenkapitalentlastung erhält. Dazu wurde erstmals definiert, wann bei einer Verbriefung von einem wesentlichen Risikotransfer ausgegangen werden kann. Hier besteht für die USA, das Land mit den bei Weitem meisten ausfallgefährdeten Verbriefungen, noch Handlungsbedarf. Bei Neuemissionen, die 2009 und 2010 bereits wieder rund 1300 Mrd. Euro pro Jahr erreichten,<sup>37</sup> gilt es zu verhindern, dass wieder Kredite losgelöst von den Rückzahlungschancen gewährt und anschließend verbrieft werden.

„Last but not least“ darf nicht zu viel und zu billige Liquidität bereitgestellt werden, denn das führt zur Bildung von Blasen und damit zu Zyklizität. Zudem werden dadurch die Anreize, größere Risiken einzugehen, erhöht. Entsprechend fordert A. Belke auch: „Vor allem muss die EZB dem Geldmengen- und Kreditwachstum wieder mehr Bedeutung verleihen – nicht wegen aus dem Ruder laufender Verbraucherpreisinflation, sondern um eine neue Finanzkrise zu vermeiden.“<sup>38</sup>

Insgesamt darf nicht in Vergessenheit geraten, dass der eigentliche Auslöser der Eurokrise die Finanzkrise war und nicht zu hohe Staatsausgaben. Deshalb gilt auch nicht, dass die Politik „den Banken öffentlich die Sündenbockrolle zuweist, um von den Sünden einer zu hohem und zu lange tolerierten Staatsverschuldung abzulenken“<sup>39</sup>, sondern es ist umgekehrt bequem, die Eurokrise als „Staatschuldenkrise“ abzustempeln, obwohl die „heute zu beobachtenden hohen Defizitquoten im Euroraum nicht in erster Linie auf eine unsoliden Fiskalpolitik zurückzuführen (sind)“<sup>40</sup>.

31 Vgl. M. Kurm-Engels, M. Maisch, A. Grüttner, a.a.O.

32 In den USA werden Ungleichgewichte zwischen den Federal Reserve Banks der einzelnen Distrikte infolge von distriktübergreifenden Zahlungen über Fedwire (das US-Pendant zu Target2) jährlich ausgeglichen. Bis vor Kurzem wurden dabei Goldzertifikate zur Zahlung verwandt. Hierzu vgl. T. Mayer, J. Möbert, C. Weistroffer, a.a.O., S. 37.

33 Der Baseler Ausschuss kam damit dem Auftrag der G20-Staats- und Regierungschefs nach, als Lehre aus der Finanzkrise die Kapitalausstattung und Liquiditätsvorsorge der Banken zu verbessern. Vgl. Deutsche Bundesbank, Zentralbereich Banken und Finanzaufsicht: Basel III – Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken, Frankfurt 2011. Mitte 2011 legte der Ausschuss zudem ein Grundkonzept für die Regulierung systemrelevanter Banken vor. Vgl. Presseerklärung des Baseler Ausschusses vom 19.7.2011.

34 Vgl. Deutsche Bundesbank, Zentralbereich ..., a.a.O., S. 7 ff.

35 Ebenda, S. 21.

36 In der Bundesrepublik beträgt der „Selbstbehalt“ für Verbriefungen ab 2013 10%.

37 Vgl. G. G. Erber: Verbriefungen sind tot ..., a.a.O., S. 6.

38 A. Belke: Wachwechsel in der EZB – Trichets Erbe, in: DIW-Wochenbericht, 28. Jg. (2011), H. 43, S. 16.

39 Banken als Sündenbock, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22.10.2011, S. 11.

40 Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2010/11, Z. 126.