



Institut für  
Wirtschaftsforschung Halle

# Die Europäische Schulden- und Vertrauenskrise: Ursachen, Politikmaßnahmen, Aussichten

von

Professor Dr. Oliver Holtemöller

Dr. Tobias Knedlik

Dr. Axel Lindner

**IWH Online**

3/2013



# Die Europäische Schulden- und Vertrauenskrise: Ursachen, Politikmaßnahmen, Aussichten

von

Professor Dr. Oliver Holtemöller  
Dr. Tobias Knedlik  
Dr. Axel Lindner

Halle (Saale), 22.03.2013

In der Reihe „IWH Online“ erscheinen aktuelle Manuskripte der IWH-Wissenschaftlerinnen und -Wissenschaftler zeitnah online. Die Bände umfassen Gutachten, Studien, Analysen und Berichterstattungen.

Diese Studie wurde von der Volkswagen Financial Services AG in Auftrag gegeben und finanziert.

Kontakt:

Professor Dr. Oliver Holtemöller

Telefon: +49 345 7753 800

Email: [oliver.holtemoeller@iwh-halle.de](mailto:oliver.holtemoeller@iwh-halle.de)

### Herausgeber:

Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH)

Das Institut ist Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft.

Hausanschrift: Kleine Märkerstraße 8, D-06108 Halle (Saale)

Postanschrift: Postfach 11 03 61, D-06017 Halle (Saale)

Telefon: +49 345 77 53 60

Telefax: +49 345 77 53 8 20

Web: <http://www.iwh-halle.de>

Alle Rechte vorbehalten.

Zitierhinweis:

*Holtemöller, Oliver; Knedlik, Tobias; Lindner, Axel:* Die Europäische Schulden- und Vertrauenskrise: Ursachen, Politikmaßnahmen, Aussichten. IWH Online 3/2013. Halle (Saale) 2013.

ISSN 2195-7169

# **Die Europäische Schulden- und Vertrauenskrise: Ursachen, Politikmaßnahmen, Aussichten**

## **Zusammenfassung**

Die Schulden- und Vertrauenskrise in Europa ist das Ergebnis einer ineffizienten Kapitalallokation und unzureichender Institutionen für die Reaktion auf die sich dadurch ergebenden Folgen. Im Zuge des europäischen Integrationsprozesses haben internationale Kapitalströme in einigen Ländern zu Übertreibungen im Privatsektor geführt und in anderen haben sie eine übermäßige Staatsverschuldung begünstigt. Das Platzen der Preisblasen auf Vermögenmärkten hat schließlich auch in Ländern mit ehemals soliden Staatsfinanzen vor allem aufgrund der Maßnahmen zur Stützung des Finanzsystems die öffentliche Verschuldung aus dem Ruder laufen lassen. Die europäische Politik hat den Reformbedarf erkannt, aber wichtige Weichenstellungen und Umsetzungen fehlen noch. Die innerhalb einer Währungsunion vergleichsweise schwierigen und langsamen Anpassungsprozesse zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit nach einer Krise sind in den derzeitigen Krisenländern ansatzweise erkennbar. Dieser Befund stützt die derzeitigen Prognosen bezüglich eines bald einsetzenden Erholungsprozesses in diesen Ländern. Die Aussichten auf eine Überwindung der Krisen würden den Fortbestand der Währungsunion sichern.

# Die Europäische Schulden- und Vertrauenskrise: Ursachen, Politikmaßnahmen, Aussichten

## Gliederung

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	5
2	Ursachenanalyse	6
2.1	Überblick	6
2.2	Die Entwicklung vor der Krise im Einzelnen	7
2.3	Die Krisenursachen im Einzelnen	17
3	Beschreibung und Bewertung von Maßnahmen zur Lösung der Krise	24
3.1	Kriseninterventionen	24
3.2	Krisenprävention	29
3.3	Schlussfolgerungen	33
4	Perspektiven für den Euroraum	34
5	Fazit	43

## 1 Einleitung

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion befindet sich in einer schweren Krise. In einer Reihe von Mitgliedsländern gibt es so gravierende Verschuldungsprobleme, dass die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung in Frage steht. Wurde im Maastricht-Vertrag eine Obergrenze von 60% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt allgemein als erstrebenswert für die öffentliche Verschuldung in den einzelnen Mitgliedsländern angesehen, so lag die öffentliche Verschuldung im Jahr 2011 nur in fünf Ländern darunter (Estland, Luxemburg, Slowenien, Slowakische Republik und Finnland).<sup>1</sup> In den übrigen zwölf Ländern des Euroraums lag sie im Jahr 2011 darüber – in fünf Ländern davon deutlich über 90% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Belgien, Irland, Griechenland, Italien, Portugal) und damit jenseits eines Wertes, dessen Überschreiten vielfach als ökonomisch bedenklich eingestuft wird. Nicht nur die Höhe der öffentlichen Verschuldung, sondern auch deren Dynamik ist in vielen Ländern ungünstig; in elf von siebzehn Mitgliedsländern lag der öffentliche Finanzierungssaldo – teilweise recht deutlich – über der Grenze von 3% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, die zu Zeiten des Abschlusses des Maastricht-Vertrages einmal als Obergrenze betrachtet wurde. Aufgrund der Verschuldungssituation sind die Risikoprämien und damit die Renditen von Staatsanleihen in den betroffenen Ländern stark gestiegen; dadurch verschlechterte sich dort die Verschuldungslage weiter und der Euroraum wurde insgesamt in eine Schulden- und Vertrauenskrise gezogen. Die Europäische Union sah sich gezwungen, zusammen mit dem Internationalen Währungsfonds Maßnahmen zur finanziellen Stützung der Krisenländer zu ergreifen. Zwar besagten die ursprünglichen Regeln der Währungsunion, dass gegenseitige Finanzhilfen ausgeschlossen seien, aber diese Regeln haben sich angesichts der drohenden externen internationalen Effekte nationaler Staatsinsolvenzen im Euroraum als nicht glaubwürdig und nicht durchsetzbar erwiesen. Mittlerweile wurde ein permanenter Krisenmechanismus geschaffen, der überschuldeten Staaten Zugang zu Finanzhilfen verschafft, und die Europäische Zentralbank hat den Grundsatz aufgegeben, sich nicht monetär an der Finanzierung überschuldeter Staaten zu beteiligen. Dies hat bisher verhindert, dass ein Teufelskreis aus Austritts- bzw. Insolvenzerwartungen, steigenden Renditen und sich verschlechternden Staatsfinanzen zum Auseinanderbrechen des Euroraums geführt hat. Einige grundlegende Probleme sind jedoch noch nicht gelöst. Geeignete Maßnahmen zur Verbesserung der Lage und der institutionellen

---

<sup>1</sup> Abschließende Zahlen zur öffentlichen Verschuldung im Jahr 2012 liegen zum Abschlusszeitpunkt dieser Studie noch nicht vor.

Strukturen im Euroraum können nur auf Basis einer Ursachenanalyse der gegenwärtigen Probleme entwickelt werden. Die vorliegende Studie geht zunächst in Kapitel 2 den Ursachen der Krise auf den Grund; anschließend werden in Kapitel 3 die bereits ergriffenen und in der Diskussion befindlichen Maßnahmen zur Lösung der Krise diskutiert. In Kapitel 4 erfolgt eine kurze Einschätzung der weiteren Entwicklung im Euroraum. Die Studie schließt mit einem Fazit in Kapitel 5.

## 2 Ursachenanalyse

### 2.1 Überblick

Als Krisenländer werden in dieser Studie diejenigen Länder bezeichnet, bei denen die Renditen außergewöhnlich stark gestiegen sind<sup>2</sup> oder die Hilfen bei der Europäischen Union beantragt haben; das sind Griechenland, Italien, Irland, Spanien, Slowenien, Portugal und Zypern. Die jetzt von Krisen betroffenen Länder verzeichneten vor Ausbruch der Krise erhebliche internationale Kapitalzuflüsse, und die Verschuldung stieg erheblich. Der Kapitalstrom war Ausdruck der Erwartung steigender Produktivität und damit relativ hoher Kapitalverzinsung. Die Kapitalzufuhr ebnete auch nicht ab, als die Beiträge der Produktivität zum Wachstum des Produktionspotenzials in den fraglichen Ländern bereits einige Zeit vor Ausbruch der Krise deutlich zurückgingen.<sup>3</sup> In dieser Hinsicht folgt die europäische Krise einem Muster, das zuvor auch in anderen aufholenden Volkswirtschaften wie etwa in Mexiko 1994 oder bei der Asienkrise 1997/98 zu beobachten war (Mishkin 2006). Allerdings trifft diese Argumentation nicht auf Italien, das auch schon bei Eintritt in die Währungsunion keine aufholende Volkswirtschaft mehr war, zu. Der typische Verlauf der Krise ist, dass der immense Kapitalzustrom zu finanziellen Ungleichgewichten im privaten und im öffentlichen Sektor führt. Sobald diese Ungleichgewichte erkannt oder die Wachstumserwartungen enttäuscht werden, kommt es zu Verwerfungen in den Bilanzen der Banken, einem Anstieg der Zinsen, einer schlagartig niedrigeren Bewertung von Vermögensgütern und einer Zunahme der Unsicherheit. Dadurch kommt es zu einem Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität insgesamt, so dass sich die Probleme im Bankensektor verschärfen und die Gefahr eines Teufelskreises aus Bankenproblemen und Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität

---

<sup>2</sup> Hier wird davon ausgegangen, dass die Rendite außergewöhnlich hoch ist, wenn sie mindestens in einem Jahr um mehr als der 1,65fachen Standardabweichung über dem Mittelwert liegen.

<sup>3</sup> Die Europäische Kommission veröffentlicht zweimal im Jahr Schätzungen der Wachstumsbeiträge von Arbeit, Kapital und totaler Faktorproduktivität zum Produktionspotenzial, siehe <https://circabc.europa.eu/faces/jsp/extension/wai/navigation/container.jsp>.

besteht. In dieser Phase ist ein festes Austauschverhältnis von inländischer und ausländischer Währung in der Regel nicht zu halten und die inländische Währung wertet ab, mit dem Effekt, dass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen im Krisenland erhöht. Im Falle der Schuldenkrise im Euroraum ist die Stimulierung der wirtschaftlichen Aktivität mit Hilfe einer nominalen Abwertung jedoch nicht möglich. Entsprechende realwirtschaftliche Anpassungsprozesse dauern in der Regel relativ lange, so dass sich auch die Krise lange hinziehen kann.

Neben dem Problem der Kapitalallokation in aufholenden Volkswirtschaften besteht in der Europäischen Union das zusätzliche Problem, dass die Nichtbeistandsregel des Maastricht-Vertrage wohl nicht für glaubwürdig gehalten wurde und implizite Bailout-Erwartungen die Lenkungsfunction der Finanzmärkte beeinträchtigt haben. Ferner gab es in vielen Ländern keinen wirksamen Mechanismus zur Begrenzung der öffentlichen Verschuldung. Übermäßige Verschuldung ist jedoch mit negativen externen (internationalen) Effekten verbunden, die die Partnerländer dann auch zu Finanzhilfen veranlasst haben. Diese verschlechtern jedoch nachhaltig die Anreizsituation in den einzelnen Ländern, so dass in der Folge die Verschuldung insgesamt höher liegen dürfte als ohne internationale Finanzhilfen.

Im Folgenden wird die Entwicklung in den Jahren vor der Krise anhand wichtiger makroökonomischer Indikatoren im Einzelnen dargestellt.

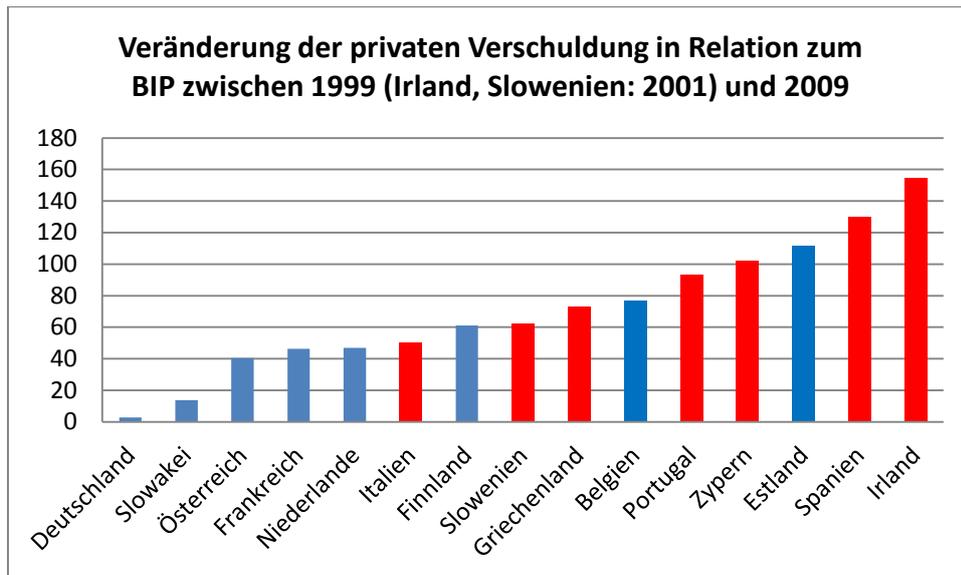
## 2.2 Die Entwicklung vor der Krise im Einzelnen

### 2.2.1 *Verschuldung*

Die private Verschuldung (die Verschuldung der privaten Haushalte und der nicht-finanziellen Unternehmen) nahm in den Krisenländern im Vorfeld der Krise stark zu.

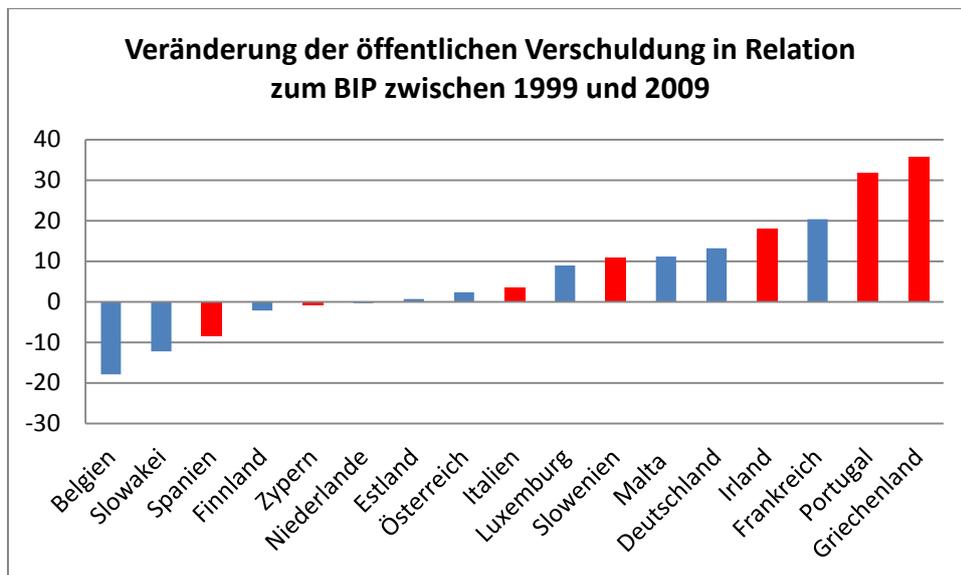
In Zypern, Spanien und Irland betrug der Anstieg der privaten Verschuldung zwischen 1999 und 2009 mehr als die heimische Produktion eines Jahres. Zugleich stieg in einigen Krisenländern auch die öffentliche Verschuldung an, wenngleich auch in geringerem Maße als die private Verschuldung.

**Abbildung 1:**



Quelle: Europäische Kommission, eigene Berechnungen

**Abbildung 2:**

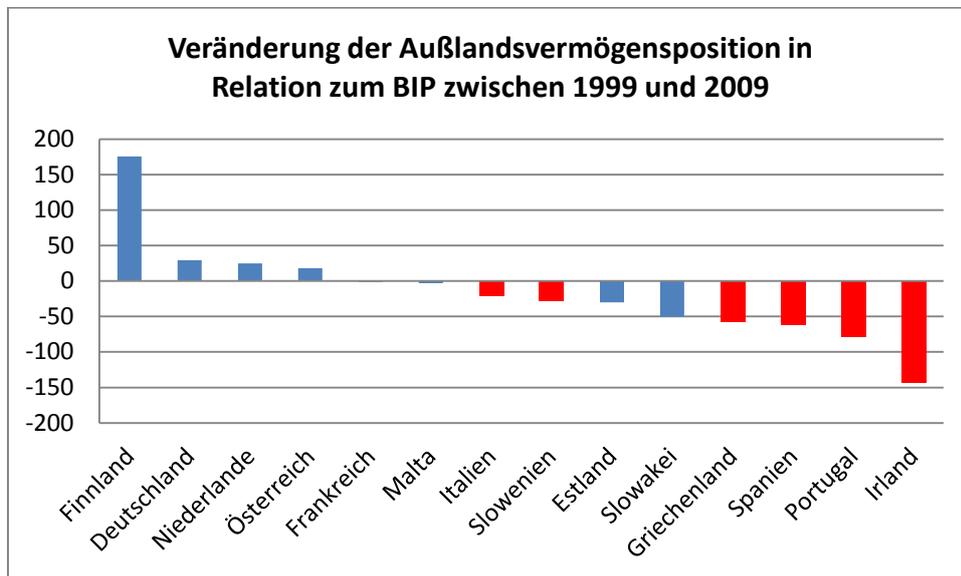


Quelle: Europäische Kommission, eigene Berechnungen

Der Anstieg der öffentlichen Verschuldung fiel jedoch recht unterschiedlich aus. In Portugal und Griechenland waren besonders hohe Anstiege zu beobachten, während die öffentlichen Schuldenstände in Spanien und Irland aufgrund hoher öffentlicher Einnahmen im Zuge der guten Konjunktur bis zum Jahr 2007 zurückgingen.

Die zusätzliche Verschuldung wurde zu einem guten Teil aus dem Ausland finanziert, so dass die Nettoauslandsverbindlichkeiten kontinuierlich stiegen.

**Abbildung 3:**



Quelle: Europäische Kommission, eigene Berechnungen

Die höchsten Kapitalzuflüsse in Relation zum Bruttoinlandsprodukt verzeichnete Irland. Italien nimmt bei allen drei bislang genannten Indikatoren keine alarmierende Position ein.

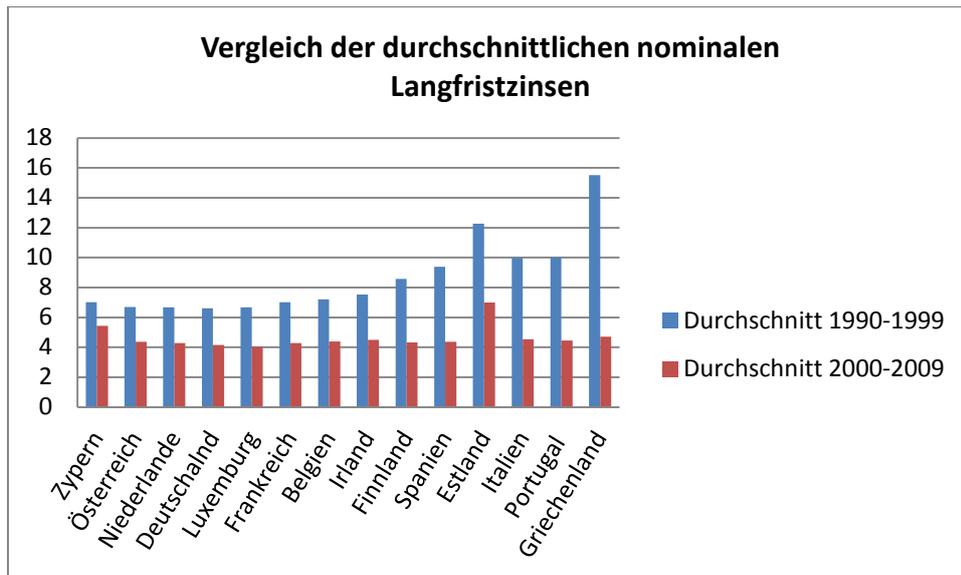
### 2.2.2 Zinsen

Mit Einführung des Euro wurden zuvor bestehende Zinsunterschiede nivelliert. Die Nominalverzinsung in den verschiedenen Ländern (mit Ausnahme jener Länder, die zu diesem Zeitpunkt noch nicht Mitglied des Eurowhrungsgebietes waren) war zwischen 2000 und 2009 praktisch gleich.

Da jedoch die Preisentwicklung in den Ländern unterschiedlich war, ergaben sich starke Differenzen bei der Realverzinsung.

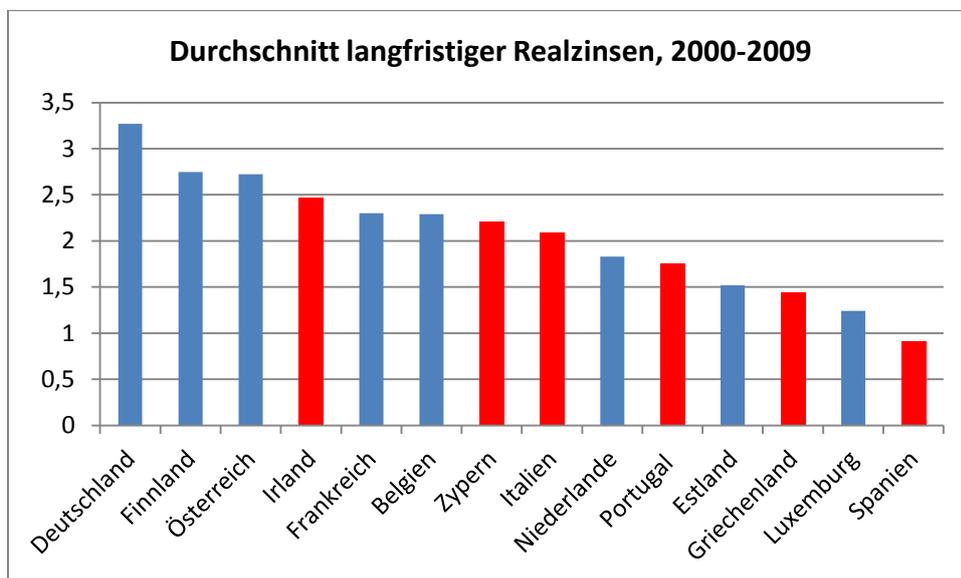
Ein Vergleich der realen Zinsen mit dem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum zeigt, dass der Realzins unter anderem in Spanien, Griechenland, Zypern und Irland zum Teil deutlich unter den durchschnittlichen Wachstumsraten lag.

**Abbildung 4:**



Anmerkung: Umlaufrendite 10-jähriger Benchmark-Staatsschuldapiere, Quelle: Europäische Kommission, eigene Berechnungen

**Abbildung 5:**

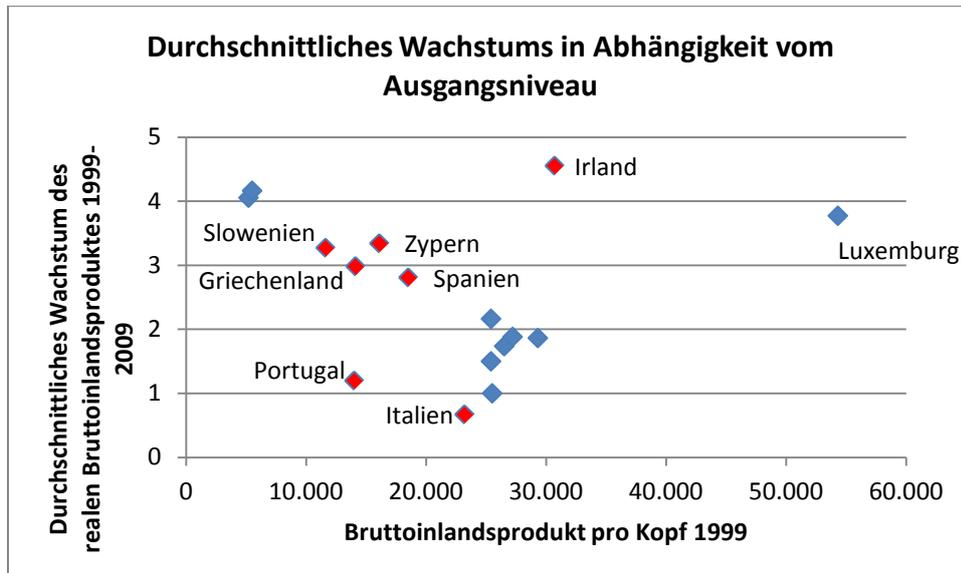


Anmerkung: Umlaufrendite 10-jähriger Benchmark-Staatsschuldapiere, ex-post inflationsbereinigt mit der Veränderungsrate des BIP-Deflators. Quelle: Europäische Kommission, eigene Berechnungen

### 2.2.3 Wirtschaftswachstum

Insgesamt fand in den Jahren vor der Krise ein realwirtschaftlicher Konvergenzprozess in der Europäischen Union statt. Im Durchschnitt sind diejenigen Länder am stärksten gewachsen, die im Jahr 1999 das geringste Bruttoinlandsprodukt je Einwohner aufwiesen.

Abbildung 6:



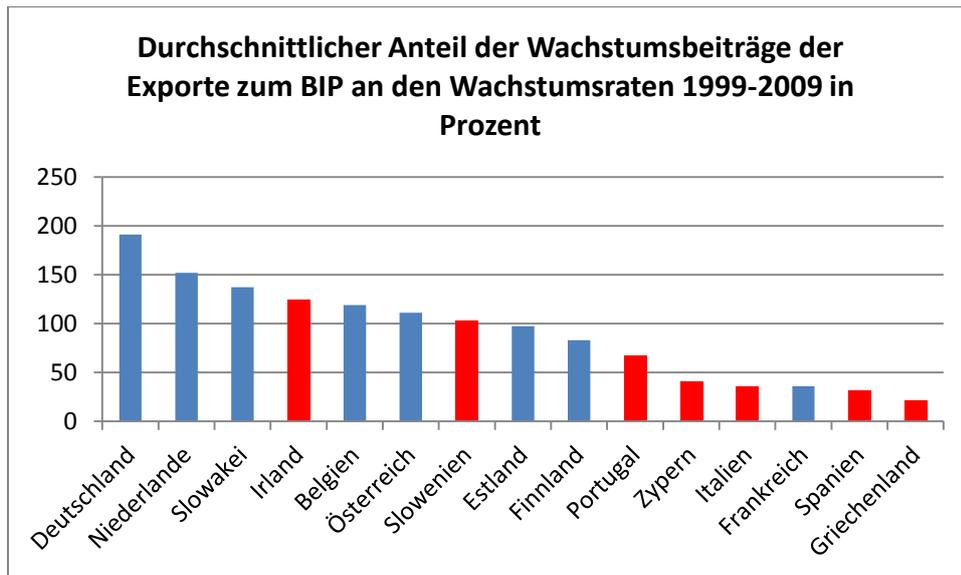
Quelle; Eurostat, eigene Berechnungen

Allerdings zeigt sich, dass Italien und Portugal aus diesem Muster herausfallen und unterdurchschnittliche Wachstumsraten aufwiesen. Insbesondere in Irland, aber auch in Griechenland, Slowenien, Zypern und Spanien waren die Wachstumsraten vor der Krise hoch.

Angebotsseitig wurde das Wirtschaftswachstum in den Krisenländern vorrangig durch die Faktoren Arbeit und Kapital getrieben, während die Produktivität relativ wenig zum Wachstum beitrug. Im Unterschied dazu war in Deutschland das Wirtschaftswachstum stärker durch Produktivitätswachstum getrieben.

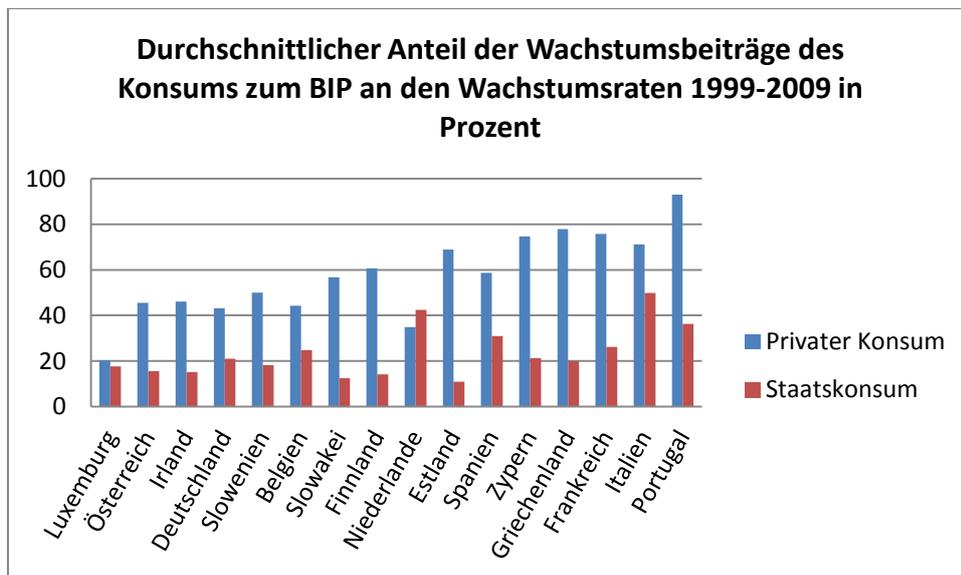
Die verwendungsseitigen Beiträge zum Wirtschaftswachstum waren recht unterschiedlich. In den späteren Krisenländern (außer Irland) waren die Wachstumsbeiträge der Exporte im europäischen Vergleich gering, während die Wachstumsbeiträge des Konsums besonders hoch lagen (Abbildungen 7 und 8).

**Abbildung 7:**



Quelle: Europäische Kommission, eigene Berechnungen

**Abbildung 8:**



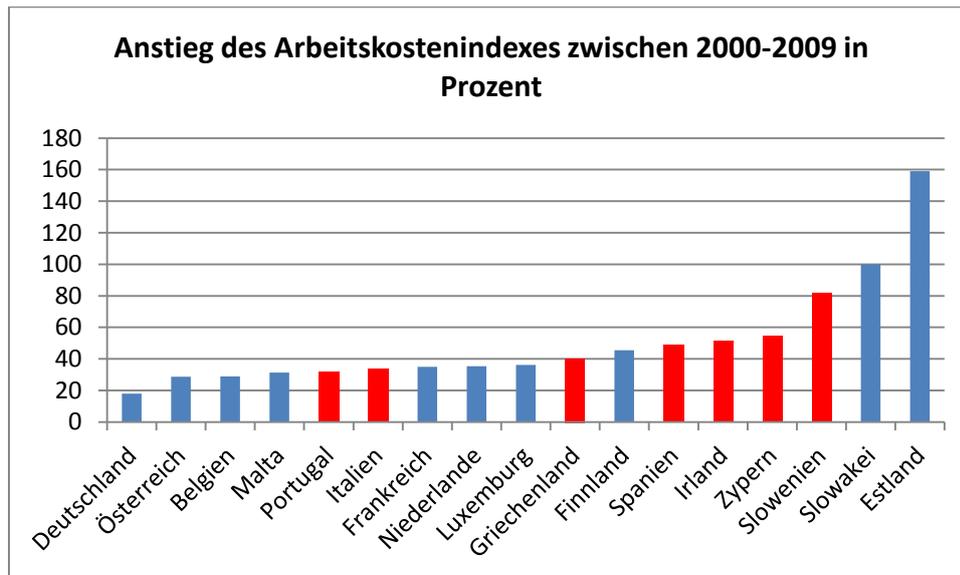
Quelle: Europäische Kommission, eigene Berechnungen

Besonders in Italien und Portugal, aber auch in Frankreich, trugen die Wachstumsbeiträge des Konsums (privat und öffentlich) im Durchschnitt der Jahre 1999 bis 2009 zu mehr als 100 Prozent zur Wachstumsrate des BIP bei.

### 2.2.4 Preisliche Wettbewerbsfähigkeit

Die Löhne, gemessen anhand des Arbeitskostenindex der Europäischen Union, sind vor allem in Spanien, Irland, Zypern und Griechenland stärker gestiegen als im Durchschnitt der Währungsunion, wenn man von den aufholenden Volkswirtschaften in Mittel- und Osteuropa absieht.

**Abbildung 9:**

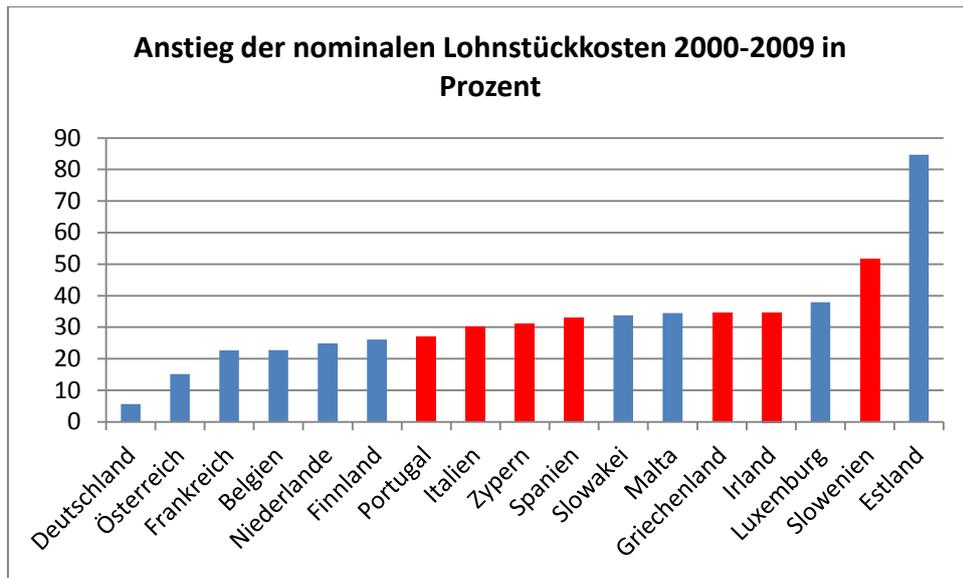


Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

Allerdings können hohe Lohnanstiege durch ein entsprechendes Wachstum der Produktivität gerechtfertigt sein. Zieht man deshalb die nominalen Lohnstückkosten als Indikator heran, dann zeigt sich, dass gerade in Irland in Griechenland die produktivitätsbereinigten Lohnkosten relativ stark stiegen, während sie in Deutschland außerordentlich wenig wuchsen.

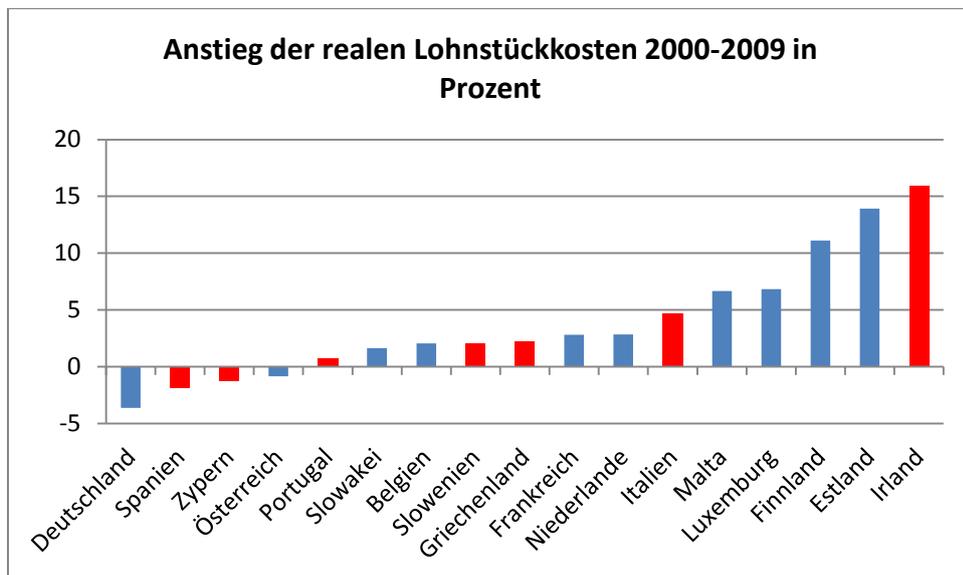
Zieht man zusätzlich noch die Entwicklung der realen Lohnstückkosten in Betracht, wird das Bild deutlich heterogener. Während in Portugal und Griechenland die Lohnstückkosten nahezu in Einklang mit dem allgemeinen Preisniveau wuchsen, waren Sie in Irland wohl ein Haupttreiber der Inflation.

**Abbildung 10:**



Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

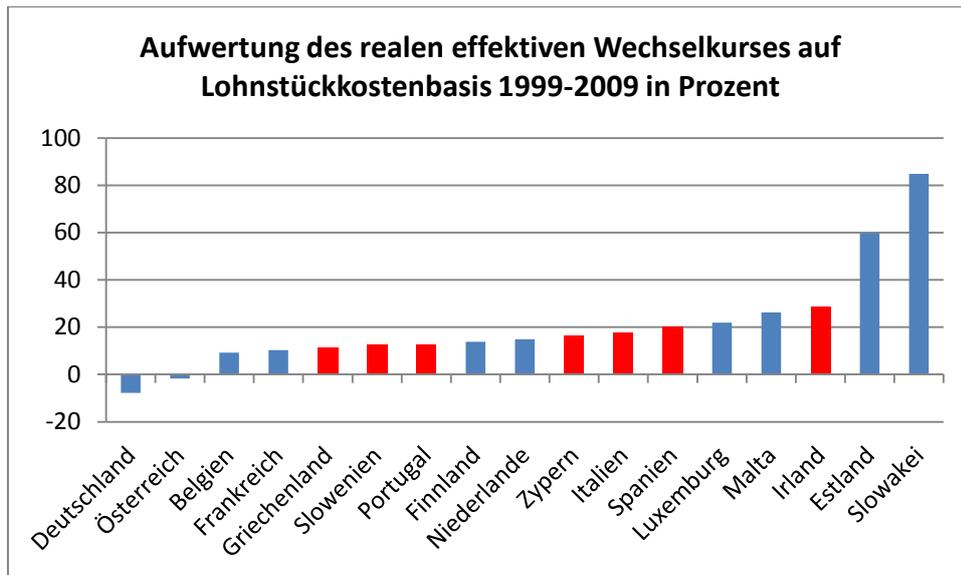
**Abbildung 11:**



Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

Sieht man die Lohnstückkosten als Indikator der Wettbewerbsfähigkeit eines Landes, dann müssen diese im internationalen Vergleich betrachtet werden, der über die Grenzen des Euro-Raums hinaus geht. Dazu bietet sich ein Blick auf reale effektive Wechselkurse an, die auf nominalen Lohnstückkosten basieren.

**Abbildung 12:**

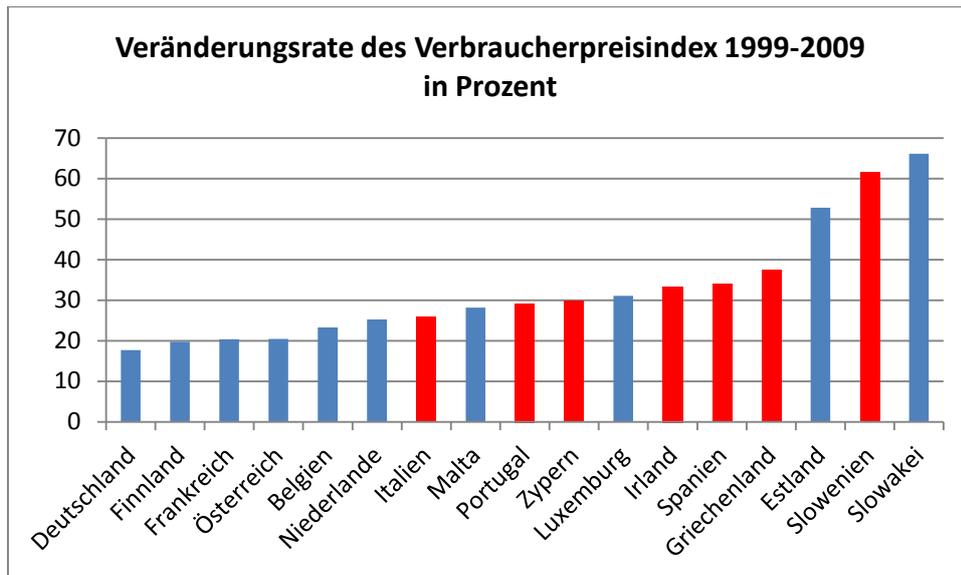


Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

Man sieht ein gemischtes Bild. Der reale effektive Wechselkurs des gesamten Euro-Raumes wertete während dieser Zeit, auch getrieben von der Entwicklung des nominalen Wechselkurses, auf. Größere Abweichungen gab es, abgesehen von den Entwicklungen in den mittel- und osteuropäischen Ländern in Deutschland und Österreich (mit realen Abwertungen) und in Spanien, Luxemburg Malta und Irland (mit realen Aufwertungen). In Griechenland und Portugal verschlechterte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit auch – allerdings in geringerem Ausmaß als in Spanien und Irland.

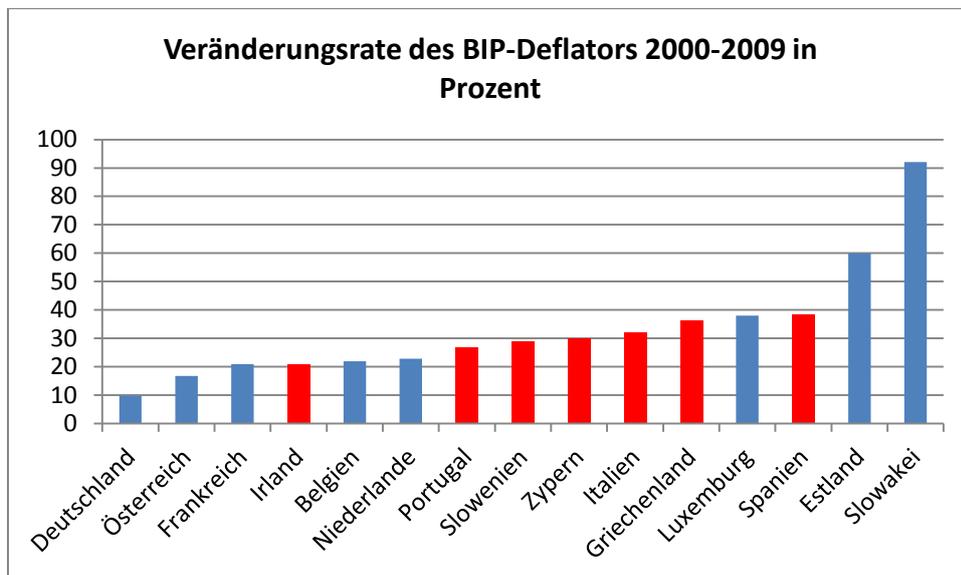
Als Indikatoren für die Entwicklung des allgemeinen Preisniveaus dienen die Entwicklung der Verbraucherpreise und des Deflators des Bruttoinlandsproduktes.

**Abbildung 13:**



Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

**Abbildung 14:**



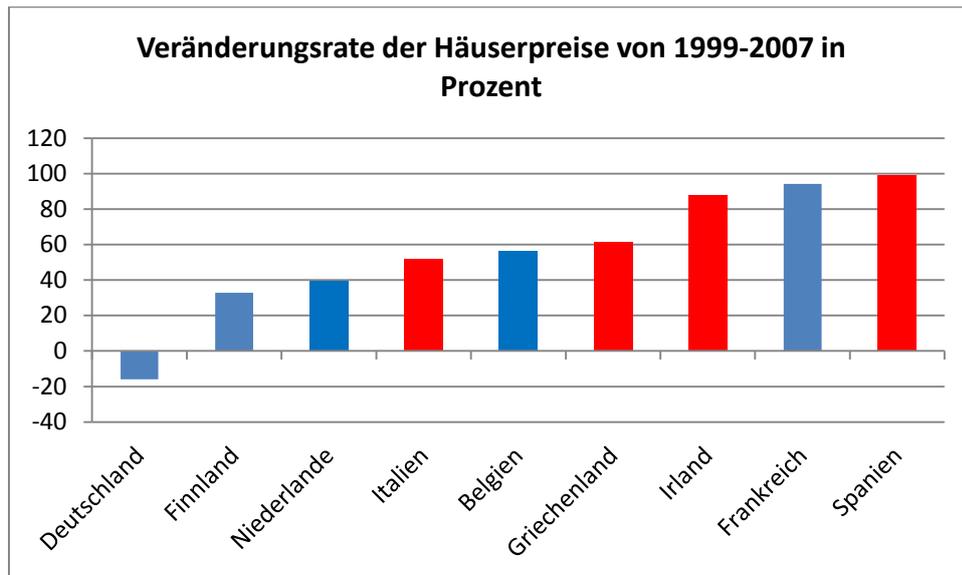
Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

Während die Preisentwicklungen beider Indikatoren für die meisten Länder zu ähnlichen Ergebnissen führen, zeigt sich für Irland, dass der Preisanstieg der heimischen Produktion niedriger lag als für einen Verbraucherwarenkorb.

### 2.2.5 Vermögenspreise

Der Anstieg bei den Preisen für Immobilien war in Spanien und Irland besonders hoch (Abbildung 15). Die Häuserpreise dienen hier auch als Indikator für die Entwicklung von Preisen für nicht-handelbare Güter. Deren Entwicklung insgesamt wirkt sich, ähnlich wie die Preisentwicklung anderer Produktionsfaktoren, auf die Wettbewerbsfähigkeit aus.

**Abbildung 15:**



Quelle: OECD, eigene Berechnungen

### 2.3 Die Krisenursachen im Einzelnen

Die Darstellung der makroökonomischen Indikatoren ermöglicht nun eine Systematisierung der bislang in der Literatur zu findenden Erklärungsansätze für die Schuldenkrisen in den Euroländern. Viele Erklärungsansätze stellen auf finanzielle und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte ab, also auf außenwirtschaftliche Salden (Leistungsbilanz, Bruttoauslandsposition, Währungsreserven), die ökonomische Verwerfungen oder Risiken über das betroffene Land hinaus widerspiegeln (EZB 2007). Solche Ungleichgewichte führen zu einer gewissen *Verwundbarkeit* der entsprechenden Volkswirtschaften. Die außenwirtschaftlichen Salden können Ausdruck des normalen Spar-, Investitions- und Konsumverhaltens sein (Leistungsbilanzdefizit im Falle eines fundamental begründeten effizienten Aufholprozesses), aber auch Ergebnis von Staatseingriffen (zu expansive Geldpolitik) oder Fehlallokation (Blasen auf Vermögensmärkten). Eine zweite wichtige Gemeinsamkeit der meisten Erklärungsansätze ist, dass die institutionellen Strukturen in der

Europäischen Union bzw. im Euroraum mit zum Aufbau der finanziellen und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte und damit auch mit zur Verwundbarkeit beigetragen haben. Damit eine Krise ausbricht, bedarf es neben der Verwundbarkeit eines *Auslösers*. Dies war die weltweite Finanzkrise. Sie führte zu einer Neubewertung wirtschaftlicher Risiken und zu einer Anpassung der Erwartungen über die zukünftige ökonomische Entwicklung. Im Folgenden werden zunächst die Entstehung von Verwundbarkeiten und anschließend die Auslöser der Krise diskutiert.

### **2.3.1 Erklärung der Entstehung von Verwundbarkeiten**

Nach der Einführung des Euros haben sich in einigen Ländern des Euroraums Leistungsbilanzdefizite vergrößert und damit die Auslandverbindlichkeiten erhöht (Abbildung 3).<sup>4</sup> Diese Leistungsbilanzdefizite wurden durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland finanziert. In den aufholenden Ländern resultierten die Kapitalzuflüsse zu einem guten Teil aus der Erwartung, dass sich die Produktivität in diesen Ländern überdurchschnittlich entwickeln würde und eine entsprechende Erhöhung des Kapitalstocks effizient ist. Dies wurde auch dadurch gefördert, dass die Einführung der Gemeinschaftswährung eine zunehmende Integration der Finanzmärkte dieser Länder in die globale Wirtschaft bewirkte (Bara et al. 2012). Die Integration erklärt sich zunächst durch die Gemeinschaftswährung selbst (Lapavitsas et al. 2011). Mit der Euroeinführung entstand ein im internationalen Vergleich großer Währungsraum, der aufgrund der Eigenschaften der Währung – wie die freie Konvertibilität, die Unabhängigkeit der Geldpolitik – und der Bedeutung der Wirtschaftsregion für den internationalen Handel wichtig wurde. Der Euro entwickelte sich deshalb schnell zu einer internationalen Reservewährung, die Kapitalzuflüsse attrahierte. Der Wegfall des Wechselkursrisikos bedeutete auch für die Banken einen verbesserten Zugang zum Interbankenmarkt und zu deutlich reduzierten Zinsen (Fahrholz & Freytag 2012). Die Angleichung der Finanzierungskosten für Banken zog eine Angleichung der nominalen Finanzierungsbedingungen auch für Nicht-Banken nach sich. Die Nivellierung der Nominalzinsen führte bei weiterhin unterschiedlichen Preisentwicklungen (siehe Abbildungen 13 und 14) zu im Vergleich niedrigeren Realzinsen in den späteren Krisenländern (siehe Abbildung 5). Der Zugang zu ausländischen Kapital und die deutlich günstigere heimische Finanzierung führte zu steigenden Schuldenständen – vor allem privaten, in einigen Ländern auch öffentlichen (siehe Abbildungen 1 und 2). Niedrige Realzinsen und Kapitalzuflüsse befeuerten dadurch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage (Bara et al. 2012). Zwischen den

---

<sup>4</sup> Siehe hierzu u.a. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2010a).

Krisenländern bestehen deutliche Unterschiede bezüglich der Qualität der Nachfrageausweitung (Gros 2012). Während in Irland und Spanien ein relativer hoher Teil in (Bau-)Investitionen floss, stieg in Portugal und Griechenland vor allem der Konsum (siehe Abbildung 8). Die investiven Verwendungen in Spanien waren zudem vor allem auf die Baubranche und damit auf die Produktion für den heimischen Markt fokussiert (Vara et al. 2009). Die Wachstumsbeiträge der Exporte waren demgemäß gering (Abbildung 7, Hein et al. 2011).

Die relative hohe Nachfrage in den späteren Krisenländern führte nicht nur zu einer Ausweitung der Produktion, sondern ebenso zu höheren Preisen (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2010a, Sinn 2011). Dazu trugen auch Lohnsteigerungen, die über den Produktivitätszuwachs hinausgingen, bei (Abbildungen 9 und 10). Die Entstehung von globalen Ungleichgewichten erklärt sich zum Teil auch durch Veränderungen im Ausland (Lapavistas et al. 2011). Ferner kam es zu teilweise massiven Senkungen der realen Lohnstückkosten nicht nur in Deutschland, sondern auch in vielen Schwellenländern, mit denen die Produktion in einigen der späteren Ländern in starker Konkurrenz steht. Es folgten reale Aufwertungen im Lohnkostenvergleich (siehe Abbildung 12, Krugman 2012). Durch die höhere Konsumneigung durch billigeren Kredit stieg auch das allgemeine Preisniveau in den späteren Krisenländern überdurchschnittlich und führte zu Verlusten der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Die preislichen Divergenzen begünstigten wiederum den Aufbau von Leistungsbilanzdefiziten (Sinn 2011). Hinzu kam in den Ländern ein erhöhter Anstieg der Vermögenspreise, der sich später als nicht nachhaltig erwies und die Verwundbarkeit für Bankenrisiken erhöhte (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2010a, Minescu 2011).

Der Aufbau von Ungleichgewichten wird in der Literatur häufig mit den spezifischen institutionellen Rahmenbedingungen in der Europäischen Währungsunion in Beziehung gesetzt. Demnach hatten diese Institutionen einen begünstigenden Effekt auf die Entstehung der Ungleichgewichte. Im Bereich der Fiskalpolitik gab es mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) zwar klare Regeln zur Begrenzung der Staatsverschuldung, diese erwiesen sich aber als weder zielgenau noch durchsetzbar (Dietrich, Holtemöller, Lindner 2010). Zum einen wurden die Kriterien von verschiedenen Ländern immer wieder verletzt, ohne dass diese Abweichungen sanktioniert worden wären (Darvas 2012). Durch fehlende Sanktionen fanden die Regeln in den Mitgliedsländern wenig Beachtung. Zudem war der SWP auch bei Einhaltung der Regeln nicht in der Lage, eine künftige massive Erhöhung der Staatsverschuldung zu verhindern, weil er die zugrundeliegenden Ursachen für den

Verschuldungsanstieg von Unternehmen und privaten Haushalten, vor allem die Entstehung der Ungleichgewichte nicht berücksichtigte (Darvas 2012). Dabei wird sowohl der Indikator, die öffentliche Defizitquote, als auch die starre Regel, die etwa die konjunkturelle Lage unbeachtet lässt, kritisiert. Dem kann man jedoch entgegenhalten, dass die starre Obergrenze für die Neuverschuldung in Höhe von drei Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt genügend Spielraum für die Wirkung automatischer Stabilisatoren in einer Rezession ließe, wenn der Finanzierungssaldo in Jahren mit Normalauslastung ausgeglichen ist. Durch die mangelhafte Sanktionierung hoher Verschuldung wurden die Verschuldungsanreize, die durch Kapitalzuflüsse und niedrige Zinsen entstanden, gestützt.

Allerdings wäre eine Sanktionierung hoher Staatsverschuldung durch die Staatengemeinschaft entbehrlich, wenn eine gegenseitige Haftung für Staatsschulden ausgeschlossen wäre. Dann könnte angenommen werden, dass der Kapitalmarkt eine ausufernde Verschuldung in Form von Risikoprämien sanktioniert (Dietrich, Holtemöller, Lindner 2010). Das Ausbleiben dieser Sanktionierung, das in der Nivellierung der Zinssätze abgelesen werden kann, wird in der Literatur im Wesentlichen mit zwei Argumenten erklärt. Das erste ist, dass der Ausschluss der gegenseitigen Haftung von vornherein unglaubwürdig war, da die No-Bailout-Vereinbarung fundamentalen Werten der Europäischen Union entgegensteht – vor allem dem Solidaritätsgedanken. Wird jedoch mit einem Bailout überschuldeter Staaten im Krisenfall gerechnet, so werden für den unwahrscheinlichen Fall eines Staatsbankrotts auch keine adäquaten Risikoprämien erhoben (Bara et al. 2012). Das zweite Argument betrifft die Bankenregulierung. Obwohl bei Gültigkeit einer No-Bailout-Regel und unabhängiger zentraler Geldpolitik die Ausfallrisiken für Staatsschulden in heimischer Währung für Staaten in einer Währungsunion höher sind als bei nationaler Geldpolitik mit Lender-of-last-resort-Funktion für Staaten und Banken, wurden Staatsschuldspapiere in der Regulierung als sicher betrachtet. Zur Verwundbarkeit hat auch beigetragen, dass es einen erheblichen Home-Bias beim Halten von Staatsschuldpapieren durch Banken gegeben hat (Darvas 2012). Die mangelnde Diversifizierung des Staatsanleihenportfolios der Banken war später für den engen Zusammenhang zwischen Banken- und Staatsschuldenkrisen mit verantwortlich. Die euronominierte Staatsverschuldung wurde regulatorisch in jedweder Zusammensetzung als sicher eingestuft, obwohl sie aufgrund der institutionellen Gegebenheiten faktisch einer Fremdwährungsverschuldung nahe kommt (Darvas 2012), die in der Literatur als eine wichtige Ursache für Finanzkrisen angesehen wird. Beide Aspekte unterminierten die Sanktionierung von hoher Staatsverschuldung in der Währungsunion.

In der Literatur wird auch das Fehlen einer umfassenderen koordinierten Wirtschaftspolitik für die Krise mit verantwortlich gemacht (Bara et al. 2012). So gab es keine institutionellen Verfahren für die politische Diskussion, Bewertung und Vermeidung des Aufbaus außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte; ein auf einschlägigen makroökonomischen und finanziellen Größen basierendes Indikatorsystem könnte dazu beitragen, Fehlentwicklungen früher zu erkennen (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2010b, S. 48). Nach Ansicht einiger Autoren führte das Fehlen einer gemeinsamen Wirtschafts- und Finanzpolitik in wenigen Ländern mit niedrigen Wachstumsraten, vor allem in Deutschland, zu institutionellen Reformen, die die relative schwache Lohnentwicklung begünstigten (Lapavitsas et al. 2011), während in anderen Ländern die Reformzwänge aufgrund höheren Wirtschaftswachstums bei besten Finanzierungsbedingungen gering waren. In wiederum anderen Ländern, vor allem in Italien, sind Strukturreformen trotz niedrigen Wachstums fast gänzlich ausgeblieben. Einigkeit besteht in der Literatur weitestgehend darin, dass die Heterogenität der Wirtschaftspolitik ein wichtiger Grund für die Entstehung von Ungleichgewichten ist, wobei die „Schuldfrage“ in Bezug auf die Auswirkungen der jeweiligen nationalen Politiken durchaus kontrovers gesehen wird. Ob ein koordiniertes Vorgehen bei der Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und bei der Strukturanpassung den Aufbau von Ungleichgewichten hätte eindämmen können, ist allerdings fraglich (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2010b, S. 48 ff.).

Insgesamt haben also wirtschaftspolitische Maßnahmen, wie die lockere Geldpolitik vor der Krise, Übertreibungen auf Vermögensmärkten, insbesondere bei Immobilien, sowie institutionellen Schwächen bei der politischen Ausgestaltung der Währungsunion mit zur Verwundbarkeit einiger Länder im Euroraum beigetragen.

### *2.3.2 Auslöser der Krise*

Während der Aufbau von außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten und hoher Verschuldung als Ursachen der Krise angesehen werden können, reicht deren Existenz nicht zur Erklärung des Eintretens der Krise. Ungleichgewichte können sich langsam abbauen oder auch über längere Zeit bestehen bleiben. Auslösendes Ereignis war die von den USA ausgehende Sub-Prime Krise und die sich anschließende globale Finanz- und Wirtschaftskrise (Lapavitsas et al. 2011). Die Volkswirtschaften in Europa erwiesen sich zum Teil als wenig resistent gegenüber diesem externen Schock. In Folge der globalen Krise veränderte sich weltweit die Risikowahrnehmung (De Grauwe 2010a) und es drehten sich die internationalen Kapitalflüsse in Richtung der Heimatmärkte. Außerdem brachen vielerorts Steuereinnahmen weg, die im

Zusammenhang mit Übertreibungen auf den Vermögens- und Finanzmärkten zuvor sprudelten, und konjunkturbedingte öffentliche Ausgaben nahmen zu. Die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung wurde schließlich in den Krisenländern in Frage gestellt, so dass es zu erheblichen Kursverlusten bei Staatsanleihen kam. Diese Kursverluste schlugen u.a. auf Bankbilanzen durch und brachten die Banken zusammen mit drohenden Ausfällen von Immobilienkrediten aufgrund der krisenbedingt rückläufigen Häuserpreise in Bedrängnis. Die Fair Value-Bewertung von Wertpapieren und regulatorische Anforderungen an das Eigenkapital hatten dann Notverkäufe von Wertpapieren zur Folge; die Grundlage für eine Abwärtsspirale war gelegt. Es wurde deutlich, dass ein Buyer-of-Last-Resort, der eine Abwärtsspirale verhindern kann, im Euro-Währungsgebiet fehlt (Krugman 2012, Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2012a, S. 52).

Länder mit hoher Netto-Auslandsverschuldung wurden besonders hart von den ausbleibenden Kapitalzuflüssen getroffen. Steigende Risikoprämien und damit steigende Realzinsen führten zu Produktionseinbußen, die wiederum in Kapitalabflüssen und Zinsanstiegen resultierten. Das Umfeld aus niedriger Realverzinsung und hoher Wachstumsraten wandelte sich ins Gegenteil (Gros 2012). Jetzt versuchten die nationalen Regierungen mit Bankengarantien die Bankenkrise zu verhindern, stießen aber aufgrund mangelnder fiskalischer Ressourcen und in Ermangelung nationaler Geldpolitik schnell an ihre Grenzen (Overbeek 2012). Somit verschlechterte sich auch die Qualität der den Banken für die Refinanzierung auf dem Interbankenmarkt oder bei der EZB zur Verfügung stehenden Sicherheiten. Eine zentrale Instanz zur Bankenabwicklung und -restrukturierung ist im Euroraum ebenfalls nicht vorhanden (Fahrholz & Freytag 2012). Die u.a. aufgrund von Maßnahmen zur Bankenrettung stark steigenden öffentlichen Defizite führten zur expliziten Einpreisung von Staatsinsolvenzen und schließlich zum Ausschluss der öffentlichen Schuldner von den Kapitalmärkten (De Grauwe 2010a, Lapavistas et al. 2011) und die Konzentration von heimischen Staatsanleihen in den Bankbilanzen verschlechterte die Bonität von Banken weiter (Krugman 2012).

Ohne europäische Bankenrettung und -abwicklung, ohne fiskalische Transfers und ohne Möglichkeit zur Entwertung der Staatsschulden durch Abwertung oder eine geregelte Restrukturierung blieb den Krisenländern nur der Weg, den Liquiditätsproblemen mit Sparprogrammen zu begegnen (Barra et al. 2012). Diese hatten einen weiteren stark dämpfenden Effekt auf die Konjunktur (Blanchard und Leigh 2013).

### *2.3.3 Zusammenfassung der drei wichtigsten Erklärungsansätze und Anforderungen an die Politik*

Zusammenfassend können die Erklärungsansätze für die Schuldenkrise im Euroraum in drei Punkten zusammengefasst werden: Mangelhafte Regeln für die Wirtschafts- und Fiskalpolitik, fehlende Mechanismen zur Bankregulierung und -restrukturierung und unzureichende Mechanismen zum Umgang mit Staatsinsolvenzen. Daraus lassen sich die Anforderungen an Reformen ableiten.

Die Regeln für die Fiskal- und Wirtschaftspolitik sollten verbessert werden. Dazu gehört u. a., dass die Mitgliedsländer frühzeitig auf potenzielle Fehlentwicklungen hingewiesen und aufgefordert werden, diesen entgegenzuwirken. Einige Autoren argumentieren auch, dass Anreize, notwendige strukturelle Reformen zu verschieben, weil man auf externe Hilfe im Notfall hoffen kann, durch eine Koordinierung wichtiger Politikbereiche begegnet werden sollte.

Im Bereich der Bankenregulierung und -restrukturierung geht es im Kern darum, den Finanzmärkten zu ermöglichen, Risiken adäquat zu bepreisen. Ein wesentlicher Grund der Krise war, dass die Wirtschaftspolitik und ihre Berater die Fähigkeit der Finanzmärkte, makroökonomische Risiken frühzeitig zu signalisieren und aufgrund von Warnsignalen zu vermeiden, überschätzt haben. Marktunvollkommenheiten und vielleicht auch Irrationalitäten der Marktteilnehmer wurden unterschätzt. Eine angemessene Berücksichtigung der Risiken kann nur gelingen, wenn die Staatsschulden nicht automatisch das Prädikat „sicher“ bekommen. Auch sollte die Regulierung der Bildung von ausgeprägtem Home-Bias zugunsten nationaler Staatsschuldtitel entgegenwirken. Zudem sollte die Reform in diesem Bereich dafür Sorge tragen, dass die Bankenrettung und -restrukturierung von den nationalen Haushalten entkoppelt wird, um dem Kreislauf aus Banken- und Staatsinsolvenzen zu entkommen. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass erhebliche Moral Hazard Risiken bestehen (Dietrich, Holtemöller, Lindner 2010, Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2012b, S. 53f.).

Der dritte Bereich, Mechanismen zum Umgang mit Staatsinsolvenzen, zielt ebenfalls auf die Abmilderung von Fehlanreizen ab. Ein wesentliches Ziel dieser Reformen sollte es sein, die Berechenbarkeit von Staatsinsolvenzen zu erhöhen (Holtemöller und Knedlik 2011), um die Einschätzung des Risikos für Ausfälle zu erleichtern und im Krisenfall eine zügige Abwicklung und Wiederherstellung der Zahlungsfähigkeit zu erreichen.

### 3 Beschreibung und Bewertung von Maßnahmen zur Lösung der Krise

Die Politik reagierte mit einer Vielzahl von Maßnahmen auf die Schulden- und Vertrauenskrise. Grob lassen sich diese Maßnahmen in zwei funktionale Bereiche untergliedern: Krisenintervention und Krisenprävention. Der Bereich der Krisenreaktion umfasst Maßnahmen, die darauf abzielen, die akuten Krisen einzudämmen und zu einer normalen wirtschaftlichen Entwicklung zurückzukommen. Der Bereich der Krisenprävention umfasst Maßnahmen, die getroffen werden, um das künftige Entstehen von Krisen ähnlichen Typs weniger wahrscheinlich werden zu lassen.

#### 3.1 Kriseninterventionen

##### *3.1.1 Rettungspakete und Europäischer Stabilitätsmechanismus*

Unter dem im Maastricht-Vertrag vereinbarten Regime der Nicht-Beistandsklausel bestand kein Bedarf für einen zentralen Krisenreaktionsmechanismus im Euroraum. Jedes Land hatte die Konsequenzen seiner Finanzpolitik selbst zu tragen. Als sich die Zahlungsschwierigkeiten Griechenlands im Frühjahr 2010 zuspitzten, wurden jedoch die möglichen negativen externen Effekte einer Staatsinsolvenz für so gravierend erachtet, dass internationale Finanzhilfen für notwendig erachtet wurden (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2010a, S. 85 f). Dafür gab es allerdings kein formales Verfahren, und die Hilfen des ersten Rettungspaketes für Griechenland wurden auf bilateraler Ebene verhandelt und gewährt. Der für Zahlungsbilanzkrisen zuständige Internationale Währungsfonds (IWF) erwies sich als bei weitem zu schwach, um auch nur einen kleinen Teil der Länder des Euro-Raums im Krisenfall allein zu stützen (siehe Abschnitt IWF 3.1.2). Zudem gab es wohl politische Bedenken dem IWF die Krisenintervention in Europa zu überlassen. Deshalb wurde nach dem ersten Hilfspaket für Griechenland ein Instrument zur finanziellen Unterstützung von Staaten mit Zahlungsschwierigkeiten in der Währungsunion entwickelt. Die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) hat die Aufgabe, durch finanzielle Hilfen für Länder des Euroraums, die sich in einem makroökonomischen Anpassungsprogramm befinden, die Finanzstabilität zu erhöhen. Die weiteren Rettungsprogramme für Griechenland, Irland und Portugal wurden über dieses Instrument abgewickelt. Seit Oktober 2012 wird die EFSF durch den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) abgelöst. Hilfen, die nach diesem Datum erfolgen, werden über den ESM abgewickelt, und teilweise werden Hilfsprogramme von der

EFSF auch dem permanent angelegten ESM übertragen.<sup>5</sup> Der ESM kopiert im Wesentlichen die Instrumente des Internationalen Währungsfonds (IWF), d.h. er kann Hilfskredite für Krisenländer bereitstellen. Grundsätzlich ist die Schaffung eines Krisenreaktionsmechanismus zu begrüßen (Holtemöller und Knedlik 2011), allerdings bestehen einige wesentliche Defizite. So werden die Hilfskredite nur nach einer dem Krisenausbruch nachgelagerten Prüfung vergeben (im Unterschied zu einigen IWF-Instrumenten mit ex-ante Qualifikation). Damit stehen Hilfen im Krisenfall nicht unmittelbar zur Verfügung. Als Lender-of-last-resort für Staaten ist das Instrumentarium auch deshalb wenig geeignet, weil es quantitativ recht begrenzt ist. Dies ist ein Unterschied zur Lender-of-last-resort-Funktion von Notenbanken, die zumindest theoretisch unbegrenzt Liquidität schaffen können. Zudem fehlt dem ESM die Ergänzung um einen Insolvenzmechanismus für Staaten. Nach wie vor gibt es kein formales und transparentes Instrument, das den Staatsinsolvenzfall feststellen und eine Restrukturierung ermöglichen kann. Vielmehr beharrt die Politik weiter auf der Position, dass Zahlungsausfälle, wie in Griechenland, die absolute Ausnahme darstellen sollen. Eine Vorbereitung auf den Umgang mit Staatsinsolvenzen findet deshalb nicht statt. Die Risikobeurteilung bei Staatsanleihekäufen bleibt deshalb weiterhin sehr unsicher, da etwaige Beihilfen weiterhin von der aktuellen politischen Lage abhängig sind. Schon jetzt angelegt sind jedoch die direkten Hilfen des ESM für Banken, die allerdings noch der Voraussetzung der Etablierung einer gemeinsamen Bankenaufsicht bedürfen (siehe unten). Damit könnte die Entkopplung von Staatsschuldenkrisen und Bankenkrisen zumindest in Teilen erreicht werden.

### *3.1.2 Beteiligung des Internationalen Währungsfonds*

Der IWF beteiligt sich derzeit an den Rettungspaketen für Griechenland, Irland und Portugal. Die drei Länder haben vom IWF Zusagen über insgesamt knapp SDR<sup>6</sup> 70 Mrd. (ca.: Euro 80 Mrd.) erhalten. Die Länder nehmen dabei die klassischen IWF-Instrumente der Beistandskreditvereinbarungen (Griechenland) und der Erweiterten Vereinbarungen (Portugal und Irland) in Anspruch. Sollten IWF-Mittel jedoch als vorsorgliche Kredite in Anspruch genommen werden, so kommen die Flexible Credit Line (FCL, für Länder mit sehr guten Fundamentaldaten)<sup>7</sup> und die Precautionary and Liquidity Line (PLL, für Länder mit guten Fundamentaldaten) in Frage. Dabei können Länder im Fall der FCL Vereinbarungen ohne

---

<sup>5</sup> Dies betrifft die Hilfen für die spanischen Banken, siehe <http://www.efs.europa.eu/about/index.htm>.

<sup>6</sup> Die SDR (Special Drawing Rights) sind eine synthetische Währungseinheit (aus US-Dollar, Euro, Japanischem Yen und Britischem Pfund), die vom IWF verwendet wird. Ein SDR entsprach im März 2013 etwa 1,15 Euro.

<sup>7</sup> Zum Instrument der FCL siehe: John & Knedlik (2010). Zu ersten Erfahrungen mit der FCL siehe: Knedlik (2010).

eine zuvor definierte Maximalhöhe verhandeln. Die derzeitigen Ressourcen des IWF sind jedoch zu gering, um die größeren Länder des Euro-Raums gegebenenfalls versorgen zu können. Die derzeit verfügbaren Mittel des IWF (Forward Commitment Capacity) beträgt SDR 385 Mrd. (Euro 443 Mrd.); die in der Kreditvergabe gebundenen Mittel belaufen sich derzeit auf SDR 168 Mrd. (Euro 193 Mrd.). Würden beispielsweise Belgien, Italien und Spanien vorsorgliche Kreditvereinbarungen in relativ gleicher Höhe<sup>8</sup> mit dem IWF vereinbaren, dann belief sich die Summe auf SDR 397 Mrd. (Euro 457 Mrd.). Dies wäre derzeit vom IWF keinesfalls zu leisten. Dies gilt erst recht, wenn man bedenkt, dass es zur Vermeidung zusätzlicher Stigmatisierung empfehlenswert wäre, wenn alle Euromitgliedsstaaten solche Vereinbarungen abschließen. Um glaubwürdige, präventive Kreditzusagen zu ermöglichen, müssten die verfügbaren Mittel des IWF um mehrere SDR 100 Mrd. erhöht werden. Wie könnte das bewerkstelligt werden? Die Grundfinanzierung des IWF erfolgt über die Quoten der Mitgliedsländer. Die mit den Quoten verbundenen Einlagen könnten erhöht werden. Dies erscheint jedoch wenig realistisch, da dann alle Mitgliedsländer, inklusive der Schwellen- und Entwicklungsländer höhere Beiträge zahlen müssten. Weitere Möglichkeiten, die Schlagkraft des IWF zu erhöhen, wären eine Ausweitung der New Arrangements to Borrow (NAB), in der eine Reihe von nationalen Notenbanken (unter anderem der Deutschen Bundesbank (derzeit etwa SDR 25 Mrd. (Euro 29 Mrd.)) dem IWF zusätzliche Mittel bei Bedarf zur Verfügung stellen sowie bilaterale Vereinbarungen. Unterstellt man, dass für glaubwürdige, vorsorgende Kreditlinien an Länder des Euroraumes ca. SDR 700 Mrd. (Euro 805 Mrd.) benötigt würden, dann müsste die Finanzkraft des IWF um mindestens ca. SDR 315 Mrd. (Euro 362 Mrd.) erhöht werden. Dies entspricht fast einer Verdoppelung der Mittel, die derzeit durch die NAB zur Verfügung gestellt werden (nachdem die Mittel bereits im Zuge der Finanzkrise verdreifacht wurden). Würden (im günstigsten Falle) alle Länder, die sich an den NAB beteiligen, ihre Einlagen verdoppeln, so müsste die Deutsche Bundesbank weitere SDR 25 Mrd. bereitstellen. Würden die zusätzlichen Mittel nur von den Euro-Ländern ohne Krise (Österreich, Finnland, Frankreich, Niederlande, Deutschland, gemäß bisherigen Anteilen) bereitgestellt, würde dies eine Bereitstellung der Bundesbank über ca. SDR 136 Mrd. (Euro 156 Mrd.) bedeuten.

Die vom Euro-Gipfel im Dezember 2011 beschlossene bilaterale Aufstockung der Mittel des IWF um Euro 200 Mrd. (SDR 174 Mrd.) durch die Notenbanken des Eurosystems erscheint

---

<sup>8</sup> Das Kreditvolumen einer Vereinbarung wird beim IWF in Prozent der Einlagen beim Fonds (den durch eine Quote bestimmten Sonderziehungsrechten) ausgedrückt. Die Unterstützung Griechenlands hat ein Volumen von 2400% der Quote Griechenlands. Im Beispiel wird unterstellt, dass die genannten Länder eine vorsorgliche Unterstützungsbewilligung in Höhe von 2400% ihrer jeweiligen Quote erhalten.

angesichts dieser Überlegungen als sehr zaghaft. Das Volumen würde zwar ausreichen, um ein oder zwei größere Krisenländer im wie bisher üblichen Umfang zu unterstützen. Vorsorgende Kreditlinien sind damit jedoch nicht möglich.

Durch die relative unbedeutende Rolle, die der IWF bei der Krisenbewältigung in Europa spielt zeigt die Europäische Union den Willen die eigenen Probleme selbst lösen zu wollen. Dies hat aber nicht nur Vorteile. Der Nachteil des Verzichts auf eine starke Beteiligung des IWF liegt vor allem im politischen Bereich. In der Vergangenheit konnten Regierungen in Krisenzeiten mit Verweis auf die Forderungen des IWF langfristig notwendige aber kurzfristig unpopuläre Reformen umsetzen. In der aktuellen Konstellation werden die großen Nicht-Krisenländer, insbesondere Deutschland, durch die Politik in den Krisenländern in diese Rolle gedrängt - mit zum Teil negativen Auswirkungen auf die zwischenstaatlichen Beziehungen.

### *3.1.3 Neuausrichtung der Geldpolitik*

Die Europäische Zentralbank hat die vorrangige Aufgabe, die Geldwertstabilität im Euroraum zu sichern. Gegenwärtig rückt diese Aufgabe aber gegenüber anderen Herausforderungen in den Hintergrund: Die EZB muss sich um die durch die Schulden- und Vertrauenskrise akut bedrohte Stabilität des Finanzsektors kümmern. Auch deshalb hat sie im Rahmen des im Frühjahr 2010 aufgelegten „Securities Markets Program (SMP)“ Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt gekauft. Sie rechtfertigt dies damit, dass dadurch die Transmission geldpolitischer Maßnahmen verbessert werden solle, welche durch „dysfunktionale Marktsegmente“ gestört sei. Diese Darstellung ist zwar nicht rundweg falsch, aber sie lenkt von einem wichtigen Effekt der Käufe ab: Sie erleichtern die Finanzierung der öffentlichen Haushalte Italiens und Spaniens an den Kapitalmärkten, nicht zuletzt, weil der Rettungsschirm der EFSF auch eine nur vorübergehende Finanzierung dieser Staaten kaum leisten könnte. Die Umlaufrenditen der entsprechenden Staatsanleihen sanken unmittelbar nach Beginn der Interventionen zunächst deutlich, erreichten danach aber wieder neue Höchststände. Der Grund für das erneute Ansteigen lag auch darin, dass die EZB ihr Eingreifen wieder etwas zurückgefahren hat und die Rolle als „Buyer of last resort“ explizit und auch zu Recht für Staatsschuldtitel von sich weist. Sie kann diese Rolle schon deshalb nicht übernehmen, weil ein solcher Geldgeber auch die Aufgabe übernehmen müsste, strikte Auflagen zu formulieren und die Einhaltung permanent zu überwachen. Daran beteiligt sich die EZB zwar schon als Mitglied der Troika; sie hat aber in diesem Gremium neben Europäischer Kommission und IWF keine Hauptrolle. Würde die EZB zum Buyer-of-last-

resort für die großen Länder der Eurozone, wäre die Konditionalität ihrer Hilfen wenig glaubhaft, und Währungs- und Preisstabilität wären wohl auch kurzfristig gefährdet. Die ordnungspolitisch problematischen Eingriffe in den Markt für Staatsanleihen können – in Ermangelung effektiver Alternativen – also nur vorübergehend sein. Dennoch entschloss sich die EZB im September 2012, das SMP einzustellen und ein neues Programm für den bedingten Ankauf von Staatsanleihen (Outright Monetary Transactions (OMT)) anzukündigen. Im Rahmen dieses neuen Instruments kann die EZB Staatsanleihen von Ländern aufkaufen, die ein makroökonomisches Anpassungsprogramm durchlaufen. Bisher kam das Instrument nicht zum Einsatz, es führte jedoch zu einem drastischen und bis heute anhaltenden Rückgang der Risikoprämien auf Umlaufrenditen der Staatsanleihen der aktuellen Krisenländer.

Auch die konventionelle Geldpolitik zur Sicherung der Preisstabilität ist mittelbar von der Schulden- und Vertrauenskrise betroffen: Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurde nach und nach auf nunmehr nur noch 0,75% gesenkt. Diese Zinsschritte waren richtig, denn die rasche Abschwächung der Konjunktur ließ erwarten, dass die Preisdynamik weiterhin schwach sein würde. Freilich blieben die anregenden Impulse der letzten Zinssenkungen gering. Denn die kurzfristigen Refinanzierungskosten für Banken außerhalb der Krisenländer, die über eine gute Bonität verfügen, waren bereits außerordentlich niedrig und liegen heute – zumindest, wenn die Kredite besichert sind – deutlich unterhalb des Leitzinses.

Ein weiteres Instrument zur Krisenbewältigung der EZB ist das Zulassen von Nettoforderungen und Nettoverbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems (die sogenannten Target2-Salden). Das starke Ansteigen von Verbindlichkeiten einer nationalen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem signalisiert, dass Geschäftsbanken des betreffenden Lands per Saldo einen erheblichen Liquiditätsbedarf haben, den sie nicht am Interbankenmarkt des Euroraums decken, sondern bei ihrer nationalen Notenbank. Besonders hohe Defizite weisen vor allem die Notenbanken der Krisenländer Griechenland, Portugal, Spanien, Irland und Italien auf. Die Vermutung liegt nahe, dass das Eurosystem – oder, technisch gesprochen, die Möglichkeit der Akkumulation von Target2-Salden – den Ausbruch einer systemischen Bankenkrise in den Krisenländern verhindert. Eine solche Krise würde rasch eine systemische Krise im gesamten Euroraum auslösen. Allerdings wurde argumentiert, dass die Target2-Salden die Finanzierung langfristiger nicht tragbarer Leistungsbilanzdefizite in den Krisenländern ermöglichten und notwendige Anpassungen, insbesondere die Steigerung der

Wettbewerbsfähigkeit, verhindern. Gegenwärtig verschwinden allerdings – zumindest temporär – die Leistungsbilanzdefizite in fast allen Krisenländern. Seit Sommer 2012 sind auch die Target2-Verbindlichkeiten der Notenbanken in den großen Krisenländern Spanien und Italien deutlich gesunken. Deshalb kann der Einsatz der Target-Salden rückblickend als ein Puffer gesehen werden, der zwar die notwendigen Anpassungen etwas verzögerte, dadurch aber eine deutliche Ausweitung der Krise verhindern konnte. Ein erneutes Ansteigen der Target2-Salden wäre allerdings ein Indiz dafür, dass der Abbau der Ungleichgewichte ins Stocken gerät.

## 3.2 Krisenprävention

### 3.2.1 *Bankensektor: Bankenunion, Bankenaufsicht, makroprudenzielle Regulierung*

#### Bankenunion

Im Dezember 2012 beschlossen die Finanzminister des Euroraums die Umsetzung einer Bankenunion. Demnach stehen von voraussichtlich März 2014 an die größten europäischen Banken unter Aufsicht der EZB. Der gemeinsame Aufsichtsmechanismus (SSM) greift auch für kleinere Banken, sobald Anzeichen für Krisen erkennbar werden, und für alle Banken, die Staatshilfen erhalten. Die gemeinsame Aufsicht ist eine wichtige Voraussetzung für das zweite Element der Bankenunion: direkte Hilfen für Banken durch den ESM (siehe zum ESM 3.1.1). Ziel der direkten Bankenhilfen ist, die nationalen Budgets zu entlasten, um den Zusammenhang zwischen Banken- und Staatsschuldenkrisen zu vermindern. Als drittes Element der Bankenunion ist eine gemeinsame Einlagensicherung für die Banken im Euro-Raum geplant. Konkrete Beschlüsse dazu stehen aber noch aus.

#### Bankenaufsicht

Im Zuge der Finanzkrise wurde die Bankenaufsicht in Europa reformiert. Die ersten Schritte bestanden im Aufbau des Europäischen Finanzaufsichtssystems (ESFS), mit seinen Aufsichtsbehörden, unter anderem der Europäischen Bankenaufsicht (EBA) und dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB, siehe makroprudenzielle Regulierung). Ging es dabei zunächst vor allem um die Harmonisierung der Bankenaufsicht und die Abschätzung von systemischen Risiken, so wurde im Zuge der Diskussionen um eine Bankenunion Ende 2012 beschlossen, dass die Bankenaufsicht nicht nur harmonisiert, sondern direkt auf europäische Ebene verlagert werden sollte. Die neue Behörde wird bei der EZB angesiedelt sein. Auch inhaltlich entwickelte sich die Bankenaufsicht in jüngster Zeit

weiter. So sollen bis Ende März 2013 die Verhandlungen des Europäischen Rates mit dem Europaparlament und der Kommission abgeschlossen sein, um die Details der Umstellung der Bankenregulierung auf CRD (Capital Requirement Directive) 4 festzulegen. Diese Regeln zu Eigenkapitalanforderungen setzen die Richtlinien von Basel III in europäisches Recht um. Damit erhöhen sich die Anforderungen an das von den Banken vorzuhaltende Eigenkapital. Wenngleich höhere Eigenkapitalanforderungen zwischenzeitlich auch marktseitig von den Banken erwartet und entsprechend weitgehend umgesetzt werden, fehlt in der Bankenregulierung weiterhin die Berücksichtigung der Risiken aus dem Halten von Staatsanleihen, insbesondere der Risiken aus dem Halten von heimischen Staatsanleihen der jeweiligen Banken. Damit fehlt der Bankenaufsicht weiterhin ein Instrument, um die als wesentlich für die Entstehung der Krisen angesehen Risikopositionen im Bankensystem nachhaltig zu begrenzen, obwohl die erhöhten Eigenkapitalanforderungen grundsätzlich stabilitätserhöhend wirken.

#### Makroprudenzielle Regulierung

Die Rechtsgrundlage für die Etablierung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) wurde Ende des Jahres 2010 beschlossen. Er hat die Aufgabe, systemische Risiken zu identifizieren und Politikempfehlungen zu ihrer Reduzierung abzugeben. Damit wurde der Erkenntnis Rechnung getragen, dass für die Beurteilung der Stabilität des Finanzsystems nicht nur die Daten einzelner Institute zu berücksichtigen sind, sondern darüber hinaus makroökonomische Entwicklungen und die Verflechtungen zwischen den einzelnen Finanzinstituten von Bedeutung sind. Allerdings gibt der Ausschuss nur Einschätzungen und ist nicht direkt in die Regulierung involviert. Vergleichbar mit dem Beschluss zu CRD 4 können jedoch die nationalen Behörden festlegen, ob und in welcher Höhe zusätzliche Eigenkapitalvorhaltungen getroffen werden müssen, um erhöhten Risiken für die Finanzsystemstabilität zu begegnen. Damit wird intendiert, dass die nationalen Behörden asymmetrischen Entwicklungen in der Währungsunion entgegenzutreten können und etwa auf Immobilienpreisblasen wie in Irland oder Spanien aufmerksam machen können. Während makroprudenzielle Regulierung durchaus einen Beitrag zur Vermeidung von Vermögenspreisblasen liefern kann, beispielsweise durch zyklische Anforderungen an die Höhe von Sicherheiten, ist unklar, wie das Instrument auf nationaler Ebene eingesetzt wird. So kann es passieren, dass sich die nationalen Bemühungen nicht im Einklang mit der gemeinsamen Geldpolitik befinden. Auch aus diesem Grund ist vorgesehen, dass der Rat der Europäischen Union nationalen Maßnahmen mit qualifizierter Mehrheit widersprechen kann.

### *3.2.2 Koordination der Fiskalpolitik: Fiskalunion, Six-Pack, SKS-Vertrag, Two-Pack*

Der Euro-Gipfel im Dezember 2011 konnte sich nicht wie von deutscher und französischer Seite geplant auf eine Änderung der Verträge der Europäischen Union und damit auf die Implementierung einer Fiskalunion einigen.

Dafür sind zum 1. Januar 2013 bilaterale Verträge (SKS-Vertrag, Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion, auch Fiscal Compact genannt) mit Regeln für die Fiskalpolitik in Kraft getreten (ohne Großbritannien, Tschechien). Demnach müssen Mitgliedsländer, deren strukturelles Defizit mehr als 0,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt beträgt oder deren Schuldenstand über der Grenze von 60 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt liegt, Pläne zum Abbau der Verschuldung vorlegen und vom Europäischen Rat und der Europäischen Kommission genehmigen lassen. Zudem müssen Schuldenbremsen mit Verfassungsrang auf nationaler Ebene implementiert werden. Die Teilnahme am SKS-Vertrag und dessen Umsetzung gelten als Voraussetzung für die Gewährung von Hilfen durch den ESM.

Bereits in den sechs Rechtsverordnungen (Six-Pack) vom November 2011 ist festgelegt worden, dass automatisch Einlagen fällig werden, die bei anhaltendem Verstoß in Geldbußen umgewandelt werden können, wenn das Defizit über die Grenze von drei Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt steigt. Den Automatismus kann der Europäische Rat mit qualifizierter Mehrheit aufheben. Das Six-Pack beinhaltet jedoch noch nicht die Schuldenbremsenverankerung in den Verfassungen. Insoweit geht der SKS-Vertrag über die Vereinbarungen des Six-Pack hinaus.

Am 28. Februar 2013 bestätigte der Rat der Europäischen Union mit dem sogenannten Two-Pack zwei Rechtsverordnungen zur Regulierung der vertieften Überwachung von Haushaltsplanentwürfen von Mitgliedsländern des Eurowährungsgebietes, die dem Verfahren bei übermäßigen Defiziten unterliegen, und zur Überwachung von Ländern mit ernsthaften Finanzmarktproblemen und Finanzhilfebedarf. Im Kern erlauben diese Verordnungen, die bereits im Six-Pack angelegt waren, der Kommission, eine Überarbeitung von Haushaltsentwürfen zu fordern, wenn diese Pläne nicht im Einklang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt stehen.

Damit werden der Europäischen Kommission weitere Rechte, etwa die Genehmigung von Haushaltsplanungen, eingeräumt. Zwar lassen die Vereinbarungen erwarten, dass fiskalische Kriterien in Zukunft besser überwacht und auch durchgesetzt werden können. Die Verschärfung der Haushaltsüberwachung dürfte allerdings kaum zur Beseitigung der

aktuellen Krisen beitragen. Zudem steht zu befürchten, dass sich die Spielräume für die nationalen Wirtschaftspolitiken weiter einengen und Reaktionen auf asymmetrische Schocks kaum mehr möglich sein werden.

### *3.2.3 Vertiefte Koordinierung der Wirtschaftspolitik: Makroökonomische Überwachung<sup>9</sup>*

Zentrales Element der makroökonomischen Überwachung ist ein Indikatorensystem (Scoreboard), das kurz- und langfristige Entwicklungen abbilden und frühzeitig interne und externe Ungleichgewichte aufdecken soll. Die Indikatoren werden von der Europäischen Kommission definiert und die Ergebnisse veröffentlicht. Die Kommission prüft jährlich, ob die Indikatoren entsprechende Schwellenwerte übersteigen oder unterschreiten. Sie nennt jene Länder, die nach Auffassung der Kommission von Ungleichgewichten betroffen oder bedroht sein könnten, und führt dann nach Abstimmung mit dem Rat eine eingehende Überprüfung dieser Länder durch. Die tiefere Prüfung beinhaltet neben der Identifikation etwaiger Ungleichgewichte (gegebenenfalls übermäßiger Ungleichgewichte) auch eine Analyse ihrer Ursachen. Werden in der eingehenden Überprüfung übermäßige Ungleichgewichte festgestellt, dann kann der Rat auf Empfehlung der Kommission erforderliche Empfehlungen an den betreffenden Mitgliedsstaat richten. Die Empfehlungen beinhalten eine Frist, innerhalb derer der Mitgliedsstaat einen Korrekturmaßnahmenplan vorlegen muss. Der Plan wird innerhalb von zwei Monaten vom Rat auf Grundlage eines Berichts der Kommission bewertet und gegebenenfalls gebilligt.

Wird der Plan nicht gebilligt, dann wird das Land aufgefordert, innerhalb von zwei Monaten einen neuen Korrekturmaßnahmenplan vorzulegen. Erfolgt dies nicht oder wird auch dieser Plan nicht gebilligt, dann verhängt der Rat auf Empfehlung der Kommission eine jährliche Geldbuße in Höhe von 0,1% des Vorjahres-BIP des Mitgliedsstaates. Aufgrund eines begründeten Antrags des Mitgliedslandes oder außergewöhnlicher Umstände kann die Kommission die Verringerung oder Aufhebung der Geldbuße vorschlagen.

Die Überwachung der Durchführung der Empfehlung erfolgt durch regelmäßige Fortschrittsberichte des Mitgliedslandes und (im Falle einer verstärkten Überwachung) durch Entsendungen in das Mitgliedsland. Verändern sich die wirtschaftlichen Umstände, können die Empfehlungen angepasst werden oder ein neuer Korrekturmaßnahmenplan angefordert werden.

---

<sup>9</sup> „Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte“ (P7\_TA-PROV(2001)0424), „Durchsetzungsmaßnahmen zur Korrektur übermäßiger makroökonomischer Ungleichgewichte im Euroraum“ (P7\_TA-PROV(2011)0423), in: Europäisches Parlament (2011) a.a.O.

Basierend auf einem Bericht der Kommission bewertet der Rat, ob die Korrekturmaßnahmen entsprechend den Empfehlung umgesetzt werden, erklärt gegebenenfalls die Nicht-Einhaltung der Empfehlungen und setzt neue Fristen für die Durchführung der Korrekturmaßnahmen. Wird die Nicht-Einhaltung festgestellt, dann beschließt der Rat auf Empfehlung der Kommission eine verzinsliche Einlage in Höhe von 0,1% des Vorjahres-BIP als Sanktion. Wird in zwei aufeinanderfolgenden Beschlüssen die Nicht-Einhaltung festgestellt, dann wird die Einlage in eine Geldbuße umgewandelt. Auch hier kann auf Antrag oder wegen außergewöhnlicher Umstände die Einlage oder Geldbuße reduziert oder aufgehoben werden.

Wird hingegen festgestellt, dass die Korrekturmaßnahmen ergriffen wurden, so ruht das Verfahren unter weiterer Überwachung. Wurde zuvor eine Einlage geleistet, so wird diese zusammen mit den Zinsen zurückgezahlt. Stellt der Rat aufgrund eines Berichts der Kommission fest, dass das Ungleichgewicht nicht mehr besteht, wird das Verfahren eingestellt.

Das Verfahren erlaubt eine bessere Überwachung der Anbahnung makroökonomischer Ungleichgewichte und ist somit prinzipiell geeignet, dem Entstehen von Ungleichgewichten entgegen zu wirken. Allerdings scheint es fraglich, ob übermäßige Ungleichgewichte in Echtzeit von fundamentalen Entwicklungen hinreichend zuverlässig unterschieden werden können (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2011a, S. 48 f.). Ferner ist fraglich, ob mit staatlichen Eingriffen nach der Feststellung eines solchen Ungleichgewichts eine nachhaltige Verbesserung erreicht werden kann. Zudem ist das Verfahren an vielen Stellen verbesserungsfähig, insbesondere was die Auswahl der Indikatoren und deren Schwellenwerte betrifft (Knedlik 2012).

### 3.3 Schlussfolgerungen

Das Reformtempo ist in der Europäischen Union in Bezug auf die verschiedenen Aufgaben sehr unterschiedlich. Die fiskalische Überwachung ist schnell gestärkt worden und geht zum Teil schon über das Notwendige und Sinnvolle hinaus. Die makroökonomische Überwachung und Koordinierung ist fortgeschritten und dürfte einen wichtigen Beitrag zur künftigen Stabilität leisten, wenngleich Korrekturen nötig sind. Ein transparenter und glaubwürdiger Insolvenzmechanismus, der die Abschätzung der Konsequenzen von staatlichen Zahlungsproblemen erleichtern und die Einheit von Entscheidung und Haftung wieder herstellen würde, ist jedoch nicht in Sicht. Dabei wäre ein solches Verfahren dringend erforderlich, wie die aktuelle Entwicklung in Zypern zeigt. Auch die Bankenunion steht noch

ganz am Anfang. Zwar steht im Kern sowohl eine verschärfte Regulierung als auch die gemeinsame Aufsicht fest. Bis zur vollen Umsetzung werden jedoch noch Jahre vergehen. Auch dann bleiben aber wesentliche Bereiche bislang unberücksichtigt. Das betrifft vor allem die Risikobewertung von Staatsanleihen. Immerhin wird mit der Etablierung der gemeinsamen Aufsicht die direkte Bankenrettung möglich – und damit eine Entkoppelung der Krisentypen. Mit dem ESM wurde eine wichtige Lehre aus der Krise berücksichtigt, nämlich dass ein funktionierender Kriseninterventionsmechanismus benötigt wird. Allerdings bleibt auch hier das Problem bestehen, dass ohne Insolvenzmechanismus und ohne vorgelagerte Prüfung der Qualifikation für die Instrumente des ESM wesentliche Verzögerungen in der Krisenreaktion in Kauf genommen werden müssen, die die präventiven Wirkungen eines Kriseninterventionsinstrumentes unterminieren. Bisher ist die Politik nur ad hoc und unter unmittelbarem Handlungsdruck in der Lage, zu neuen Kompromissen und Regelungen zu kommen. Ein weitsichtiges Design einer stabilen Währungsunion ist dabei nicht immer zu erkennen.

#### 4 Perspektiven für den Euroraum

Die europäische Schuldenkrise wirft die Frage auf, welche Perspektiven die gemeinsame Währung und die Länder des Euroraums haben. Die Forderungen und Szenarien reichen von einer Auflösung des Währungsraums und Rückkehr zu den nationalen Währungen bis hin zu einer zentralen Wirtschafts- und Finanzpolitik als Komplement zur einheitlichen Geldpolitik. In diesem Abschnitt wird analysiert, welche Entwicklung für den Euroraum am wahrscheinlichsten ist. Die Unsicherheit über die tatsächliche Entwicklung ist allerdings immens. Zunächst soll aufgezeigt werden, welche Argumente für den Fortbestand der Währungsunion insgesamt oder die Mitgliedschaft einzelner Länder und welche für den Austritt einzelner Länder aus der Währungsunion sprechen. Dabei ist zu beachten, dass neben ökonomischen Faktoren vor allem politische Beweggründe zur Einführung des Euro geführt haben und wohl auch beim Erhalt der Gemeinschaftswährung eine wesentliche Rolle spielen dürften. Daran anschließend wird beurteilt, inwiefern die Schulden- und Vertrauenskrise in Europa die Kosten-Nutzen-Relation einer andauernden Mitgliedschaft in der Währungsunion verändert hat und ob daraus erkennbar wird, dass das Projekt für einzelne Länder oder die gesamte Währungsunion in einer Gesamtbetrachtung weiterhin vorteilhaft ist oder nicht.

Ökonomisch bedeutet die Mitgliedschaft in einer Währungsunion zunächst die Aufgabe einer nationalen Geld- und Währungspolitik zugunsten einer gemeinsamen Geld- und

Währungspolitik. Wie hinreichend in der Literatur zur Theorie optimaler Währungsräume dargelegt wird, bestehen die Kosten dieser Zentralisierung vor allem darin, dass die gemeinsame Geldpolitik für die einzelnen Mitgliedsländer nicht immer optimal sein muss und im schlimmsten Fall prozyklisch wirkt.<sup>10</sup> In einem solchen Fall würden die Konjunkturzyklen vertieft und die Wahrscheinlichkeit für krisenhafte Entwicklungen würde steigen. Die durch eine solche Politik verursachten Ungleichgewichte können dann, anders als etwa bei Festkurssystemen, nicht durch eine Wechselkursanpassung ausgeglichen werden. Die Anpassungen müssen über andere Relativpreise erfolgen, also durch Anpassungen der relativen Löhne und Preise.

Dem gegenüber stehen die Vorteile eine Währungsunion (Holtemöller 2008, S. 380 f., Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2010a, S. 76). Durch eine gemeinsame Währung entstehen auf einzelwirtschaftlicher Ebene Kostenvorteile: Reduktion der Kosten des Währungsumtauschs, Reduktion der Wechselkursunsicherheit, höhere internationale Preistransparenz. Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene stellt eine Währungsunion die glaubhafteste Form fester Wechselkurse dar, gerade weil ein Austritt nicht vorgesehen ist. Dies ermöglicht grundsätzlich eine Reduktion der Risikoprämien für Wechselkursänderungen und begünstigt damit den intra-regionalen Handel und verbessert die intra-regionale Allokation von Produktionsfaktoren, insbesondere von Kapital. Dadurch wird die Effizienz der regionalen Produktion verbessert und deren Output erhöht. Gleichzeitig führt die Vergrößerung eines Währungsraumes auch zur Stabilisierung des Außenwechelkurses, da große Volkswirtschaften in der Regel weniger stark von Fluktuationen an Devisenmärkten betroffen sind und verbessert damit auch die Situation für über den Währungsraum hinausgehende Handels- und Kapitaltransaktionen. Wird wie im Falle des Euros ein Status als internationale Reservewährung erreicht, erhöht sich nicht zuletzt die Seigniorage, also der fiskalische Gewinn aus der Geldpolitik. Hinzu kommt, dass – bei entsprechender institutioneller und organisatorischer Gestaltung – durch die Zentralisierung der Geldpolitik ein maximaler Grad an Notenbankunabhängigkeit von der nationalen Politik erreicht wird, der tendenziell dafür sorgen dürfte, dass die geldpolitischen Ziele, vor allem stabile, niedrige

---

<sup>10</sup> Das Konzept des optimalen Währungsraumes geht auf Robert A. Mundell zurück (Mundell 1961). Weitere wichtige frühe Arbeiten dazu stammen von McKinnon (1963) und Kenen (1969). Für eine kurze Übersicht siehe Holtemöller (2008), S. 380 ff.

Inflationsraten, besser erreicht werden können.<sup>11</sup> Die Vorteile einer Währungsunion kommen insgesamt tendenziell eher langfristig zum Tragen.

Die Nachteile können jedoch sehr kurzfristig die Betrachtung dominieren, wenn asymmetrische Schocks im Währungsgebiet oder Krisen in einzelnen Ländern auftreten. Da eine an den nationalen Gegebenheiten orientierte Geldpolitik (Zinspolitik) und auch das Instrument der nominalen Abwertung nicht zur Verfügung stehen, lastet der Anpassungsdruck auf den Relativpreisen. In früheren Krisen, etwa der Asienkrise 1997/98, die zwar nicht in allen, aber doch in einigen Charakteristika mit der aktuellen Krise im Euro-Raum vergleichbar ist, werteten die nationalen Währungen um bis zu 50 Prozent ab. Dadurch konnten die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit, die zuvor auch aufgrund von jahrelangen Kapitalzuflüssen in zum Teil ineffiziente Verwendungen erodierte, bereits kurzfristig wiederhergestellt werden. Real bedeutet eine solche Abwertung eine schlagartige Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Im Fall einer Währungsunion müssen allerdings die nominalen Löhne und Preise angepasst werden, um die Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Dass solche Anpassungen innerhalb einer Währungsunion möglich sind, zeigt das Beispiel Deutschlands in den ersten zehn Jahren der Gemeinschaftswährung. Durch niedrigere Lohn- und Preissteigerungen als im Durchschnitt der Union verbesserte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit merklich. Allerdings ist es im aktuellen Umfeld niedriger durchschnittlicher Inflationsraten kaum möglich, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit durch einen langsameren Anstieg von Löhnen und Preisen in den jetzigen Krisenländern schnell zu erhöhen; dies könnte nur durch deflationäre Prozesse geschehen. Ausgangspunkt sind dabei die Löhne, die sich auf das allgemeine Preisniveau und auf die Exportpreise auswirken. Der Prozess von Lohndeflation, über Preisdeflation bis hin zur Verbesserung der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit, die sich dann in höheren Wachstumsraten und schlussendlich auch in sinkenden Arbeitslosenquoten ausdrücken würde, ist jedoch ein langwieriger Prozess. Erschwert wird die Lage dadurch, dass die Dynamik der gesamtwirtschaftlichen Produktivität in den Krisenländern vergleichsweise schwach ist. Für die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit ist es nämlich maßgeblich, wie sich das Verhältnis von Produktivität und Löhnen ändert. Die Frage ist deshalb, ob die derzeitigen Krisenländer die Kraft und Geduld aufbringen, sich diesem Prozess zu stellen. Gelingt es nicht, durch entsprechende Lohnpolitik und durch Maßnahmen zur Flexibilisierung des

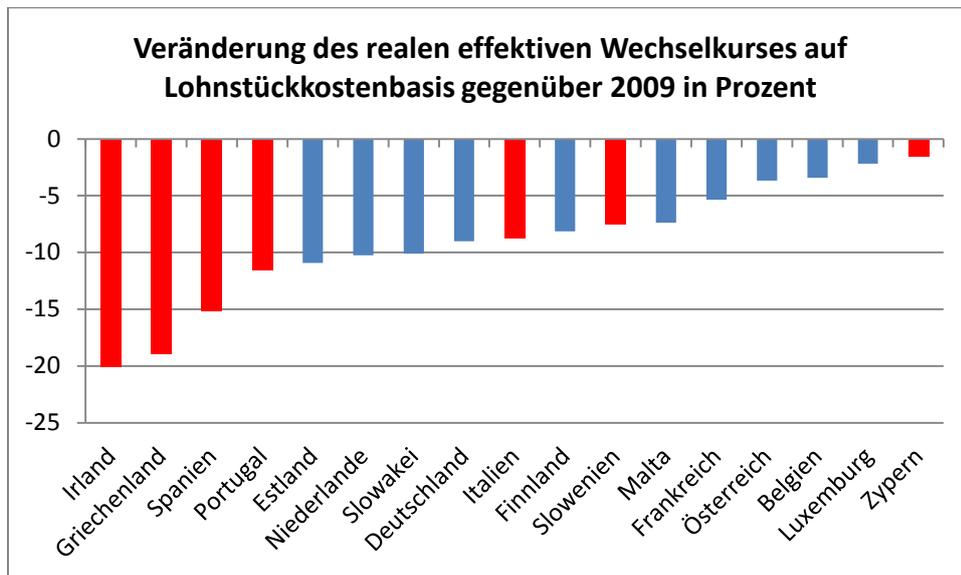
---

<sup>11</sup> Sowohl theoretische als auch empirische Überlegungen sprechen dafür, dass es einen negativen Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der Unabhängigkeit der Zentralbank und der durchschnittlichen Höhe der Inflationsrate gibt; für eine Übersichtsdarstellung siehe Holtemöller (2008), S. 312 f.

Arbeitsmarktes die zum Teil extrem hohe Arbeitslosigkeit in den Krisenländern zu reduzieren, könnte es zu Austritten aus der Währungsunion kommen. Gelingt es nicht, Optimismus in Bezug auf die Wiederherstellung der Wirtschaftskraft zu erzeugen, dürfte auch der soziale und politische Druck in den betroffenen Ländern immens werden.

Allerdings scheint es gegenwärtig so, als ob die notwendigen Anpassungsprozesse in Gang gekommen wären. Die Arbeits- und Lohnstückkosten sind zum Teil bereits deutlich gesunken. So sind die nominalen Arbeitskosten in Griechenland seit Ausbruch der Krise um 27% gesunken. Wenngleich in anderen Krisenländern die nominalen Lohnstückkosten kaum gesunken oder wenig gestiegen sind, so zeigt die Entwicklung der lohnstückkostenbasierten realen effektiven Wechselkurse, dass sich die Wettbewerbsposition diesbezüglich auch dort deutlich verbessert hat (Abbildung 16). In Bezug auf die Löhne wurde also zum Beispiel in Griechenland eine Anpassung innerhalb der Währungsunion erreicht, die einer etwa zwanzigprozentigen Abwertung des nominalen Wechselkurses bei gleichbleibenden Löhnen entspricht.

**Abbildung 16:**

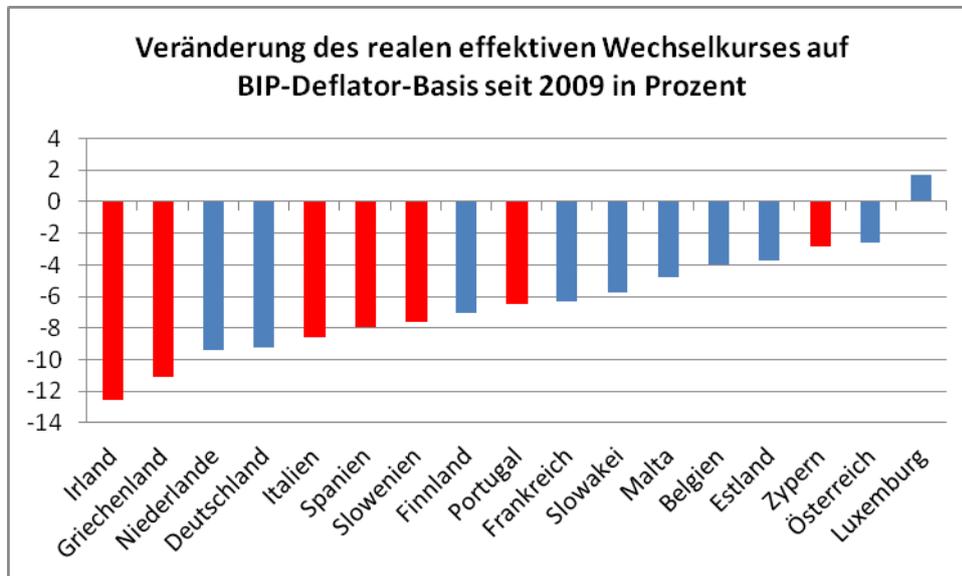


Quelle EZB, eigene Berechnungen

Die Transmission zu den Preisen ist noch weniger fortgeschritten, wenngleich die Preise des irischen und des griechischen Bruttoinlandsproduktes bereits um mehr als zehn Prozent im internationalen Vergleich gesunken sind (Abbildung 17). Dabei ist folgendes zu bedenken: Haben heimische Produzenten international gehandelter Güter keine Marktmacht, weil die Güter weitgehend standardisiert sind und der Marktanteil der Produzenten gering ist, werden

die Exportpreise auch dann kaum fallen, wenn die Kostenfunktion heimischer Produzenten sinkt. Die gestiegene Wettbewerbsfähigkeit schlägt sich dann aber in einem Zugewinn an Marktanteilen und steigender Beschäftigung nieder.

**Abbildung 17:**



Quelle: EZB, eigene Berechnungen

Diese Verbesserungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit führen jedoch nicht schnell zu einer Wiederbelebung der gesamtwirtschaftlichen Produktion, auch weil die Konsolidierungserfordernisse bei den öffentlichen Haushalten einige Zeit für negative konjunkturelle Impulse sorgen dürften. Damit ist auch eine schnelle Verbesserung der Arbeitsmarktsituation kaum zu erwarten. Einzig in Irland werden die Erfolge des Konsolidierungs- und Anpassungskurses bereits gesamtwirtschaftlich sichtbar.

Den hohen Kosten der Krisenbewältigung innerhalb des Euroraumes stünden aber auch hohe Kosten einer Krisenbewältigung außerhalb der Gemeinschaftswährung gegenüber. Zunächst wird in der Diskussion über einen möglichen Austritt oft verkannt, dass auch durch eine nominale Abwertung, mit der ein Austritt eines Krisenlandes aus der Währungsunion einhergehen würde, die Löhne und Sozialtransfers (wie etwa Renten) real drastisch an Wert verlieren würden. Von den Menschen würde dies aber möglicherweise als weniger dramatisch wahrgenommen als etwa nominale Lohnkürzungen. Problematischer ist, dass die Euro-nominierten Verbindlichkeiten von Banken, Unternehmen, privaten Haushalten und des Staates gemessen in heimischer Währung stark ansteigen würden. Insolvenzen in allen auslandsverschuldeten Sektoren wären die Folge. Während die Staatsinsolvenz noch durch

einen einseitig erklärten Zahlungsausfall behoben werden kann, dürfte der Privatsektor, insbesondere der Bankensektor von Schließungen und Liquidierungen betroffen sein. In jedem Fall würden Risikoprämien für alle Sektoren wohl nicht nur kurzfristig deutlich ansteigen und damit einer wirtschaftlichen Erholung im Wege stehen.

Der Austritt eines Landes aus dem Euro-Währungsgebiet wäre aber nicht nur mit Kosten für dieses Land verbunden, sondern hätte auch negative Auswirkungen auf die verbleibenden Länder. Zunächst entstünden unmittelbare Kosten aus den Insolvenzen. Ein Staatsbankrott und Ausfälle im Privatsektor trafen die privaten und öffentlichen ausländischen Kreditgeber, die auf die Rückzahlung von gewährten Krediten verzichten müssten. Diese Ansteckungseffekte würden vor allem die Ursprungsländer der Kapitalflüsse und damit Überschussländer wie etwa Deutschland besonders hart treffen. Daneben dürften Länder in ähnlicher Situation wie das austretende Land von Ansteckungseffekten über steigende Risikoprämien aufgrund von Wechselkursänderungserwartungen und damit auch steigenden Ausfallwahrscheinlichkeiten betroffen sein. Der Kern der Vorteile einer gemeinsamen Währung, der glaubhafte Ausschluss von nominalen Wechselkursänderungen wäre insgesamt obsolet. Eine Aufrechterhaltung der Währungsunion insgesamt würde mit dem Austritt eines einzelnen Landes daher weniger wahrscheinlich werden.<sup>12</sup> Dieses Szenario erklärt den nahezu unbedingten Willen der europäischen Partner, den Austritt einzelner Länder zu verhindern und alle dazu nötigen Hilfsleistungen zu erbringen.

Neben diesen unmittelbaren Auswirkungen hätte ein Auseinanderbrechen der Währungsunion weitreichende, wenngleich unkalkulierbare Folgen für die wirtschaftliche und politische Integration in Europa. Integrationsvertiefungen wären auf absehbare Zeit auch auf anderen Gebieten nicht mehr zu erwarten. Eine Vielzahl an Konflikten, die in der Vergangenheit durch sorgsam ausgehandelte Kompromisse gelöst wurde, würde neu verhandelt werden müssen. Das betrifft nahezu alle Bereiche der Politik. Es ist deshalb davon auszugehen, dass die Länder den Austritt einzelner Mitglieder unter Inkaufnahme hoher Kosten zu verhindern versuchen. Die Möglichkeiten sind jedoch begrenzt. Zeichnet sich ab, dass die Bereitstellung von Hilfskrediten nur zu höherer Staatsverschuldung führt, die Rückkehr auf den Kapitalmarkt nicht ermöglicht wird und die Wirtschaft nicht wieder auf einen Wachstumspfad einschwenken kann, dann bleibt der Austritt eine Option.

---

<sup>12</sup> Zu dieser Einschätzung kommt auch eine Analyse möglicher Austrittsszenarien im Economist vom 11.08.2012.

Es kommt folglich bei der Beurteilung der Aussichten für den Fortbestand der Gemeinschaftswährung vor allem darauf an, ob ein wirtschaftlicher Aufschwung und eine Verminderung der Arbeitslosigkeit absehbar werden. Aktuelle Prognosen zur konjunkturellen Entwicklung in Europa besagen, dass in Bezug auf das Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes die Talsohle für die Krisenländer (mit Ausnahme Zyperns) in diesem Jahr erreicht werden dürfte und im Jahr 2014 wieder mit einem Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion gerechnet werden kann (Tabelle 1).<sup>13</sup>

**Tabelle 1:** Prognosen zur wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum: Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote - 2012 bis 2014 -

	Bruttoinlandsprodukt <sup>a</sup>			Verbraucherpreise <sup>b</sup>			Arbeitslosenquote <sup>c</sup>		
	<i>Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %</i>						<i>in %</i>		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Deutschland	0,7	1,3	2,5	2,1	1,9	2,1	5,5	5,4	5,2
Frankreich	0,0	-0,2	0,9	2,2	1,6	1,4	10,2	10,8	10,9
Italien	-2,4	-1,4	0,5	3,3	1,8	1,0	10,7	11,8	11,9
Spanien	-1,4	-1,7	0,7	2,4	1,9	0,8	25,0	26,9	26,9
Niederlande	-0,9	-0,5	1,2	2,8	2,1	1,3	5,3	6,0	5,8
Belgien	-0,2	0,2	1,4	2,6	1,7	1,5	7,3	7,5	7,5
Österreich	0,2	0,8	1,4	2,6	1,9	1,9	4,4	4,8	4,7
Griechenland	-6,4	-4,5	0,5	1,0	-0,7	-0,8	24,0	27,0	27,2
Finnland	-0,2	0,2	1,3	3,2	2,3	2,3	7,7	8,0	7,8
Portugal	-3,2	-1,7	0,7	2,8	1,1	1,1	15,9	17,8	17,3
Irland	0,7	1,0	2,0	1,9	1,1	1,2	14,8	14,7	14,6
Slowakei	2,0	1,0	3,0	3,7	1,8	1,9	14,0	15,0	14,0
Luxemburg	0,2	0,5	2,0	2,9	2,0	2,1	5,0	5,5	5,5
Slowenien	-2,3	-2,0	1,0	2,8	1,7	1,7	9,0	10,5	10,7
Zypern	-2,3	-3,5	-0,5	3,1	1,8	2,0	12,1	15,0	15,2
Estland	3,2	3,0	3,8	4,2	3,4	3,2	10,2	9,9	9,0
Malta	1,0	1,5	2,0	3,2	2,2	2,2	6,5	6,4	6,2
Euroraum ohne Deutschland	-1,1	-0,8	0,9	2,6	1,7	1,2	13,5	14,6	14,6
Euroraum	-0,6	-0,3	1,3	2,5	1,7	1,4	11,4	12,2	12,1

<sup>a</sup>Die Zuwachsraten sind untereinander nicht voll vergleichbar, da sie für einige Länder um Arbeitstageeffekte bereinigt sind, für andere – wie für Deutschland – nicht. – <sup>b</sup> Harmonisierter Verbraucherpreisindex. – <sup>c</sup> Standardisiert.

Quelle: Frühjahrsprognose von IWH und Kiel Economics: <http://www.iwh-halle.de/d/publik/presse/7-13L.pdf>.

Die Prognose zeigt aber auch, dass der Produktionsanstieg im kommenden Jahr noch nicht unmittelbar von einer spürbaren Reduktion der Arbeitslosigkeit begleitet wird. In einigen Ländern wird die Arbeitslosenquote wohl sogar nochmals leicht ansteigen. Erst mit einer deutlicheren Erholung im Laufe des Jahres 2014 könnte das Vertrauens in die Leistungskraft Krisenländern auf breiter Basis zurückkehren und dann auch die Arbeitslosigkeit wieder sinken.

<sup>13</sup> Zu den zugrundeliegenden Annahmen und den Details der Prognose siehe IWH & Kiel Economics (2013).

Insgesamt deuten die Aussichten darauf hin, dass eine Erholung innerhalb des Währungsraumes für die Krisenländer prinzipiell möglich ist, wenn die Anpassungs- und Konsolidierungskurse konsequent weiterverfolgt werden. Ob dies der Fall sein wird, hängt von der gesellschaftlichen und politischen Bereitschaft ab, die konjunkturellen Kosten der Anpassungsphase zu tragen. Gegenwärtig deutet vieles darauf hin, dass diese Bereitschaft in den meisten Krisenländern angesichts der politischen Präferenz für den Fortbestand der Währungsunion vorhanden ist. Daher scheint es sehr wahrscheinlich, dass die Währungsunion weiterhin fortbesteht. Das impliziert, dass auch die weitere Mitgliedschaft aller einzelnen Länder in der Währungsunion wahrscheinlich ist; denn die Vorteile einer Währungsunion verlieren bei Reversibilität der Mitgliedschaft erheblich an Bedeutung. Allerdings ergeben sich hier doch Unterschiede in der qualitativen Einschätzung. Für kleine Länder mit relativ geringer wirtschaftlicher Verflechtung mit dem übrigen Euro-Raum ist der Nutzen einer Währungsunion weniger hoch, und gleichzeitig ist deren Mitgliedschaft für den Rest der Union relativ wenig wichtig. Käme dann noch hinzu, dass eine Verbesserung der Lage, durch relative Lohn- und Preissenkungen politisch schwer durchzusetzen ist, dann würde ein Austritt wahrscheinlich werden. Die Länder, auf die dieses Szenario zutreffen könnte, sind Zypern und Griechenland. Angesichts des enormen politischen Einsatzes, der bislang in die Rettung Griechenlands geflossen ist und den bislang erreichten Verbesserungen in der griechischen Wirtschaft kann die Wahrscheinlichkeit für einen Austritt Griechenlands jedoch als sehr gering eingeschätzt werden. Zypern steht erst am Anfang eines Anpassungsprozesses, hier könnte, vor allem wenn das derzeit verhandelte Rettungspaket scheitern sollte, ein Austritt möglich sein. Irland hat die Anpassung innerhalb des Währungsraumes weitgehend ausgestanden, ein Austritt aus dem Euroraum ist sehr unwahrscheinlich. Für Portugal und Spanien zeichnet sich ebenfalls eine Wende hin zur Überwindung der Krise ab, wenngleich die Arbeitslosigkeit in Portugal auch gegenwärtig noch in unvermindertem Tempo steigt und in Spanien extrem hoch ist. Trotzdem ist für beide Länder die Wahrscheinlichkeit für einen Verbleib in der Währungsunion sehr hoch. Die Zukunft der Währungsunion dürfte sich jedoch in Frankreich und Italien entscheiden. Beide Länder weisen eine schon länger anhaltende Schwäche des Wirtschaftswachstums und der Produktivitätsdynamik auf, und die Bereitschaft zu nominalen Lohn- und Preisanpassungen ist vergleichsweise gering. Als Risikofaktor kommt hinzu, dass diese großen Länder im Falle einer sich zuspitzenden Krise kaum durch Hilfsprogramme der anderen Länder gerettet werden könnten. Davon ist aber derzeit nicht auszugehen, sodass für diese Kernländer der Währungsunion der Verbleib in der Gemeinschaftswährung ebenfalls als sehr wahrscheinlich bezeichnet werden kann. Für

Deutschland und Österreich wäre ein Austritt dann denkbar, wenn sich die Krise weiter zuspitzt und die Bereitschaft, Transfers in die Krisenländer zu finanzieren, endet. Hier dürfte auch eine Rolle spielen, ob es der EZB gelingen wird, die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen rechtzeitig wieder zurückzuführen oder ob anhaltende monetäre Stimulierung verbunden mit einer Schwächung der Unabhängigkeit der Zentralbank zu einem Anstieg der durchschnittlichen Inflationsrate führt. Gegenwärtig ist jedoch nicht davon auszugehen, dass der Verbleib dieser Länder in der Währungsunion ernsthaft in Frage steht. Die niederländische Wirtschaft wird derzeit von einer geplatzten Immobilienpreisblase belastet, dürfte aber schon im kommenden Jahr wieder Fahrt aufnehmen. Politisch relativ geringe Kosten hätte ein Austritt aus der Währungsunion wohl in Finnland, das schon in der Vergangenheit die Grenzen seiner Zahlungsbereitschaft für Rettungspakete erklärt hat. Dennoch erscheint ein Austritt aus der Währungsunion schon wegen der Nähe des Landes zu Russland eher unwahrscheinlich. Luxemburg profitiert als europäisches Finanzzentrum wie kein zweites Land von der gemeinsamen Währung. Malta hat eine relativ robuste wirtschaftliche Entwicklung mit einer sehr niedrigen Arbeitslosenquote. Ein Austritt ist auch hier sehr unwahrscheinlich. Die jüngsten Euroländer, Slowakei und Estland, zeigen keine Anzeichen für einen bevorstehenden Austritt, er ist somit für diese Länder ebenfalls sehr unwahrscheinlich. Slowenien hingegen befindet sich in der Krise und wird wohl auf Hilfen der Partnerländer zurückgreifen müssen. Allerdings ist es auch hier sehr unwahrscheinlich, dass es zu einem Austritt aus der Währungsunion kommt.

Von hoher Bedeutung für diese Erwartungen ist, dass sich die Krise nicht deutlich vertieft und dass Aussichten auf eine konjunkturelle Erholung in den Krisenländern deutlich werden. Ist das gewährleistet, dann wird der Euro-Raum die Krise gestärkt durch institutionelle Reformen überwinden. Dazu ist es auch erforderlich, in der Diskussion über die Konsolidierungsgeschwindigkeiten auf die strukturellen öffentlichen Defizite zu achten und automatische Stabilisatoren, die das nicht-konjunkturbereinigte öffentliche Defizit ansteigen lassen, wirken zu lassen. Auch ist eine qualitative Konsolidierung, die Spielräume für Maßnahmen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit durch Produktivitätssteigerung lässt, geboten. Einige Krisenländer haben bereits umfassende Reformprogramme durchgeführt, die das Potenzial haben, deren Wettbewerbsposition in Zukunft zu stärken. Damit sind einige notwendige Voraussetzungen für den Erhalt der Währungsunion erfüllt. Anlass zu nachhaltiger Entwarnung besteht dennoch nicht. Wichtige Meilensteile müssen noch erreicht werden. So ist gegenwärtig insbesondere noch nicht klar, ob die neuen Regeln zur zukünftigen Vermeidung übermäßiger öffentlicher Verschuldung tatsächlich greifen werden.

## 5 Fazit

Die Schulden- und Vertrauenskrise in Europa, die sich in hoher Staatsverschuldung und hohen Risikoprämien auf die Staatsschuld ausdrückt ist das Resultat eines Aufbaus makroökonomischer Ungleichgewichte und unzureichender Regeln zur Verhinderung übermäßiger öffentlicher Verschuldung. So waren etwa die Realzinsen in den heutigen Krisenländern besonders niedrig. Diese begünstigten die Zunahme der privaten und öffentlichen Verschuldung und stimulierten die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Damit ging die Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit der heutigen Krisenländer insbesondere im Bereich der Preise für nicht-handelbare Güter mit einem starken Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten in den Krisenländern einher. Die Regeln für die Fiskalpolitik waren nicht zielgenau und wurden zudem nicht umgesetzt. Instrumente für die makroökonomische Überwachung und für die Reaktion auf Fehlentwicklungen waren unzureichend. Die Regulierung des Finanzsektors begünstigte den Aufbau der Verschuldung. Fehlende Regeln für den Umgang mit Staatsinsolvenzen erschwerten die Bepreisung des Ausfallrisikos, und die Begrenzung der Verschuldung durch frühzeitig steigende Risikoprämien versagte. Da auch Krisenreaktionsinstrumente fehlten, konnten die akuten Krisen nicht verhindert werden.

Die Politik hat auf die Krise mit vielen Reforminitiativen reagiert. Wichtige Kriseninterventionsinstrumente wurden eingeführt. Allerdings ist das Reformtempo nicht allen Bereichen gleich stark ausgeprägt. Die Reform der fiskalischen Regeln geht tendenziell schon zu weit; Politikmaßnahmen zum Umgang mit makroökonomischen Ungleichgewichten überschätzen teilweise die staatlichen Steuerungsmöglichkeiten. Die notwendige umfassende Reform der Regulierung des Bankensektors hat gerade begonnen. Regeln zum Umgang mit Staatsinsolvenzen fehlen noch völlig.

Die Reformen des institutionellen Rahmens der Europäischen Union, vor allem aber die in den Krisenländern vorgenommenen Anpassungsprozesse lassen derzeit eine Überwindung der Krise erwarten. So hat sich die Wettbewerbsfähigkeit einiger Krisenländer deutlich verbessert. Dies trägt dazu bei, dass schon für die zweite Jahreshälfte dieses Jahres mit einem beginnenden Aufschwung gerechnet werden kann. Dass es in absehbarer Zeit zu einer wirtschaftlichen Erholung innerhalb des Euroraumes kommt, ist die wichtigste Voraussetzung für den Verbleib der aktuellen Krisenländer in der Währungsunion und damit für den Erhalt der Währungsunion insgesamt.

## Literaturverzeichnis

- Amherst, 2012. Download: <http://www.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2012/12196.pdf> (14.03.2013).
- Anand, M R./ Dash, R /Gupta, G L. . (2012): “The euro zone crisis- Its Dimensions and implications”. Department of Economic Affairs (DEA), Ministry of Finance, India, 2012. Download: [http://www.finmin.nic.in/WorkingPaper/euro\\_zone\\_crisis.pdf](http://www.finmin.nic.in/WorkingPaper/euro_zone_crisis.pdf) (14.03.2013).
- Baldwin, R. u.a. (2010) “Greece and the fiscal crisis in the Eurozone”. Voxeu.com, 12 October 2010. Link: [Greece and the fiscal crisis in the Eurozone | vox](#) (14.03.2013).
- Bara, Y.-E., Benassy-Quéré, A., Carton, B., Destais, C., Piton, S. (2012): “Ending the Euro Area Crisis: Crossing the River by Feeling the Stones”, G-MonD Policy Papers, No.1 , November 2012.
- Blanchard, O. J., Leigh, D. (2013). “Growth forecast errors and fiscal multipliers”. NBER Working Paper, Nr. 18779. National Bureau of Economic Research.
- Blankart, C.B. (2012): “Die Euro-Zauberlehrlinge“. Oekonomenstimme.org, 16.Aug.2012. Link: [Ökonomenstimme: Die Euro-Zauberlehrlinge](#) (14.03.2013).
- Breuss, F. (2012): “Ein Kerneuropa wäre die beste Eurorettung“. Oekonomenstimme.org, 18.Jan.2012. Link: [Ökonomenstimme: Ein Kerneuropa wäre die beste Eurorettung](#) (14.03.2013).
- Burda, M. (2012): “Hume on Hold?”. Voxeu.com, 17 May 2012. Link: [Hume on hold? Consequences of not abolishing Eurozone national central banks | vox](#) (14.03.2013).
- Busch, K./ Hermann, C./ Hinrichs, K./ Schulten, T. (2012): “Eurokrise, Austeritätspolitik und das Europäische Sozialmodell“. Internationale Politikanalyse, November 2012. Friedrich Ebert Stiftung, 2012. Download: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/09444.pdf> (14.03.2013).
- Cabral, R. (2011): “The troika should target the trade and the income balance deficits”. Voxeu.com, 15 May 2011. Link: [Europe’s policymakers should target the trade and the income balance deficits | vox](#) (14.03.2013).
- Corsetti, G. u.a. (2011): “A crisis Mechanism for the Euro”. Voxeu.com, 11 March 2011. Link: [A crisis mechanism for the euro: The European Stability Mechanism | vox](#) (14.03.2013).
- Dadush, U./ Stancil, B. (2011): “Is the euro rescue succeeding?”. Voxeu.com, 6 February 2011. Link: [Is the euro rescue succeeding? | vox](#) (14.03.2013).
- Danielson, J. (2012): “‘Hubrisk’ (hubris + risk) and the Greek crisis”. Voxeu.com, 2 March 2012. Link: [The Greek crisis: When political desire triumphs economic reality | vox](#) (14.03.2013).
- Darvas, Z. (2012): “The euro-crisis: ten roots but fewer solutions”. Conference of the University of Warsaw and the National Bank of Poland, Warsaw, 24. September 2012. Bruegel, 2012. Download: [http://coin.wne.uw.edu.pl/jgorski/eurozone/Ten\\_roots\\_of\\_euro-crisi-DARVAS.pdf](http://coin.wne.uw.edu.pl/jgorski/eurozone/Ten_roots_of_euro-crisi-DARVAS.pdf) (14.03.2013).



- Kelly, M. (2009): "The Irish Credit Bubble". Working Paper Series, WP 09/32. UCD Centre for Economic Research, University College Dublin, 2009. Download: <https://www.ucd.ie/t4cms/WP09.32.pdf> (14.03.2013).
- Kenen, P.B. (1969): "The theory of optimum currency areas: an eclectic view". In: Mundell, R.A., Swoboda, A.K. (Eds.): Monetary Problems of the International Economy. University of Chicago Press, Chicago, 41–60.
- Knedlik, T. (2010): "Im Fokus: Polen in der globalen Finanz- und Konjunkturkrise - Realwirtschaft trotz mit IWF-Unterstützung den Finanzmarkturbulenzen", in: Wirtschaft im Wandel, 4/2010, 192-195.
- Knedlik, T. (2012): "The European Commission's scoreboard of macroeconomic imbalances: The impact of preferences on an early warning system" IWH-Diskussionspapiere, Nr. 10/2012.
- Krugman, P. (2012): "Revenge of the Optimum Currency Area." NBER Macroeconomics Annual 2012, Volume 27. University of Chicago Press, 2012. Download: <http://www.nber.org/chapters/c12759.pdf> (14.03.2013).
- Lapavistas, C. u.a. (2011): "Breaking Up? A Route Out Of The Eurozone Crisis". RFM Occasional Report 3, November 2011. Research on Money and Finance, 2011. Download: <http://www.researchonmoneyandfinance.org/wp-content/uploads/2011/11/Eurozone-Crisis-RMF-Report-3-Breaking-Up.pdf> (14.03.2012).
- Matsaganis, M. (2011): "The welfare state and the crisis: the case of Greece". Journal of European Social Policy, 2011. Athens University of Economics and Business, 2011. Download: [http://www.sociol.unimi.it/papers/2010-11-23\\_Manos%20Matsaganis.pdf](http://www.sociol.unimi.it/papers/2010-11-23_Manos%20Matsaganis.pdf) (14.03.2013).
- Maurel, M./ Schnabl, G. (2011) : "Keynesian and Austrian Perspectives on Crisis, Shock Adjustment, Exchange Rate Regime and (Long-Term) Growth". CES Working Papers, 2011.4. CES Université Paris 1, 2011. Download: <http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/56/52/31/PDF/11004.pdf> (14.03.2013).
- McKinnon, R. I. (1963): "Optimum currency areas". The American Economic Review, 53(4): 717-725.
- Minescu, A.-M. (2011): "The Debt Crisis- Causes and Implications". Economic Series Bulletin, Vol. LXII, No. 2/2011. Petroleum-Gas University of Ploiesti, 2011. Download: <http://people.stfx.ca/x2008/x2008nnc/causes.pdf> (14.03.2013).
- Mink, M. (2011): "Procyclical bank risk-taking and the lender of last resort". Voxeu.com, 31 August 2011. Link: [Procyclical bank risk-taking and the lender of last resort | vox](#) (14.03.2013).
- Mishkin, F. (2006): "The Next Great Globalization. How Disadvantaged Nations Can Harness their Financial Systems to Get Rich. Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Mundell, R. A. (1961): "A theory of optimum currency areas". The American Economic Review, 51(4): 657-665
- Overbeek, H. (2012): "Sovereign Debt Crisis in Euroland: Root Causes and Implication for European Integration" . The International Spectator, Vol. 47, No. 1, March 2012. Istituto Affari Internazionali, 2012. Download: <http://www.sadcbankers.org/subcommittees/Macroeconomic/newsletters/Articles/Sovereign%20Debt%20Crisis%20in%20Euroland%20Root.pdf> (14.03.2013)

- Pagano, M. (2010): “Fiscal crisis, contagion and the future of the euro”. Voxeu.com, 15 May 2010. Link: [Understanding the Eurozone crisis | vox](#) (14.03.2013).
- Panico, C. (2012): “The Causes of the Debt Crisis in Europe and the Role of Regional Integration”. Working Paper Series, Number 234. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, 2012. Download: [http://www.insightweb.it/web/files/Crisis\\_in\\_Europe.pdf](http://www.insightweb.it/web/files/Crisis_in_Europe.pdf) (14.03.2013).
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2010a): „Erholung setzt sich fort – Risiken bleiben groß: Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2010“. Link: <http://www.iwh-halle.de/d/publik/wiwa/1S-10.pdf> (22.03.2013).
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2010b): „Deutschland im Aufschwung - Wirtschaftspolitik vor wichtigen Entscheidungen: Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2010“. Link: [http://www.iwh-halle.de/d/publik/sonst/gd/2010h/gd\\_lang.pdf](http://www.iwh-halle.de/d/publik/sonst/gd/2010h/gd_lang.pdf) (22.03.2013).
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011a): „Aufschwung setzt sich fort - Europäische Schuldenkrise noch ungelöst: Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2011“. Link: [http://www.iwh-halle.de/d/publik/sonst/gd/2011f/gd\\_lang.pdf](http://www.iwh-halle.de/d/publik/sonst/gd/2011f/gd_lang.pdf) (22.03.2013).
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2012a): „Deutsche Konjunktur im Aufwind – Europäische Schuldenkrise schwelt weiter: Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2012“. Link: [http://www.iwh-halle.de/d/publik/sonst/gd/2012f/gd\\_lang.pdf](http://www.iwh-halle.de/d/publik/sonst/gd/2012f/gd_lang.pdf) (22.03.2013).
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2012b): „Eurokrise dämpft Konjunktur – Stabilitätsrisiken bleiben hoch: Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2012“. Link: [http://www.iwh-halle.de/d/publik/sonst/gd/2012h/gd\\_lang.pdf](http://www.iwh-halle.de/d/publik/sonst/gd/2012h/gd_lang.pdf) (22.03.2013).
- Rana, P. B. (2012): “Misdiagnosing the Eurozone crisis: Perspectives from Asia”. Voxeu.com, 22 September 2012. Link: [Misdiagnosing the Eurozone crisis: Perspectives from Asia | vox](#) (14.03.2013).
- Schnabl, G./ Wollmershäuser, T. (2013): “Nationale finanzpolitische Alleingänge, Leistungsbilanzungleichgewichte und die europäische Krise“. Oekonomenstimme.org, 18.Feb.2013. Link: [Ökonomenstimme: Nationale finanzpolitische Alleingänge, Leistungsbilanzungleichgewichte und die europäische Krise](#) (14.03.2013).
- Sinn, H.-W. (2011): “How To Rescue The Euro: Ten Commandments”. CESifo Forum, 4/2011. Ifo Institute, 2011. Download: <http://www.ifo.de/portal/pls/portal/docs/1/1213593.PDF> (14.03.2013).
- Smeets, H.-D. (2012): “Zum Stand der Staatsschuldenkrise in Europa”. Ordnungspolitische Perspektiven, No.30, Oktober 2012. Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE), Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf, 2012. Download: [http://www.dice.hhu.de/fileadmin/redaktion/Fakultaeten/Wirtschaftswissenschaftliche\\_Fakultaet/DICE/Ordnungspolitische\\_Perspektiven/030\\_OP\\_Smeets.pdf](http://www.dice.hhu.de/fileadmin/redaktion/Fakultaeten/Wirtschaftswissenschaftliche_Fakultaet/DICE/Ordnungspolitische_Perspektiven/030_OP_Smeets.pdf) (14.03.2013).
- Socher, K. (2011) “Populäre behindern Krisenbekämpfung und künftige Krisenvermeidung“. Oekonomenstimme.org, 16.Feb.2011. Link: [Ökonomenstimme: Populäre Irrtümer behindern Krisenbekämpfung und künftige Krisenvermeidung](#) (14.03.2013).
- Stockhammer, E. (2012): “Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis”. Working Paper Series, Number 282. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts

- Tornell, A./ Westermann, F. (2012): “The tragedy of the commons at the European Central Bank and the next rescue”. Voxeu.com, 22 June 2012. Link: The tragedy of the commons at the European Central Bank | vox (14.03.2013).
- Treichel, V. ( 2012): “Die Krise im Euroraum“. Oekonomenstimme.org, 13.Sept.2012. Link: Ökonomenstimme: Die Krise im Euroraum (14.03.2013).
- Vara, O., Rodríguez, A., Turmo, J. (2009): “The Spanish economic crisis and the role of fractional reserve”, Mimeo, Link: [http://www.uclm.es/actividades/2009/workshopESHET-UCLM/Vara\\_Rodriguez\\_Turmo\\_-\\_Spanish\\_economic\\_crisis.pdf](http://www.uclm.es/actividades/2009/workshopESHET-UCLM/Vara_Rodriguez_Turmo_-_Spanish_economic_crisis.pdf) (14.03.2013).
- Vontobel, W. (2011): “Euro- und Bankenkrise: Warum das Finanzsystem faktisch schon verstaatlicht ist”. Oekonomenstimme.org, 14.Nov.2011. Link: Ökonomenstimme: Euro- und Bankenkrise: Warum das Finanzsystem faktisch schon verstaatlicht ist (14.03.2013).
- Zemanek, H. (2010): “Wettbewerbs(un)fähigkeit innerhalb der Eurozone: Ein ungelöstes Problem“. Oekonomenstimme.org, 5.Nov.2010. Link: Ökonomenstimme: Wettbewerbs(un)fähigkeit innerhalb der Eurozone: Ein ungelöstes Problem (14.03.2013).