

Spannungen im Euroraum unter dem Druck der Weltfinanzkrise*

Die Weltfinanzkrise hat auf den Kapitalmärkten weltweit eine „Flucht in die Qualität“ ausgelöst: Die Anleger sind nur bereit, risikoreichere Vermögenstitel zu halten, wenn sie dafür mit erheblich gestiegenen Risikoprämien entschädigt werden. Davon sind Emittenten wie Banken und nicht finanzielle Unternehmen, aber auch Staaten, die in der Vergangenheit noch als besonders sicher galten, betroffen. Besonders ins Auge springt der Anstieg der Renditedifferenzen von Staatstiteln unterschiedlicher Mitgliedsstaaten des Euroraums (vgl. Abbildung 1). Dabei lassen sich vier Phasen unterscheiden: Seit dem Sommer 2007 nahmen die Risikoprämien bis zum Jahreswechsel 2007/08 nur wenig zu. Anschließend beschleunigte sich deren Ansteigen, bis nach der Rettung von Bear Stearns Ende März 2008 vorübergehend verhaltener Optimismus in Bezug auf die Schwere der Weltfinanzkrise aufkam. Ab Herbst 2008 und insbesondere seit dem Fall der Investmentbank Lehman Brothers zogen die Risikoprämien dann in zum Teil dramatischem Tempo wieder an. Besonders stark nahmen die Aufschläge für irische und griechische Staatsanleihen zu. Deren Renditen liegen, entgegen dem allgemeinen Trend, gegenwärtig höher als zu Beginn der Weltfinanzkrise im Sommer 2007.⁷²

Gestiegene Risikoprämien: Sorgen um schwache internationale Wettbewerbsfähigkeit

Die verbreitete Interpretation dieses doch sehr differenzierten Anstiegs von Risikoprämien ist, dass die Finanzmärkte zunehmend an der Fähigkeit einiger Euroraumländer zweifeln, die Belastungen von Weltfinanzkrise und Rezession fiskalisch zu bewältigen. Es wird ein erhöhtes Risiko von Zahlungsverzögerungen oder -ausfällen eingepreist. Was kennzeichnet Länder, die relativ hohe Zinsen auf ihre Staatstitel zu zahlen haben?⁷³ Es besteht

eine positive, aber nicht allzu hohe Korrelation zwischen den Renditen und öffentlichen Schulden- und Defizitquoten. Deutlich besser können aber die Leistungsbilanzdefizite der einzelnen Länder die Risikozuschläge erklären. Das gilt besonders für die Länder Portugal, Italien und Griechenland sowie für Irland. Diese Ländergruppe hat lange Zeit in besonderem Umfang von der Europäischen Währungsunion profitiert, besonders, weil der mit dem Euro gewonnene Vertrauensgewinn der Geldpolitik das Realzinsniveau ab Mitte der 90er Jahre drastisch sinken ließ. Deshalb kam es in diesen Ländern (mit Ausnahme Italiens) zu einem langanhaltenden Wirtschaftsaufschwung, dessen Frühphase als Teil des europäischen Konvergenzprozesses verstanden werden kann. Das gilt auch für den mit Leistungsbilanzdefiziten einhergehenden Kapitalimport. Allerdings hat der Boom die Kosten für die lokalen Produktionsfaktoren Arbeit und Boden bis in die jüngste Zeit so stark steigen lassen, dass Zweifel an der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Produktion in diesen Ländern aufgekommen sind. Eine schwache internationale Wettbewerbsfähigkeit könnte auch die Bewältigung der fiskalischen Belastungen durch die Weltfinanzkrise erschweren. So scheinen jedenfalls die Finanzmärkte zu denken, denn am besten werden die Renditedifferenzen von Staatsschuldstiteln innerhalb des Euroraums durch die Lohnstückkostenentwicklung seit dem Jahr 2000 erklärt (vgl. Abbildung 2).⁷⁴

Verschärft die Weltfinanzkrise die Spannungen, oder werden sie nur sichtbarer?

Die aktuelle Weltfinanzkrise ist also nicht ursächlich für die Spannungen im Euroraum, obgleich die Renditeabstände erst mit der Krisenzuspitzung

* Die folgenden Ausführungen basieren auf einem Vortrag im Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi) am 10. Februar 2009.

⁷² Das Bild wird weiter vervollständigt, berücksichtigt man die jüngsten Abwärtskorrekturen der Ratings für Spanien (von AAA auf AA+) und für Griechenland (von A auf A-) durch Standard & Poor's im Januar 2009.

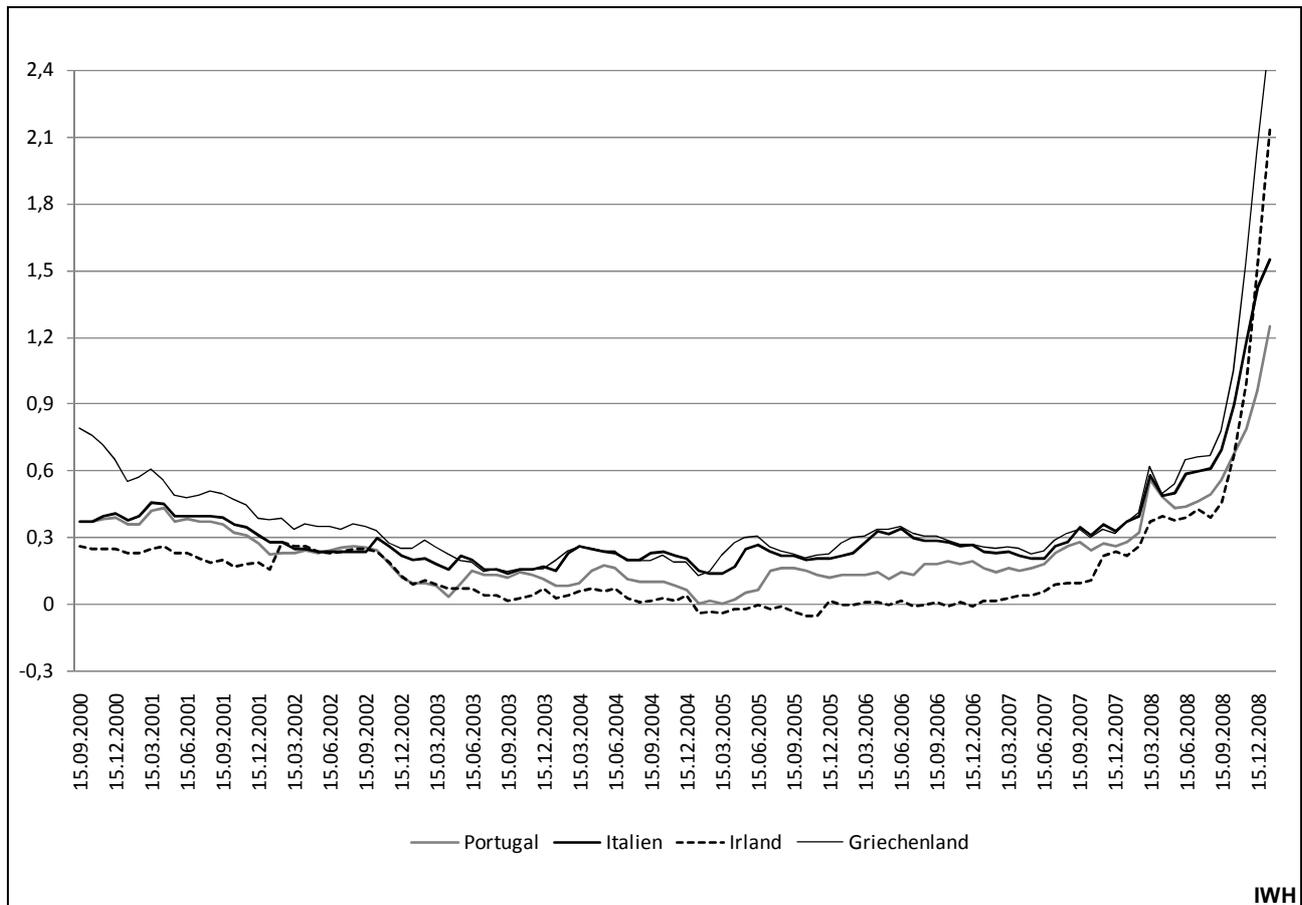
⁷³ Für die folgenden Feststellungen werden die Renditen langfristiger Staatspapiere der Euroraumländer (einschließlich des Anfang 2009 beigetretenen Sloweniens) im De-

zember verwandt. Die sehr kleinen Länder Luxemburg, Malta und Zypern wurden ausgespart; es bleiben 13 Beobachtungen.

⁷⁴ Eine einfache Regression der Renditeaufschläge für Staatstitel von Euroraumländern i gegenüber denen Deutschlands ($Rendite_i - Rendite_D$) auf die Differenz des Lohnstückkostenzuwachses zwischen den einzelnen Ländern und Deutschland im Zeitraum von 2000 bis 2008 ($Wachstum_{LSIK, i} - Wachstum_{LSIK, D}$), $Rendite_i - Rendite_D = a * (Wachstum_{LSIK, i} - Wachstum_{LSIK, D})$, ist hoch signifikant und erklärt 53% der Varianz in den Renditeaufschlägen.

Abbildung 1:

Renditespreads von Staatstiteln einiger Partnerländer im Euroraum gegenüber Renditen deutscher Staatstitel - in Prozentpunkten -



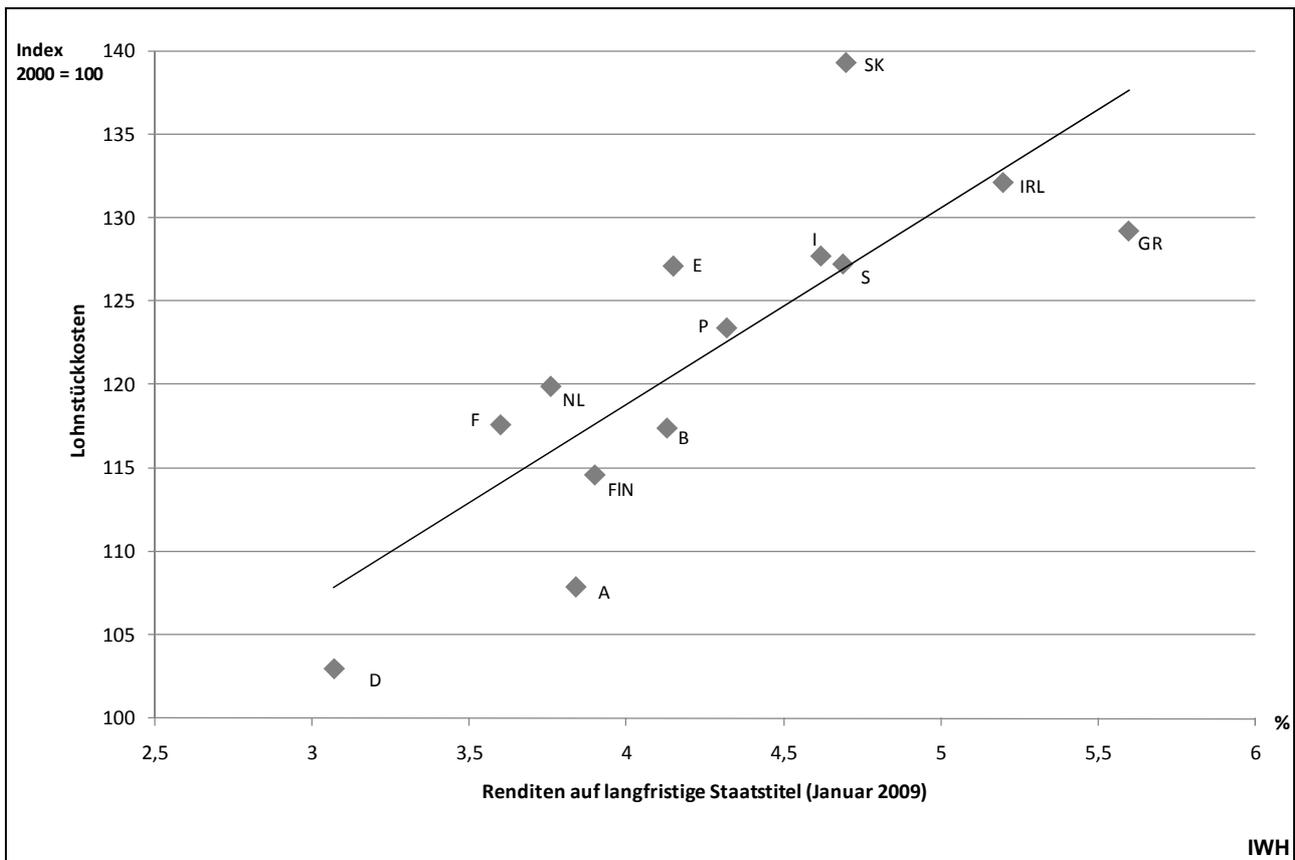
Quelle: IMF International Financial Statistics; Berechnungen und Darstellung des IWH.

überdeutlich groß wurden. Gleichzeitig lassen sich die gestiegenen Risikoprämien auch nur zum Teil mit höheren Ausfallwahrscheinlichkeiten für Staatstitel im Euroraum begründen. Denn die Höhe der Risikoprämien hängt nicht nur vom objektiven Ausmaß des Risikos ab, sondern von zwei weiteren Faktoren. So bestimmt die persönliche Bereitschaft der Anleger zur Risikoübernahme, also deren individuelle Risikoneigung, als subjektive Determinante das Ausmaß von Risikoprämien. Je höher ein Akteur sichere Zahlungsströme gegenüber unsicheren bewertet, desto mehr muss er für das Eingehen eines gegebenen Risikos entschädigt werden. Darüber hinaus bestimmen bestehende Vermögens- und Liquiditätsrestriktionen sowie der Zugang zu Diversifikationsmöglichkeiten die Risikotragfähigkeit eines Akteurs.

Die Weltfinanzkrise könnte sich daher sowohl über eine Verminderung der Risikotragfähigkeit als auch durch eine Erhöhung des Risikos im Anstieg

der Risikoprämien niedergeschlagen haben. Die Risikotragfähigkeit wurde durch den Wegfall von Diversifikationsmöglichkeiten aufgrund des Zusammenbrechens einer Vielzahl von derivativen Finanzinstrumenten sowie durch eine mit der Kreditangebotsverknappung einhergehenden Liquiditätsbeschränkung beeinträchtigt. Aber auch das Zahlungsrisiko selbst hat sich mit den von der Weltfinanzkrise ausgelösten konjunkturellen Störungen erhöht. Das gilt insbesondere für Länder mit nationalen Ungleichgewichten, die dem konjunkturellen Einbruch nur sehr schlecht begegnen können. Hierbei dürften die Märkte entweder erwarten, dass eigene Konjunkturprogramme (wie im Fall Irlands) weitgehend wirkungslos bleiben und nur dazu führen, dass künftig ein höherer Schuldenberg abzutragen sein wird, oder die Märkte gehen davon aus, dass sich bestimmte Länder (wie Griechenland und Italien) eigene Konjunkturpakete aufgrund der bestehenden Schulden gar nicht leisten können,

Abbildung 2:
Renditen auf langfristige Staatstitel im Euroraum und Lohnstückkostenentwicklung seit dem Jahr 2000



D = Deutschland; A = Österreich; FIN = Finnland; B = Belgien; F = Frankreich; NL = Niederlande; P = Portugal; E = Spanien; I = Italien; S = Schweden; SK = Slowakei; IRL = Irland; GR = Griechenland.

Quellen: Renditen auf langfristige Staatstitel: IMF International Financial Statistics; Lohnstückkosten: AMECO (Annual Macroeconomic Database of the European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs), http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators8646_en.htm, Zugriff am 02.02.2009.

sodass die kurz- und mittelfristigen Aussichten für die Wirtschaft dieser Länder recht düster sind.

Die zentrale Frage lautet daher, ob die differenzierte Bewertung der Mitgliedsstaaten im Euroraum, insbesondere der drastische Anstieg der Umlaufrenditen für Länder wie Griechenland, Irland, Italien oder Spanien, tatsächlich gestiegene Ausfallrisiken reflektiert, oder ob sie Ausdruck einer verminderten Risikotragfähigkeit der Finanzmarktakteure ist. Sollten die hohen Risikoprämien vornehmlich auf gestiegene Ausfallrisiken zurückzuführen sein, bedeutete dies angesichts der differenzierten Einschätzung der Euroraumländer durch die Finanzmärkte, dass nationale Schulden tatsächlich als national anerkannt würden und ein Bail-out (nahezu) ausgeschlossen wird. Wenn jedoch umgekehrt mit hoher Wahrscheinlichkeit mit einem Bail-out zu rechnen ist, dann fordern die Finanzmarktakteure aufgrund ihrer eigenen verminderten Risikotrag-

fähigkeit für nur wenig erhöhte Ausfallrisiken höhere Entgelte. Das Urteil darüber, welche der beiden Möglichkeiten mehr Erklärungsgehalt hat, hängt also im Wesentlichen davon ab, was wohl im Fall eines drohenden Zahlungsausfalls eines Euroraumlandes geschehen würde.

Zahlungsausfall:

Austritt aus der Währungsunion

Ein Land, das vor der Zahlungsunfähigkeit steht, könnte versucht sein, die Währungsunion mit dem Ziel zu verlassen, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit durch die Abwertung einer eigenen Währung sprunghaft zu verbessern. Hierdurch würde die Nachfrage nach den in diesem Land produzierten Gütern steigen – verbunden mit der Hoffnung, die Konjunktur zu stabilisieren und damit die Zahlungsunfähigkeit abzuwenden.

Der erhoffte positive Effekt dürfte aber gerade für Länder wie Griechenland oder Italien nur vorübergehender Natur sein, wenn Rigiditäten der Reallöhne dauerhafte Wettbewerbsverbesserungen verhindern. Es bestünde die Gefahr, dass die über eine nominale Abwertung erreichten Wettbewerbsvorteile auch zu erhöhten Nominallohnforderungen der Beschäftigten führen. Zudem würde der bestehende Druck auf Staat und Wirtschaft genommen, ohnehin notwendige Strukturanpassungen zu vollziehen. Schließlich würde die Stabilität der neugeschaffenen Währung von den internationalen Finanzmärkten angezweifelt. Dies führte zu Schwankungen der Währungsrelationen und zu Spekulationen, in deren Ergebnis die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit wohl weitaus geringer als erhofft ausfiel.

Dem aus diesen Gründen ohnehin nur vagen Vorteil einer eigenen Währung stünden handfeste Kosten gegenüber. Denn die Einführung einer eigenen Währung und deren unmittelbare Abwertung würden das Verschuldungsproblem des Landes nur verstärken. Erstens sind die bestehenden Schulden in Euro denominated; ihr Wert würde in heimischer Währung mit einer Abwertung nur weiter zunehmen. Zweitens müsste das Land bei der Aufnahme neuer Schulden für ein zusätzliches Wechselkursrisiko entschädigen. Drittens würden neue und bestehende Schultitel in vergleichsweise illiquiden Märkten gehandelt werden, sodass Liquiditätsprämien zu zahlen wären. Schließlich würde eine Kapitalflucht ins Ausland einsetzen, denn Haushalte und Unternehmen würden versuchen, ihre auf Euro lautenden Forderungen auf Banken in anderen Euro-raumländern zu übertragen und ihre Transaktionen solange wie möglich mit dem relativ starken Euro abzuwickeln; die Akzeptanz der neuen Währung im eigenen Land wäre gering.

In Abwägung der Kosten und eventueller Vorteile der Wiedereinführung einer eigenen Währung ist ein Austritt aus dem Euroraum nicht vorteilhaft. Im Gegenteil erhöht bereits ein drohender Zahlungsausfall die Wahrscheinlichkeit, dass ein Land in der Union wird verbleiben wollen. Ein Bail-out durch die Union oder einzelne Mitgliedsländer könnte diesem Anreizeffekt zwar entgegenwirken. Allerdings dürfte kein Euroraumland bereit sein, ein anderes „herauszuhauen“, wenn dieses unmittelbar im Anschluss den Euroraum verlassen wollte.

Zahlungsausfall: Bail-out

Eine Alternative zum Verlassen des Euroraums ist ein Bail-out durch die EU-Länder insgesamt oder durch ein einzelnes Mitgliedsland. Hierbei kann dieser Bail-out unterschiedliche Formen annehmen. So stehen neben der direkten Übernahme von Schulden auch andere Möglichkeiten offen (*hidden bail-out*). Beispielsweise wäre die Emission einer Gemeinschaftsanleihe möglich, durch die ein Land in den Genuss niedrigerer Zinsen und damit geringerer laufender Zahlungsverpflichtungen kommen kann. Oder aber die Europäische Zentralbank (EZB) dünnt die Qualitätsanforderungen ihrer zentralbankfähigen Wertpapiere dahingehend aus, dass auch Anleihen von souveränen Schuldern, deren Zahlungsfähigkeit bedroht ist, als Sicherheiten hinterlegt werden können. Im Fall eines Zahlungsausfalls würde sich das Risiko bei der EZB realisieren und letztlich auf alle Mitgliedsländer verteilt werden. Ungeachtet der tatsächlich ergriffenen Art des Bail-out sind Bedingungen und Auflagen in Analogie zu den Unterstützungsprogrammen des Internationalen Währungsfonds mit den Hilfsmaßnahmen zu erwarten, die Anreize für künftiges Fehlverhalten einzelner Staaten mindern sollten.

Die Kosten von Bail-outs souveräner Schuldner sind sowohl in der Wissenschaft als auch in der Politik bereits im Vorfeld der Einführung des Euro diskutiert worden und waren Grundlage für eine damals im weitgehenden Konsens getroffene Entscheidung zur Ablehnung von Bail-outs. Kurz skizziert bestehen diese Kosten darin, dass die Stabilitätsunion zunehmend unglaubwürdig und die Unabhängigkeit der EZB gefährdet würde; es wäre mit einem Anstieg der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen zu rechnen.

In der konkreten Situation würde eine Verweigerung eines Bail-out jedoch wirtschaftlich gefährlich und politisch wohl nicht durchsetzbar sein.⁷⁵ Die Kosten einer Verweigerung von Bail-outs sind vielfältig. In der gegenwärtigen Lage einer durch eine Weltfinanzkrise ausgelösten Weltrezession ist

⁷⁵ Da dies wiederum die Glaubwürdigkeit der ursprünglichen *no bail-out clause* in Frage stellen würde, sahen der Vertrag von Maastricht und anschließend der Stabilitäts- und Wachstumspakt explizit Regeln für eine stabilitätsorientierte Fiskalpolitik vor. Und genau deswegen, weil diese Regeln so wenig Beachtung fanden, ist die Europäische Währungsunion in die gegenwärtige Lage geraten.

aber vor allem der zerschlagene Zustand des Bankensektors von besonderer Bedeutung. So würde eine der Verweigerung eines Bail-out folgende Insolvenz zu einer Kapitalflucht aus dem betroffenen Land führen. Internationale Investoren und nationale Sparer versuchten, ihre Anlagen aufzulösen und in sichere Häfen im europäischen Ausland zu verbringen. Die prekäre Lage des nationalen Bankensystems würde sich dadurch dramatisch verschlechtern. Hinzu kämen europaweite systemische Ansteckungseffekte – entweder, weil europaweit systemwichtige Banken im Sog der Krise untergingen, oder weil Forderungsausfälle bei Banken – insbesondere in den bedeutenden kapitalexportierenden Ländern wie Deutschland – in großem Umfang eintreten würden. Die ausgelöste Kettenreaktion dürfte sehr schnell die ohnehin nur eingeschränkt wirksamen nationalen „Rettungsschirme“ für Banken überlasten. Eine wahrscheinliche Folge wären wohl weitreichende Nationalisierungen und Verstaatlichungen von Banken, von denen kaum zu erwarten sein dürfte, dass sie die Probleme im Bankensektor lösen können.

So bleibt zu konstatieren, dass ein Bail-out in der einen oder anderen Form wohl die wahrscheinlichste Reaktion auf einen drohenden Zahlungsausfall ist, wenngleich dieser mit hohen Kosten in Form anhaltender monetärer und fiskalischer Instabilitäten verbunden wäre. Um diese Kosten auf ein Minimum zu reduzieren, sollten sie mit Maßnahmen zur Verringerung von Fehlanreizen verbunden sein. Allerdings dürften sich hierdurch die ohnehin bestehenden Probleme im Bankensektor in keiner Weise beheben lassen.

Fazit

Alles in allem ist festzuhalten, dass die gegenwärtigen Renditedifferenzen für Staatsschuldtitel innerhalb des Euroraums tatsächlich realwirtschaftliche Risiken offenlegen und zugleich noch ein Stück weit erhöhen. Dennoch dürfte der jüngste Anstieg der Prämien nur zu einem kleinen Teil auf gestiegene Insolvenzwahrscheinlichkeiten zurückzuführen sein, denn Staaten, die in Zahlungsschwierigkeiten kämen, könnten wohl doch mit Hilfen der Partnerländer rechnen. Derartige Bail-outs sind jedoch keineswegs unproblematisch. Denn sie sind vor allem mit einem Glaubwürdigkeits- und Stabilitätsverlust der gesamten Währungsunion verbun-

den, der sich wohl auch in Form langfristig höherer Inflationserwartungen niederschlagen würde. Ein Aufbrechen der Währungsunion ist jedoch nicht zu befürchten, denn niemand hat einen Anreiz, den Euroraum in der gegenwärtigen Lage zu verlassen.

Letztlich liegt der Schlüssel zur Lösung der Wirtschaftskrise in der Bewältigung der Weltfinanzkrise. Wenn die Wirtschaftspolitik nur immer neue, schuldenfinanzierte Konjunkturpakete auflegt, aber keinen wirksamen Beitrag zur Normalisierung der Finanzmärkte leistet, ist die Gefahr groß, dass die Bonität der europäischen Staatengemeinschaft als Ganzes leidet; damit wäre der Lösung der Wirtschafts- und Weltfinanzkrise ein Bärendienst erwiesen.

Diemo Dietrich
(*Diemo.Dietrich@iwh-halle.de*)

Axel Lindner
(*Axel.Lindner@iwh-halle.de*)