

# **Die Krise der Europäischen Währungsunion**

**Oliver Landmann  
Universität Freiburg**

August 2011

Erscheint in: Martin Held/Gisela Kubon-Gilke/Richard Sturn (Hg.): Lehren aus der Krise für die Makroökonomik - Jahrbuch Normative und Institutionelle Grundfragen der Ökonomik, Band 11, Metropolis-Verlag, Marburg 2012

Institut für allgemeine Wirtschaftsforschung  
Universität Freiburg  
Platz der Alten Synagoge  
D-79085 Freiburg  
Germany  
Tel.: ++49(0)761-203-2326  
Fax: ++49(0)761-203-2405  
e-mail: [oliver.landmann@vwl.uni-freiburg.de](mailto:oliver.landmann@vwl.uni-freiburg.de)

# Die Krise der Europäischen Währungsunion

*Oliver Landmann*\*

**Abstract:** Die Krise der Europäischen Währungsunion wird in diesem Aufsatz als direkte Folgeerscheinung der Finanzkrise gedeutet. Ihre Ursprünge liegen in den makroökonomischen Ungleichgewichten, die sich über Jahre hinweg aufgebaut haben, in ihrer Tragweite aber lange verkannt wurden. Die Rettungsschirme, mit denen die Politik bisher reagiert hat, eröffnen den Schuldnerländern keinen Ausweg aus dem Spannungsfeld von Überschuldung, verlorener Wettbewerbsfähigkeit und konjunktureller Krise.

**Keywords:** Euro, Währungsunion, Finanzkrise, makroökonomische Koordination

## 1. Einleitung

Die Krise der Europäischen Währungsunion (EWU) ist nicht aus dem Nichts entstanden, sondern sie setzt eine ganze Kaskade von Krisen fort, die sich mindestens bis zum Platzen der „dot.com“-Blase der Unternehmensbewertungen an den Technologiebörsen im Jahr 2000 zurückverfolgen lässt. Als nächstes waren es die Immobilienpreise, die in den USA und einigen europäischen Ländern zum Höhenflug ansetzten, bis auch diese Blase platzte und die Immobilienmärkte in die Krise stürzte. Aufgrund der komplexen Konstruktion der Immobilienfinanzierung wurde aus der Immobilienkrise in kürzester Zeit eine Finanzkrise. Die Risikoprämien schossen in die Höhe, die Weltwirtschaft stürzte in eine Rezes-

---

\* Prof. Dr. Oliver Landmann, Universität Freiburg, Institut für Allgemeine Wirtschaftsforschung, D-78085 Freiburg [oliver.landmann@vwl.uni-freiburg.de]

sion, Regierungen mussten Banken retten und Konjunkturpakete schnüren, die Staatsverschuldung stieg drastisch an. Als die ersten hoch verschuldeten Mitgliedsländer der EWU anfangs 2010 den Zugang zum privaten Kapitalmarkt zu verlieren drohten, war daraus eine Euro-Krise geworden. Die Euro-Krise ist somit nicht eine Währungskrise im klassischen Sinne. Sie ist vielmehr ein weiterer Akt im ausgedehnten Drama der Finanzkrise.

Das Projekt einer Währungsunion in Europa war nicht von Anfang an zum Scheitern verurteilt, wie es viele im Vorfeld wahrhaben wollten, die sich heute in dieser Einschätzung auch bestätigt fühlen (Feldstein 1997, 2009). Aber es stellte Anforderungen an den institutionellen Ausbau und an die Governance Europas, für welche die Europäische Union nicht bereit war. Im Kern hängt das Governance-Defizit damit zusammen, dass die Mitgliedsländer der EWU bisher nicht bereit gewesen sind, ihre nationalen Zuständigkeiten für Regelungsbereiche aufzugeben, deren Zentralisierung - oder zumindest Koordination - für das harmonische Funktionieren einer Währungsunion unabdingbar sind. Dadurch entstand ein institutionelles Vakuum, innerhalb dessen sich gravierende makroökonomische Schief lagen innerhalb des Euroraums aufbauen konnten, ohne dass ihnen wirtschaftspolitisches Korrektiv entgegengewirkt hätte. Der Ausbruch der Finanzkrise offenbarte auf einen Schlag die Brüchigkeit der institutionellen Architektur der EWU, und so mündete das institutionelle Defizit in ein gravierendes makroökonomisches Stabilitätsproblem.

Das Krisenmanagement, das gefordert gewesen wäre, als sich die unmittelbar bevorstehende Zahlungsunfähigkeit Griechenlands im Mai 2010 zu einer Krise der EWU auszuwachsen drohte, wurde - und wird noch immer - durch die fehlende Klarheit und Geschwindigkeit der Entscheidungswege in seiner Effektivität beeinträchtigt. Lähmend wirkt, dass jedes Krisenmanagement immer auch Verteilungskonflikte lösen muss. Denn jede Lösung für die Krise muss ja auch die Frage beantworten, wer für die Fehler zahlt, welche die Krise überhaupt erst herbeigeführt haben.

Die Euro-Krise wirft somit Fragen auf unterschiedlichen Ebenen auf:

1. Auf der Ebene der makroökonomischen Stabilisierungspolitik: Welche Politik benötigt ein wirtschaftlich heterogener Währungsraum, damit seine gesamtwirtschaftliche Stabilität gewahrt bleibt?

2. Auf der Ebene des ordnungspolitischen Regelungsrahmens: Welches institutionelle Fundament benötigt eine politisch heterogene Währungsunion, damit tatsächlich eine stabilitätskonforme Wirtschaftspolitik verfolgt wird?

3. Auf der Ebene des kurzfristigen Krisenmanagements: Welche Instrumente benötigt die Politik, um effizient reagieren zu können, wenn die makroökonomische Stabilität oder die Stabilität der Finanzmärkte doch einmal verloren geht?

Der vorliegende Beitrag kann nicht allen diesen Handlungsebenen gleichermaßen gerecht werden. Daher liegt das Augenmerk im Folgenden vor allem auf der Analyse der makroökonomischen Entwicklungen, die zu der Krise geführt haben. Ohne eine stimmige makroökonomische Diagnose kann weder die Bewältigung der aktuellen Krise noch die Prävention künftiger Krisen gelingen.

## **2. Vernachlässigte makroökonomische Ungleichgewichte**

Finanz- und Währungskrisen gehören zu den immer wiederkehrenden Konstanten der Wirtschaftsgeschichte (Reinhart/Rogoff 2009). Das Bemerkenswerte daran ist, dass sich das Unwetter zwar fast immer über einen längeren Zeitraum hinweg zusammenbraut, am Ende aber Politik und Märkte gleichermaßen unvorbereitet trifft. Als sich im Frühjahr 2008 der unwiderrufliche Startschuss für die EWU zum zehnten Mal jährte, veröffentlichten zahlreiche Institutionen - darunter die Europäische Kommission, die Europäische Zentralbank und die Deutsche Bundesbank - Jubiläumsschriften, in denen eine Bilanz der ersten 10 Jahre gezogen wurde. Die vorherrschende Tonlage dieser Veröffentlichung war euphorisch bis triumphal: „Der Euro ist ein klarer Erfolg“, schrieb etwa die Europäische Kommission (European Commission 2008, S. 3).

Grundlage dieser Diagnose war eine Bestandesaufnahme der makroökonomischen Kennzahlen für den Euroraum insgesamt. Entgegen weit verbreiteter Skepsis hatte sich der Euro als stabile Währung bewiesen. Die Inflationsrate war niedrig und stabil, im Schnitt zwar etwas höher als die Zielmarke, die sich die EZB „unterhalb, aber nahe bei 2%“ selbst gesetzt hatte, aber trotzdem niedriger als die durchschnittliche Rate der

Geldentwertung in der Ära der D-Mark in Deutschland (Sinn 2010). Der Außenwert der Währung unterlag keinen ungewöhnlich heftigen Schwankungen und befestigte sich im Trend sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch auf handelsgewichteter Basis. Das aggregierte Bruttoinlandsprodukt des Euroraums wuchs bis 2008 moderat und ohne größere konjunkturelle Störungen.

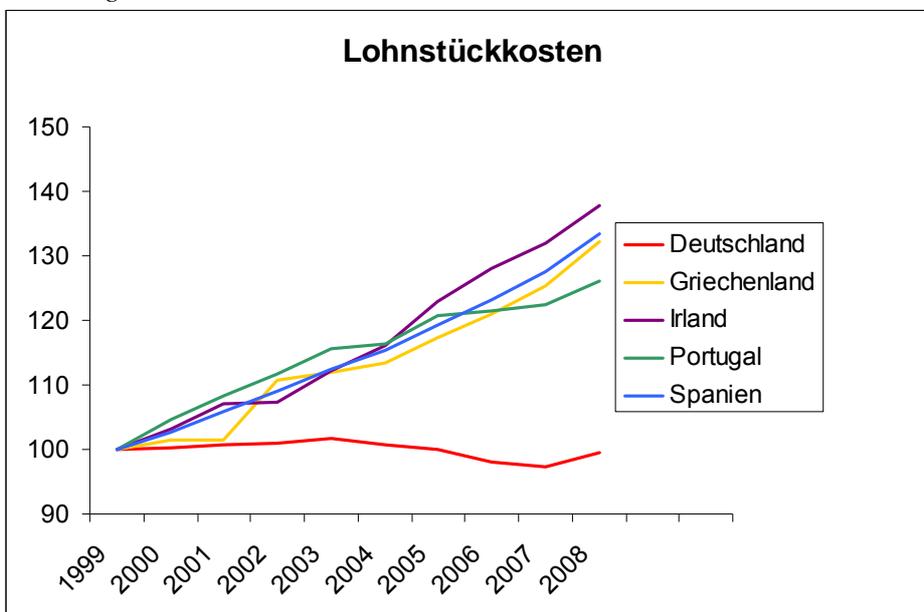
Was unter der Oberfläche dieser bemerkenswerten gesamtwirtschaftlichen Stabilität des Euroraums weitgehend unbemerkt blieb - oder jedenfalls nicht zu größerer Sorge Anlass gab -, waren die ausgeprägten Unterschiede in der makroökonomischen Entwicklung der einzelnen Regionen. Besonders auffallend war die Divergenz der Preis- und Kostenniveaus. Abbildung 1 illustriert die Entwicklung der Lohnstückkosten im ersten Jahrzehnt des Euro in Griechenland, Irland, Portugal und Spanien - den „GIPS-Staaten“ - im Vergleich zu Deutschland. Während das Kostenniveau in Deutschland ungefähr stabil war, verzeichnete die Peripherie Europas einen Anstieg der Kosten in der Größenordnung von 25-35%. Entsprechend öffnete sich die Schere auch bei den Güterpreisen. Solche Differenzen hatte es schon vor der Währungsunion gegeben. Aber damals wurden sie früher oder später immer wieder durch entsprechende Anpassungen der Wechselkurse ausgeglichen. Mit einer gemeinsamen Währung dagegen führten die unterschiedlichen Trends der Lohnstückkosten zu einer substantiellen Verschiebung der relativen Wettbewerbsfähigkeit zugunsten Deutschlands.

Die Interpretation dieser Entwicklung verursachte zunächst einiges Kopfzerbrechen, hatte man sich von der Währungsunion doch mehr Transparenz versprochen, durch die der Wettbewerb gestärkt und Preisdifferenzen abgebaut werden sollten. Entsprechend zog die Europäische Kommission aus der beobachteten Preis- und Kostendivergenz den Schluss, dass die Märkte trotzdem noch immer nicht flexibel funktionieren. Sie machte dafür die Tatsache verantwortlich, dass die Integration des europäischen Binnenmarktes in wesentlichen Bereichen wie dem Dienstleistungssektor noch zu wünschen lasse, und dass auch der Eifer bei der Umsetzung struktureller Reformen auf Arbeits- und Gütermärkten nachgelassen habe (European Commission 2008, S. 6).

Inzwischen ist jedoch klar, dass die Divergenz der Lohnstückkosten nicht mit Flexibilitätsdefiziten einzelner Märkte oder Preise allein zu begründen ist, sondern ein Symptom tiefer liegender, massiver Ungleich-

gewichte ist, die den Kern und die Peripherie Europas heute trennen. Weitere Symptome dieser Verwerfungen zeigen sich im Wirtschaftswachstum der EWU-Mitglieder, in der Zusammensetzung ihres Bruttoinlandsprodukts, in den Handels- und Kapitalströmen, und natürlich auch in derjenigen Größe, an der sich die Euro-Krise schließlich entzündete: in der Verschuldung. Die Verschuldung hat viele Gesichter - Staatsschulden, Bankenschulden, Auslandsschulden. Aber der Schlüssel zu ihrem Verständnis findet sich vor allem an einer Stelle, nämlich dort, wo sich Kreditnehmer und Kreditgeber treffen, und wo sich die Kreditzinsen bilden: auf dem Kapitalmarkt.

Abbildung 1: Lohnstückkosten im Euroraum, 1999-2008



Quelle: OECD, Economic Outlook Database.

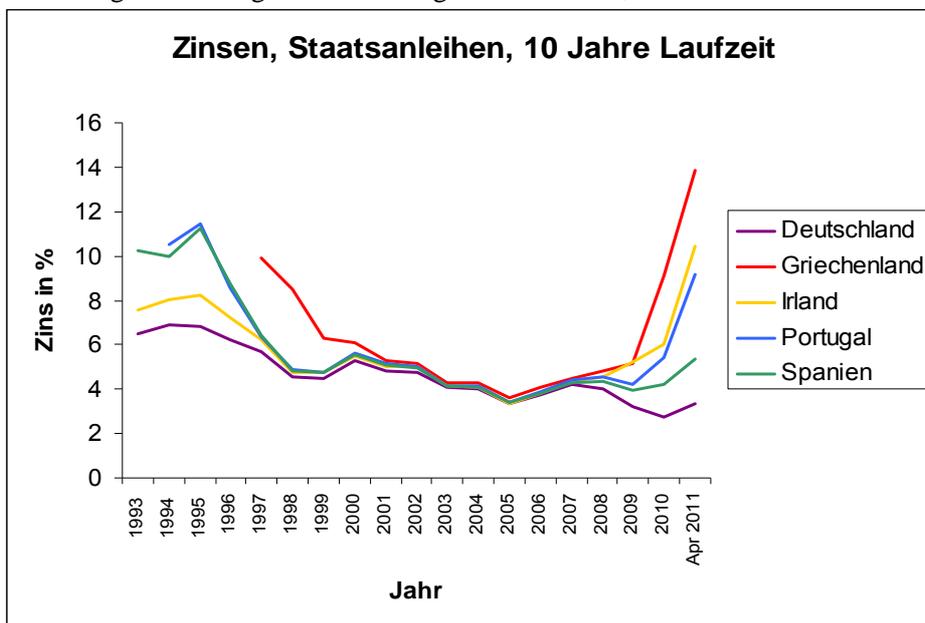
### 3. Die Geschichte des Euro, von den Zinsen erzählt

#### 3.1 Erste Phase: Zinskonvergenz und Nachfrageboom in der Peripherie

In Abbildung 2 sind die Zinsen auf Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit für die vier GIPS-Staaten und für Deutschland dargestellt. Zu erkennen ist, dass die Zinsdifferenzen bis zum Beginn der EWU - bzw. im

Falle Griechenlands: bis zum Beitritt im Jahre 2001 - verschwunden sind. Zuvor widerspiegelten sie die Erwartung wiederholter Abwertungen der vormals 'weichen', weniger stabilen Währungen der GIPS-Staaten gegenüber der D-Mark, und sie entschädigten die Anleger für die damit verbundenen Verluste. Im Verein mit dem Zugang zu langfristigem Kapital, den die Währungsunion diesen Ländern brachte, wirkte die plötzliche Verbilligung der Kreditzinsen, wie sie nach Lehrbuch wirken sollte: als Anreiz zur Verschuldung.

Abbildung 2: Konvergenz und Divergenz der Zinsen, 1993-2011

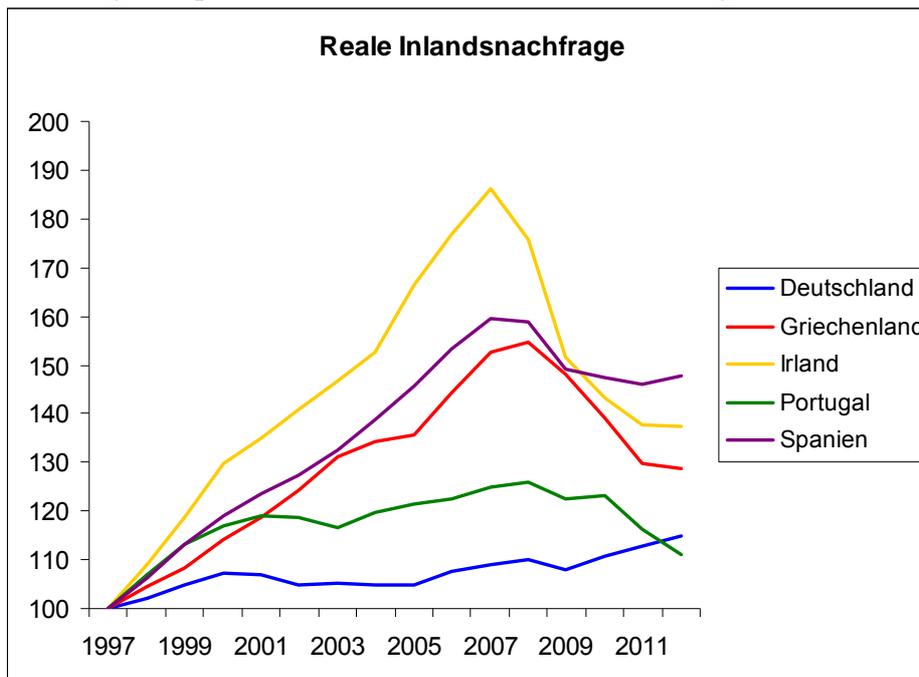


Quelle: OECD, Economic Outlook Database.

In einigen Fällen war es der private Sektor, der sich verschuldete und damit einen Immobilienboom entfachte, in anderen Fällen war es eher die öffentliche Verschuldung, die anstieg. Makroökonomisch wirkt beides ähnlich, nämlich als kräftiger Stimulus für die Inlandsnachfrage. Im Gegensatz zu Deutschland, wo sich der Binnensektor bis 2005 nur schleppend entwickelte, verzeichneten vor allem Griechenland, Spanien und Irland ein rasches Wachstum der Inlandsnachfrage. Dieses summierte sich, wie Abbildung 3 zeigt, im Zeitraum von 1997-2007 real auf 50-90% und lag damit deutlich über dem Wachstumspotenzial der eigenen Produktionskapazitäten. In zunehmendem Masse musste die Nachfrage

daher durch Einfuhren gedeckt werden, so dass auch die Passivsalden der Leistungsbilanzen rasch in die Höhe schossen (Landmann 2011a). Spiegelbildlich stieg in Deutschland der Überschuss der Leistungsbilanz (EEAG 2011, Fig. 2.7).

Abbildung 3: Expansion und Kontraktion der Inlandsnachfrage, 1997-2011



Quelle: OECD, *Economic Outlook Database*.

Das von der Zinskonvergenz angeheizte Nachfragewachstum in der Peripherie Europas setzte mithin einen gewaltigen Ressourcentransfer in Gang, der sich zugleich als Gütertransfer und als Finanztransfer manifestierte. Der Gütertransfer bestand in den Importüberschüssen, durch welche die GIPS-Staaten die Lücke zwischen ihrer überhitzten Binnen-nachfrage und ihrer eigenen Güterproduktion schlossen. Der Finanztransfer bestand in den Netto-Kapitalimporten, die diese Importüberschüsse finanzierten. Die Zweifel an der Tragfähigkeit der dadurch angewachsenen Verschuldung waren es schließlich, die die Euro-Krise auslösten.

Wie Keynes (1929) und Ohlin (1929) in ihrem legendären Streit über das so genannte Transferproblem gezeigt haben, bedeutet jeder Ressourcentransfer auch eine Verlagerung der auf die Güterproduktion der beteiligten Länder entfallenden Ausgaben. Wenn sich die Ausgaben -

wie Keynes es postuliert hatte, und wie es sich empirisch auch als richtig erwiesen hat - in dieselbe Richtung verlagern wie die Ressourcen, verbessern sich in den Empfängerländern die Terms of Trade. Dies bedeutet, dass sich die relativen Güterpreise in diesen Ländern verteuern oder, was dasselbe ist, sich die Einfuhren real verbilligen. Das Argument von Keynes war, dass sich hierdurch die reale Belastung, die der Transfer dem transferierenden Land auferlegt, verstärkt. Die Kehrseite der Terms-of-Trade-Verschlechterung ist die Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit, die es dem Land erlaubt, den Transfer in Gestalt von Exportüberschüssen auch real zu leisten.

Der historische Kontext des Transferproblems waren die Reparationen, die Deutschland nach dem verlorenen Ersten Weltkrieg auferlegt worden waren. Aber dieselbe Logik lässt sich heute auch auf den Ressourcentransfer anwenden, der durch die Konvergenz der Zinsen und die Divergenz der Wachstumsraten der Inlandsnachfrage im Euroraum zustande kam (Krugman 2010): Der Anstieg der Preise und Kosten in den boomenden GIPS-Staaten, der oben in Abbildung 1 zum Ausdruck kommt, bewirkte genau jene Veränderungen der relativen Güterpreise, die nach Keynes als Signal und Anreiz notwendig waren, um den Ressourcentransfer auf den Gütermärkten zu verwirklichen.

Diese transfertheoretische Interpretation der Preis- und Kostendivergenz im Euroraum als einer endogenen, marktgetriebenen Reaktion der verschiedenen Länder auf die asymmetrischen Nachfrageimpulse, denen sie ausgesetzt waren, nimmt jenen Kritikern Deutschlands den Wind aus den Segeln, die in der sich kontinuierlich verbessernden deutschen Wettbewerbsfähigkeit eine bewusste merkantilistische Strategie sehen. Nach dieser Sichtweise war die ausgeprägte Kostendisziplin in Deutschland eine *beggar-thy-neighbour*-Strategie, die dazu gedient, oder zumindest dazu geführt, hat, anderen europäischen Wettbewerbern auf den Weltmärkten Marktanteile zu entreissen (Flassbeck/Spiecker 2009, Cesaratto 2011).

Die Merkantilismus-These hält einer näheren Betrachtung schon deswegen nicht stand, weil unter den institutionellen Gegebenheiten Deutschlands niemand, weder die Regierung noch die Tarifvertragsparteien, in der Lage wäre, eine solche Strategie zu konzipieren, geschweige denn umzusetzen. Entsprechend würde auch die daraus abgeleitete Empfehlung, das angebliche Lohndumping durch eine gesamteuropäische

Harmonisierung der Lohnpolitik zu unterbinden, ins Leere laufen. Eine solche Politik wäre zum Scheitern verurteilt, weil sie am Symptom statt an den Ursachen ansetzt. Sie wäre sogar kontraproduktiv, weil sie die marktkonformen Anpassungen der relativen Preise unterdrücken und damit die Ungleichgewichte verschärfen würde.

### *3.2 Zweite Phase: Zinsverbund nominal, aber nicht real*

Es mag im Rückblick erstaunen, wie lange die Phase der nahezu vollständigen Nivellierung der Zinssätze im Euroraum anhielt. Wie oben aus Abbildung 2 ersichtlich ist, begannen sich die Märkte erst mit Ausbruch der Finanzkrise im Jahre 2008 gegen die ungebremste Verschuldung der kapitalimportierenden GIPS-Staaten aufzulehnen. Dies zeigt zweierlei: Erstens widerspiegelten die Zinsdifferenzen der Ära vor der Währungsunion nicht Solvenzrisiken, sondern nur Währungsrisiken. Dies entsprach insofern der Marktlogik, als bei Staatsschulden gewöhnlich so lange keine Solvenzrisiken auftreten, als die sich verschuldenden Staaten noch eine eigene Währung besitzen (De Grauwe 2011). Zweitens wurde die Erwartung, dass die Einhaltung der staatlichen Budgetbeschränkungen durch die Disziplin des Kapitalmarktes erzwungen werden würde, enttäuscht. Die Risikoprämien, und mit ihnen die Risikobewertungen der Rating-Agenturen, waren - nicht anders als auf den Märkten für verbrieft Subprime-Hypotheken - nachlaufende Indikatoren der wahren Risiken. Ob dies daran lag, dass die Marktteilnehmer die Risiken schlicht verkannten, oder daran, dass sie implizit bereits damit rechneten, dass die europäische Staatengemeinschaft einen zahlungsunfähigen souveränen Schuldner aus ihren Reihen nicht einfach fallen lassen würde, bleibe hier dahingestellt.

Die Egalisierung der Zinsen auf einem nominal einheitlichen niedrigen Niveau wirkte nicht nur deshalb destabilisierend, weil sie den Aufbau unbezahlbarer Schuldenberge begünstigte, sondern auch, weil sie die konjunkturellen Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums verschärfte. Da die Güterpreise in den boomenden GIPS-Staaten deutlich schneller stiegen als im übrigen Europa, waren die nominal einheitlichen Zinssätze dort am niedrigsten, wo sie am höchsten hätten sein müssen, um den Boom zu dämpfen, und dort am höchsten, wo sie am niedrigsten hätten sein müssen, um die zurückbleibende Binnennachfrage zu beleben. Die

Europäische Zentralbank orientierte sich mit der Steuerung ihres Leitzinses am Durchschnitt der makroökonomischen Indikatoren für den Euroraum insgesamt und hatte keine Instrumente zur Verfügung, um den unterschiedlichen geldpolitischen Bedürfnissen der einzelnen Mitgliedsländer der EWU gerecht zu werden.

Es zeigt sich somit, dass eine Währungsunion, die nicht wie etwa die USA über automatische Stabilisatoren in Gestalt einer Fiskalunion oder einer hohen Arbeitskräftemobilität verfügt, mit einem System des Nachfragemanagements ausgestattet werden muss, das sich der regionalen makroökonomischen Ungleichgewichte annimmt. Der Vertrag von Maastricht und der Stabilitäts- und Wachstumspakt hatten mit ihren Vorkehrungen zur Begrenzung der Staatsverschuldung in dieser Hinsicht jämmerlich versagt. Dass die Bestimmungen des Vertragswerks in großem Stile missachtet worden sind, war dabei noch nicht einmal das Hauptproblem. Denn mit Ausnahme Griechenlands (und zum Teil auch Portugals) fand der Aufbau der Verschuldung nicht im öffentlichen, sondern im privaten Sektor statt. Erst als die Überschuldung mit der Finanzkrise die Stabilität des ganzen Finanzsystems zu bedrohen begann und die Politik stabilisierend eingriff, wurden die Schulden des privaten Sektors zu öffentlichen Schulden. Das krasseste Beispiel für diesen Vorgang ist im Euroraum Irland, das so in kürzester Zeit vom finanzpolitischen Musterschüler zum Sanierungsfall wurde. Die größten Ungleichgewichte und Risiken sind somit auf dem Radarschirm des Stabilitäts- und Wachstumspakts gar nicht aufgetaucht. Die bei Ausbruch der Euro-Krise vielfach geforderte Härtingung des Pakts hätte allenfalls den Problemen in Griechenland vorbeugen können, hätte darüber hinaus aber nur wenig bewirkt.

### *3.3 Dritte Phase: Zinsdivergenz und Umkehr des Konjunkturgefälles*

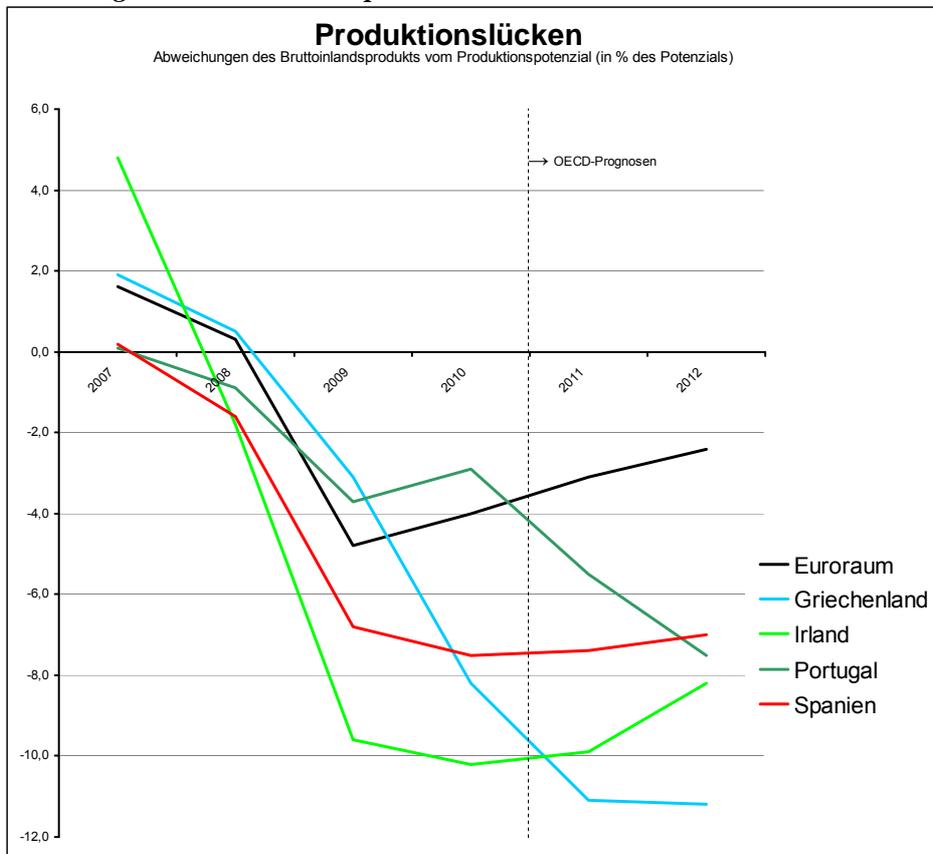
Die Euro-Krise wurde durch den Anstieg der Risikoprämien ausgelöst, der zunächst vor allem die Staatsanleihen Griechenlands betraf, danach aber trotz allen Bemühungen der Politik, Ansteckungseffekte zu vermeiden, auf weitere hoch verschuldete Länder übergriff. Das Ende der Boomphase in den Ländern, deren Wachstum zuvor von der kreditfinanzierten Binnennachfrage getragen gewesen war, wurde durch das Versiegen der Finanzierung und durch den Zwang zum Abbau der Staatsver-

schuldung maßgeblich verschärft. Der Absturz war brutal. Große Teile des Unterschieds im Wachstum der Binnennachfrage zwischen den GIPS-Staaten und Deutschland sind in den drei Jahren seit 2008 wieder verloren gegangen (vgl. oben, Abbildung 3). Entsprechend schnell hat sich das Konjunkturgefälle im Euroraum umgedreht.

Es setzt sich hier im Verhältnis zwischen der Peripherie und dem Kern Europas ein Bewegungsmuster fort, das bis in die frühen 90er Jahre zurückverfolgt werden kann, und das Blanchard (2007) als eine Art Konjunkturschaukel („rotating slumps“) charakterisiert hat. Die Konjunkturschaukel besteht aus einer Abfolge von Boom- und Baissephasen, die in den verschiedenen Regionen zeitversetzt auftreten. Es lässt sich zeigen, dass ein solches Ablaufmuster durch die systemimmanenten Anpassungsprozesse in Gang gehalten wird, wenn die Geldpolitik aufgrund einer Fixierung der Wechselkurse bzw. einer Währungsunion nicht mehr auf die Bedürfnisse der einzelnen Regionen zugeschnitten werden kann (Landmann 2011a,b), und wenn die Schaukel immer wieder durch exogene Impulse angestoßen wird. Als solche Impulse wirkten zu Beginn der 1990er Jahre die deutsche Einheit, die in Deutschland einen binnenwirtschaftlichen Nachfrageboom entfachte, später die Gründung der EWU, die der Peripherie Europas einen Aufschwung bescherte, und zuletzt die Finanzkrise, die in die Euro-Krise mündete und die überschuldeten Volkswirtschaften der Peripherie weit härter traf als Überschussländer wie Deutschland.

Abbildung 4 illustriert die jüngste Phase der europäischen Konjunkturschaukel anhand der Produktionslücken, also der Abweichungen des Bruttoinlandsprodukts vom jeweiligen gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzial. Im Euroraum insgesamt hat sich die Konjunktur überraschend rasch von dem Rückschlag des Jahres 2009 erholt und nähert sich seither allmählich wieder der Normalauslastung an. Da der Durchschnitt auch die GIPS-Staaten enthält, ist das Bild für die übrigen Mitgliedsländer der EWU sogar noch günstiger. Für die GIPS-Staaten dagegen könnte der Kontrast zu den vorangegangenen Boomjahren kaum härter sein: Die Unterauslastung der Produktionskapazitäten beträgt dort zwischen 7% und 11%, und Aussicht auf Besserung in absehbarer Zeit besteht nur wenig.

Abbildung 4: Absturz der Peripherie



Quelle: OECD, Economic Outlook 89, Mai 2011

#### 4. Warum die Rettungsschirm-Strategie nicht aufgehen konnte

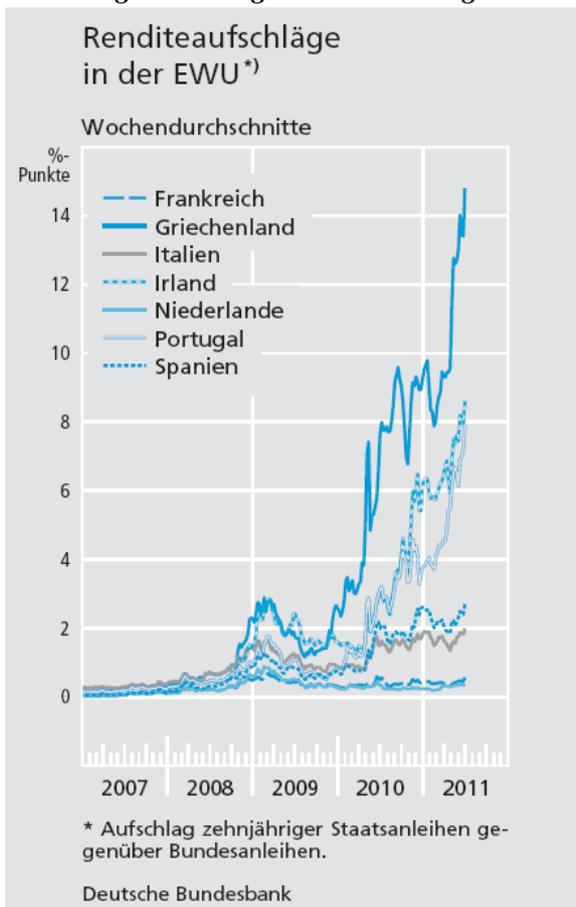
##### 4.1 Bedingungen für eine Überwindung der Krise

Europas Politiker haben mit den Rettungsschirmen, die sie ab Mai 2010 nacheinander für Griechenland, Irland und Portugal aufspannten, einen Kurs eingeschlagen, der darauf angelegt war, die Zahlungsfähigkeit der verschuldeten Staaten aufrechtzuerhalten und die Schuldenberge durch konsequent durchzuhaltende Sparprogramme allmählich abzutragen. Das ausschlaggebende Motiv für die Wahl dieser Strategie war von Anfang an das Bestreben, die Märkte mit den gewährten Kreditgarantien zu

beruhigen und eine Ausbreitung der Solvenzprobleme auf weitere Länder, und damit letztlich auf das europäische Finanzsystem, abzuwenden.

Diese Strategie ist gescheitert. Nicht nur folgten auf Griechenland weitere Länder, die unter dem Rettungsschirm Zuflucht fanden. Auch die Zins-Spreads, deren Ausweitung die Krise ausgelöst hatte, stiegen nach kurzer Zeit weiter an. So war der Renditeaufschlag griechischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen zur Jahresmitte 2011 bereits doppelt so hoch wie im Mai 2010, als die Politik erstmals mit einem Hilfspaket eingriff (Abbildung 5). Die Märkte signalisierten damit in aller Eindeutigkeit, dass sie den Beteuerungen der Politik, wonach die Schuldenkrise mit den Rettungsschirmen, mit eiserner Disziplin in den überschuldeten Ländern und mit einem langen Atem aller Beteiligten entschärft werden könne, keinen Glauben schenkten.

**Abbildung 5: Rettungsschirme beruhigen die Märkte nicht**



Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juni 2011

Zwar mögen die Einschätzungen der Märkte, die das Solvenzrisiko souveräner Schuldner in Europa so lange überhaupt nicht in Rechnung gestellt hatten, nicht über alle Zweifel erhaben sein. Aber als die Märkte ernsthaft zu rechnen anfangen, rechneten sie scharf. Sie erkannten schnell, dass die Bedingungen, unter denen die Rettungsschirm-Strategie der Europäischen Union und des Internationalen Währungsfonds allenfalls aufgehen konnte, in sich widersprüchlich waren. Es geht ja nicht nur darum, die Schuldenlast zu senken, sondern auch darum, das Wirtschaftswachstum wieder in Gang zu bringen und die internationale Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen.

Soll die Verschuldung auf ein nachhaltiges Maß zurückgeführt werden, bedeutet dies, bezogen auf die Verschuldung des öffentlichen Sektors, dass die Budgetdefizite des Staates reduziert, wenn nicht gar in Überschüsse verwandelt werden müssen. Die elementare Arithmetik der Staatsverschuldung besagt, dass die Finanzpolitik umso restriktiver werden muss, je höher die Differenz zwischen der Verzinsung der Staatsanleihen und der Wachstumsrate der Wirtschaft ist (Buiter 2010). Hier wird deutlich, dass das Gelingen einer Stabilisierung der öffentlichen Finanzen ein bedeutendes Element von sich selbst erfüllenden Erwartungen enthält: Glauben die Märkte an den Erfolg des eingeschlagenen Kurses, belohnen sie dies mit niedrigen Risikoprämien und machen damit einen Erfolg der Politik wahrscheinlicher. Glauben sie nicht daran, bleiben die Risikoprämien hoch, und die Stabilisierung der Schuldenlast wird schwieriger. Die hierin angelegte Indeterminiertheit des Ergebnisses begründet eine Fragilität einer Währungsunion, die bei der Gründung der EWU offenkundig unterschätzt worden war (De Grauwe 2011).

Wie oben schon deutlich geworden ist, genügt es nicht, das Augenmerk auf die öffentliche Verschuldung zu legen. Nicht nur war es in vielen Fällen ja die Verschuldung des privaten Sektors, die am Ursprung der Schieflagen stand. Vieles spricht auch dafür, dass der Zugang zum Kapitalmarkt weniger an der Verschuldung des Staates als an der Verschuldung der ganzen Volkswirtschaft hängt (Gros 2011). Denn insoweit als der Staat bei seinen eigenen Bürgern verschuldet ist, über die er ja immerhin noch die Steuerhoheit besitzt, ist der Ressourcentransfer von den Steuerzahlern zu den Gläubigern - viele Bürger sind beides in Personalunion - ungleich leichter zu bewerkstelligen, als wenn die

Volkswirtschaft bei ausländischen Kreditgebern verschuldet ist, über die die Regierung keine Steuerhoheit besitzt. Die Verringerung der Auslandsverschuldung erfordert Leistungsbilanzüberschüsse, d.h. eine Kontraktion der Inlandsnachfrage im Verhältnis zum Volkseinkommen.

Auch von einer Erfüllung der zweiten Bedingung für eine Überwindung der Krise, nämlich der Rückkehr auf einen Wachstumspfad und der Wiederherstellung eines konjunkturellen Gleichgewichts, sind die GIPS-Staaten, wie Abbildung 4 gezeigt hat, nach wie vor weit entfernt. Die Erholung der Wirtschaft ist allein schon für den Abbau der Schuldenlast unabdingbar, da letztere ja durch das Verhältnis zwischen dem absoluten Schuldenbestand und dem Bruttoinlandsprodukt definiert ist. Das Problem ist aber, dass dieselbe kontraktive Finanzpolitik, die für den Abbau der laufenden Neuverschuldung erforderlich ist, die konjunkturelle Schieflage verschlimmert. Durch die Belastung der Konjunktur höhlt die Kürzung der Ausgaben die Steuerbasis der Regierung aus und konterkariert damit ihren eigentlichen Zweck, den Abbau der öffentlichen Verschuldung. In dieser Beziehung machen heute die hoch verschuldeten Staaten Europas dieselbe Erfahrung wie Argentinien zehn Jahre zuvor (Kiguel 2011).

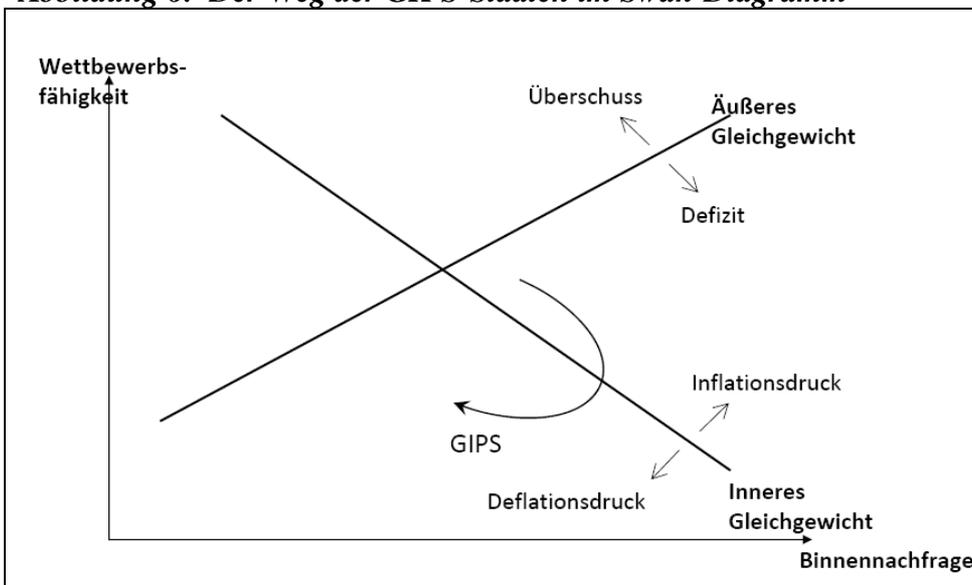
Der logisch einzige Weg, wie eine Verringerung der Inlandsnachfrage mit einer Belebung der Konjunktur zusammengehen kann, führt über eine Expansion des Außenbeitrags, also des Beitrags, den die Auslandsnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen zur Gesamtnachfrage leistet. Expandierende Märkte der Exportindustrie bedeuten daher immer eine Erleichterung bei der Schuldenkonsolidierung. Darüber hinaus ist aber in jedem Fall eine Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit erforderlich. Dies ist die dritte Bedingung einer nachhaltigen Lösung der europäischen Schuldenkrise. Die Wettbewerbsfähigkeit ist im gängigen Polit-Jargon zu einem Code-Wort für eine ganze Reihe von strukturellen Korrekturen der Politik bzw. des wirtschafts- und steuerpolitischen Ordnungsrahmens geworden. Diese Korrekturen sind unverzichtbar, um die Effizienz des öffentlichen wie des privaten Sektors zu verbessern, aber sie bewirken in einer akuten Krise kurzfristig nicht viel. In einem engeren technischen Sinne bezieht sich die Wettbewerbsfähigkeit auf den Preis- und Kostenvergleich mit denjenigen Ländern, mit denen eine Volkswirtschaft auf den internationalen Märkten im Wettbewerb steht. Die Wettbewerbsfähigkeit ist den GIPS-Staaten, wie oben dargelegt,

durch den überdurchschnittlichen Preis- und Kostenanstieg während der Boomjahre abhanden gekommen - und sie ist, nachdem die eigene Währung in der EWU aufgegangen ist, auch nicht mehr durch das ehemals so probate Mittel der Abwertung wiederherzustellen.

#### 4.2 Die Krise in der Optik des Swan-Diagramms

Abbildung 6 illustriert das Spannungsfeld zwischen den drei Bedingungen für eine Überwindung der Krise. Die Abbildung greift auf ein analytisches Instrument zurück, das in der Außenwirtschaftstheorie eine lange Tradition hat: das Swan-Diagramm (Swan 1963). Als inneres Gleichgewicht ist in dem Diagramm das konjunkturelle Gleichgewicht der Volkswirtschaft gemeint, und es wird durch eine fallende Linie abgebildet, weil eine zunehmende Binnennachfrage mit einem unveränderten Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten nur dann vereinbar ist, wenn der Außenbeitrag sinkt, was bei einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit der Fall ist. Das innere Gleichgewicht stellt gewissermaßen die Wasserscheide zwischen inflationärer Überhitzung und deflationärem Nachfragemangel dar. Inflationsdruck entsteht, wenn die Binnennachfrage steigt oder sich die Wettbewerbsfähigkeit verbessert, während im umgekehrten Fall ein Abkippen in Rezession und Deflation droht.

**Abbildung 6: Der Weg der GIPS-Staaten im Swan-Diagramm**



In Abbildung 6 zeichnet das Diagramm schematisch den Weg nach, den die GIPS-Staaten seit Beginn der Währungsunion zurückgelegt haben. Der Boom der Binnennachfrage, der mit der Nivellierung der Zinsniveaus einsetzte, hat in den vier Ländern einen ausgeprägten Inflationsdruck und ein hohes Leistungsbilanzdefizit erzeugt (im Bereich rechts vom Schnittpunkt der beiden Gleichgewichtsbedingungen). Die stark steigenden Importüberschüsse, durch die Teile des Nachfragewachstums ins Ausland abgeleitet wurden, wirkten dabei als eine Art Ventil, ohne das der inflationäre Überdruck deutlich größer geworden wäre. Trotzdem entlud sich die überhitzte Konjunktur in beschleunigt steigenden Preisen. Dies hatte zur Folge, dass die internationale Wettbewerbsfähigkeit allmählich erodierte. Im Swan-Diagramm bewegten sich die GIPS-Staaten daher anfänglich nicht nur nach rechts, sondern auch nach unten. Aufgrund des dem Inflationsprozess eigenen Trägheitsmoments hielt die Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit zunächst auch dann noch an, als der Boom der Binnennachfrage zu Ende war, kam aber zum Stillstand, als die nachfolgende Rezession die Nachfrage abstürzen ließ.

Die Situation um die Jahresmitte 2011 wird in der Abbildung durch die Spitze des Pfeils veranschaulicht: Die Volkswirtschaften der GIPS-Staaten sitzen in einer tiefen Rezession fest, die Erosion der Wettbewerbsfähigkeit ist zwar zum Stillstand gekommen - bzw. hat sich in einigen Fällen durch den Druck auf Löhne und Preise umzukehren begonnen -, aber ein Jahrzehnt überdurchschnittlich hoher Inflationsraten hat in der Summe eine bedeutende Einbusse an internationaler Wettbewerbsfähigkeit hinterlassen. Offenkundig eröffnet ein fiskalpolitischer Sparkurs keinen Ausweg aus einer solchen Situation. Wohl kann das Leistungsbilanzdefizit, und damit die laufende Neuverschuldung der Volkswirtschaft im Ausland, weiter eingedämmt werden, aber nur um den Preis einer sich weiter vertiefenden Krise der Konjunktur. Wären die GIPS-Staaten noch im Besitz ihrer eigenen Währungen, könnte eine drastische Abwertung vergleichsweise rasch aus dem doppelten Ungleichgewicht herausführen. In Abbildung 6 würde die Abwertung eine Bewegung von der Spitze des Pfeils senkrecht nach oben einleiten und damit gleichzeitig die Rezession und das Leistungsbilanzdefizit bekämpfen.

Mit der gemeinsamen Währung ist das Wechselkursventil aber verschlossen. Vor diesem Hintergrund ist die Forderung laut geworden, dass die GIPS-Staaten - oder zumindest einige von ihnen - aus der Währungsunion aussteigen sollten, um entweder mit ihren früheren Währungen oder mit einem eigenen „Süd-Euro“ die notwendige Wechselkursanpassung vollziehen zu können. Aber auch dies würde nicht funktionieren. Zwar könnte die laufende Neuverschuldung im Ausland durch eine Abwertung reduziert werden. Aber der ganze ausstehende Bestand der Schulden, deren Denomination ja nach wie vor auf harte Euro lautete, würde augenblicklich explodieren. Hierdurch würden die betreffenden Staaten, bzw. ihre Banken, sofort insolvent. Die realwirtschaftlichen Konsequenzen wären unabsehbar, aber auf jeden Fall gravierend. Dieser Bewertungseffekt einer nominalen Wechselkursänderung - der so genannte „Balance-Sheet“-Effekt - hat in den Währungskrisen, von denen Asien 1997/98 heimgesucht worden war, eine dominierende Rolle gespielt.

Bedeutet dies, dass keine andere Wahl bleibt, als die fiskalpolitischen Sparprogramme fortzuführen, die Rettungsschirme weiter aufzuspannen und darauf zu setzen, dass die Wettbewerbsfähigkeit durch eine „interne Abwertung“, also durch rezessionsbedingt fallende Löhne und Preise, unter Mithilfe produktivitätssteigernder Strukturreformen allmählich wiederhergestellt wird? Genau dies ist die Rettungsschirm-Strategie, die seit der ersten Hilfsaktion zugunsten von Griechenland im Mai 2010 verfolgt wurde. Aber diese Strategie kann ebenso wenig aufgehen wie das Szenario eines Austritts aus der EWU zwecks Wiedergewinnung der währungspolitischen Handlungsspielräume. Und zwar im wesentlichen aus demselben Grund. Denn die „interne Abwertung“ ruft ja dieselben Bewertungseffekte hervor wie eine richtige externe Abwertung: Ein nominal unveränderter Schuldendienst müsste aus einem nominal immer kleiner werdenden Volkseinkommen bestritten werden. Der Unterschied ist nur, dass eine interne Abwertung viel mehr Zeit in Anspruch nimmt als eine externe - der Abwertungsschock käme gewissermaßen in Zeitlupe.

Es gibt in der Wirtschaftsgeschichte genügend Beispiele von Ländern, die, mit hohen Auslandsschulden belastet und in einem festen Wechselkursgefüge gefangen, versucht haben, sich wieder gesund und wettbewerbsfähig zu schrumpfen, und damit gescheitert sind. Von Anfang an

sprach wenig dafür, dass die Länder in der Peripherie Europas, die sich heute in einer ähnlichen Situation gezwungen sehen, dieselbe Strategie zu verfolgen, damit mehr Erfolg haben werden. Der Rettungsschirm, der über ihnen aufgespannt wurde, hat Zeit gekauft. Mehr nicht.

## 5. Ein Fazit in 10 Thesen

1. Die Krise, in der sich die Europäische Währungsunion seit der drohenden Zahlungsunfähigkeit Griechenlands anfangs 2010 befindet, ist auf den ungebremsen, kreditfinanzierten Nachfrageboom zurückzuführen, der in der Peripherie Europas einsetzte, als die Einführung der Gemeinschaftswährung konkret absehbar wurde.
2. Der kreditfinanzierte Nachfrageboom hat die drei Probleme verursacht, deren Zusammentreffen eine Lösung der Krise heute erschwert: die Überschuldung der Kreditnehmer, das steile Konjunkturgefälle innerhalb Europas und der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit der ehemals boomenden Volkswirtschaften.
3. Die verbreitete Auffassung, die Krise der EWU sei originär eine Staatsschuldenkrise, ist falsch. Mit der Ausnahme von Griechenland, das zwar ein geringes wirtschaftliches Gewicht, aber einen großen Einfluss auf die öffentliche Wahrnehmung der Krise besitzt, hat die Kreditexpansion vornehmlich im privaten Sektor stattgefunden und dort eine Immobilienblase alimentiert. Erst als die Blase geplatzt war, kam es zur Migration der Überschuldung vom privaten in den öffentlichen Sektor.
4. Deswegen trifft es nicht zu, dass eine konsequente Durchsetzung der vom Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Verschuldungsgrenzen die Krise verhindert hätte. Dennoch ist eine wirksame Begrenzung der öffentlichen Verschuldung in einer Währungsunion notwendig. Dies nicht nur, damit Problemfälle wie Griechenland nicht entstehen, sondern auch, um die Anfälligkeit des Systems auf spekulative Liquiditätskrisen von an sich solventen Staaten herabzusetzen.
5. Während einigermaßen klar ist, welche Fehlentwicklungen die EWU in die Krise hineingeführt haben, ist es weitaus schwieriger, einen

Weg zu skizzieren, der wieder aus der doppelten Falle herausführt, in der einige Länder mit ihrer Überschuldung und mit dem Verlust ihrer Wettbewerbsfähigkeit festsitzen. Wenn, wie in diesem Aufsatz begründet, die Rettungsschirm-Strategie nicht aufgehen kann, führt nichts an einem substanziellen Schuldenschnitt vorbei. Ein erster Schritt zu dieser Erkenntnis wurde mit der im Juli 2011 für die Schulden Griechenlands vereinbarten „Beteiligung des privaten Sektors“ getan. Aber das war erst ein zaghafter erster Anfang.

6. Die Scheu der Politik, die Gläubiger bei der Lösung der Schuldenfrage in namhaftem Umfang mit ins Boot zu nehmen, hängt mit der nach wie vor erheblichen Fragilität des Finanzsektors zusammen, dem noch nicht zugetraut wird, größere Abschreibungen auf Debitorenpositionen zu verkraften, ohne dass eine unkalkulierbare Kettenreaktion von Liquiditätsengpässen und Bilanzproblemen auftreten könnte. Nur mit dieser Fragilität war ja von Anfang an zu erklären, warum sich Solvenzprobleme von Ländern, deren wirtschaftliches Gewicht im Euroraum minimal ist, zu einer gesamteuropäischen Krise auswachsen konnten.
7. Hierin zeigt sich eine entscheidende Schwachstelle des bisherigen Umgangs der Politik mit der Krise. Drei Jahre nach dem Kollaps von Lehman Brothers ist im Finanzsektor der Überhang von Phantomforderungen aus Kreditgeschäften, mit denen wertlose Investitionen finanziert worden sind, noch immer nicht abgebaut. Auch wiederholte Stresstests waren nicht geeignet, irgendjemanden vom Gegenteil zu überzeugen. Immer neue Überbrückungskredite vermögen zwar den Zeitpunkt hinauszuschieben, wo die wahren Kosten vergangener Kreditexzesse offen zu Tage treten und getragen werden müssen, aber die Rechnung wird dadurch in der Summe nur teurer.
8. Die Krise der EWU hat offenbart, dass in Europa mit der Schaffung der gemeinsamen Währung die monetäre Integration der zu ihrer Bewältigung erforderlichen institutionellen Integration um einiges vorausgeeilt ist. Eine griffige europaweite Bankenaufsicht und Finanzmarktregulierung, ein transparentes, glaubwürdiges Insolvenz-Regime für Staaten und eine Koordination des Nachfragemanagements zur Eindämmung der makroökonomischen Divergenzen innerhalb der EWU sind über eine wirksame Disziplinierung der

Staatsverschuldung hinaus die vordringlichsten Felder, auf denen die EWU institutionell nachgerüstet werden muss.

9. Durch das Ausmaß der Krise ist das Bewusstsein für die Notwendigkeit einer robusteren institutionellen Untermauerung der gemeinsamen Währung deutlich gestiegen. Aber einmal mehr bestätigt sich die alte polit-ökonomische Logik politischer Reformen: Es braucht eine Krise, um den politischen Willen zu Reformen zu mobilisieren. Aber in der Krise fehlt die Zeit, sie sorgfältig zu konzipieren. In ruhigeren Zeiten gab es genügend Zeit, aber es fehlte der politische Wille.
10. Mit Fortdauer der Krise mehren sich die Stimmen, die das langfristige Überleben des Euro in Frage stellen. Aber in das Projekt der gemeinsamen Währung wurde so viel politisches Kapital investiert, dass die Politik keine Kosten scheuen wird, um ein Scheitern dieses Symbols europäischer Einigung zu verhindern. Nicht länger auszuschließen ist allerdings, dass auf der weiteren Reise der eine oder andere Passagier noch vom Wagen fällt.

## Literatur

- Blanchard, Olivier (2007), *A Macroeconomic Survey of Europe*, Manuskript, MIT, Cambridge.
- Buiter, Willem (2010): *Sovereign Debt Problems in Advanced Industrial Countries*. Global Economics View, Citigroup Global Markets, 26. April.
- Cesaratto Sergio (2010): Europe, German Mercantilism and the Current Crisis. In: Brancaccio E., und Fontana G. (Hg.): *The Global Economic Crisis. New Perspectives on the Critique of Economic Theory and Policy*. London: Routledge.
- De Grauwe, Paul (2011): Managing a Fragile Eurozone, *CESifo Forum*, 12 (2), S. 40-45.
- EEAG (2011): *The EEAG Report on the European Economy*, CESifo, München.
- European Commission (2008), EMU@10: Successes and Challenges After 10 Years of Economic and Monetary Union, *European Economy*, Heft 2.
- Feldstein, Martin (1997): EMU and International Conflict. *Foreign Affairs* 76 (6), S. 60-73.
- Feldstein, Martin (2009): Reflections on Americans' Views of the Euro Ex Ante. *NBER Working Paper* No. 14696.
- Flassbeck, Heiner and Spiecker, Friederike (2009): Cracks in Euro-land and no way out, *Intereconomics* 44 (1), Januar/Februar.
- Gros, Daniel (2011): *External versus domestic debt in the euro crisis*, Vox-EU.org, 24. Mai.
- Keynes, John Maynard (1929): The German Transfer Problem, *Economic Journal*, 39, 1-7.
- Kiguel, Miguel (2011): *Argentina and Greece: More similarities than differences in the initial conditions*. VoxEU.org, 16. August.
- Krugman, Paul (2010): *Anatomy of a Euromess*, in: The Conscience of a Liberal, 9. Februar, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/02/09/anatomy-of-a-euromess>.
- Landmann, Oliver (2011a): On the Macroeconomics of European Divergence, *CESifo Forum*, 12 (2), S. 19-25.
- Landmann, Oliver (2011b), *Rotating Slumps in a Monetary Union*, erscheint in *Open Economies Review*.
- Ohlin, Bertil (1929): The German Transfer Problem: A Discussion, *Economic Journal*, 39, 172-182.
- Reinhart, Carmen, und Rogoff, Kenneth (2009): *This Time Is Different*. Princeton und Oxford: Princeton University Press.
- Sinn, Hans-Werner (2010): Euro-Krise, ifo Schnelldienst, 63 (10), 20. Mai.
- Swan, Trevor W. (1963): Long-Run Problems of the Balance of Payments. In: Sven Arndt und Max Corden (Hg.), *The Australian Economy*. Melbourne.