

## **Maßnahmen gegen die Euro-Schuldenkrise auf dem Prüfstand:**

### **Warum im Sommer 2011 alles anders wurde**

Jürgen Matthes

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

März 2012

**Die Eurokrise hat sich seit dem Sommer 2011 dadurch zugespitzt, dass der Finanzmarkt Italien und Spanien sowie viele europäische Banken wesentlich kritischer beurteilte und seine Kapitalzufuhr deutlich drosselte. Ein Grundproblem dabei ist, dass Italien so groß ist, dass es für die verbleibenden Eurostaaten „too big to save“ ist. Viele der diskutierten Krisenmaßnahmen und Forderungen berücksichtigen dieses Problem jedoch nicht ausreichend. Auch die derzeit diskutierte Aufstockung des ESM muss aus diesem Blickwinkel beurteilt werden.**

#### **Einleitung**

Die Umschuldung Griechenlands ist gerade erst in trockenen Tüchern. Und schon steht das nächste Thema in der Euro-Schuldenkrise an: Soll der ab Mitte 2012 neu strukturierte Rettungsschirm aufgestockt werden? Deutschland steht unter enormem Druck aus dem Ausland, den Euro-Stabilitätsmechanismus (ESM) mit mehr Finanzkraft auszustatten.

Dabei ist der Vorgänger, die zeitlich bis 2013 befristete EFSF (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität), doch im letzten Herbst erst schlagkräftiger gemacht und in seinem Volumen erweitert worden. Deutschland hat dazu seinen Garantierahmen auf 211 Milliarden Euro erhöht. Außerdem werden die Finanzmittel doch durch eine „Hebelung“ erweitert und auch der IWF soll Europa zur Seite stehen. Als weiterer Akteur in dieser wenig übersichtlichen Gemengelage ist zudem die EZB dabei, sei es mit Staatsanleihekäufen am Sekundärmarkt oder mit dreijährigen Bankkrediten. Doch trotzdem hieß es von den Finanzzentren in New York und London Ende letzten Jahres immer wieder, das alles reiche nicht, die EZB müsse ihre

„Bazooka“ herausholen. Und schließlich forderten Italien und andere noch mit Nachdruck die Einführung von Eurobonds.

Selbst für den interessierten Beobachter ist es angesichts dieses scheinbaren Wirrwarrs schwer, den Überblick zu wahren und sich ein Urteil über die Angemessenheit der verschiedenen Politikmaßnahmen zu bilden. Diese Kurzstudie soll dabei helfen, all diese Instrumente und Vorschläge besser einordnen und bewerten zu können.

## **1. Krisenrückblick**

Dazu ist zunächst ein knapper Rückblick auf die Entwicklung der Euro-Schuldenkrise ratsam. Dabei werden zwei unterschiedliche Phasen unterschieden.

### **Mai 2010 bis Mitte 2011**

Anfang Mai 2010, nachdem gerade das erste Griechenland-Hilfspaket geschnürt worden war, kam trotzdem unerwartet Panik am Finanzmarkt auf. Kaum jemand fragte noch südeuropäische Staatsanleihen nach. Selbst Frankreich hatte plötzlich Probleme, seine Staatspapiere in New York zu verkaufen – ein gefährliches Alarmsignal. Weil damit ähnlich wie nach der Lehman-Pleite im Herbst 2008 ein Flächenbrand am internationalen Finanzmarkt drohte, hob man über das Wochenende 7. bis 9. Mai die EFSF aus der Taufe.

Das Ziel dabei war – vereinfacht ausgedrückt – Staaten mit Hilfskrediten vorübergehend zur Seite stehen zu können, die eigentlich solvent sind, aber wegen der Nervosität am Finanzmarkt in die Zahlungsunfähigkeit gedrängt werden könnten. Die Eurostaaten – und damit die europäischen Steuerzahler – stehen als Bürgen für die Anleihen gerade, die die EFSF selbst begibt, um das Geld dann an die Krisenstaaten weiterzureichen. Gebunden waren und sind die Hilfen an verbindliche Reformprogramme. Der überraschend große Umfang des gesamten Hilfspakets von bis zu 750 Milliarden Euro war gedacht, um den Finanzmarkt zu beruhigen und von möglichen Spekulationen gegen gefährdete Staaten abzuhalten. Dabei steuert die EFSF 440 Milliarden Euro, der IWF 250 Milliarden und die EU über einen separaten Fonds weitere 60 Milliarden bei. Doch nach und nach wurde offenbar, dass bei der EFSF nur rund 250 Milliarden Euro wirklich zur Verfügung standen, weil sie ein AAA-Rating höchster Bonität erhalten sollte und man auf die Schnelle beim Aufspannen des Rettungsschirms die strikten Anforderungen der Ratingagenturen nicht ausreichend bedachte.

Gleichwohl ging die Strategie eine Zeitlang gut. Doch dann spitzte sich zunächst in Irland die Lage zu, vor allem wegen gravierender Bankenprobleme, die den irischen Staat im Jahr

2010 mit über 30 Prozent so tief ins Defizit stieß wie es vormals für ein Industrieland unvorstellbar schien. Später geriet auch Portugal in Schwierigkeiten, weil die Wirtschaftslage sich abschwächte und die Konsolidierung stockte. Zur Verunsicherung hatte auch beigetragen, dass sich Deutschland (auf starken innenpolitischen Druck hin) Mitte Oktober 2010 in Deauville mit Frankreich darauf verständigt hatte, in Zukunft im Krisenfall grundsätzlich auch die Privatgläubiger „angemessen“ zu beteiligen – unabhängig davon, ob ein Staat insolvent oder nur illiquide ist. Das erschien nur bedingt sachgerecht und trug dazu bei, dass die Zinsen der Staatsanleihen beider Länder in den folgenden Wochen nach und nach deutlich stiegen. In der Folge mussten Irland im Dezember 2010 und – nach langem Zögern – auch Portugal im Mai 2011 unter den Rettungsschirm schlüpfen.

Damit war klar, dass die Kapazität der EFSF übermäßig strapaziert zu werden drohte. Deshalb hatte der Euro-Gipfel im März 2011 schon eine Mittelaufstockung auf effektiv 440 Milliarden Euro beschlossen. Dazu wurde die Garantiesumme von 440 insgesamt auf 780 Milliarden Euro aufgestockt. Einschließlich einer 65-prozentigen Übergarantie summierten sich damit die Anteile der Eurostaaten mit einem AAA-Rating auf über 450 Milliarden Euro. Zusammen mit EU und IWF sollten so effektiv 750 Milliarden Euro zur Verfügung stehen.

Die Umsetzung der EFSF-Erweiterung ließ zwar noch einige Zeit auf sich warten. Doch hätte dieser Schritt wohl genügt, um die drei kleinen Euro-Länder mehrere Jahre vom Finanzmarkt entkoppeln zu können. Denn im Jahr 2010 betrug die öffentlichen Schulden von Griechenland, Irland und Portugal zusammen knapp 640 Milliarden Euro, die zudem erst nach und nach fällig werden.

### **Kriseneskalation ab Mitte 2011**

Doch ab Ende Juni 2011 erreichte die Euro-Schuldenkrise eine neue Eskalationsstufe. Denn auch Italien und Spanien gerieten ins Visier der Finanzmärkte. Die Zinsen auf italienische und (in deren Gefolge) auch auf spanische Staatsanleihen stiegen langsam aber stetig immer weiter. Drei Hauptursachen lassen sich dafür festmachen.

- So hatten die Euro-Finanzminister am 20. Juni 2011 einen Grundsatzbeschluss dazu getroffen, dass sich die Privatgläubiger Griechenlands tatsächlich an der Rettung des Landes beteiligen sollten. Dieser Schritt schien zwar nötig, um die stark steigende griechische Schuldenlast zu erleichtern. Doch der Preis dafür war sehr hoch, denn es kam zu erheblichen Ansteckungseffekten auf Italien und Spanien, vor denen zuvor auch das IW Köln gewarnt hatte.

- In der Eurozone zeichnete sich – auf breiter Front, aber besonders in Südeuropa – eine Konjunkturabkühlung ab, die die Sparanstrengungen der Europäer noch weiter erschweren würde.
- Der damalige italienische Ministerpräsident Berlusconi untergrub Mitte Juli auf äußerst fahrlässige Weise das Vertrauen der Investoren in die italienische Konsolidierungsstrategie, indem er seinen Finanzminister Tremonti massiv wegen seiner Sparpolitik kritisierte.

Mit dem Übergreifen auf die beiden ungleich größeren südeuropäischen Staaten aber stand die ganze bisherige Hilfsstrategie plötzlich auf tönernen Füßen. Denn die Staatsschulden betragen im Jahr 2010 in Italien mehr als 1.840 Milliarden Euro und in Spanien mehr als 640 Milliarden Euro. Das waren zusammen fast viermal so viel wie die summierten öffentlichen Schulden von Griechenland, Irland und Portugal. Damit war klar, dass der Rettungsschirm EFSF auch nach seiner Aufstockung bei weitem nicht ausreichen würde, um auch Italien und Spanien ausreichenden Schutz bieten zu können.

Dabei war selbst dies noch nicht geschehen. Das deutsche Parlament beschloss die Mittelerrhöhung nach langen und kontroversen Diskussionen erst Ende September 2011. Alle Euro-Parlamente hatten erst Mitte Oktober zugestimmt. Die Mühlen der Demokratie mahlen eben langsam.

Zur Eskalation der Schuldenkrise in der Eurozone kamen noch gravierende Probleme im Finanzsystem hinzu. Denn die Kaufzurückhaltung gegenüber italienischen und spanischen Staatsanleihen hatte auch die Banken in diesen Staaten in erhebliche Schwierigkeiten gebracht. Weil sie viele Anleihen ihres Souveräns hielten, diese aber immer weiter an Wert verloren, machten sie zunehmende Verluste. Deshalb wollte plötzlich kaum jemand auch den ansonsten recht gesunden italienischen Banken noch Kredite geben. Vor allem wichtige amerikanische Finanziere (Geldmarktfonds) zogen sich im zweiten Halbjahr 2011 zurück, und das auf breiter Front und damit auch aus anderen Ländern der Eurozone. Denn wenn, so die Sorge, Italien einen Schuldenschnitt durchführen würde, wovon viele angelsächsische Investoren zu Unrecht ausgingen, würde dies so tiefe Löcher in die Bilanzen der europäischen Banken, Versicherungen und Fonds reißen, dass ein Finanzmarktzusammenbruch drohte.

### **Neue Strategie nötig**

Seit dieser Eskalation der Krise stand die Eurozone vor einem grundlegenden Dilemma. Einerseits galt (und gilt) Italien eigentlich als wirtschaftlich relativ gesund und seine Konsolidierung ist im Vergleich zu den anderen Krisenstaaten schon recht weit fortgeschritten. Es war

daher wichtig, durch geeignete stützende Maßnahmen die Zeit zu weiteren Reformen zu „kaufen“, die der nervöse Finanzmarkt nicht zu geben bereit war.

Andererseits ist vor allem Italien (und möglicherweise auch Spanien) schlichtweg „too big to save“, also zu groß, um von den Europäern mit den bisherigen Mitteln gerettet werden zu können. Denn die Schuldenlast Italiens würde nach und nach auf die EFSF und ESM übergehen. Das dürfte letztlich auch die Eurostaaten hoher Bonität mit in den Krisenstrudel ziehen. Frankreichs Position ist ohnehin schon fragiler geworden, nachdem eine Ratingagentur ihm sein AAA-Rating entzogen hat. Und auch Deutschland ist letztlich nicht stark genug für Italien.

Daher galt und gilt es zu vermeiden, dass Italien und Spanien sich nicht mehr selbst am Kapitalmarkt finanzieren können und auch unter den Rettungsschirm schlüpfen müssen.

## **2. Maßnahmen gegen die Euro-Schuldenkrise auf dem Prüfstand**

Die vielen eingangs genannten Instrumente und Vorschläge stellen durchweg Versuche dar, dieser Problemkonstellation Herr zu werden.

### **Erweiterung des EFSF-Instrumentariums**

Verbunden mit der Aufstockung EFSF war auch eine Erweiterung der verfügbaren Instrumente. Dazu gehören

- begrenzte vorsorgliche Kredite, die nach dem Vorbild des IWF einem Land quasi als eine Art Versicherung zur Verfügung gestellt werden, idealer Weise ohne dass ein Zugriff nötig wird, weil dies dem Finanzmarkt die Sorge vor einer Zahlungsunfähigkeit des Landes nehmen soll.
- Ankäufe von Staatsanleihen am (Sekundär-)Markt, um einen möglicherweise drohenden Zinsanstieg zu begrenzen – verbunden mit der Möglichkeit, diese Hilfe (wie bei den vorsorglichen Krediten) an verpflichtende Reformauflagen knüpfen zu können.
- Kredite an fragile Eurostaaten ohne Hilfsprogramm zur Bankenrettung für den Fall, dass die Staaten selbst nicht die nötigen Mittel aufbringen könnten, ohne noch stärker an Bonität zu verlieren.

All diese Maßnahmen waren dazu gedacht, Italien oder Spanien im Fall der Fälle helfend beistehen zu können, ohne ein umfangreiches mehrjähriges Rettungspaket schnüren zu müssen.

Doch angesichts der Größe der Schuldenvolumina Italiens und Spaniens erschien auch die Glaubwürdigkeit dieser neuen Instrumente begrenzt. Das Ziel des Rettungsschirms, den Finanzmarkt mit einer überzeugenden Strategie ausreichend zu beruhigen, ohne seine Mittel wirklich einsetzen zu müssen, stand damit in Frage.

### **EFSF-Hebel**

Daher kam noch im Zuge der Aufstockungsbeschlüsse die Debatte in Fahrt, die noch verfügbaren EFSF-Mittel zu „hebeln“, um den Rettungsschirm idealer Weise doch groß genug für Italien und Spanien zu machen. Und zwar auf zwei verschiedenen Wegen:

- Erstens kann der Rettungsschirm inzwischen quasi als Teilkaskoversicherer für neue Staatsanleihen agieren und (je nach im Einzelfall getroffener Vereinbarung) die ersten Forderungsausfälle bei (unwahrscheinlichen) zukünftigen Schuldenschnitten übernehmen. So soll das Risiko der Anleger gesenkt werden, damit ihre Bereitschaft wieder steigt, neue Staatsanleihen zu kaufen.
- Zweitens kann die EFSF zum gleichen Zweck neue Anlagefonds zum Aufkauf von Staatsanleihen von Krisenländern gründen, in die auch andere Investoren Finanzmittel einbringen sollen. Bei möglichen Verlusten würde der Rettungsschirm ebenfalls die ersten Ausfälle tragen.

Die Grundidee des „Hebels“ ist dabei, mit den Mitteln der EFSF zusätzliche private Gelder zu aktivieren und so eine wesentlich größere Schlagkraft zu ermöglichen. Man erhoffte sich, mit einer Ersthftungszusage über ein Drittel oder ein Viertel die EFSF-Finzen auf den Faktor drei oder vier vergrößern zu können. Doch als Preis würden die Risiken für die Garantiegeber und damit für die europäischen Steuerzahler steigen, weil aufgrund der ersten Haftungsposition ein wesentlich größerer Teil der EFSF-Kredite an die Hilfsstaaten im schlimmsten Fall verloren gehen könnte.

Eine solche Belastung drohte erneut die starken Euroländer wirtschaftlich und politisch zu stark zu strapazieren. Da das antizipiert wurde, sind auch diese Konstruktionen am Finanzmarkt auf keine allzu große Begeisterung gestoßen.

### **EZB-Staatsanleihenkäufe**

Weil sich der Zinsanstieg bei italienischen und spanischen Staatsanleihen seit Ende Juni 2011 mit kleinen Unterbrechungen immer weiter fortgesetzt hatte und die EFSF kurzfristig nicht hatte dagegen angehen können, begann die EZB am 8. August 2011 – gezielt und do-

siert – italienische und spanische Staatsanleihen aufzukaufen, was sie zuvor schon mit den Staatspapieren aus Griechenland, Irland und Portugal in begrenztem Maße getan hatte. Damit begrenzte sie Kursrückgänge und Zinsanstiege der betreffenden Staatsanleihen. Der EZB-Bestand an zu diesem Zweck aufgekauften Staatsanleihen der Krisenländer explodierte so geradezu innerhalb weniger Monate, von 74 Milliarden Anfang August auf über 200 Milliarden Euro Anfang Dezember 2011. Darin zeigte sich erneut, dass die Krise eine neue Dimension erreicht hatte, die die EFSF damals – zumal noch ohne Aufstockung – nicht hätte kontrollieren können.

Daher war diese Maßnahme der EZB auch richtig. Denn anders als die EZB war die EFSF kurzfristig finanziell nicht in der Lage, mit derart umfangreichen Interventionen den fortschreitenden Zinsanstieg italienischer und spanischer Staatsanleihen glaubwürdig zu bremsen und eine weitere Eskalation bis hin zur möglichen Zahlungsunfähigkeit Italiens und Spaniens zu verhindern.

Die EZB begründete diesen Schritt zu recht geldpolitisch. Denn der Zinsanstieg auf die Staatsanleihen in den Krisenländern drohte ihre Niedrigzinspolitik zur Konjunkturstärkung auszuhebeln, weil die Kreditzinsen für Unternehmen üblicherweise mindestens so hoch sind und daher auch immer weiter stiegen. Die Euro-Notenbanker beugten bei ihren Staatsanleihenkäufen der Sorge vor, dass das auf diese Weise in den Markt geflossene Zentralbankgeld Inflationsgefahren auslösen könnte. Denn sie entzogen dem Finanzmarkt postwendend wieder die gleiche Geldsumme.

Doch wollte die EZB diesen Weg nicht dauerhaft gehen. Sie betrieb damit zwar keine direkte Staatsfinanzierung, was ihr verboten wäre. Doch minderte sie den Druck des Finanzmarktes auf die Krisenländer, ohne zugleich das Mandat zu haben, Länder ohne EFSF-Anpassungsprogramme wie Italien und Spanien die nötigen Reformbedingungen auferlegen zu können.

### **EZB-Bazooka und Eurobonds**

Als sich im November 2011 abzeichnete, dass auch die Hebellösung nicht nachhaltig zur Beruhigung der Märkte beitrug und die EZB weiterhin nur sehr begrenzt intervenierte, eskalierte die Situation weiter: Auch die Zinsen auf die Staatsanleihen von Frankreich, Österreich und Belgien begannen zu steigen – nicht zuletzt weil die Banken auch in diesen Ländern zunehmende Probleme bekamen. Als schließlich am 23. November 2011 auch eine deutsche Staatsanleihen-Auktion teilweise scheiterte, drohte in den Augen mancher Beobachter die gesamte Eurozone auseinanderzubrechen. Die angelsächsische Presse – etwa in Ge-

stalt von Wolfgang Münchau in der Financial Times oder Dr. Doom (Nouriel Roubini) in seinen verschiedenen Blogs – überschlug sich in der Folgezeit mit der Prophezeiung eines Euro-Kollapses.

Parallel dazu kamen die eingangs erwähnten Forderungen auf, die EZB solle unbegrenzt Staatsanleihen aufkaufen, also quasi ihre Bazooka (Panzerfaust) herausholen. Oder es sollten Eurobonds eingeführt werden, also gemeinsame Anleihen der Eurostaaten, für die alle Länder gemeinsam haften.

Beide Lösungen sind aber sehr problematisch. Denn die EZB hat schlichtweg kein Mandat zu solch einer Hilfsstrategie. Und Eurobonds würden wohl nicht die erhoffte Zinssenkung für die Krisenländer bringen, weil den übrigen Eurostaaten erneut das Risiko eines italienischen Forderungsausfalls aufgebürdet würde. Außerdem wären sie – ohne eine verlässliche Stärkung der Schuldendisziplin der Eurostaaten – eine Einladung zu zukünftigem fiskalischen Schlendrian.

### **Derzeitige Lösungen**

Stattdessen haben die Euro-Regierungschefs und die EZB auf eine Kombination von verschiedenen Maßnahmen gesetzt.

- Einen Fiskalpakt mit nationalen Schuldenbremsen und einem stärkeren Sanktionsautomatismus bei der Verletzung von Budgetdefizitzielen zur Stärkung der Fiskaldisziplin.
- Eine Aufstockung der Eigenkapitalquote der europäischen Banken auf neun Prozent bis Ende Juni 2012, um Banken vor möglichen Verlusten auf ihre Staatsanleihebestände besser zu schützen und wieder vertrauenswürdig zu machen.
- Eine langfristige Kreditversorgung der europäischen Banken durch die EZB, vor allem um eine (auch wegen der Eigenkapitalquoten-Erhöhung) drohende Kreditklemme in den Krisenstaaten zu vermeiden und Staatsanleihekäufe durch Banken zu erleichtern.
- Zugleich verfolgen die Regierungen in Italien, Portugal, Spanien und Irland konsequente und von breitem politischen Konsens getragene Reformkurse. Sie sind damit erste wichtige Schritte gegangen, verlorene Glaubwürdigkeit zurückzuerlangen.

Diese Maßnahmenkombination hat die Finanzmärkte vorläufig beruhigt. Und teilweise scheint außereuropäisches Kapital wieder zurück in die Eurozone zu fließen.

### **Aufstockung der IWF-Kreditkapazität**

Zudem will man für die Rettungsstrategie sehr viel stärker als bislang außereuropäische Hilfsgelder verfügbar machen. Das erscheint sinnvoll, weil damit die Last einer potenziellen Hilfsaktion für Italien oder Spanien auf mehr Schultern verteilt würde. Dazu plant man, die Finanzkraft des IWF zu stärken. Wichtige Staaten sollen dem Fonds zusätzliche Kreditmittel zur Verfügung stellen, damit er in Zukunft genug Geld für seine Krisenhilfen hat. Die Zentralbanken der Eurostaaten würden allein 150 Milliarden Euro dazu beitragen.

Doch die Deutsche Bundesbank hat zu Recht gefordert, daraus keine Sonderlösung für die Eurozone zu machen, sondern die Finanzen des IWF generell und für alle potenziellen Krisenstaaten zu stärken. Einige wichtige Staaten, wie etwa China und die USA, zögern jedoch und verlangen noch mehr Engagement der Europäer selbst.

### **ESM-Aufstockung**

Es geht dabei vor allem um eine Aufstockung des ESM über die verfügbare Ausleihsumme von 500 Milliarden Euro hinaus. Dazu wird vorgeschlagen, die verbleibenden EFSF-Mittel von knapp 250 Milliarden Euro nicht wie geplant mit den ESM zu verrechnen, sondern (möglicherweise nur temporär) zusätzlich weiter laufen zu lassen.

Die hier aufgeführten Argumente haben jedoch gezeigt, dass eine deutliche Erhöhung des Hilfsfonds letztlich nicht glaubwürdig ist, weil sie die verbleibenden Eurostaaten überfordern würde. Das Argument der Aufstockungsbefürworter zieht daher nicht, man müsse nur genug „Geld ins Schaufenster stellen“, um den Finanzmarkt abzuschrecken.

Allenfalls eine begrenzte Aufstockung mag als Geste des Entgegenkommens sinnvoll sein, damit sich hinreichend außereuropäische Länder an der sinnvollen Aufstockung der IWF-Mittel beteiligen. Dazu kann man darüber nachdenken, den ESM so zu erweitern, dass die deutsche Garantiesumme für den ESM, die einschließlich einer Barreserve von gut 20 Milliarden Euro bei etwa 190 Milliarden Euro liegt, auf das Niveau von 211 Milliarden anzuheben, die für die EFSF gilt. Denn eine höhere Garantiesumme als diese dürfte innerhalb der Regierungskoalition auf erhebliche Widerstände stoßen – wurde doch schon das zweite Hilfspaket für Griechenland ohne Kanzlermehrheit beschlossen.