



GASTVORTRAG
HAUPTVERSAMMLUNG



**Quo vadis:
Deutschland und Europa**

Vortrag von Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro
anlässlich der Hauptversammlung der
R+V Versicherung AG am 11. Mai 2011



Genossenschaftliche FinanzGruppe
Volksbanken Raiffeisenbanken

Vorwort

Europa steht vor seiner nächsten Bewährungsprobe: Die Schuldenkrise einzelner Länder der Eurozone stellt Politik und Wirtschaft vor völlig neue Herausforderungen. Ging es vor zwei, drei Jahren noch um die Rettung einzelner Institutionen, steht jetzt die Rettung ganzer Staaten auf der Agenda, und damit die Stabilität des europäischen Finanzsystems insgesamt.

Für die Problemländer des Euro-Raums stellen sich in den nächsten Jahren schwierige Aufgaben. Sie müssen nicht nur ihre hohen Defizite mit zum Teil drastischen Sparprogrammen reduzieren, sondern insbesondere auch über eine sehr zurückhaltende Lohnpolitik ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit verbessern. Ob Krisenfinanzierung,

Überbrückungskredite und Anpassungsmaßnahmen, ob Schuldenschnitt oder Umschuldung: Wie auch immer die zukünftigen Lösungen aussehen werden – es müssen nachhaltige Mechanismen sein, die es den Ländern ermöglichen, aus eigener Kraft an die Kapitalmärkte zurückzukehren. Ein Auseinanderbrechen der Währungsunion ist keine Option. Denn das würde die Stabilität von Finanzinstitutionen in allen Mitgliedstaaten der Währungsunion gefährden.

Professor Dr. Beatrice Weder di Mauro, seit 2004 Mitglied im Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, zeigt auf, wie sich Deutschland nach der Finanzkrise zur Konjunkturlokomotive Europas entwickelte, während

andere Euroländer in eine tiefe Schuldenkrise gerieten. Weder di Mauro's zentrale Fragestellung konzentriert sich auf eine nachhaltige Krisenbewältigung, die die Stabilität des Euro-Raums langfristig sichern kann.

Es bleibt zu hoffen, dass es der Europäischen Union gelingt, diese Bewährungsprobe zu überwinden.



Dr. Friedrich Caspers
Vorstandsvorsitzender
der R+V Versicherung AG
Juli 2011



Dr. Friedrich Caspers
Vorstandsvorsitzender der
R+V Versicherung AG



Kontakt:

Beatrice Weder di Mauro
Professor of International Macroeconomics,
Johannes Gutenberg-University Mainz
Jakob Welder-Weg 4, 55099 Mainz

Tel.: +49 (0) 6131 39 20126

Fax: +49 (0) 6131 39 25053

<http://www.international-macro.economics.uni-mainz.de/>

Die Referentin

Seit 2004 ist Professor Dr. Beatrice Weder di Mauro Mitglied im Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Die Schweizerin ist die erste Frau, die erste Ausländerin und bislang jüngstes Mitglied in dem Gremium, das man auch die „Fünf Wirtschaftsweisen“ nennt.

Geboren 1965 in Basel, verbrachte Weder di Mauro ihre Kindheit und Jugend in Guatemala. Mit 16 kehrte sie in die Schweiz zurück. Nach dem Abitur und dem Studium der Volkswirtschaftslehre an der Universität Basel, das sie 1993 mit dem Doktorat abschloss, arbeitete sie beim Internationalen Währungsfonds und bei der Weltbank. Im Jahr 2000 habilitierte Weder di Mauro an der Universität Basel.

Seit 2001 lehrt Beatrice Weder di Mauro Volkswirtschaftslehre an der Johannes Gutenberg-Universität in Mainz. Zu ihren

aktuellen Forschungsgebieten gehören insbesondere internationale Wirtschaftsbeziehungen, internationale Finanzmärkte sowie die Geld- und Währungspolitik.

Weder di Mauro ist verheiratet und hat einen Sohn.

Der Blick zurück: Deutschland und Europa vor der Krise

Die Jahre bis 2007 – die Welt vor der Krise. Ben Bernanke, der derzeitige Notenbankchef der USA, prägte für diese Zeit den Begriff „great moderation“ und meinte damit die große Beruhigung des makroökonomischen Umfeldes. Die Zeit war gekennzeichnet durch hohe Wachstumsraten bei fallender Volatilität des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Mehr als 20 Jahre lang ging die Volatilität der realen Wachstumsraten in praktisch allen großen Ländern zurück. Gleichzeitig herrschte weltweit eine niedrige Inflation. Die Weltwirtschaft war stabil. Ökonomen beschäftigten sich damals vor allem mit der Frage, wie lange diese guten Jahre andauern. Und es gab gute Gründe, die dafür sprachen, das alles so bleibt – Stichwort „the age of globalisation“: Der internationale Handel boomte, Schwellenländer öffneten sich. Doch auch damals gab es schon ein paar Sorgenkinder – gerade Deutschland litt unter einer anhaltend hohen Arbeitslosigkeit und

einer zu niedrigen Produktivität. Das waren auch die Themen des Sachverständigenrates: Arbeitslosigkeit, Strukturreformen und die im Vergleich zu den Vereinigten Staaten zu geringe Produktivität. Ein weiteres Problem: Schon damals bereitete die demografische Entwicklung in Deutschland Sorgen.

Die Welt danach: Katerstimmung in Europa, nur nicht in Deutschland

2007 der Bruch: Die Immobilienkrise im Jahr 2007 entwickelte sich zur Bankenkrise, daraus wurde 2009 die Wirtschaftskrise als globale Rezession.

Grafiken 01 und 02 bilden die Weltproduktion und den Welthandel der vergangenen Jahre ab. Anfang 2009 brechen die Indexwerte zur Weltproduktion und zum Welthandel stark ein, steigen danach aber schnell wieder an. Im Endeffekt entsteht ein markantes „V“. Das bedeutet: Sowohl die Weltproduktion als auch der Welthandel haben sich von der Krise ziemlich schnell erholt. Die Weltproduktion überschritt schon Mitte 2010 wieder das Vorkrisenniveau.

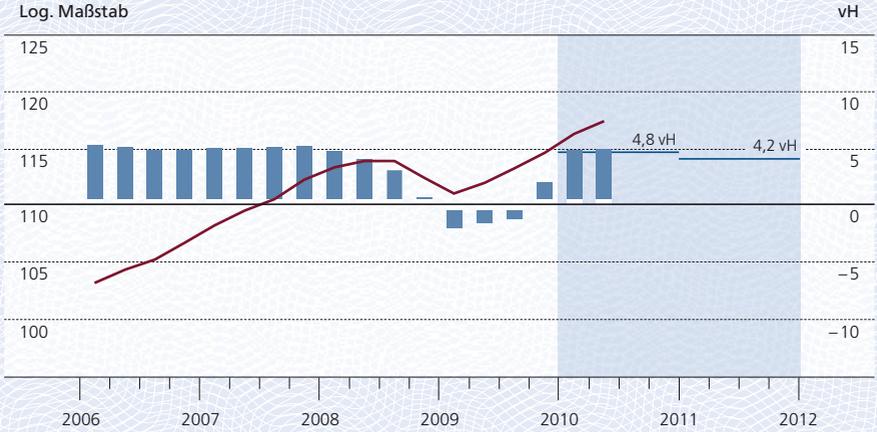
Doch trotz dieser schnellen Erholung – die Welt ist nach der Krise nicht mehr so wie vorher. Viele Industrieländer leiden heute unter einem großen Kater. Länder, die vor der Krise boomten, wachsen jetzt nur noch verhalten. Die Zahl der Arbeitslosen ist in

vielen Industrieländern angestiegen. Selbst in den Vereinigten Staaten hat sich die strukturelle Arbeitslosigkeit im Zuge der Krise erhöht. Die Immobilienpreise stehen nach wie vor unter Druck und die Inflation zieht tendenziell an.

Doch es gibt eine Ausnahme: Deutschland. Noch vor fünf Jahren hätte keiner einen Cent darauf gewettet, dass Deutschland so schnell den Turnaround schafft. Selbst mitten in der Krise war diese positive, schon fast lehrbuchhafte Entwicklung nicht absehbar. Die zur Jahresmitte 2009 einsetzende wirtschaftliche Erholung in Deutschland zeigte eine beeindruckende Dynamik. Staatliche Initiativen und richtige unternehmerische Entscheidungen konnten einen radikalen Kapazitäts- und Personalabbau verhindern, allen voran hat die Kurzarbeit schlimmere Folgen abgewehrt. Deutschlands Weg aus der Krise betrachtet die Welt mit großer Bewunderung und mit großem

WELTPRODUKTION

Grafik 01



WELTHANDEL

Grafik 02



- Index: 2005 = 100 (linke Skala)
- Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal (rechte Skala)
- Jahresdurchschnitte
- Prognosezeitraum

Staunen; insbesondere hinsichtlich der vergleichsweise stabilen Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt.

An dieser Stelle sei jedoch davor gewarnt zu glauben, zukünftig aus jeder Krise so glimpflich davon kommen zu können. Denn die Krise war sehr speziell. Zum einen breitete sie sich mit einer unglaublichen Geschwindigkeit aus. Innerhalb weniger Wochen entwickelte sich aus einem finanzwirtschaftlichen Schock in der Realwirtschaft ein riesiges Handelsloch – bei der letzten großen Weltwirtschaftskrise brauchte es dafür drei Jahre. Die deutsche Exportindustrie stand im ersten Quartal 2009 annähernd still. Dank der positiven Entwicklung des Welthandels konnte Deutschland seine Exportquote aber bereits 2010 wieder vollständig normalisieren. Hinzu kommt, dass die Rahmenbedingungen in Deutschland besonders gut waren. Auslagerungen und Restrukturierungsmaßnahmen in den Unter-

nehmen waren weit fortgeschritten, Möglichkeiten der Flexibilisierung geschaffen. So konnten deutsche Unternehmen geringere Margen in Kauf nehmen und die Arbeitskräfte in Kurzarbeit halten.

Der Wirtschaftsstandort Deutschland

Deutschland und die Vereinigten Staaten führen die Prognose des Bruttoinlandsprodukts (BIP) 2011 an (siehe Grafik 03). Deutschland gehört heute zu den Konjunkturlokomotiven der Welt – wer hätte noch vor ein paar Jahren daran geglaubt? Die deutsche Wirtschaft ist im gesamten Jahr 2010 um 3,6 Prozent gewachsen, so stark wie seit der Wiedervereinigung nicht mehr. Die Wachstumsimpulse kamen dabei nicht

nur vom Außenhandel, sondern auch aus dem Inland. Die Erwerbstätigenzahl erreichte 2010 einen neuen Höchststand. 2011 beträgt Deutschlands Haushaltsdefizit 2,5 Prozent des BIP. Damit unterschreitet Deutschland bereits 2011 den europäischen Grenzwert von drei Prozent. Zwei Jahre früher als im Rahmen des EU-Defizitverfahrens gefordert. Die große Frage ist: Werden diese positiven Entwicklungen anhalten?

Standort Deutschland: die Vorteile

Für den Wirtschaftsstandort Deutschland spricht: Deutsche Produkte sind wettbewerbsfähig – nicht nur preislich, auch qualitativ.

Grafik 04 zeigt die **preisliche Wettbewerbsfähigkeit** Deutschlands im Zeitverlauf und im Vergleich zu anderen EU-Ländern an. Deutschland hat sich im letzten Jahrzehnt seine Wettbewerbsfähigkeit zurückerobert:

Der durch die Fehlentwicklungen in den 90er-Jahren entstandene Anpassungsdruck führte zu einer zurückhaltenden Lohnentwicklung in den 2000er-Jahren. Die Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe sanken in den Jahren von 2002 bis 2007 um 11 Prozent, nachdem sie im Zeitraum von 1991 bis 2002 um 13 Prozent gestiegen waren.

Der Vergleich mit anderen EU-Ländern zeigt: Der Fächer geht weiter auseinander. Länder wie Spanien und Italien wandern bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit nach oben weg. Das heißt nichts anderes, als dass ein Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Güter relativ zu den ausländischen stattgefunden hat. Das ge-

nau Umgekehrte geschieht in Deutschland: Deutschland erlebt eine reale Abwertung.

Grafik 04 reduziert jedoch die europäische Wettbewerbsfähigkeitsdiskussion auf die preisliche Dimension. Das ist nicht ganz richtig. Der deutsche Erfolg ist nicht nur durch die preisliche Wettbewerbsfä-

Hintergrund

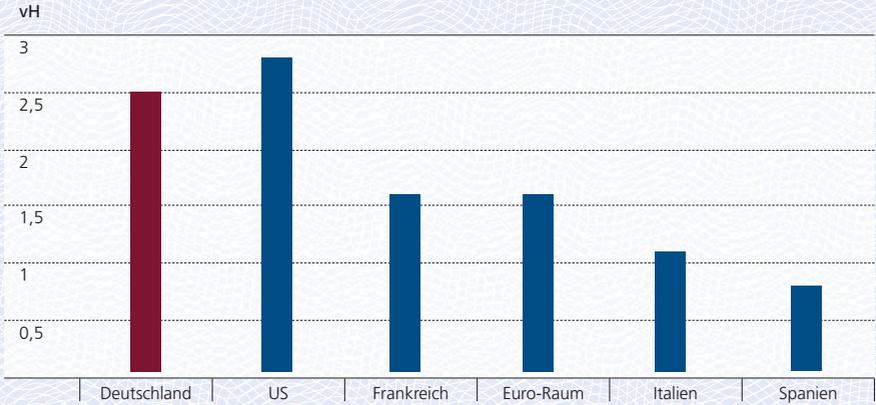
In vielen Euroländern bleibt die Inflationsrate niedrig, weil sie nach der Krise und den damit verbundenen erhöhten Ausgaben stark konsolidieren und ihre Wettbewerbsfähigkeit erst wieder zurückgewinnen müssen. Deutschland hat damit im Vergleich zu anderen Euroländern dauerhaft höhere Inflationsraten und den Vorteil niedrigerer Realzinsen (Nominalzinsen abzüglich der Inflationsrate). Bei niedrigen Realzinsen werden sich mehr reale Investitionen lohnen als in den Ländern mit höheren Realzinsen. Das bedeutet: Innerhalb der Eurozone wirken sich die Realzinsdifferenzen für Deutschland voraussichtlich positiv aus.

Grundsätzlich bleibt das Problem eines einheitlichen Leitzinses für einen heterogenen Währungsraum: Die kurzfristigen Realzinsen sind sowohl für Deutschland als auch für Spanien negativ. Damit ist die Geldpolitik für Deutschland mit seiner starken Konjunktur zu lax, für das krisengeplagte Spanien aber vielleicht nicht locker genug. Dieses Problem könnte sich weiter verschärfen. Höhere Steuern und sinkende Ausgaben belasten die spanische Konjunktur. In Deutschland trägt zunehmend die Binnennachfrage den Aufschwung. Die Forderungen nach kräftigen Lohnerhöhungen dürften bald lauter werden. Unternehmen könnten versuchen, Preiserhöhungen durchzusetzen. Dadurch fiel der kurzfristige Realzins in Deutschland noch stärker.

BIP PROGNOSE 2011

Grafik 03

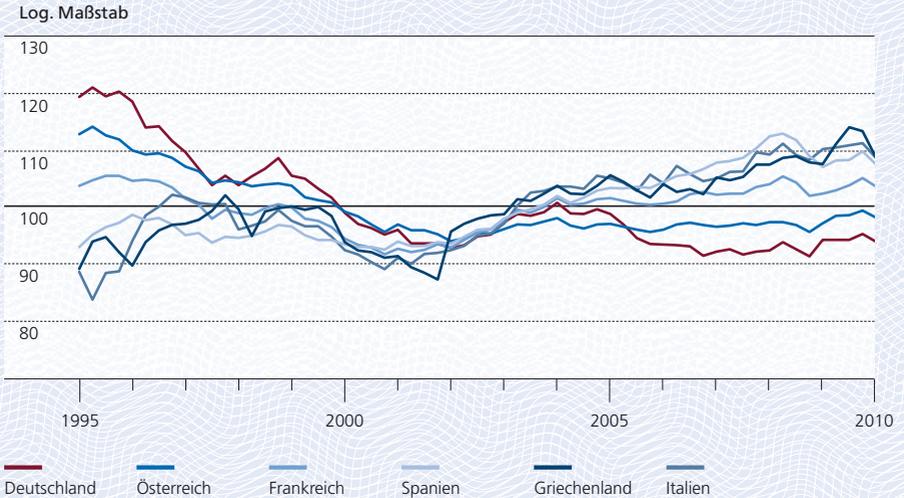
Wachstum in Prozent



PREISLICHE WETTBEWERBSFÄHIGKEIT *

Grafik 04

Realer effektiver Wechselkurs des Euro auf Lohnstückkostenbasis nach Ländern



higkeit bzw. durch Lohnmoderation zu erklären. Mindestens ebenso viel dazu beigetragen hat die Umstrukturierung der Wirtschaft durch die hohe Produktivitätsgewinne realisiert wurden. In den letzten 10 Jahren hat Deutschland mit dem Outsourcing von großen Produktionsteilen, also mit dem geschickten Ausnutzen der Globalisierungsmöglichkeiten, und mit der Aufstückelung von Produktionsketten seine Wettbewerbsfähigkeit zurück erobert.

Auch die **Haushaltsdisziplin** spricht für Deutschland. Deutschland hat sich in der Krise vorbildlich verhalten und fiskalische Impulse mit disziplinierenden Instrumenten verbunden. Thema Schuldenbremse: Schon 2007 erarbeitete der Sachverständigenrat einen Vorschlag zur Schuldenbremse. Lange war es sehr unsicher, ob dieses Konzept jemals umgesetzt wird. Schließlich ist damit ein Eingriff in die Verfassung ver-

bunden. Letztendlich war es die Chance der Krise, ein solches Paket durchzusetzen.

Mit der Schuldenbremse ist eine grundgesetzlich verankerte Begrenzung der staatlichen Neuverschuldung in Kraft getreten, die in den kommenden Jahren eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte erzwingt und für den Bundeshaushalt einen gesetzlich vorgeschriebenen Konsolidierungspfad vorgibt. Dazu gehört unter anderem eine strukturelle (konjunkturbereinigte) Neuverschuldung von maximal 0,35 Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts ab 2016. Die Schuldenbremse und der damit verbundene Konsolidierungspfad stellen eine wichtige finanzpolitische Errungenschaft dar. Nur mit einer glaubhaften Verpflichtung zur Haushaltsdisziplin lässt sich das Vertrauen aller Marktteilnehmer erwerben.

Standort Deutschland: die Probleme

Soweit die eine Seite der Medaille. Die Kehrseite ist weniger glänzend. Dazu gehören die **sozialen Sicherungssysteme**: Krankenversicherung, Pflegeversicherung, gesetzliche Rentenversicherung und die Arbeitslosenversicherung.

Angesichts des demografischen Wandels sind hier erhebliche Ausgabensteigerungen zu erwarten. Grafik 05 projiziert die staatliche

Schuldenstandsquote für Deutschland bis ins Jahr 2060: Unter der Annahme, dass die sozialen Sicherungssysteme im jetzigen Zustand festgeschrieben werden und dass der Staat die Ausgaben kreditfinanziert, steigt die Staatsverschuldung im Jahr 2060 auf 275 Prozent des BIPs an. Die zweite, untere Kurve berücksichtigt eine Anpassung der Beitragssätze.

Implizite und explizite Verschuldung, Nachhaltigkeitslücke

Unter expliziter Staatsverschuldung versteht man die Finanzschulden des Staates, die eingegangen werden, wenn die laufenden Einnahmen geringer sind als die laufenden Ausgaben. Die implizite Staatsverschuldung umfasst zusätzlich noch andere gesetzliche Verpflichtungen des Staates, insbesondere Renten- und Pensionsansprüche oder Zusagen für die Gesundheitsvorsorge.

Die Nachhaltigkeitslücke aus expliziten und impliziten Staatsschulden beläuft sich in Deutschland auf 282 Prozent des BIP. Umgerechnet entspricht das der Summe

von 6,75 Billionen Euro. Das Gros entfällt dabei nach wie vor auf die implizite, d. h. heute noch nicht sichtbare Staatsschuld, die 213 Prozent des BIP ausmacht und in der sich alle durch das heutige Steuer- und Abgabenniveau nicht gedeckten Leistungsversprechen, insbesondere der Sozialversicherungen, verbergen. Der kleinere Teil entfällt auf die explizite, schon heute sichtbare Staatsverschuldung (69 Prozent des BIP). Mit dem in 2010 begonnenen Konsolidierungskurs konnte die Nachhaltigkeitslücke um ein Drittel des BIP zurückgeführt werden. (Quelle: Stiftung Marktwirtschaft, Mai 2011)

Die gesetzliche Rentenversicherung ist der Zweig der sozialen Sicherungssysteme, in dem die größte implizite Verschuldung, die größte Nachhaltigkeitslücke steckt. Ihr folgt die gesetzliche Krankenversicherung. Das Ausmaß der impliziten Staatsverschuldung bei der gesetzlichen Krankenversicherung hängt in Zukunft allerdings davon ab, ob der Fortschritt im medizinisch-technischen Bereich die Gesundheitskosten eher steigen oder eher sinken lässt. Grafik 06 beruht auf einem mittleren Wert – hier ist also noch viel Spielraum nach oben.

Die **hohe Staatsverschuldung** ist die Quintessenz der Krisenbewältigung. Die Staatsverschuldung hat in Industrienationen Ausmaße erreicht, wie sie in Friedenszeiten noch nie vorher vorkamen. In vielen Ländern gehen die hohen Staatsschulden mit einer hohen Verschuldung des privaten Sektors einher.

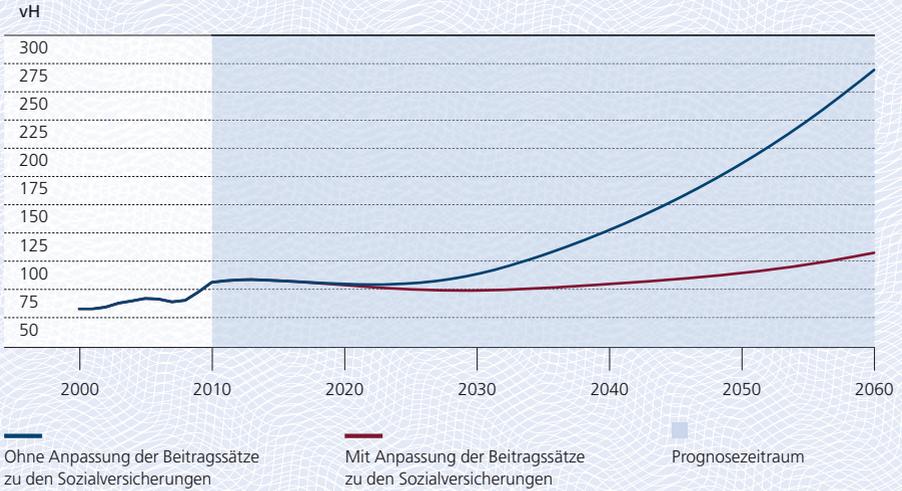
Willem Buiters, Chefvolkswirt der Citigroup, geht davon aus, dass über 40 Prozent des weltweiten BIP aus Ländern kommen, die derzeit ein Haushaltsdefizit von mehr als 10 Prozent ihres nationalen BIP ausweisen. In der Vergangenheit war das anders: In den letzten 30 Jahren kam nicht mehr als 5 Prozent des globalen BIPs aus Ländern mit einem dementsprechend großen Haushaltsdefizit. Oder anders gesagt: In der Vergangenheit wiesen vor allem Schwellenländer ein derartiges Haushaltsdefizit auf.

Laut Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) wird sich die Staatsverschuldung der Schwellenländer im Jahr 2016 auf 30 Prozent der Wirtschaftsleistung belaufen. Für die Industrieländer erwartet der IWF dagegen eine Quote von über 100 Prozent (Grafik 07). Damit sind die Finanzierungsbedürfnisse auf einem historischen Höchststand.

PROJEKTION DER STAATLICHEN SCHULDENSTANDSQUOTE BIS 2060

Grafik 05

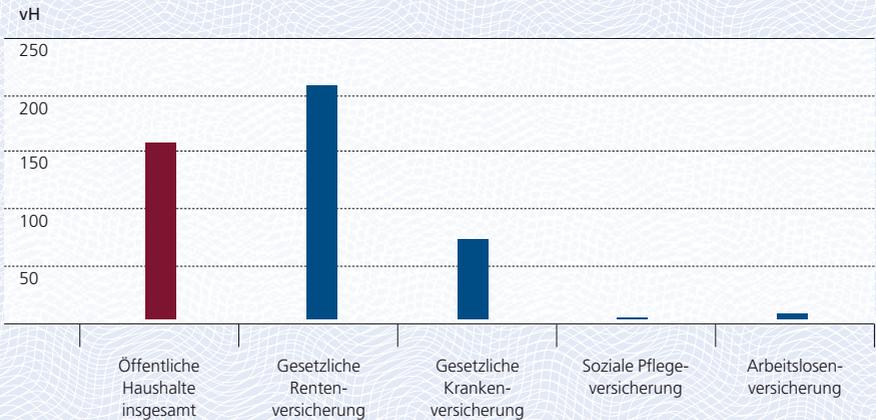
in Relation zum BIP



PROJEKTION DER IMPLIZITEN SCHULDENSTANDSQUOTE IM JAHR 2060 NACH SOZIALVERSICHERUNGSZWEIGEN

Grafik 06

in Relation zum BIP



Bemerkenswert dabei ist, dass viele Schwellenländer in der Vergangenheit schon Schuldenkrisen bei sehr viel niedrigerem Schuldenstand erlebt haben. Beispiel Argentinien: Als Argentinien eine Schulden-

standquote von rund 40 Prozent seines BIPs erreicht hatte, verlor das Land das Vertrauen der Märkte. Fakt ist: Für Industrieländer gelten ganz andere Dimensionen, die Schuldentoleranz ist dort wesentlich höher.

Argentinienkrise

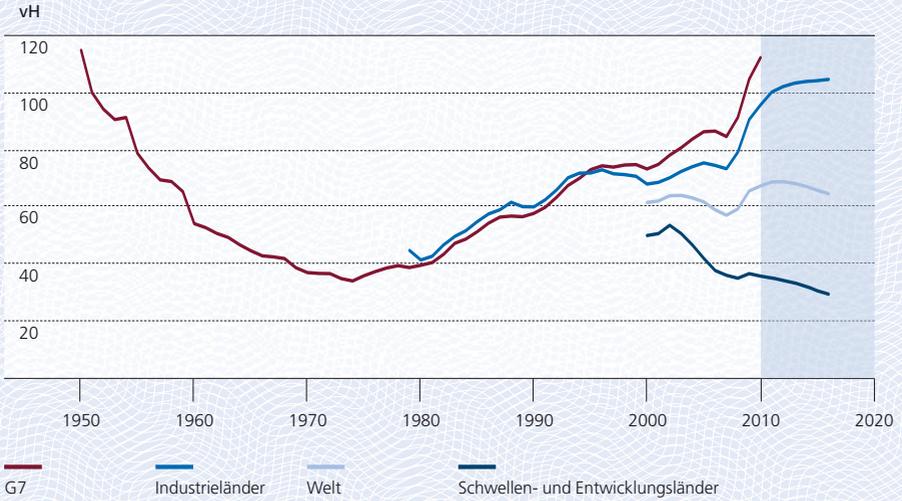
Der Begriff Argentinienkrise bezeichnet die letzte große Wirtschaftskrise zwischen 1998 und 2002. Die argentinische Regierung hatte den Peso im Verhältnis 1:1 an den Dollar gekoppelt. Diese Maßnahme führte zunächst zu einem erfolgreichen Rückgang der Inflation. Dennoch blieb eine ein- bis zweistellige Restinflation erhalten, die die argentinischen Produkte auf dem Weltmarkt verteuerte. Es kam zu einer Importschwemme und einer negativen Handelsbilanz, die durch Neuverschuldung ausgeglichen werden musste. Internationale Anleger waren gegenüber Schwellenländern skeptisch. Aus Angst vor einer ausufernden Krise wurde Kapital aus Argentinien abgezogen. Auch die Argentinier selbst misstrauten zunehmend ihrem Bankensystem und ihrer Währung

und tauschten Pesos gegen Dollar. Die Folge: Die Zentralbank musste immer mehr heimische Währung aufkaufen, um den Wechselkurs zum Dollar zu halten. Am Ende konnte Argentinien seine Auslandsschulden nicht mehr bedienen. Ende Dezember 2001 erklärte sich die Regierung für zahlungsunfähig. In einem ersten Schritt hat die Regierung die Dollarbindung des Peso aufgehoben, die Landeswährung um rund 30 Prozent abgewertet und die Bankkonten eingefroren. Seit Mitte 2002 erholt sich die Wirtschaft des Landes wieder. 2005 hatten rund 75 Prozent aller privaten Gläubiger die Umschuldung von Verbindlichkeiten angenommen und einen Abschlag von durchschnittlich etwa 50 Prozent ihrer Forderungen akzeptiert.

STAATSVerschuldung

in Prozent des BIP

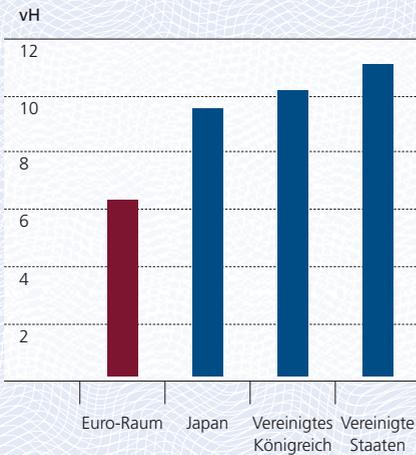
Grafik 07



DEFIZITQUOTE

in Relation zum nominalen BIP

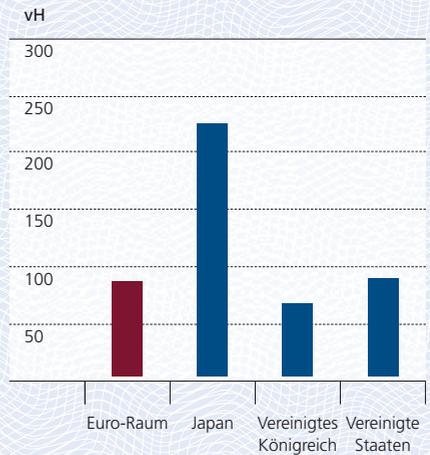
Grafik 08



SCHULDENSTANDSQUOTE

in Relation zum nominalen BIP

Grafik 09



Grafiken 08 und 09 zeigen, dass der Euro-Raum als Ganzes im weltweiten Vergleich gar nicht so schlecht da steht: Die Schuldenstandsquoten Großbritanniens und der Vereinigten Staaten sind ähnlich hoch, die von Japan wesentlich höher. Warum also bekommt gerade der Euro-Raum solche Probleme? Das Problem liegt an seiner heterogenen Struktur, im Auseinanderdriften einzelner Länder, vor allem von Griechenland, Irland und Portugal.

Das Problem bei Staatsverschuldung ist: Souveräne Staaten lassen sich nicht dazu zwingen, ihr Versprechen einzuhalten und das geliehene Geld zurückzuzahlen. Gleichzeitig kann man sie nicht zu einer Umschuldung zwingen. Für souveräne Staaten fehlt das zentrale Ordnungselement der Insolvenz, die Festlegung eines Zeitpunktes der Überschuldung. Freiwillig gehen souveräne Staa-

ten nicht den Weg der Umschuldung – denn diesen Weg würden die meisten Regierungen nicht überleben.

Im Kern geht es hier also um die Frage: Wie groß ist der Wille eines Landes, seine Schulden zurückzubezahlen? Ökonomisch sprechen wir von „willingness to pay“. Die Antwort ist sehr stark abhängig vom politischen System des Landes und davon, welche Maßnahmen das Land durchsetzen kann: Lassen sich die Steuern erhöhen, ohne dass die Regierung gestürzt wird? Kommt es zu Generalstreiks?

Der Euro-Raum

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat tiefe Spuren hinterlassen. Die Defizitländer stehen jetzt vor der Herausforderung, ihre

hohe Schuldenlast abzubauen und ihre Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Der Erfolg liegt im Interesse aller Mitgliedsländer.

Konstruktionsfehler bei der Gründung

Die Schuldenkrise in Griechenland wurde zur Zerreißprobe für den Euro-Raum. Schuldenkrisen, Währungskrisen und Bankenkrisen oder die Kombination aus allen dreien in Form von Triple-Crisis, gab es vorher hauptsächlich in Schwellenländern. Für die Eurozone war das neu und Vorkehrungen dafür waren keine getroffen.

Bei der Gründung der Währungsunion war die Insolvenz eines Mitgliedslands noch unvorstellbar. Aus diesem Grund verzichteten die Konstrukteure des Euro über die No-Bail-out-Klausel (Nichtbeistandsklausel) hinaus auf Regelungen für den Fall einer drohenden Insolvenz ebenso wie auf Proze-

duren für eine tatsächlich eingetretene Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedslandes. Eine interessante Parallele ist, dass auch für den Fall der Insolvenz eines systemisch relevanten Finanzinstituts keine Vorkehrungen getroffen wurden. In beiden Fällen galt der Leitgedanke, dass „nicht sein wird, was nicht sein darf“. Nicht bedacht haben die Konstrukteure dabei, dass bei systemischen Krisen, deren Folgen kaum abzuschätzen sind, ein eminentes Eigeninteresse der Gemeinschaft besteht, diese einzudämmen.

Die Konstruktion des Euro-Raums basiert also auf einem dreimaligen „Nein“: „Nein“ zu

Bail-out, „Nein“ zu Bail-in (keine geordnete Umschuldung) und „Nein“ zum Austritt. Eine nicht wirklich glaubwürdige Konstruktion. Und so blieb im Interesse der Gemeinschaft kurzfristig keine andere Möglichkeit, als sich über das No-Bail-out-Gebot hinwegzusetzen.

Der Euro soll eine Einbahnstraße sein. Und zwar nicht nur deshalb, weil Scheidungen weh tun und selten reibungslos verlaufen,

No-Bail-out-Klausel

Die „No-Bail-out“-Klausel – zu Deutsch: Nichtbeistandsklausel – in Art. 125 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) stellt sicher, dass ein Euro-Teilnehmerland nicht für Verbindlichkeiten und Schulden anderer Teilnehmerländer haften oder aufkommen muss. Diese Klausel soll gewährleisten, dass für die Rückzahlung öffentlicher Schulden die Staaten selbst verantwortlich bleiben.

sondern auch, weil die Erfahrungen gezeigt haben, was die Erwartung einer Wechselkursabwertung bewirken kann: Durch sogenannte selbsterfüllende Prophezeiungen können selbst solvente Staaten in die Insolvenz getrieben werden. Diese Erfahrung machte das Europäische Währungssystem (EWS), der Vorgänger des Euro, als es 1992 fast zusammenbrach. Eine Währungsunion mit Austrittsoption wäre immer potenziell instabil. Das wussten die Gründungsväter des Euro nur allzu gut und haben deshalb die Austrittsoption ausgeschlossen.

Doch die Gründungsväter haben versäumt, den Ordnungsrahmen der Europäischen Währungsunion um einen Mechanismus zu ergänzen, mit dem Überschuldungssituationen geordnet gelöst werden können. Ein stringenter und glaubwürdiger Krisenmechanismus ist zur Stärkung des Euro-Raums und zur langfristigen Stabilisierung unbe-

dingt notwendig. Strenge makroökonomische Auflagen sowie ein Insolvenzverfahren für Staaten unter Beteiligung des privaten Sektors sollten dabei zentrale Bestandteile sein, nicht aber die Möglichkeit des Ausschlusses. Nicht die Umschuldung im Regelfall, aber eine Regel für den Umschuldungsfall ist erforderlich.

Die Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder haben im März 2011 ein Gesamtpaket zur dauerhaften Sicherung der Stabilität der Währungsunion auf den Weg gebracht. Sie haben den Eurorettungsfonds (EFSF) erhöht und ab 2013 soll ein permanenter Krisenmechanismus, der den Rettungsfonds ablöst, den eben beschriebenen Konstruktionsfehler beheben. Dieser permanente Krisenmechanismus – oder European Stability Mechanism (ESM) – besagt: Hilfen für hoch verschuldete Euro-Länder sind nur möglich, wenn die Stabilität der Euro-Zone insgesamt

in Gefahr ist. Der betroffene Staat wird zunächst einer Solvenzprüfung unterzogen. Im Falle, dass die Troika – bestehend aus EZB, EU und IWF – eine Überschuldung diagnostiziert, kann ein Garantierahmen für Kredite nur bewilligt werden, wenn auch der private Sektor sich über eine Restrukturierung beteiligt. Dieser Schritt erfordert zudem einen einstimmigen Beschluss des Ministerrates.

Die Grundidee des ESM ist richtig: Länder, die ein Liquiditätsproblem haben, sollen mit einer temporären Liquiditätshilfe rechnen können. Grundsätzlich solvente Länder müssen ihre Schulden auch bei einer Liquiditätsklemme bedienen können. Bei überschuldeten Ländern hingegen sollte Umschulden die Regel sein. Private Anleger sollen nicht damit rechnen können, dass es bei einem fiskalischen Fehlverhalten eines Staates grundsätzlich zu einer uneingeschränkten Stützung durch die Gemein-

schaft kommt. Und das nicht nur aus Gründen der Lastenteilung – viel wichtiger ist noch: Über die Marktdisziplin lassen sich die Anreize für übermäßige Verschuldung reduzieren.

Einen großen Haken hat die Wirksamkeit des ESM allerdings: den einstimmigen Beschluss des Ministerrats. Eine solche Regelung politisiert das zukünftige Instrument

und macht seine Umsetzung wenig vorhersehbar und wenig glaubwürdig. Damit verliert die Umschuldung ihre Wirkung als Instrument der Krisenprävention.

Die Krise offenbarte aber auch Defizite im Umgang mit globalen Finanzinstituten, die in Schieflage geraten sind. Um zu verhindern, dass globale Finanzinstitute Verluste erleiden, musste die Politik schon dreimal

Hintergrund

Der EU-Vertrag sieht aus guten Gründen keine Möglichkeit vor, ein Mitgliedsland aus der Währungsunion auszuschließen. Auch die Vereinigten Staaten als Dollar-Währungsraum sehen keine Möglichkeiten eines Ausschlusses einzelner Bundesstaaten vor. Neben dem möglichen Schaden für die langfristige Integration des Wirtschaftsraums bestehen hierfür unmittelbare Gründe: Währungssysteme, die wieder aufgelöst werden können, sind inhärent instabil. Das liegt daran, dass die Märkte

die Wahrscheinlichkeit einer Wechselkursänderung in den Preisen berücksichtigen, wodurch die Refinanzierungskosten ansteigen und dadurch in letzter Konsequenz eine Krise herbeiführen können. Zweifeln die Marktteilnehmer am langfristigen Bestand eines Wechselkursystems, so kann dies zur selbsterfüllenden Prophezeiung werden, wenn die Kosten zur Verteidigung des Systems ansteigen.

eingreifen – einmal bei Lehman und zweimal bei Griechenland – und hat aus Angst vor systemischen Auswirkungen auf das europäische Finanz- und Bankensystem Kredite und Garantien bereitgestellt. Die Insolvenz von systemisch relevanten Finanzinstituten ist nach wie vor „undenkbar“, da sie nicht geordnet organisiert werden kann.

Das deutsche Restrukturierungsgesetz, das die Eingriffsrechte und -pflichten der Aufsicht stärkt und das Instrumentarium für den Umgang mit Bankinsolvenzen erweitert, ist ein wichtiger Schritt in die richtige Richtung. In Zukunft kann die Aufsicht, auch ohne Zustimmung von Gläubigern und Anteilseignern, aufsichtsrechtliche Schritte zur Restrukturierung und Abwicklung von insolventen Banken einleiten und diese federführend umsetzen. Ob man dieses Gesetz auch für eine systemrelevante Bank anwenden kann, ist höchst zweifelhaft. Denn

spätestens bei grenzüberschreitenden Transaktionen ist nicht klar, wie sich das deutsche Recht auf internationale Verträge auswirkt. Und auf europäischer Ebene fehlt nach wie vor ein Mechanismus zu geordneten Insolvenz eines systemischen Finanzinstituts.

Wie geht es weiter?

Die Krise des Euro-Raums ist gleichsam der dritte Akt der globalen Finanzkrise: von der Immobilien-, zur Banken- und nun zur Schuldenkrise. Anfang des Jahres 2010 wurden Griechenland, Irland, Portugal und Spanien von einer schweren Vertrauenskrise erschüttert, die es diesen Ländern immer schwerer machte, die zur Finanzierung ihrer hohen Verschuldung erforderlichen Mittel zu erträglichen Konditionen auf den Kapitalmärkten zu beschaffen. Nur mit ungewöhnlich umfangreichen, koordinierten Hilfsmaßnahmen der Mitgliedstaaten des Euro-Raums, der Europäischen Union, der Europäischen Zentralbank und des IWF konnte im Mai 2010 eine Zahlungsunfähigkeit Griechenlands verhindert werden. Und schon ein Jahr später droht abermals die Zahlungsunfähigkeit.

Angesichts dieser Entwicklung fordern viele, dass Griechenland aus dem Euro austreten sollte. Es könne seine Herausforderungen

besser bewältigen, wenn es eine eigene Währung einführe und über eine nominelle Abwertung seine preisliche Wettbewerbsfähigkeit zurück gewinne. Doch wie auf Seite 11 beschrieben: Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit ist nur ein Teilaspekt der Wettbewerbsfähigkeit. Solange Griechenland keine wettbewerbsfähigen Strukturen hat, ist die preisliche Wettbewerbsfähigkeit nicht von Dauer. Die nominelle Abwertung kann allenfalls als kurzfristiges Instrument helfen. Viel schwerer würde wiegen, dass bei einem Austritt Griechenlands und einer Abwertung der Währung das gesamte griechische Bankensystem sofort insolvent wäre. Über Nacht würde die Last der in Euro denominierten öffentlichen und privaten Schulden massiv ansteigen. Damit wäre dann nicht nur der öffentliche sondern auch der private Sektor überfordert und der Zahlungsausfall unvermeidlich. Die unmittelbaren Folgen: Bankschließungen, Kapitalflucht und wirtschaftlicher Stillstand. Auch die Ansteckungseffek-

te auf andere Länder des Euro-Raums wären kaum beherrschbar. Weder für Griechenland noch für andere Euro-Länder ist der Austritt also eine Option.

Heißt das, dass es keine Alternativen zu Plan A gibt? Plan A setzt unverändert auf zusätzliche Schulden und Anpassungsmaßnahmen. Gegenüber dem ursprünglichen IWF/EU-Anpassungsprogramm für Griechenland kommen in dem zweiten Programm zwei Punkte neu hinzu: ein Eigenbeitrag Griechenlands durch die Privatisierung von Staatsunternehmen und ein Finanzierungsbeitrag durch die privaten Gläubiger. Letzterer bringt Griechenland kaum Erleichterung. Denn die freiwillige Beteiligung der privaten Gläubiger wird nur geringfügig ausfallen und die Schuldenlast Griechenlands nicht reduzieren. Im Gegenteil: Die Zinsen, die Griechenland für die neuen Anleihen zahlen muss, könnten sogar höher ausfallen.

Im Fall Griechenlands bleibt die alles entscheidende Frage: Handelt es sich um ein Liquiditäts- oder ein Solvenzproblem? Angesichts einer Staatsverschuldung, die auf 166 Prozent des BIP ansteigt, müsste das Land fast ein Jahrzehnt lang einen Primärüberschuss (Einnahmen minus Ausgaben ohne Zinszahlungen) von sechs bis acht Prozent des BIP erzielen. Mit anderen Worten: Griechenland muss anhaltend sparen und einen bedeutenden Teil seines Einkommens an ausländische Gläubiger überweisen. Es ist also nicht erstaunlich, dass die Bevölkerung rebelliert und der politische Rückhalt schwindet. Die nüchterne Analyse kommt zu dem Schluss: Griechenland hat ein Solvenzproblem. Und in diesem Fall führt kein Weg an einem Plan B vorbei.

Ein Plan B muss eine geordnete Umschuldung beinhalten, die die Anpassungslast Griechenlands wieder tragfähig macht. Das heißt nicht, dass Griechenland um tiefgreifende

Spar- und Strukturanpassungen herum kommt. Aber es bedeutet, dass es eine realistische Chance bekommt, in absehbarer Zeit wieder auf eigenen Füßen zu stehen.

Damit eine Umschuldung tatsächlich geordnet abläuft, müssen eine ganze Reihe von Maßnahmen gleichzeitig ergriffen werden. Nur dann lässt sich eine Ansteckung auf andere Länder und Finanzsysteme verhindern. Zum einen muss der EFSF oder sein Nachfolger ESM einen Schuldentausch organisieren, der folgendermaßen aussehen könnte: In Schritt 1 tauschen EFSF oder ESM griechische Anleihen zu einem festen Abschlag von beispielsweise 50 Prozent gegen eigene Anleihen. Erst in Schritt 2 gibt der EFSF/ESM diese Schuldenreduktion an Griechenland weiter – und auch nur dann, wenn Griechenland die geforderten Anpassungsprogramme eingehalten hat. Rating-Agenturen würden diese Umschuldung als teilweisen Zahlungsausfall (Selected Default)

bewerten. Mit der Folge: Die EZB darf die alten griechischen Anleihen nicht mehr zur Refinanzierung annehmen, denn Papiere von insolventen Staaten darf sie nicht akzeptieren. Die von EFSF oder ESM ausgegebenen Anleihen muss sie aber annehmen und setzt damit Anreize, am Tausch teilzunehmen.

Finanzinstitute, die griechische Anleihen noch nicht abgeschrieben haben, müssen daraufhin ihre Verluste realisieren. Griechische Banken sind zu rekapitalisieren. Um Ansteckungsgefahren zu minimieren wird gleichzeitig angekündigt, wie mit weiteren (potenziellen) Krisenländern umzugehen ist. Portugal und Irland könnten etwa im geringeren Umfang umschulden, und um Spekulationen über Spanien entgegenzutreten, könnte sich das Land einem „Versicherungsprogramm“ des IWF (Flexible Contingent Credit Line) unterwerfen. Diese Programme dienen der Selbstverpflichtung und der

Marktberuhigung und sehen im Erfolgsfall gar keine Kredite vor.

Ein solcher Plan B kann nur mit Hilfe der EZB ohne große Verwerfungen gelingen. Die EZB muss die Umschuldung unterstützen, und sich bereit erklären, die Auswirkungen auf die Finanzsysteme zu beherrschen. Genau das Gegenteil hat die EZB jedoch zuletzt gemacht. Sie hat entschieden gegen einen Plan B votiert und nur einer freiwilligen Beteiligung des privaten Sektors zugestimmt. Es ist verständlich, dass die EZB zu ungewöhnlichen Maßnahmen greift, um die nach wie vor schwachen Banken und Länder zu stützen. Doch das ist nicht Aufgabe der Geldpolitik, sondern Aufgabe der Finanzpolitik und der Aufsicht. Zu Recht beklagt die Notenbank, dass beide ihre Verantwortung nicht wahrgenommen und auf sie abgeschoben haben.

Weniger verständlich wäre es, wenn das Zögern der EZB aus Angst vor Verlusten in der eigenen Bilanz geschieht. Mögliche Verluste der Notenbank sind bereits sozialisiert, ob sie letztlich über eine Rekapitalisierung oder über niedrigere Gewinnausschüttungen realisiert werden, ist unerheblich. Deshalb könnte auch der EFSF der EZB die Anleihen zum Einstandskurs abkaufen und damit der „unheiligen“ Vermischung von Finanz- und Geldpolitik entgegenwirken.

Eines ist klar: Ein erfolgreicher Plan B wäre ein Befreiungsschlag – aber auch ein großer politischer Kraftakt. Plan B kann nur funktionieren, wenn eine große Anzahl von Vetospielern koordiniert an einem Strang ziehen. Wenn nur einer nicht mitmacht, scheitert Plan B und man landet wieder bei Plan A, bei dem Versuch Zeit zu gewinnen. Genau das ist dieses Frühjahr geschehen.

Abkürzungsverzeichnis

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
BIP	Bruttoinlandsprodukt
EFSD	European Financial Stability Facility (Eurorettungsfonds)
ESAGIF	European Stability And Growth Investment Fund (Konzept für einen Europäischen Stabilitäts- und Wachstumsfonds)
ESM	European Stability Mechanism
EWS	Europäisches Währungssystem
EU	Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
IWF	Internationaler Währungsfonds

Impressum

Herausgeber:

R+V Versicherung AG, Konzern-Kommunikation,
Raiffeisenplatz 2, 65189 Wiesbaden

Verantwortlich: Rita Jakli

Redaktion: Anke Sostmann

Grafik: Heisters & Partner,

Büro für Kommunikationsdesign, Mainz

Fotografie: Andreas Varnhorn, Bad Vilbel (S. 3)

Inge Neudahm, Wiesbaden (S. 4)

Druck: Görres-Druckerei und Verlag GmbH

1. Auflage, Juli 2011



www.ruv.de