

Friedrich-Naumann-Stiftung für die Freiheit | Husum, 31. Mai 2012  
Projektwoche der Beruflichen Schule des Kreises Nordfriesland

# **Finanzkrise – Ursache, Wirkung, Folgen**

---

Dr. Stefan Kooths  
Prognose-Zentrum, Büro Berlin

# Funktionsweise von Währungsordnungen

## ▪ **Währungsunion (Maastricht-Vertrag)**

- Supranationale Geldpolitik zur Bereitstellung eines wertstabilen Zahlungsmittels
- Risikoadequate Zinsfindung als Kernaufgabe des Kapitalmarktes setzt Insolvenzmöglichkeit aller Schuldner zwingend voraus

⇒ **Unsichere Rückzahlung, aber in Hartwährung**

## ▪ **Alternative: Nationale Geldpolitik**

- Mögliche Entlastung des Staatshaushalts über Notenpresse (bei gefügiger Zentralbank)
- Zinsanstieg aufgrund von Inflations- und Abwertungserwartung

⇒ **Sichere Rückzahlung, aber in Weichwährung**

# Nichtbeistands-Klauseln

Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (Lissabon-Vertrag), zitiert nach dejure.org

## ■ Artikel 125 (1): EU und Mitgliedsländer

(1) Die Union haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens. Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens.

## ■ Artikel 123 (1): EZB und nationale ZBs

(1) Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (im Folgenden als "nationale Zentralbanken" bezeichnet) für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken.

# Beistands-Klauseln

Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (Lissabon-Vertrag), zitiert nach dejure.org

## ■ Artikel 122 (2): Katastrophenfall

(2) Ist ein Mitgliedstaat aufgrund von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Ereignissen, die sich seiner Kontrolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht, so kann der Rat auf Vorschlag der Kommission beschließen, dem betreffenden Mitgliedstaat unter bestimmten Bedingungen einen finanziellen Beistand der Union zu gewähren. Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament über den Beschluss.

## ■ Artikel 123 (2): Staatsbanken

(2) Die Bestimmungen des Absatzes 1 gelten nicht für Kreditinstitute in öffentlichem Eigentum; diese werden von der jeweiligen nationalen Zentralbank und der Europäischen Zentralbank, was die Bereitstellung von Zentralbankgeld betrifft, wie private Kreditinstitute behandelt.

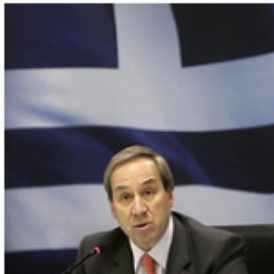
WIRTSCHAFTSKRISE

08.12.2008

### Griechen wachsen die Schulden über den Kopf

Die Probleme der griechischen Wirtschaft sind unübersehbar: Bürokratie, Korruption und schwache Produktivität verhindern das Wachstum. Im europäischen Vergleich ist Griechenland so hoch verschuldet wie kaum ein anderer Mitgliedsstaat. Schlägt jetzt die Wirtschaftskrise voll zu, könnten die Griechen in noch größere Schwierigkeiten geraten.

von Gerd Höhler



Griechenlands Finanzminister Alogoskoufis kämpft mit der steigenden Staatsverschuldung. Foto: Reuters

ATHEN. Griechenland kämpft bei der Finanzierung seiner Staatsschulden mit wachsendem Misstrauen der Finanzmärkte. Griechische Staatsanleihen werden zurzeit mit starken Kursabschlägen gehandelt. Dadurch stieg die Rendite des zehnjährigen Bonds am vergangenen Freitag auf 172 Basispunkte über die Effektivverzinsung der vergleichbaren Bundesanleihe. Bei den fünfjährigen griechischen Bonds betrug die Differenz zum Bund sogar 196 Basispunkte. Das bedeutet: der griechische Wirtschafts- und Finanzminister Giorgos Alogoskoufis muss für Kredite zurzeit fast zwei Prozent mehr bezahlen als sein deutscher Kollege. Die großen Spreads signalisieren zunehmende Zweifel an der Bonität des Schuldners Griechenland. Die Risikozuschläge verteuern für den Athener Finanzminister die Refinanzierung fälliger Staatsanleihen und zwingen ihn, noch mehr Schulden zu machen – ein Teufelskreis.

Das Auseinanderlaufen der Zinsen zeigt, dass die Eurozone von den Finanzmärkten nicht mehr als geschlossenes Währungsgebiet wahrgenommen wird. In der Finanzkrise treten die strukturellen Schwächen einzelner Volkswirtschaften in den Vordergrund. Dazu gehören im Fall Griechenlands hohe Budgetdefizite und eine extremer Staatsverschuldung.

Griechenland hat seit dem Beitritt zur Eurozone erst in einem einzigen Haushaltsjahr, nämlich 2006, die Vorgaben des Stabilitätspaktes erfüllt. Der Schuldenstand liegt bei fast 95 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). In der EU ist nur Italien mit 104 Prozent vom BIP noch höher verschuldet. Zwar ging die griechische Schuldenquote, die 2004 noch 110 Prozent betrug, in den vergangenen Jahren etwas zurück. Das ist aber vor allem Ergebnis eines Rechenricks: 2007 revidierte Alogoskoufis die Berechnungsmethode für das BIP. Schattenwirtschaftsaktivitäten wie Prostitution, Geldwäsche und Zigarettenschmuggel flossen in die Berechnung ein. Dadurch erhöhte sich die statistisch erfasste Wirtschaftsleistung um fast zehn Prozent. Entsprechend gingen Defizit- und Schuldenquoten zurück.

# Gegenstand und Ursachen der Krise

- Beträchtlicher Anstieg der öffentlichen und privaten Verschuldung

- Niedrigzinsphase im Zuge der EWU-Gründung

- Massiver Kapitalzustrom

- Konsumtive Verwendung

- Immobilienmarktblasen

- Bankenrettung im Zuge der Finanzkrise

**Realwirtschaftliche  
Fehlallokation**

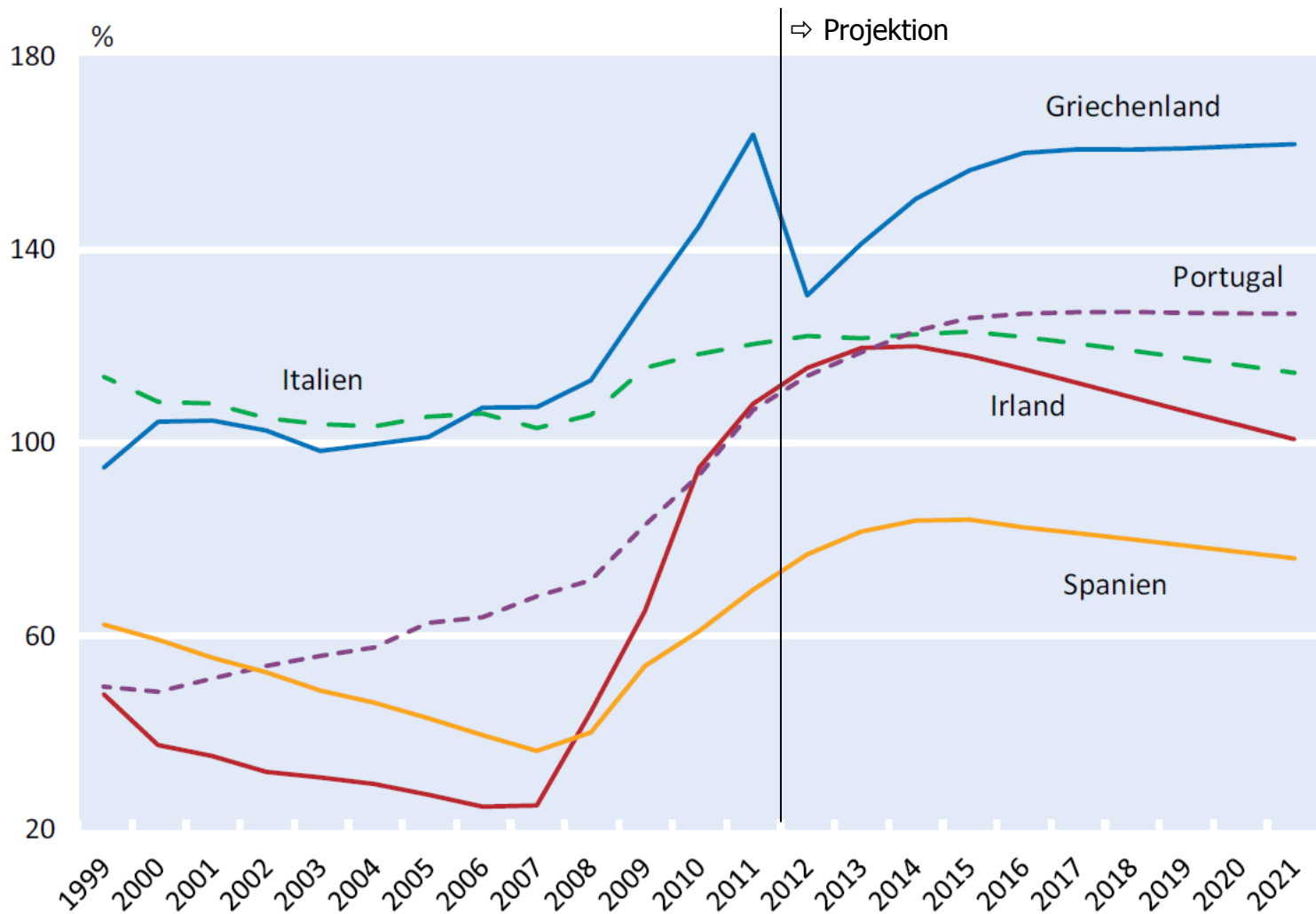


- Staatsinsolvenz: **Europäische Bankenkrise**

⇒ **Realwirtschaftliche Kapitalstockkrise**

# Bruttoschuldenquoten der EWU-Krisenländer

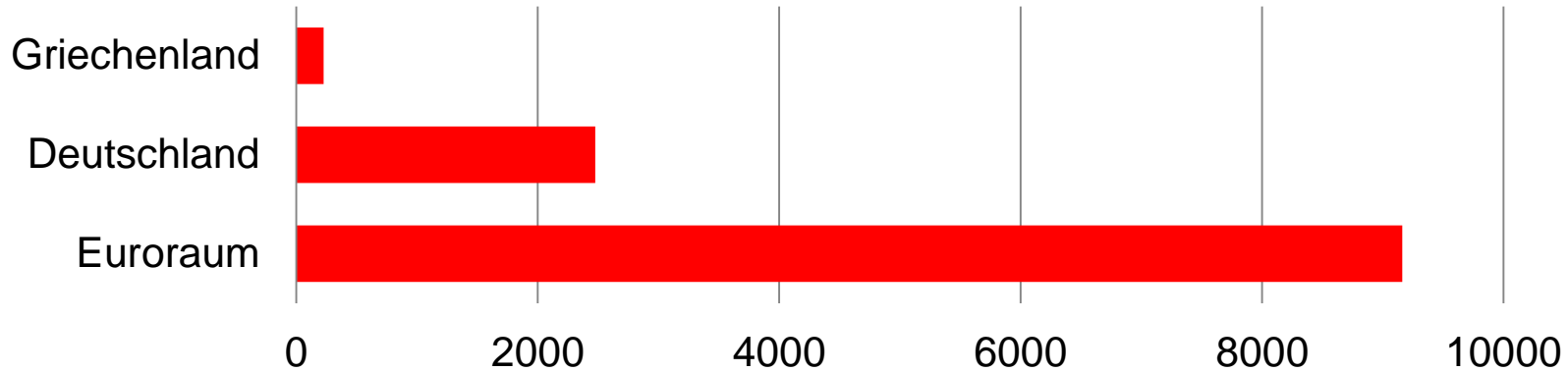
in Relation zum Bruttoinlandsprodukt; Quelle: Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2012 (Basisprojektion)



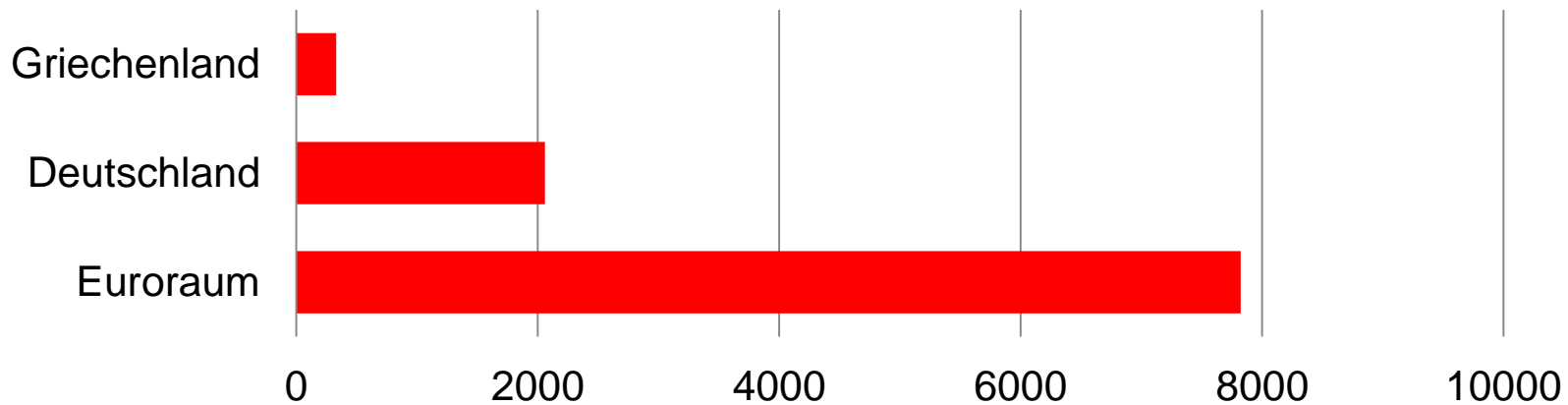
# Griechenland im Größenvergleich

in Mrd. Euro, Angaben für das Jahr 2010

## Bruttoinlandsprodukt



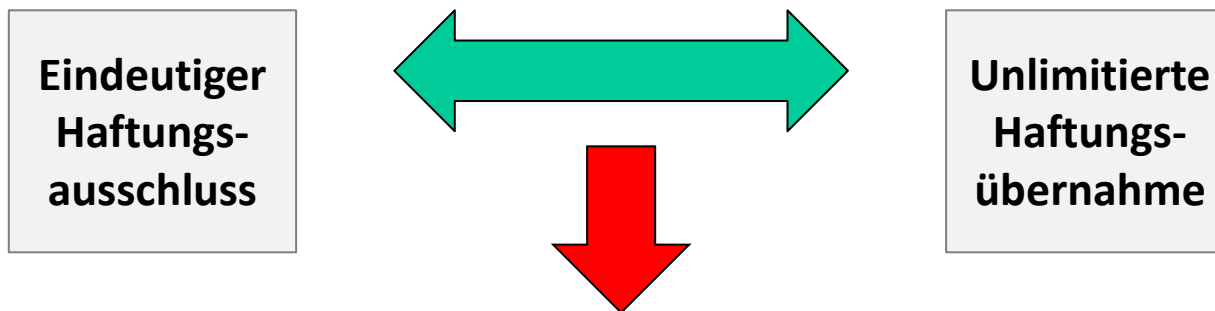
## Bruttostaatsschulden





# Politikreaktion / Krisenmanagement

- Stuck in the middle ... the worst place to be!



Zusätzliche Risikokategorie: "Rettungsrisiko"

- Erosion der Ordnungspolitik
  - Ein Ordnungsrahmen, der im Krisenfall außer Kraft gesetzt wird, ist keiner.
  - „Vorübergehende“ Missachtung zentraler Regeln deformiert den Ordnungsrahmen dauerhaft

# Derzeitige Strategie: Europäische Zentralisierung

- Zentrale Hilfsfonds
  - Kombination aus EFSF und ESM
  - Maximales Volumen von 800 Mrd. Euro
  
- Zentrale Koordination und Kontrolle
  - „Euro-Plus-Pakt“ (März 2011)
  - „Six-Pack“ (Dezember 2011)
  - „Fiskalpakt/Fiskalunion“ (Dezember 2011)
  - „Two-Pack“
  - ...

# Gefahren 1: Hilfsfonds

- Dimensionierung
  - Groß genug, um Bonität der Garantieländer zu beeinträchtigen (direkte Form der Ansteckung)
  - Zu klein, um ein großes Land über längere Zeit von direkter Kapitalmarktfinanzierung unabhängig zu machen
  - Tendenz zur Entquantifizierung (unbegrenzte Haftungsgemeinschaft)
- Unklare Beteiligung des Privatsektors
  - Beispiel Griechenland: Erwarteter Zahlungsausfall führt nicht zu Panik und Ansteckung
  - ESM-Vertragsentwurf: Intransparenz und Fehlanreize in Bezug auf private Beteiligung (Präambel: „in Ausnahmefällen“, „in angemessener und verhältnismäßiger Form“)

## Gefahren 2: Koordination und Überwachung

- Zuverlässigkeit der Überwachungsmechanismen (Score-Boards) sehr fraglich
- Implizite Haftungsgarantie bei Versagen der Überwachung
- Verwischung der Verantwortlichkeiten
- Durchsetzung von Sanktionen stößt an Grenzen der demokratischen Legitimierung

# Überdehnung des Mandats der EZB

- Quantitative und qualitative Aufweichung zur Bankenrettung und Staatsfinanzierung
- Übermäßige Liquiditätsversorgung
  - Zahlungsbilanzfinanzierung via Target2-System (private Kapitalflüsse werden durch asymmetrische Zentralbankgeldschöpfung ersetzt)
  - Clearing-System wird zur dauerhaften Kreditfazilität
- Gefahr eines Zielkonfliktes
  - Bankenstabilisierung vs. Geldwertstabilität
  - Vom „Lender of last resort“ zum „Lender of all sorts“
- Glaubwürdigkeit der Zentralbank
  - Einziger Anker in einem Papiergeldsystem
  - Inflationsanstieg durch Vertrauensschwund bereits vor Überhitzung möglich

## Krisenmodus der EZB

- Verzögert (unpopuläre) Entscheidungen der Finanzpolitik
- Dämpft realwirtschaftliche Anpassungsprozesse (Relativpreisänderungen)
- Verhandlungsposition der Target2-Gläubiger schmilzt von Monat zu Monat
- Ausrichtung der Geldpolitik am Land mit dem schwächsten Finanzsystem
- Überzeugende Regulierung des europäischen Finanzsystems steht immer noch aus
  - Einheitliche Bankenaufsicht
  - Abwicklung insolventer Marktteilnehmer

# Konfliktlinien in der wissenschaftlichen Debatte

- Rolle/Funktionsweise der Kapitalmärkte
  - „Rationale Übertreibungen“, multiple Zinsgleichgewichte
  - Märkte als Reformmotoren, Risikobepreisung ohne politische Manipulation
- Finanzsystemstabilisierung und staatliche Refinanzierungsprobleme
  - Schuldnerstabilisierung (indirekte Bankenrettung)
  - Bankenrekapitalisierung/Abwicklung
- Suprastaatliche fiskalische Regeln
  - Vertrauen auf belastbare Verträge
  - Finale Sanktion bleibt unglaubwürdig, Krisenerfahrungen sind wenig vertrauenserweckend

# SVR-Vorschlag: Schuldentilgungspakt

- Refinanzierung der bisherigen Staatsschulden oberhalb von 60 % in Relation zum BIP über gemeinsamen Fonds
- Verbindlicher Tilgungsplan bis 2035
- Bedingungen
  - Nur für nicht EFSF-Schuldner
  - Schuldenbremse muss in Verfassung verankert sein
  - Zweckbindung eines Teils zukünftiger Steuereinnahmen für Tilgungszahlungen
  - Hinterlegung von Gold/Devisenreserven für 20 % der Länderverbindlichkeiten

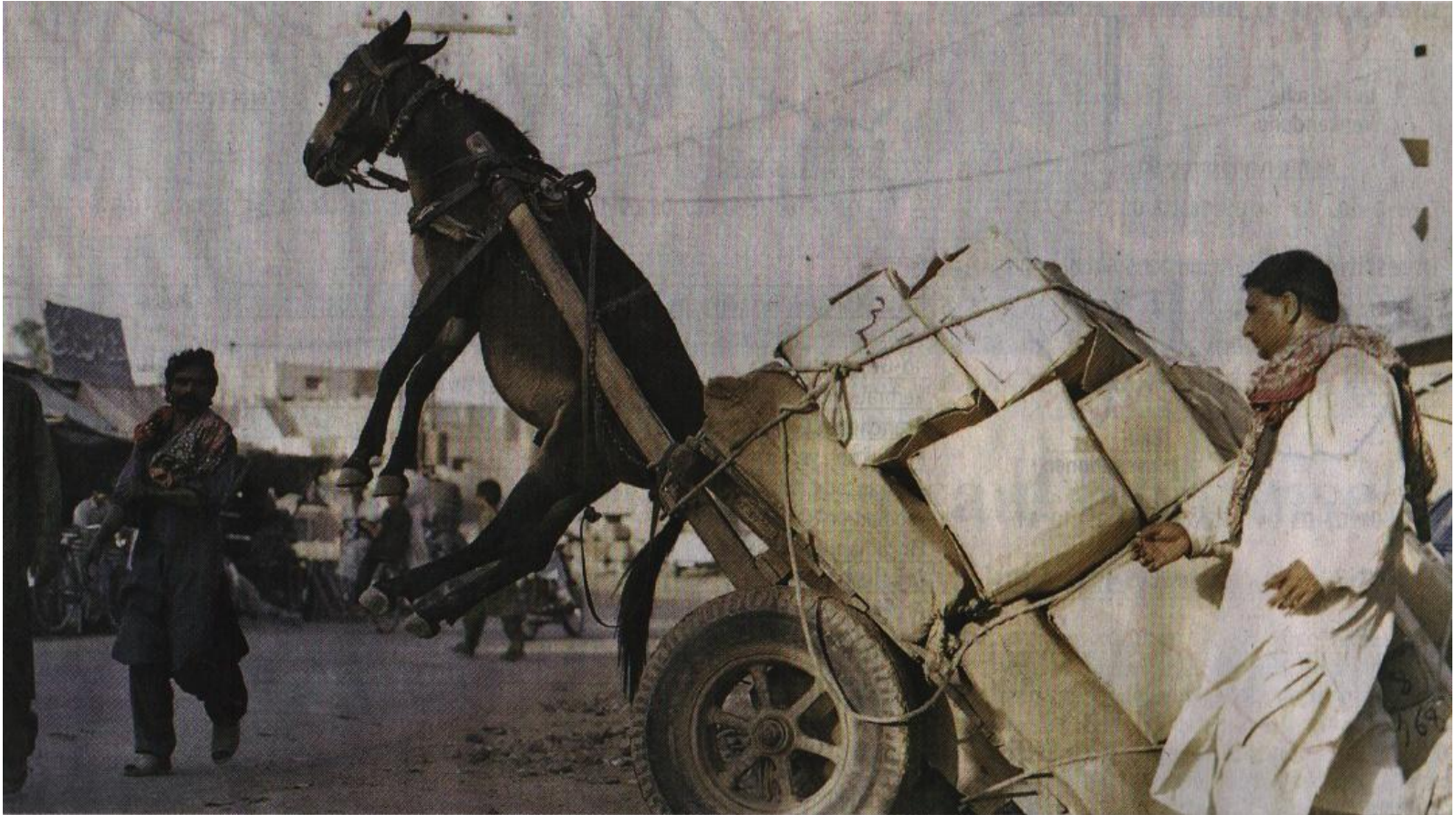


## Kritik am SVR-Vorschlag

- Kaum Sanktionsmöglichkeiten am Ende der Roll-in Phase
- Länderrisiken werden nicht geringer, wenn sie in einem größeren Fonds aufgehen
- Fonds (wie jede Form von Euro-Bonds) bahnt direkten Übertragungskanal für negative Ansteckungseffekte im Krisenfall (prekäre Versicherungslösung)
- Bonität der relativ solventeren Mitglieder leidet unmittelbar
- Druck der Märkte würde spürbar gesenkt
- Werden die Aufnahmebedingungen glaubhaft erfüllt, ist die Fondslösung obsolet

# Ausblick: Finanzpolitik in Deutschland

- Finanzpolitische Solidität Deutschlands wird überschätzt
  - Kaum Spielraum zur Abfederung negativer Schocks
  - Garantieübernahmen innerhalb des Euroraums
  - Extrem günstige Finanzierungsbedingungen
  - Hohe implizite Staatsverschuldung
  
- Schuldenbremse: Konsolidierungspfad muss mit ordnungspolitischer Neuausrichtung einhergehen
  - Allokationsverträgliche Infrastrukturbereitstellung
  - Prozyklizität überwinden



Quelle: FAZ, 26. Oktober 2011, S. 11

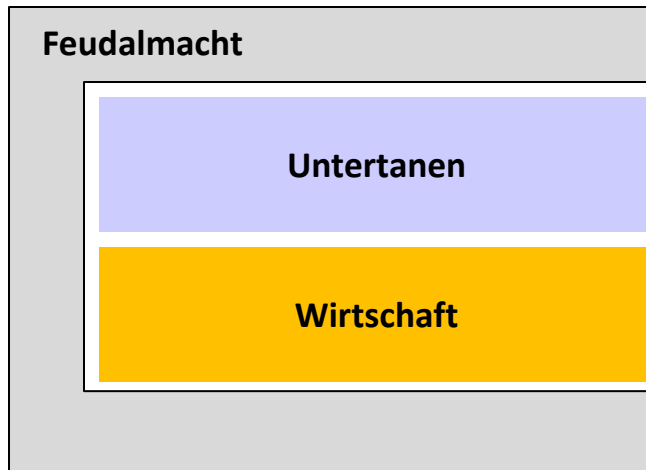
# Kernkomponenten eines tragfähigen Lösungsansatzes

- Nationale Haushaltspolitik und Kontrollfunktion der Kapitalmärkte erhalten
- Erhöhung der Schuldentragfähigkeit der Banken
  - Privatwirtschaftliche Ebene
    - Eigenkapitalvorschriften (Basel III)
    - Bedingte Zwangswandelanleihen (CoCo-Bonds)
  - Nationale Ebene
    - Zwangsrekapitalisierung/Abwicklung system-relevanter/insolventer Banken
  - Europäische Ebene
    - Fonds zur Zwangsrekapitalisierung/Abwicklung system-relevanter/insolventer Banken
    - Einheitliche europäische Bankenaufsicht

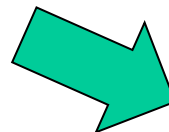
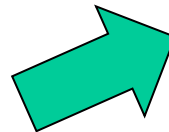
# Ordoliberalismus und Grundsätze der Wirtschaftspolitik

# Entstehung des Ordoliberalismus (1/2)

## Feudalsystem



*liberale  
Revolution*

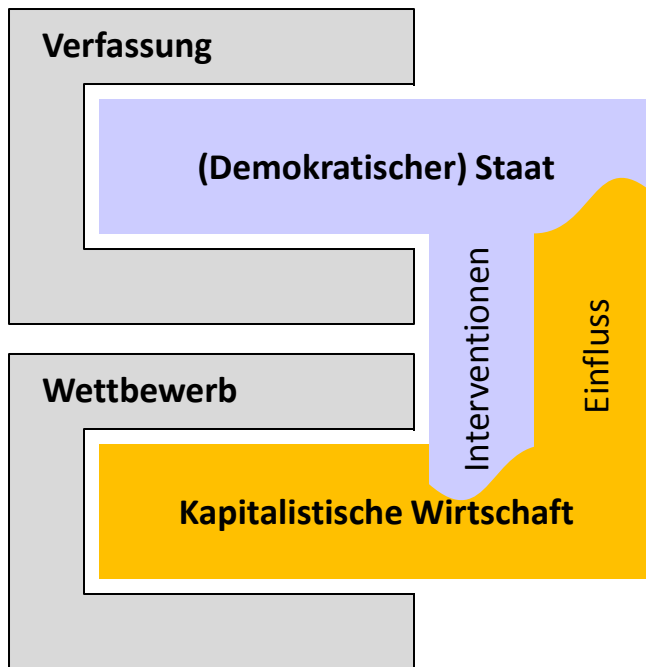


## Freies Marktsystem klassischer Prägung

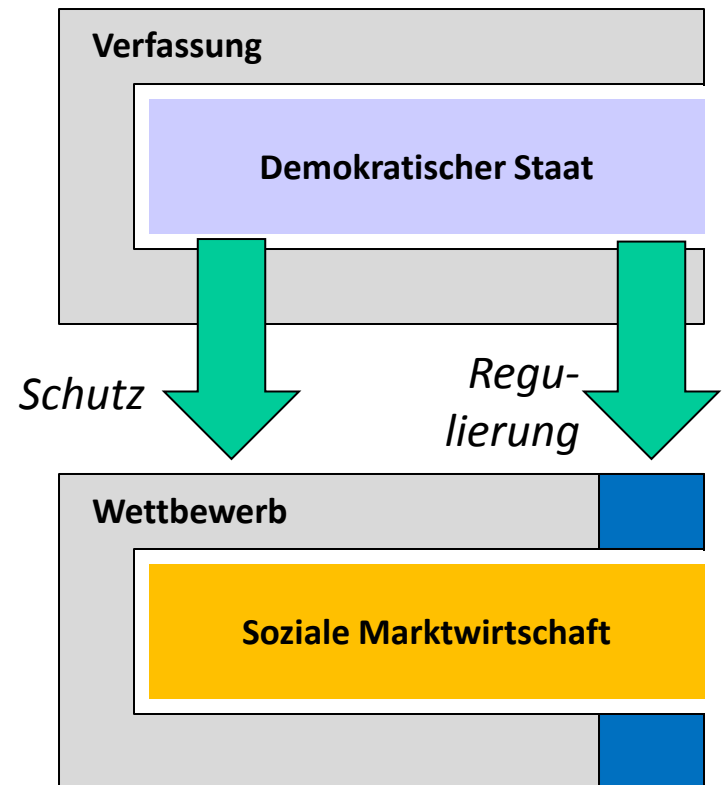


# Entstehung Ordoliberalismus (2/2)

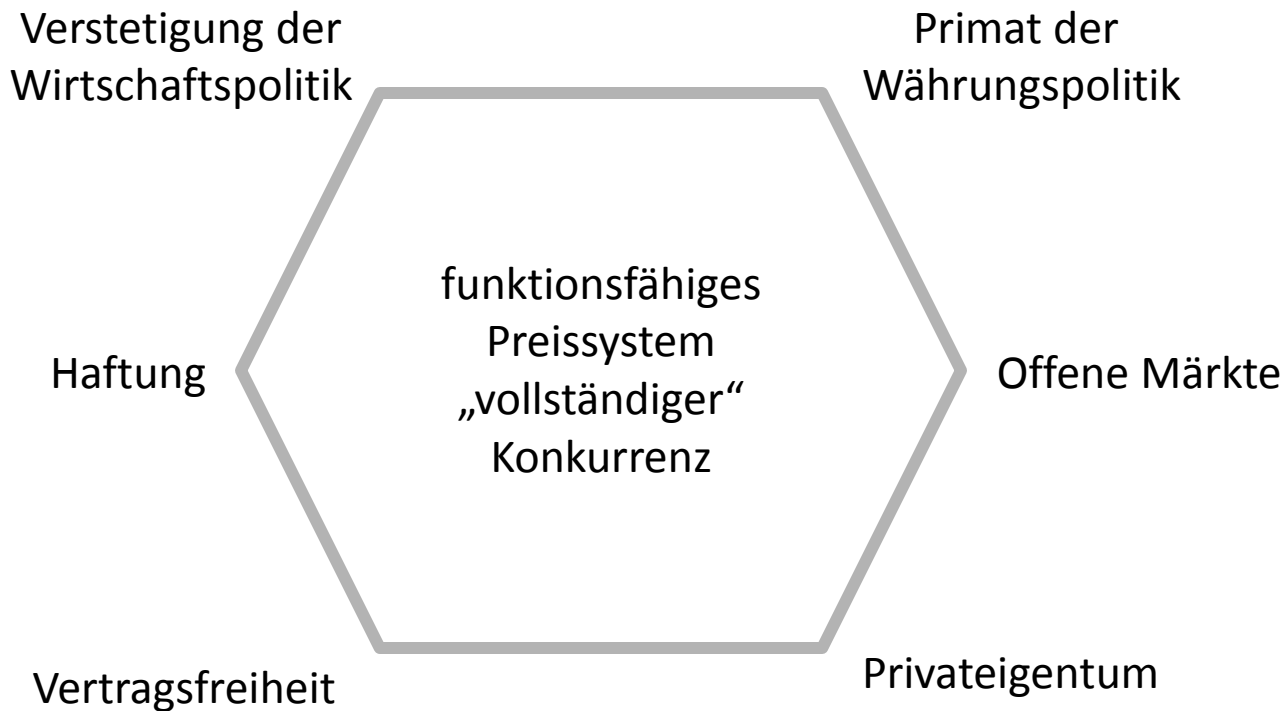
## Degeneriertes „unfreies“ Marktsystem



## Ordoliberales System



# Konstituierende Prinzipien







# Regulierende Prinzipien und Grundsätze der Wirtschaftspolitik

- Regulierende Prinzipien  
(Begegnung von Marktversagen)
  - Missbrauchsaufsicht (Monopolkontrolle)
  - Einkommenspolitik (aktive Umverteilung)
  - Vorkehrungen gegen anomales Angebotsverhalten
  - Korrektur der Wirtschaftsrechnung (externe Effekte)
  
- Grundsätze der Wirtschaftspolitik
  - Begrenzung wirtschaftlicher Macht
  - Ordnungs- vor Prozesspolitik
  - Beachtung der Interdependenz der Ordnungen

# Wirtschaftspolitische Ansatzpunkte

- **Freiheitssicherung** (Entmachtung)
  - Problem: private und/oder staatliche Macht (verzerrter Preismechanismus)
  - ordnungspolitische Reaktion: Entstaatlichung und aktive Wettbewerbspolitik (Wettbewerb als Entmachtungsinstrument)
- **Allokation** (Korrektur von Marktversagen)
  - Ordnungsrahmen
  - Bereitstellungsfragen (Nachfrageorganisation)
- **Distribution** (nachmarktliche Umverteilung)
- **Stabilisierung** (Verstetigung der Expansion)