

Treasury Konferenz, Ostdeutscher Sparkassenverband | Dresden, 8. März 2010

Eurozone und EWS II: Staatsfinanzen, Währungsstabilität und Ausfallrisiken

Dr. Stefan Kooths
Abteilung Konjunktur

Überblick

- **Stabilität des Euroraums**
- **Staatsfinanzen,
Finanzkrise und Kapitalmarktreaktionen**
- **EWS II und Osterweiterung der Eurozone**
- **Überwindung der Investitionsschwäche**



Währungsunion: Zinskonvergenz als Gütezeichen?

Handelsblatt

» Artikel drucken
» PDF generieren

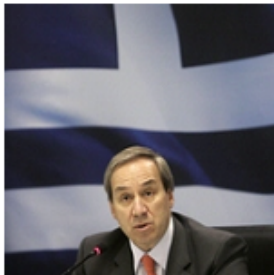
WIRTSCHAFTSKRISE

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.

Funktionalität der Währungsunion

- **Symptom: Anstieg der Risikoprämien**
 - Risikoadequate Zinsfindung Kernaufgabe des Kapitalmarktes
 - Anzeichen für Glaubwürdigkeit der No-Bailout-Regelung

- **Alternativszenario (nationale Geldpolitik)**
 - Entlastung des Staatshaushaltes durch die Notenpresse
 - Zinsanstieg aufgrund von Abwertungserwartungen

- ⇒ **Eurozone entnebelt kalte Enteignung**
 - unsichere Rückzahlung, aber in stabiler Währung (Risiko des Forderungsausfalls ersetzt Weichwährungsrisiko)
 - „No free lunch“ gilt auch für Gläubiger von Staatsanleihen

E(W)U-Zusammenhalt: Rechtsrahmen

- EU-Austritt grundsätzlich möglich
(Artikel 50, EU-Vertrag)

- EWU-Austritt oder -Ausschluss nicht vorgesehen
(Maastricht-Vertrag)
 - Euro als reguläre EU-Währung
 - EWU-Beitritt als Automatismus
(Ausnahmen für UK, Dänemark und stillschweigend Schweden)
 - „Hopp on, hopp off“ würde Eurozone als Währungsraum
zum Festkurssystem degradieren

⇒ **Verlassen der EWU impliziert
Aufgabe der EU-Mitgliedschaft**

No-Bailout-Klauseln

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

■ Artikel 125 (1): Haftungsausschluss für EU + Mitglieder

(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): Keine Kreditgewährung durch das ESZB

(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.

Bailout-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.

Bailout

- Zahlungsausfall:
kein Alles-oder-nichts-Szenario

- Bailout:
kein einseitiger Vermögenstransfer
 - Leistung mit Gegenleistung (Auflagen)
 - Liquiditätshilfen (Stundung), kein Schuldenerlass
 - Massive Vorteile des EU- und EWU-Mitgliedschaft als Pfand der Geberländer
 - Demnächst: Auflagen eines Europäischen Währungsfonds?

⇒ **Bailout unattraktiv für Schuldnerländer**

Verlassen der Eurozone

- **Ankündigung einer Renationalisierung der Währung**
 - Massive Kapitalflucht
 - drohender Zusammenbruch des heimischen Bankensystems

- **Lösung des Schuldenproblems?**
 - Altbestände bleiben in Euro denominiert oder
 - Redenominierung als de facto Teilenteignung
 - kein Unterschied gegenüber Zahlungsmoratorium in Euro
 - massiver internationaler Vertrauensverlust

⇒ **Alternative: Weichwährungs- und Hochzinspolitik**

Stärken der Währungsunion

- **Unabhängigkeit der Zentralbank**
Primat des Geldwertstabilitätsziels
 - Sparen (Ausgabenkürzungen, Abgabenerhöhungen) sind ökonomisch günstiger als Inflation (aber politisch teurer)
 - Wahrscheinlichkeit eines Inflationsszenarios im EZB-Regime unwahrscheinlich
- **Verbot der EZB-Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor (keine Monetisierung von Staatsschulden)**
 - Stärkt die Verankerung der Inflationserwartungen
 - Wegen nationaler Finanzpolitik relativ glaubwürdig

⇒ **Import von Glaubwürdigkeit**
Abwehr von manipulativen Scheinlösungen

Schief lagen der gegenwärtigen Debatte

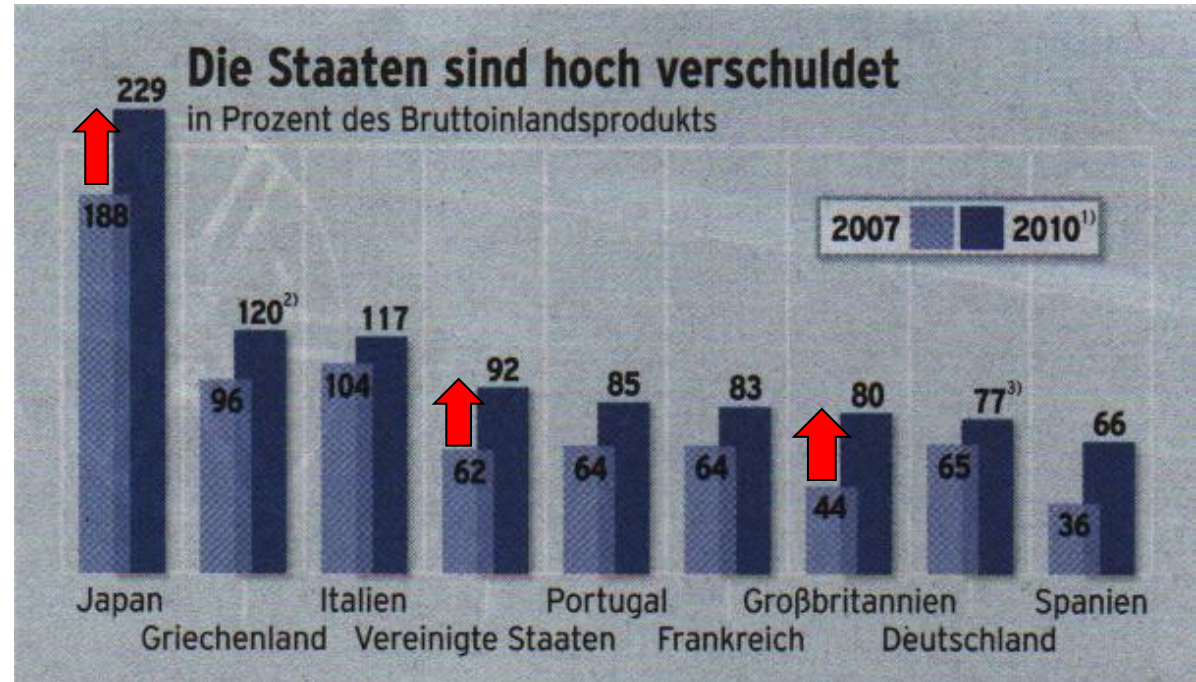
- **Regionale Unwucht**
Staatsverschuldung kein europäisches
oder gar Eurozonen-Problem
- **Inhaltliche Unwucht**
Staatsverschuldung ohne Betrachtung
des öffentlichen Kapitalstocks sinnlos

Staatsverschuldung als weltweite Erscheinung

Quelle: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 7. März 2010, S. 41

Europa wacht auf in einer Schuldenwelt. Staatsschulden gab es zwar schon immer. Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise aber sind sie überall gewaltig gestiegen. Drei Jahre lang galt das Augenmerk der Politiker nahezu ausschließlich der kurzfristigen Rettung der Wirtschaft. Dafür wurden Summen aufgebracht, die sich noch bis vor kurzem kein Mensch hätte vorstellen können. Jetzt steht die Welt vor einem Schuldenberg. Allein in den Industrieländern geht es um zweistellige Billionenbeträge. Das sind immerhin Zahlen mit 13 Nullen.

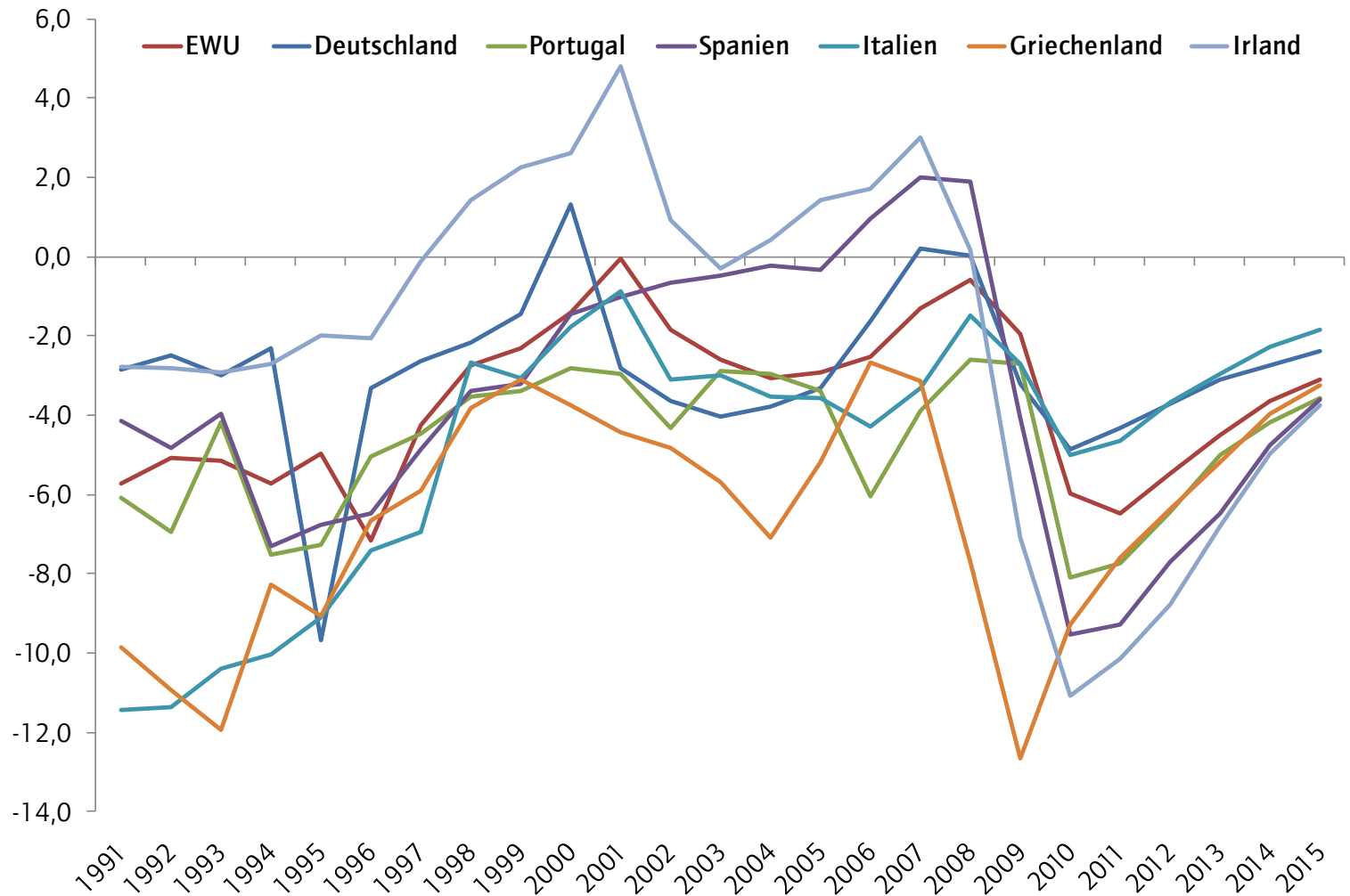
Aus der Krise der privaten Schulden in Amerika, die zur Bankenkrise führte, ist längst eine Krise der öffentlichen Schulden in aller Welt geworden. Schließlich wurden die milliardenschweren Rettungsaktionen für die Banken und die Konjunkturprogramme rund um den Globus ganz überwiegend durch neue Schulden finanziert. Allein in den drei Krisenjahren seit 2007 ist daher der Schuldenberg der Industrieländer von 78 Prozent ihrer jährlichen Wirtschaftsleistung auf stolze 98 Prozent gewachsen



Öffentliche Finanzierungssalden 1

in Prozent des BIP

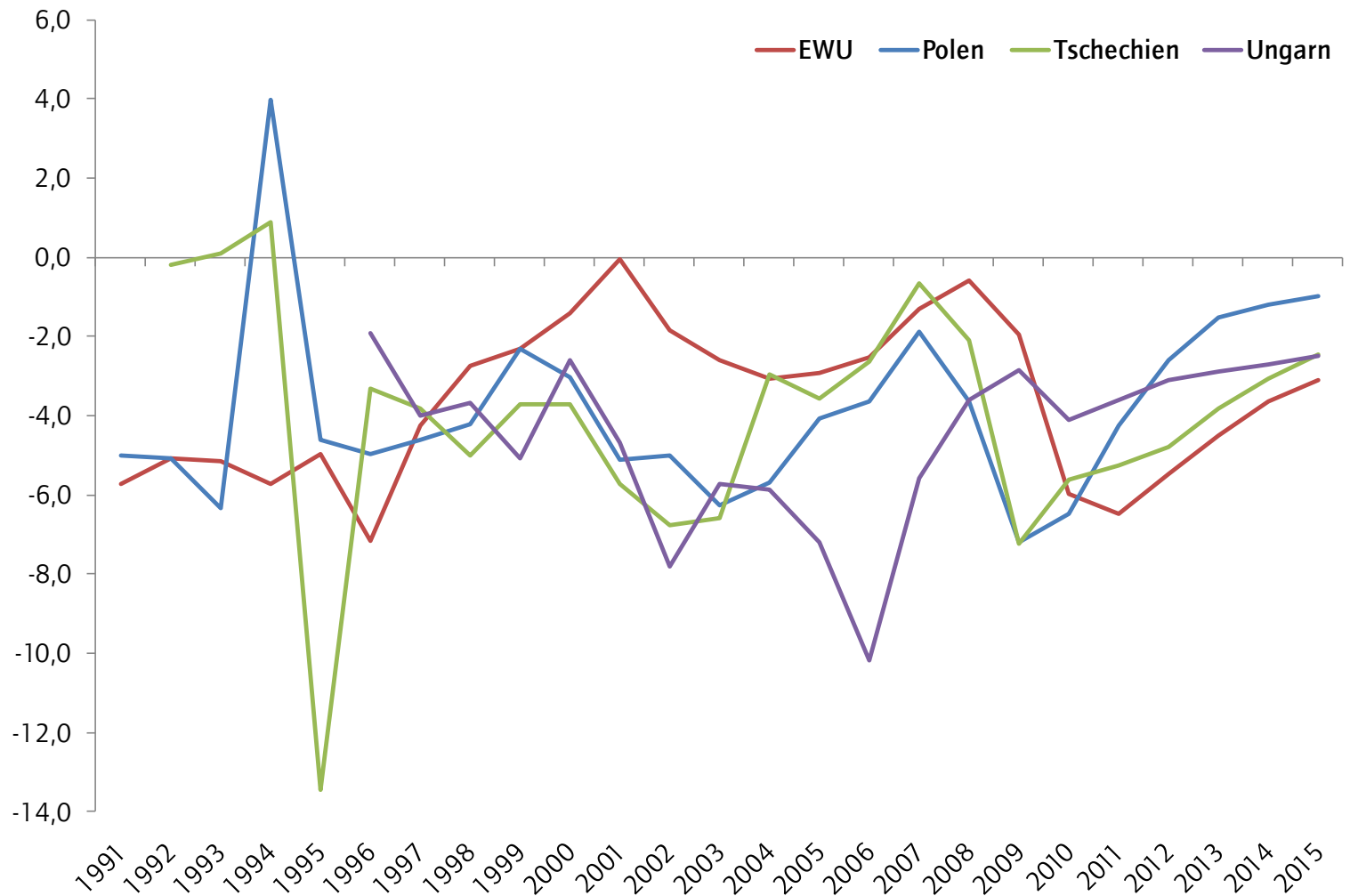
Quelle: Eurostat, ab 2009 Prognose von Global Insight



Öffentliche Finanzierungssalden 2

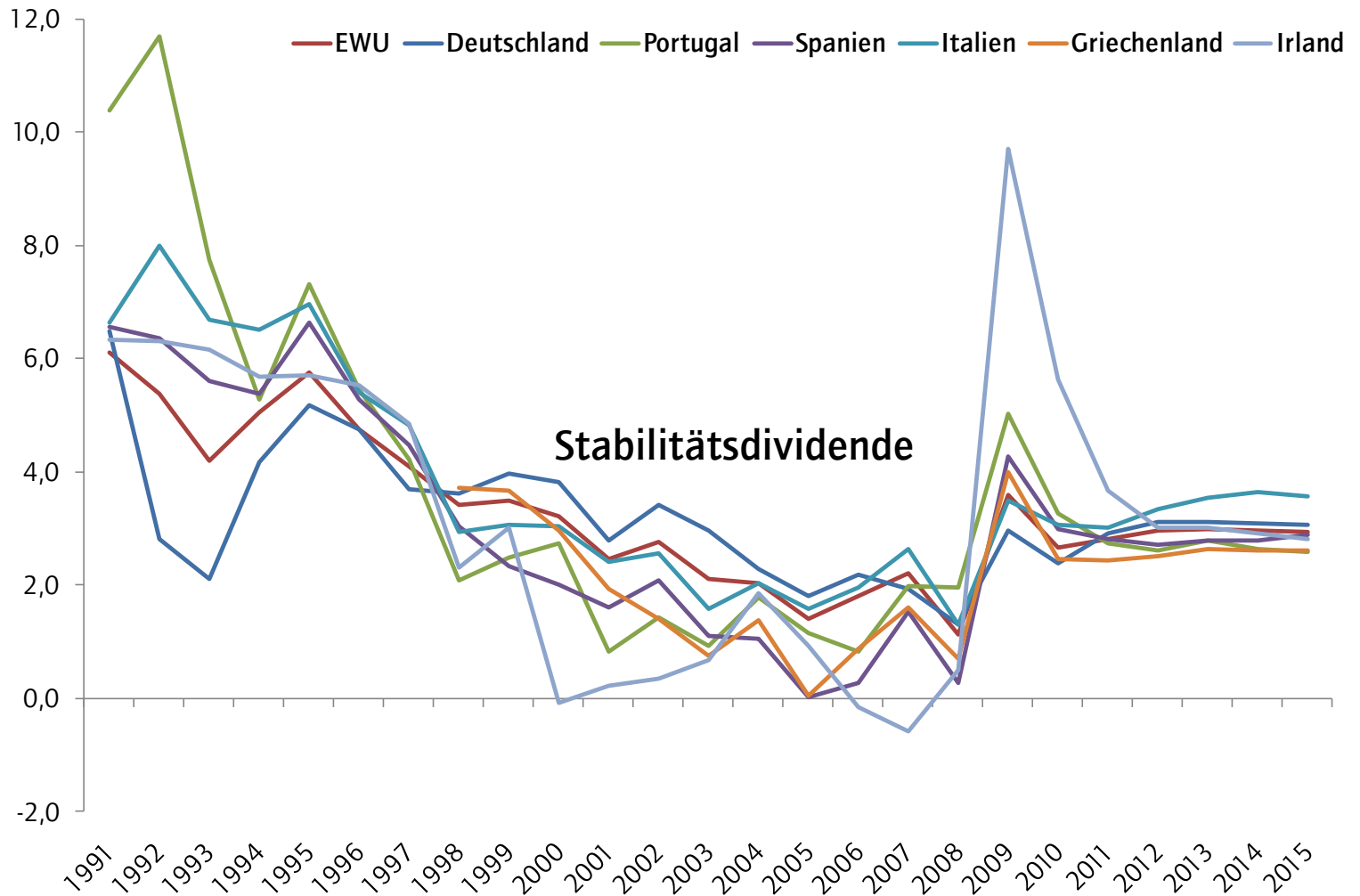
in Prozent des BIP

Quelle: Eurostat, ab 2009 Prognose von Global Insight



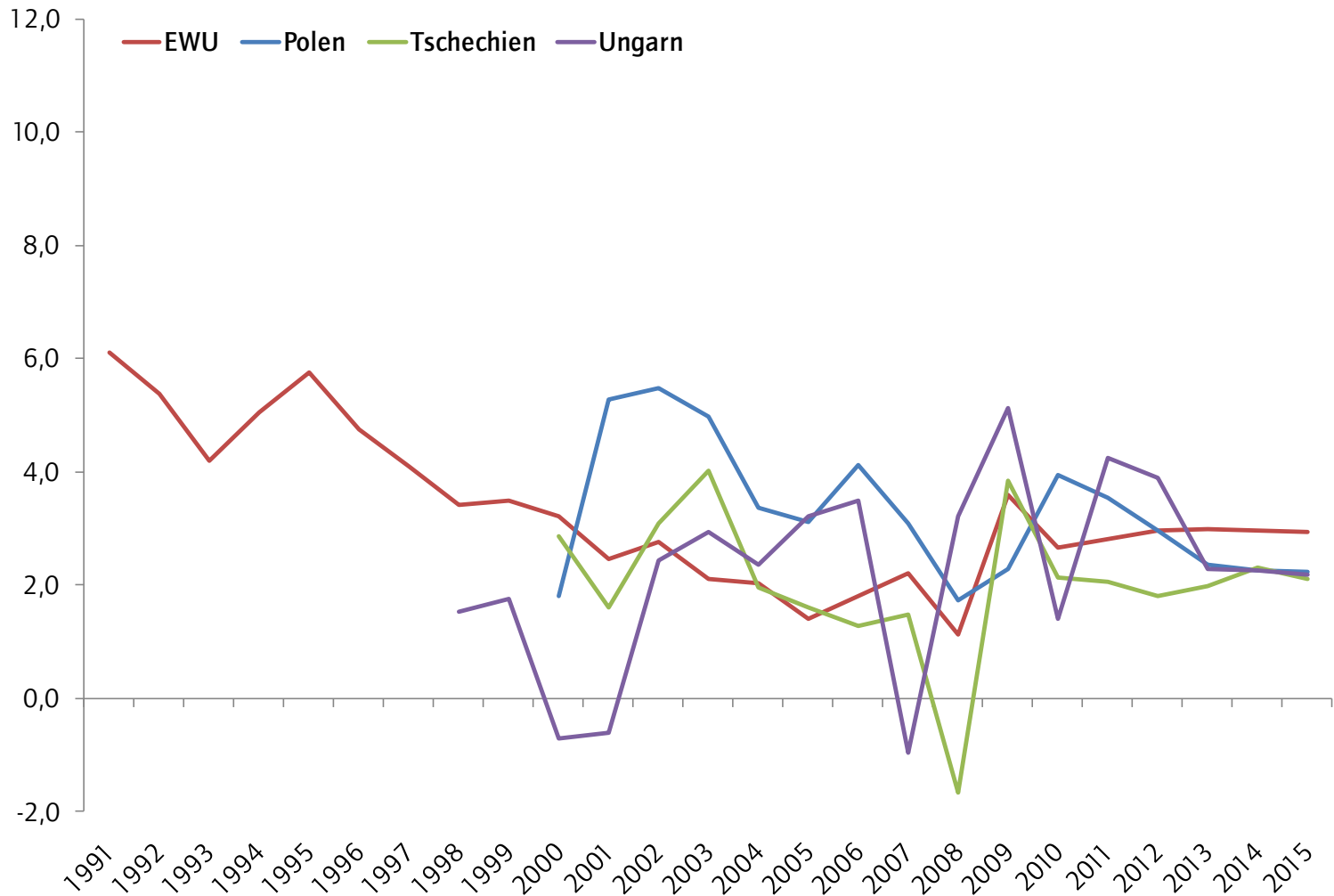
Langfristige Realzinsen 1

Zinssatz 10-jähriger Staatsanleihen bereinigt um Verbraucherpreisanstieg in Prozentpunkten
 Quelle: Eurostat, EZB, ab 2009 Prognose von Global Insight, Berechnungen des DIW Berlin



Langfristige Realzinsen 2

Zinssatz 10-jähriger Staatsanleihen bereinigt um Verbraucherpreisanstieg in Prozentpunkten
 Quelle: Eurostat, EZB, ab 2009 Prognose von Global Insight, Berechnungen des DIW Berlin



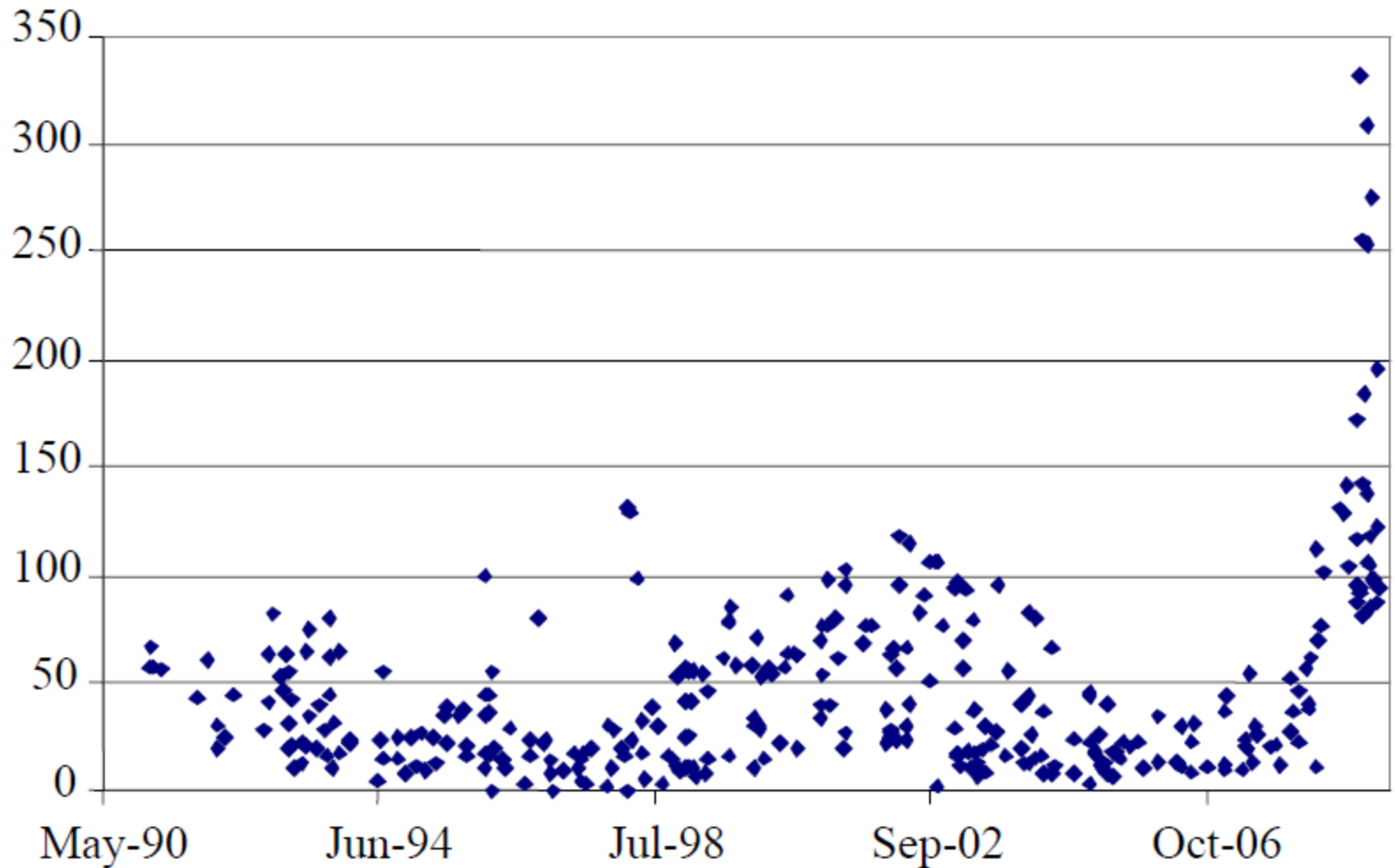
Marktreaktionen

- **Staatliche Haushaltspolitik gewinnt an Gewicht**
 - (zu?) starke Schrumpfung der Risikoprämien zu Beginn der EWU
 - Insolvenz von Lehman Brothers als Wendepunkt für Risikobewusstsein
- **Zinsdifferenzierung**
 - Grundsätzlich funktionale, disziplinierende Marktreaktion
 - Übertreibungen nicht ausgeschlossen
 - Krisenbedingte Sondereffekte (Konjunkturprogramme)
 - Staatsverschuldung und öffentlicher Realkapitalstock (Kriterien der Rating-Agenturen)
- **Einfluss auf den Außenwert des Euro**
 - Wechselkurs ist immer relativ
 - Stabilere Alternativen? Diskussion um Bailout Kaliforniens?

Risikoaufschläge für EU-Länder

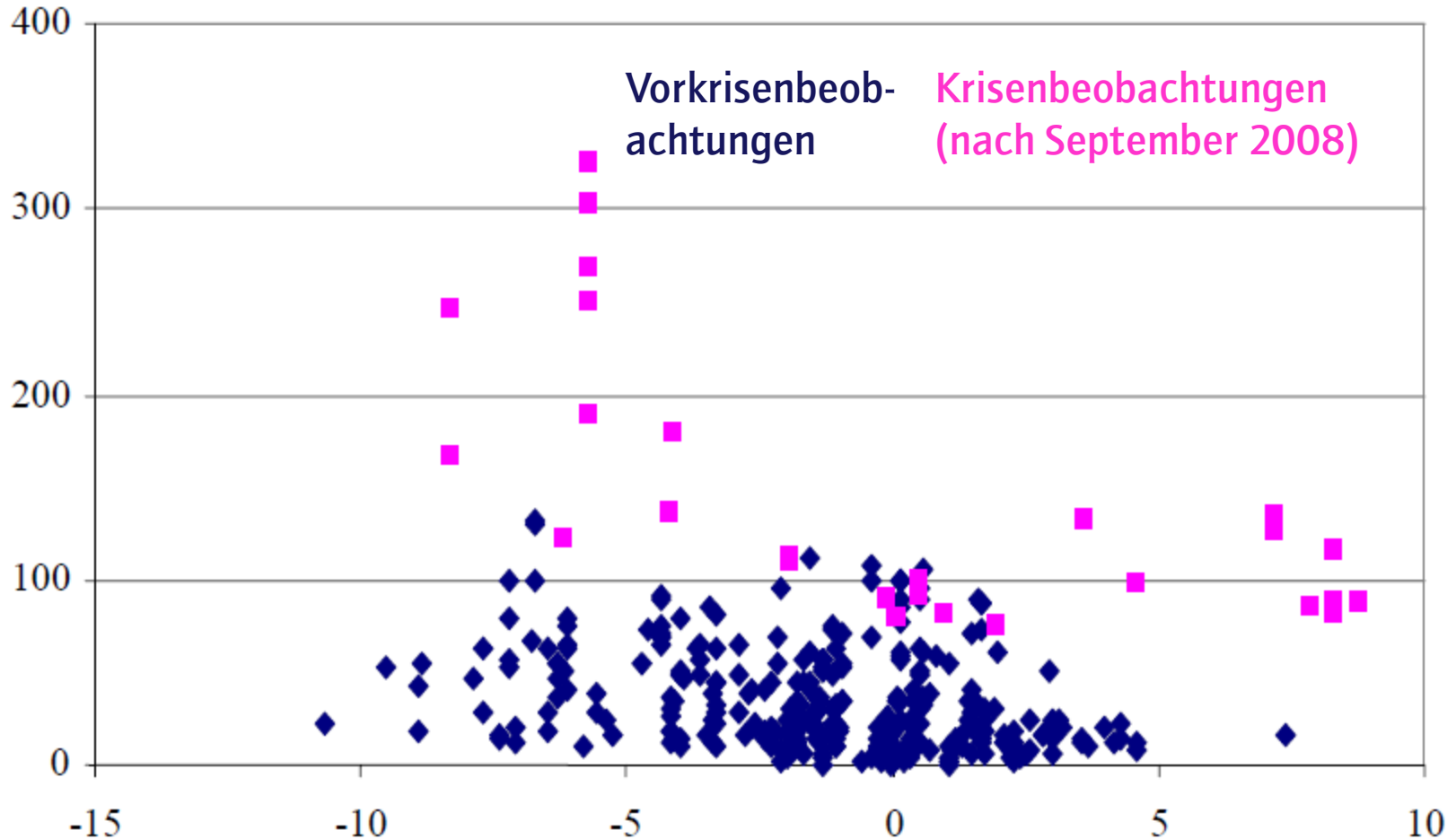
in Basispunkten gegenüber deutschen Bundesanleihen

Quelle: Schuknecht, von Hagen, Wolswijk (2009)



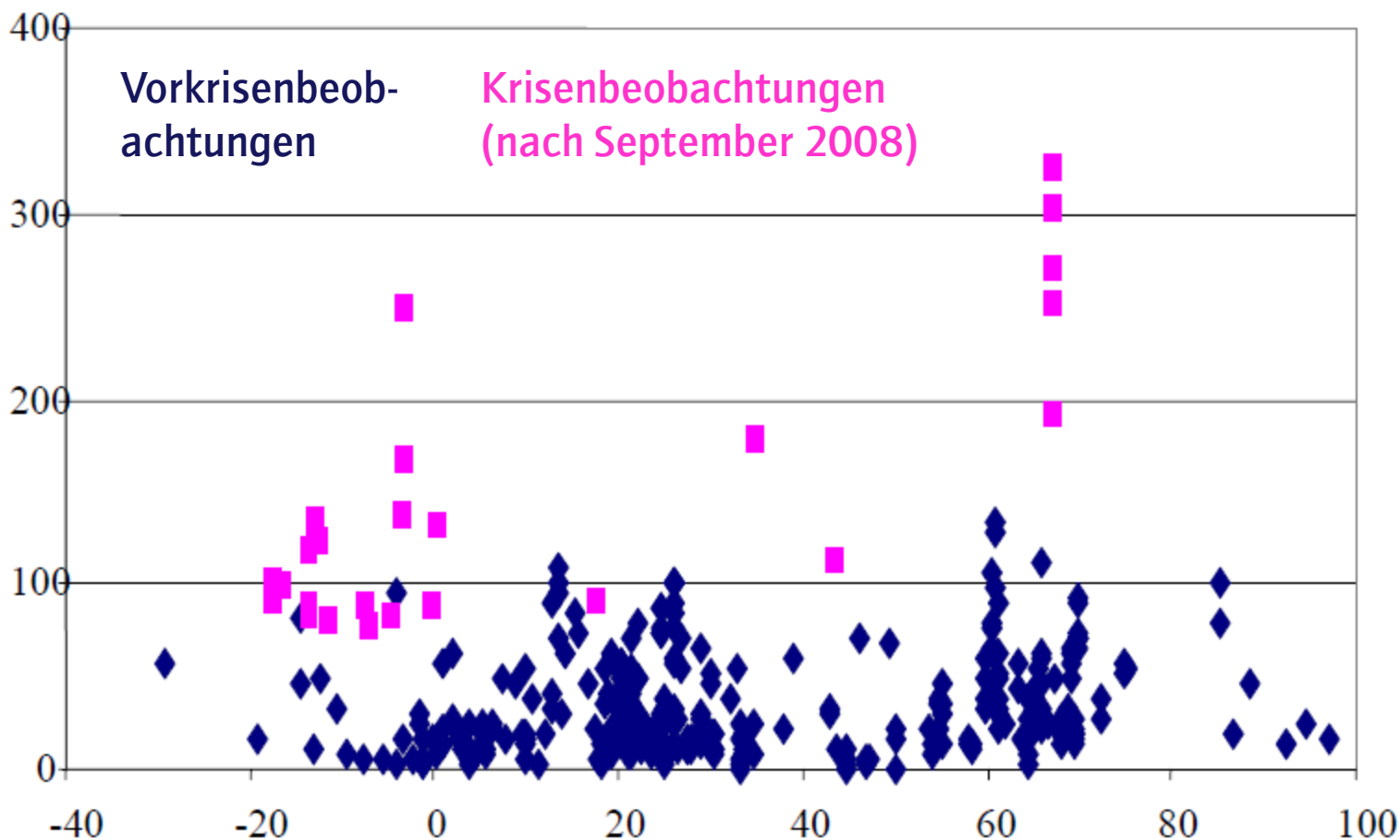
Nettoneuverschuldung und Risikoaufschläge in der EU

in Basispunkten gegenüber deutschen Bundesanleihen; staatliche Finanzierungssalden in Prozent den BIP (1990 - 2009)
 Quelle: Schuknecht, von Hagen, Wolswijk (2009)



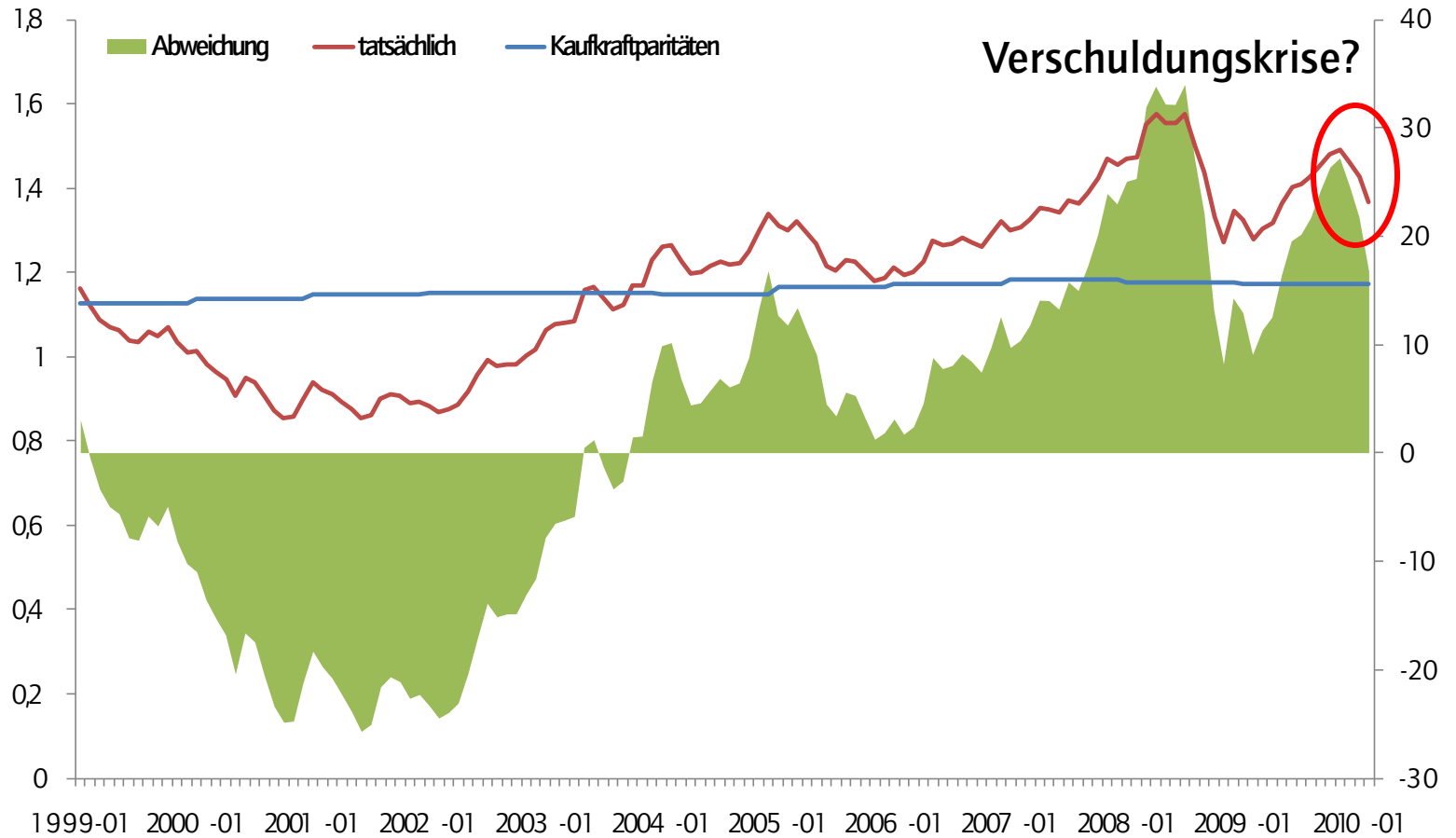
Schuldenstand und Risikoaufschläge in der EU

in Basispunkten gegenüber deutschen Bundesanleihen; staatlicher Schuldenstände in Prozent den BIP (1990 - 2009)
 Quelle: Schuknecht, von Hagen, Wolswijk (2009)



Wechselkursentwicklung

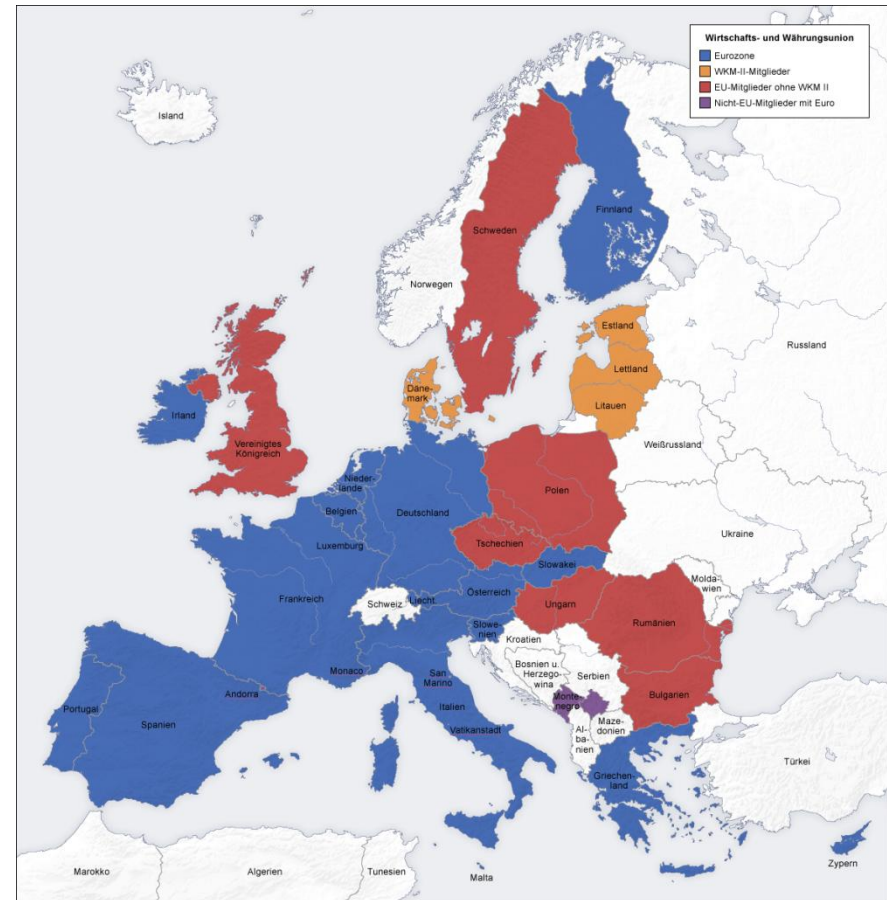
US-Dollar je Euro (linke Skala), Abweichung in Prozent (rechte Skala); Quelle: Deutsche Bundesbank, OECD



Osterweiterung der Eurozone

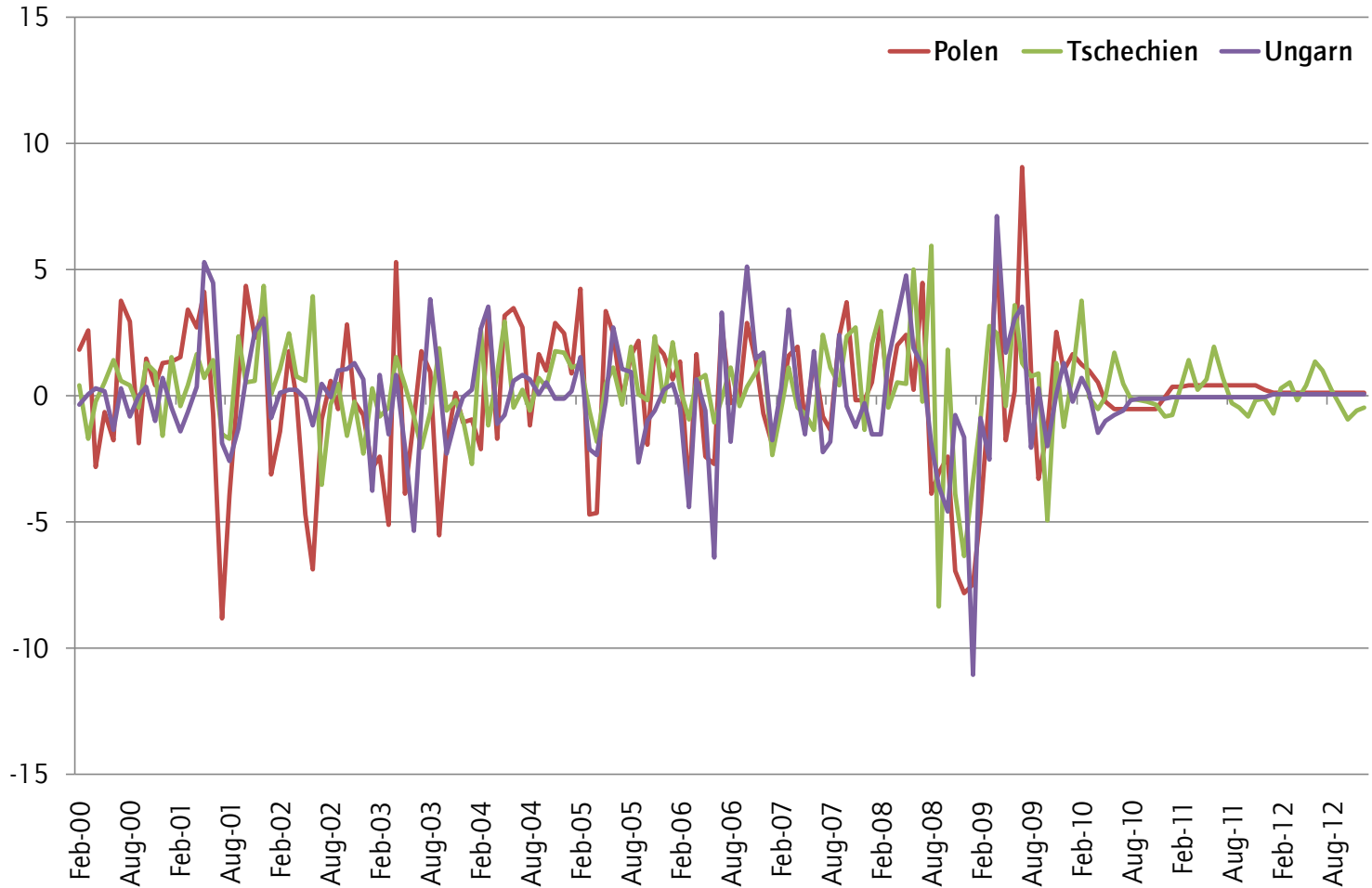
Konvergenzkriterien gemäß EU-Vertrag (Vertrag von Nizza), Artikel 121

- EWS II-Zugehörigkeit (mind. 2 Jahre)
- Zinskonvergenz* (< 2 Prozentpunkte)
- Inflationskonvergenz* (< 1,5 Prozentpunkte)
- Staatsdefizit (< 3 % des BIP)
- Staatsschulden (< 60 % des BIP)



Wechselkursentwicklung

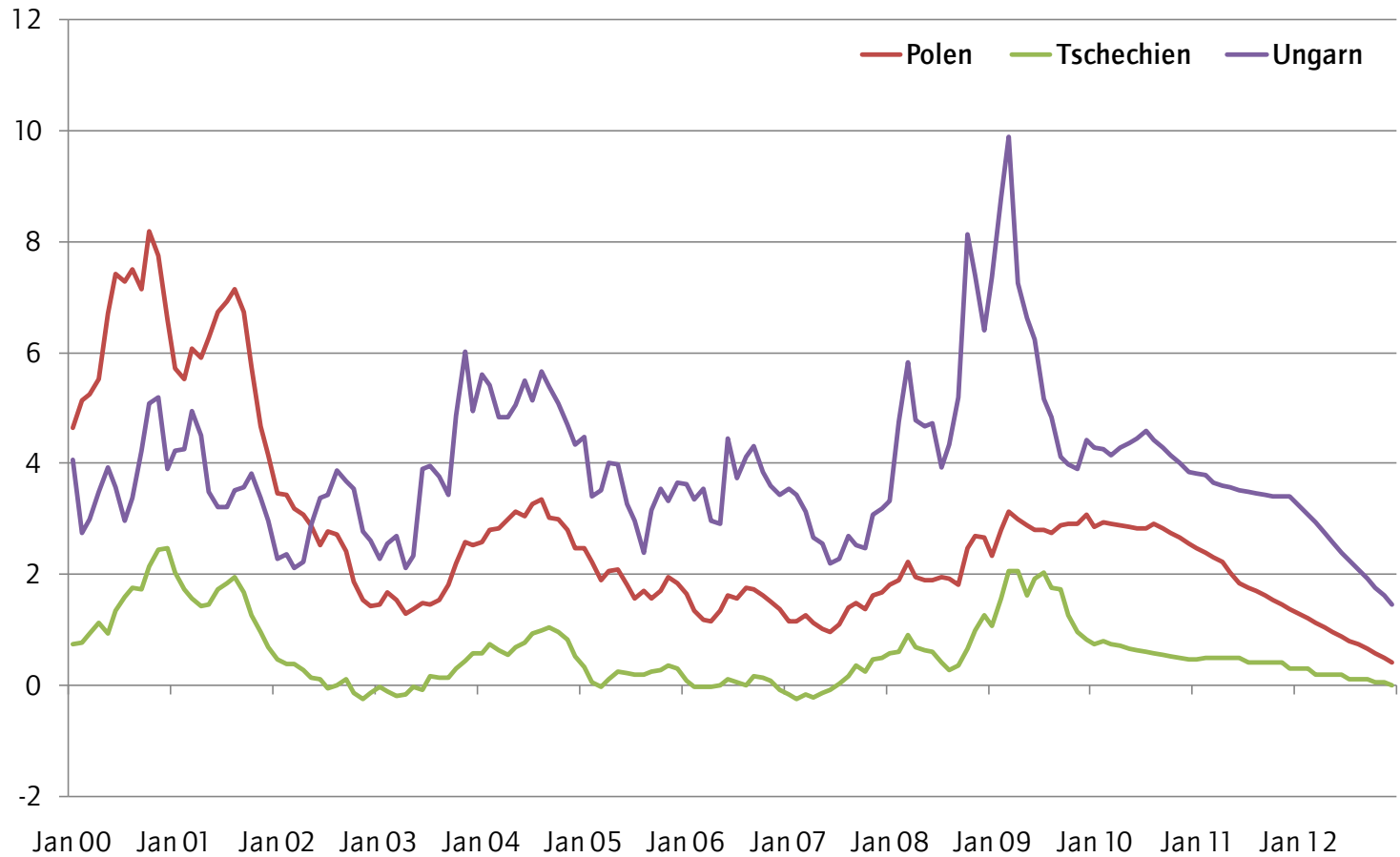
Aufwertung gegenüber dem Euro in Prozent
 Quelle: Global Insight



Zinsdifferenz

Differenz der Langfristzinsen gegenüber Deutschland in Prozentpunkten

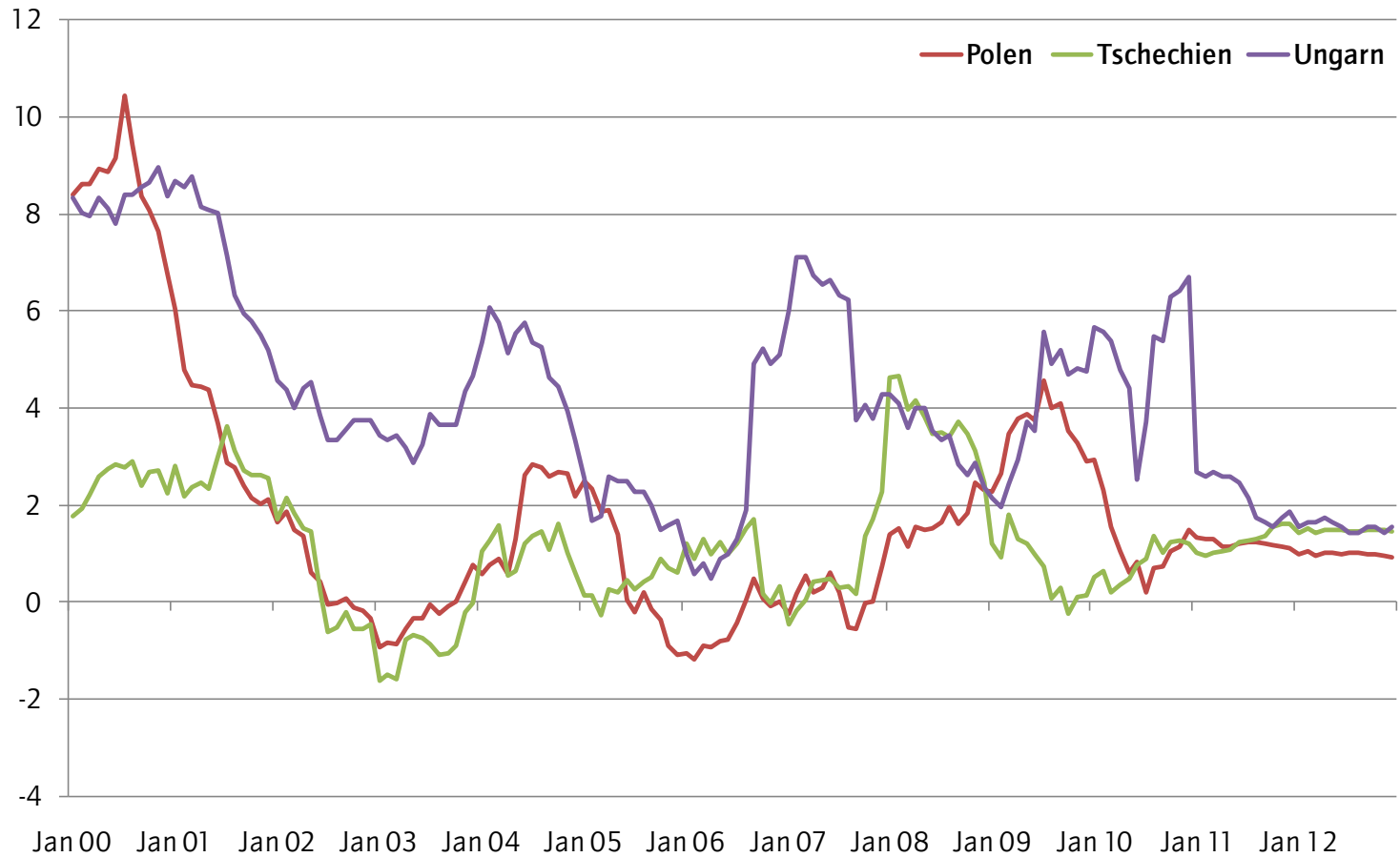
Quelle: Global Insight



Inflationsdifferenz

Differenz der CPI-Vorjahresveränderung gegenüber Deutschland

Quelle: Global Insight



Öffentliche Finanzen und EWU-Beitrittspfade

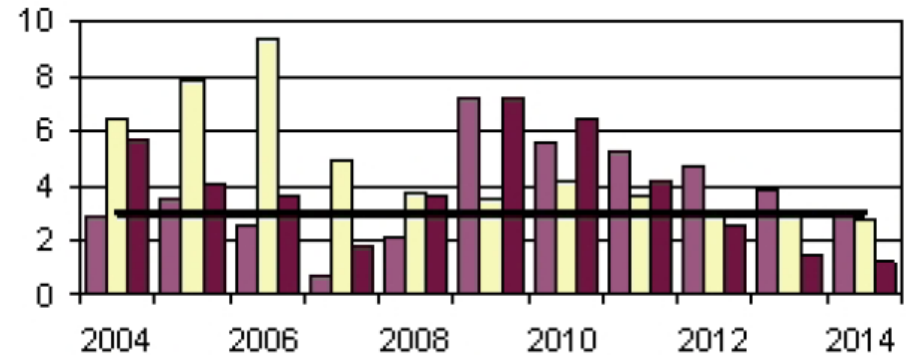
Quelle: Global Insight

- **Polen**
 - EWS II: 2012
 - Euro: 2015

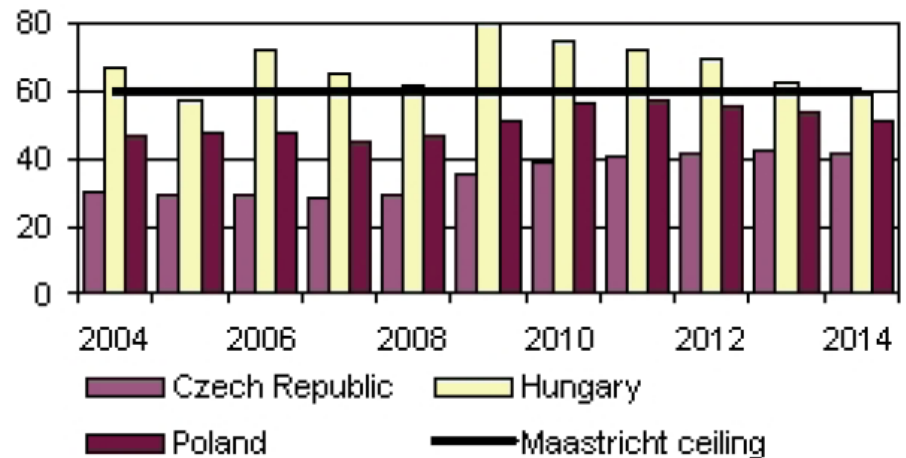
- **Tschechien**
 - EWS II: 2014
 - Euro: 2017

- **Ungarn**
 - EWS II: 2012
 - Euro: 2015

General Government Deficit (% of GDP)



Total Public-Sector Debt (% of GDP)



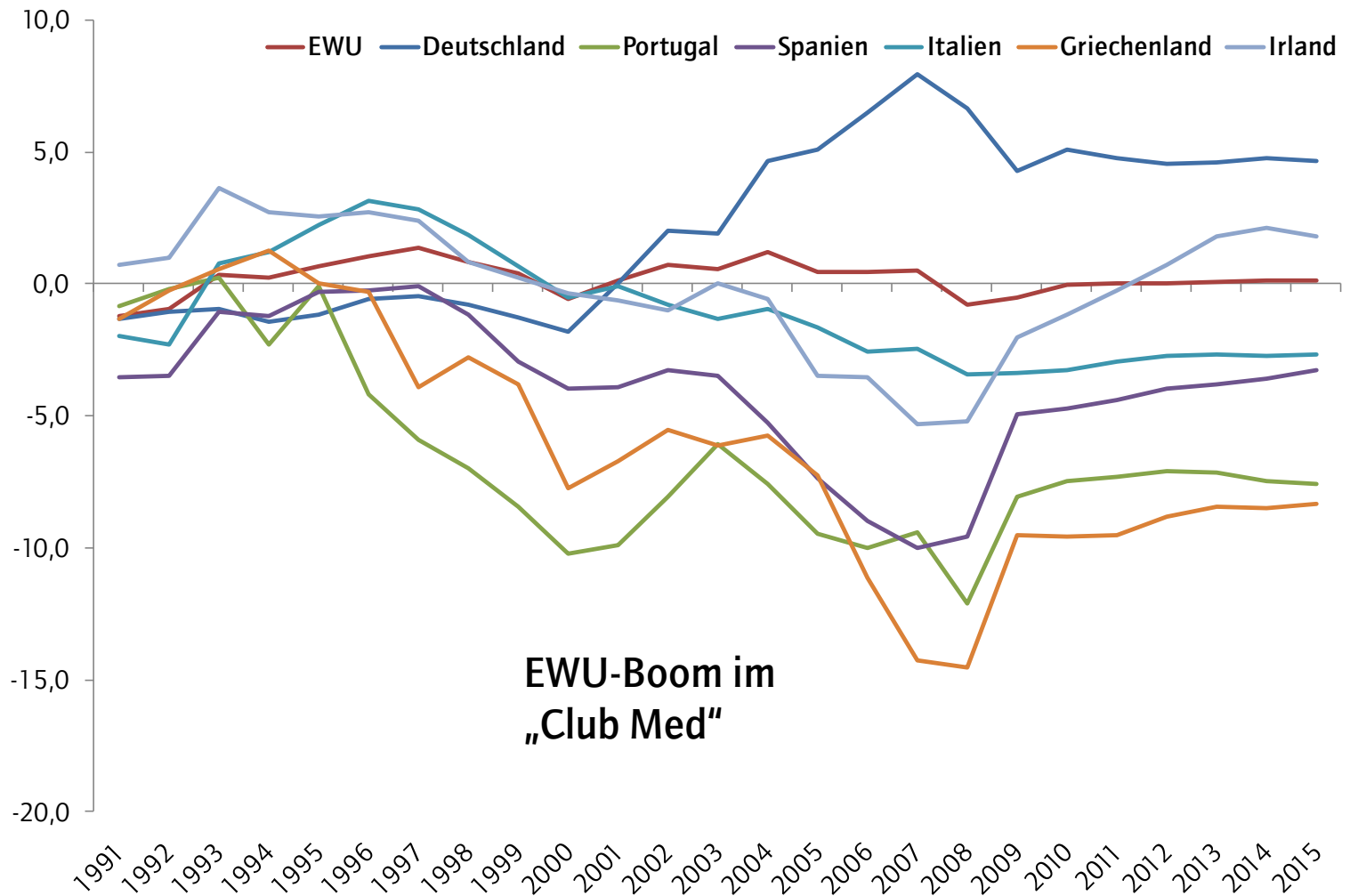
Spannungen innerhalb der EWU

- **Anhaltende Leistungsbilanzungleichgewichte**
- **Divergierende preisliche Wettbewerbsfähigkeit seit über 10 Jahren**
- **Mittelfristiger Anpassungsbedarf**
 - bei unverändertem Inflationsziel auch auf deutscher Seite (Stärkung der Binnennachfrage)
 - „Club-Med“: Regeln des Hartwährungsregimes akzeptieren

Leistungsbilanzsalden 1

in Prozent des BIP

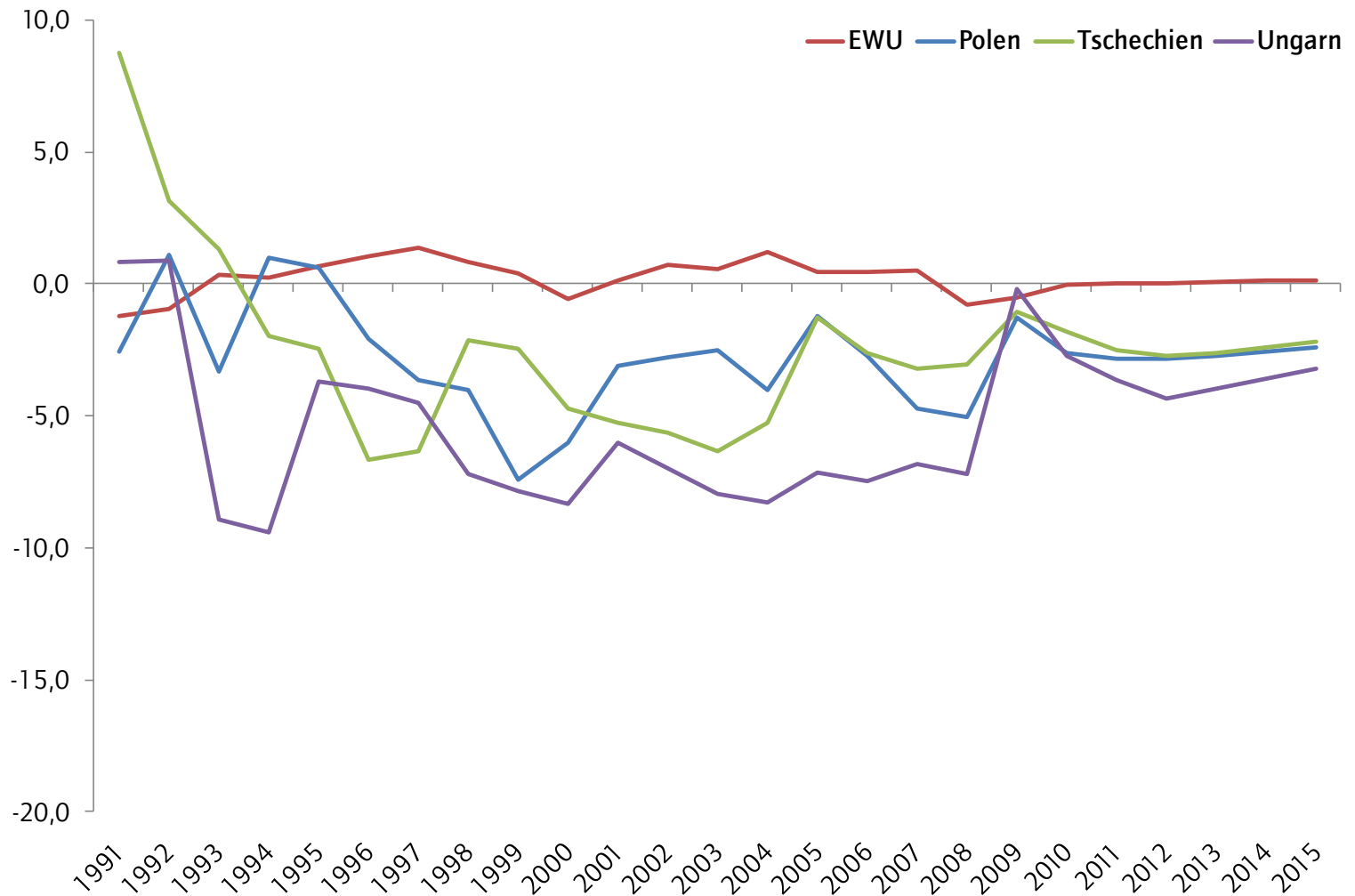
Quelle: Eurostat, ab 2009 Prognose von Global Insight



Leistungsbilanzsalden 2

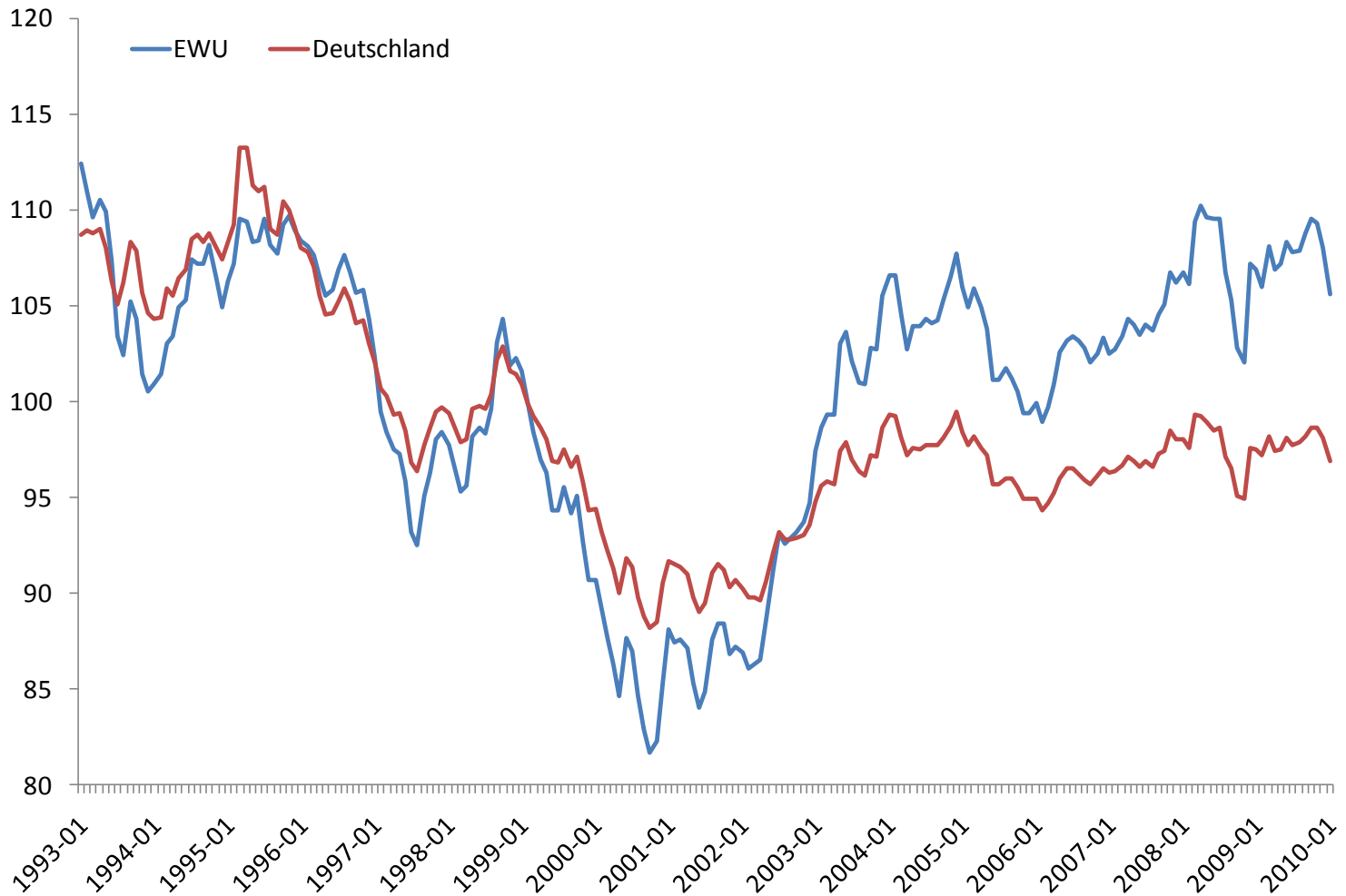
in Prozent des BIP

Quelle: Eurostat, ab 2009 Prognose von Global Insight



Preisliche Wettbewerbsfähigkeit

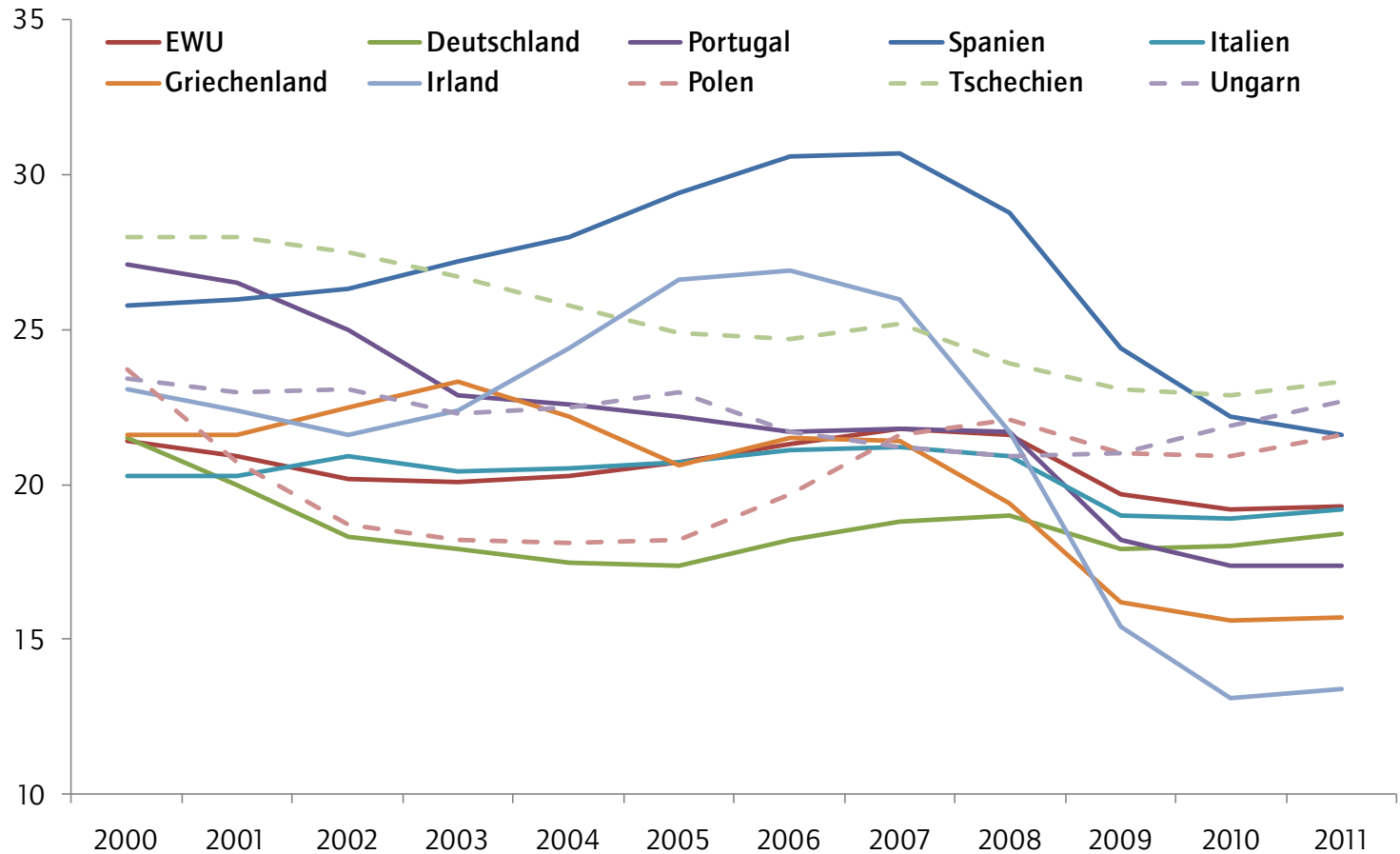
realer effektiver Wechselkurs auf der Basis von Verbraucherpreisen (Indexpunkte)



Bruttoanlageinvestitionen

in Prozent des BIP

Quelle: Eurostat, Prognose der EU-Kommission

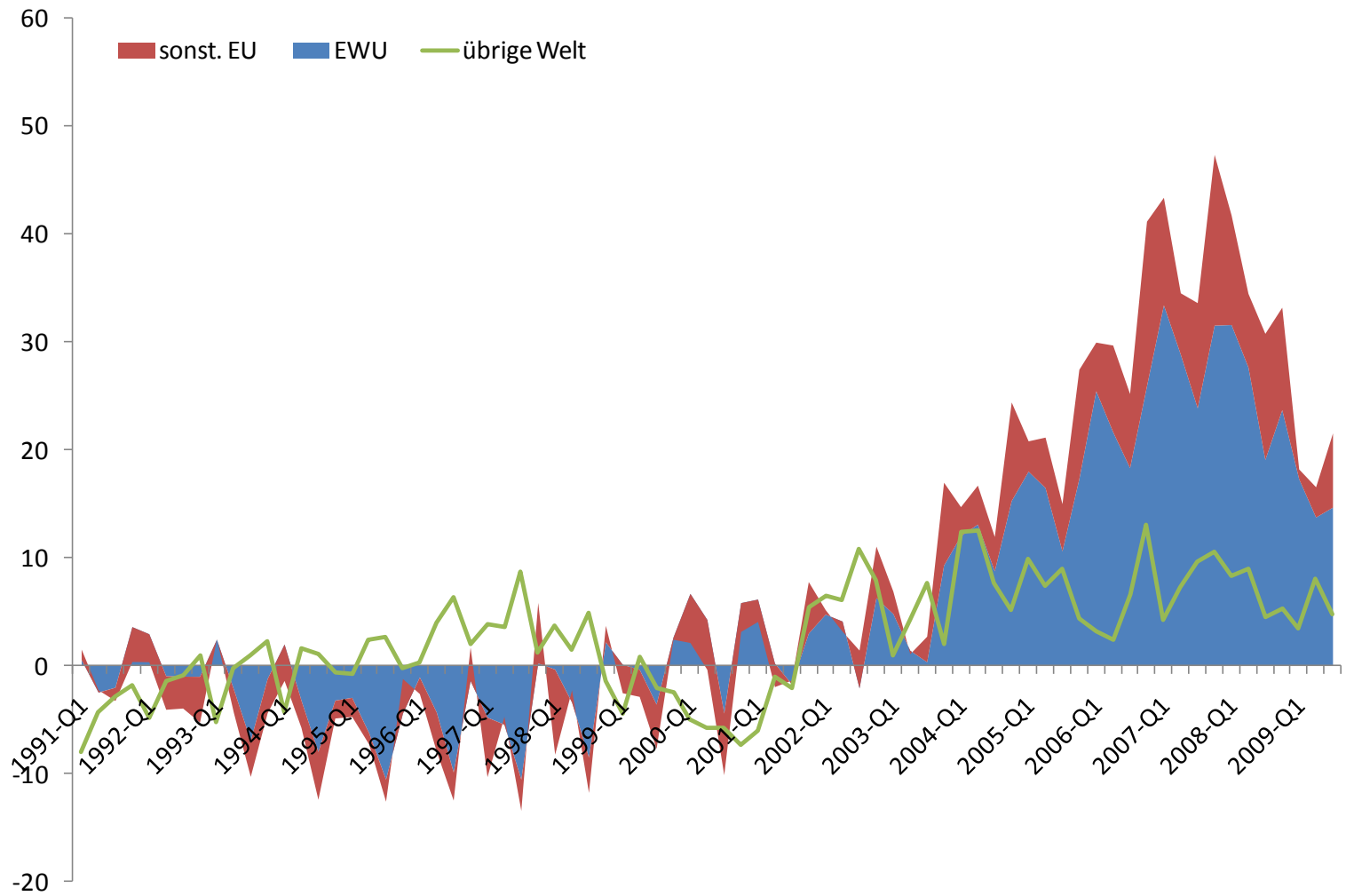


Regionale Leistungsbilanzentwicklung

- **Entwicklungstheorie**
 - Nettokapitalexporte in Aufholländer
 - Ausgleich der Kapitalintensitäten
 - ⇒ länger anhaltende Exportüberschüsse der hochkapitalisierten Länder durchaus verträglich
- **Entwicklungswirklichkeit**
 - Osteuropa als tendenziell funktionales Beispiel
 - exportgetriebene Strategie in Asien mit Wechselkursmanipulation und Kapitalverkehrskontrollen
 - Afrika findet praktisch nicht statt
 - ⇒ marktliche Anpassungsmechanismen weitgehend blockiert
- **EWU-Partner als „Ventil“ des deutschen Exportmodells**
 - ⇒ Anpassungsbedarf bei gegebener EZB-Zielinflation auf deutscher Seite größer als bei den Handelspartnern

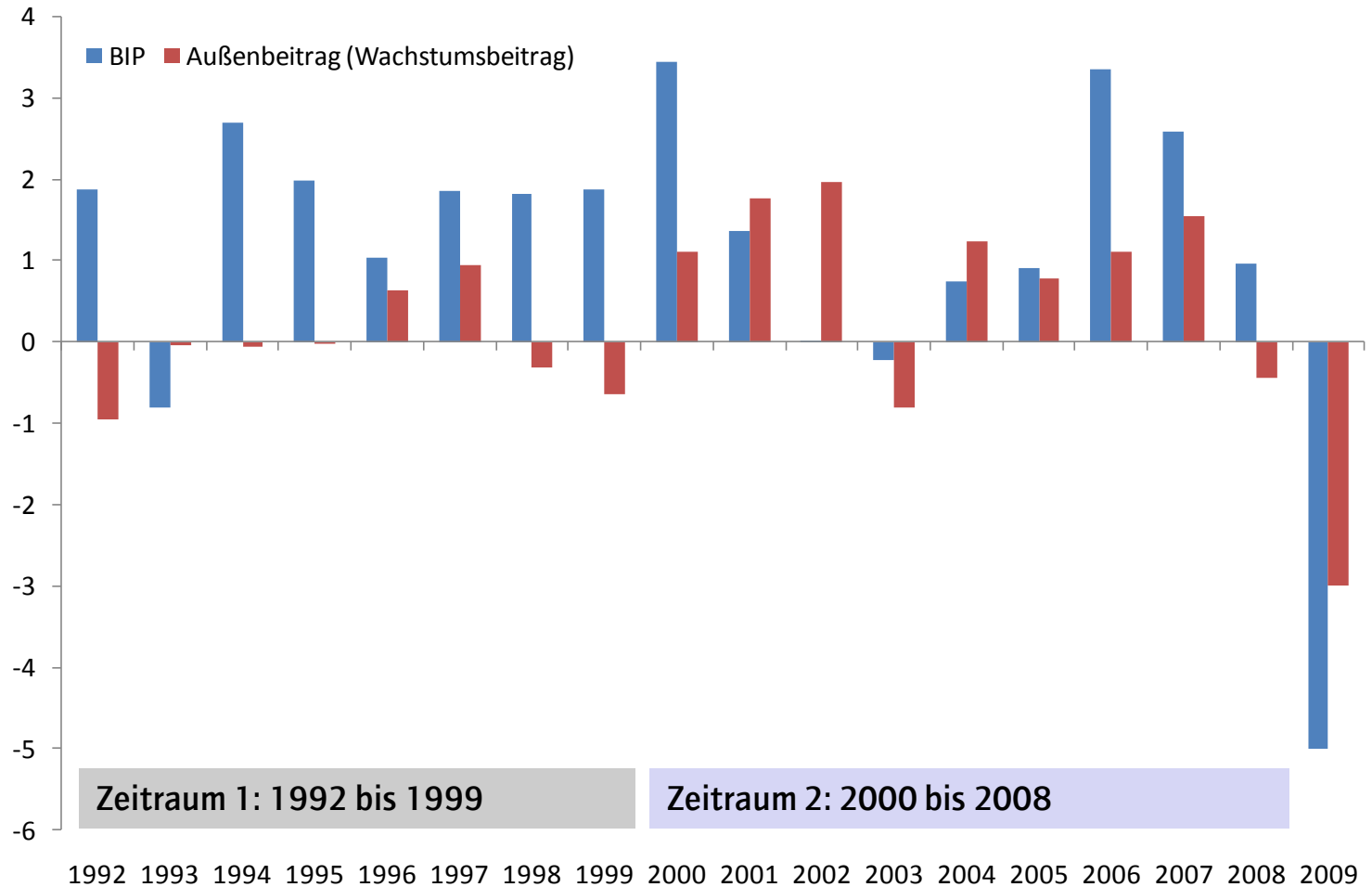
Deutsche Leistungsbilanz nach Ländergruppen

in Mrd. Euro



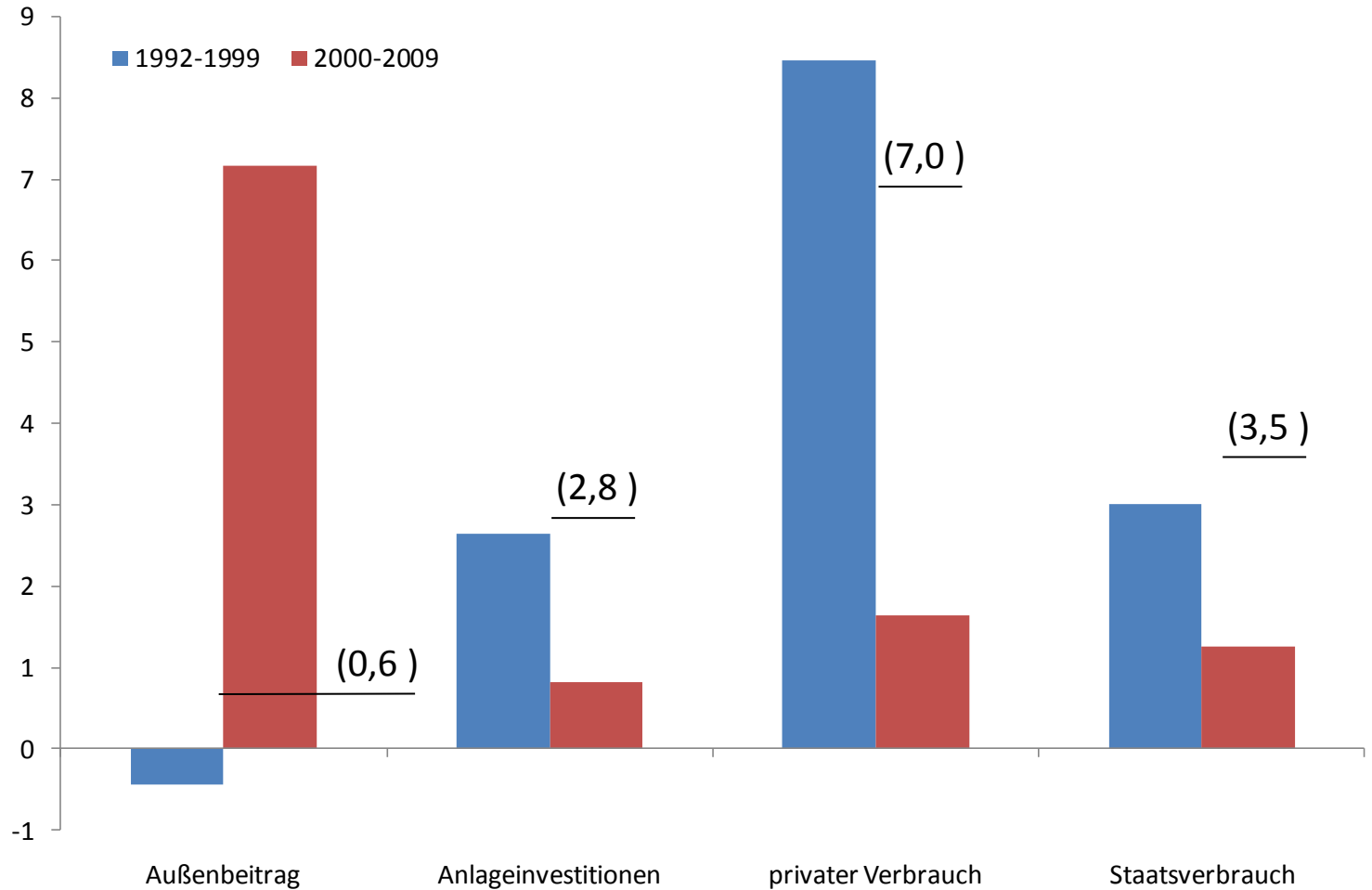
Deutschland: Wirtschaftswachstum und Außenhandel

Veränderung (bzw. Wachstumsbeitrag) in Prozent(punkten)



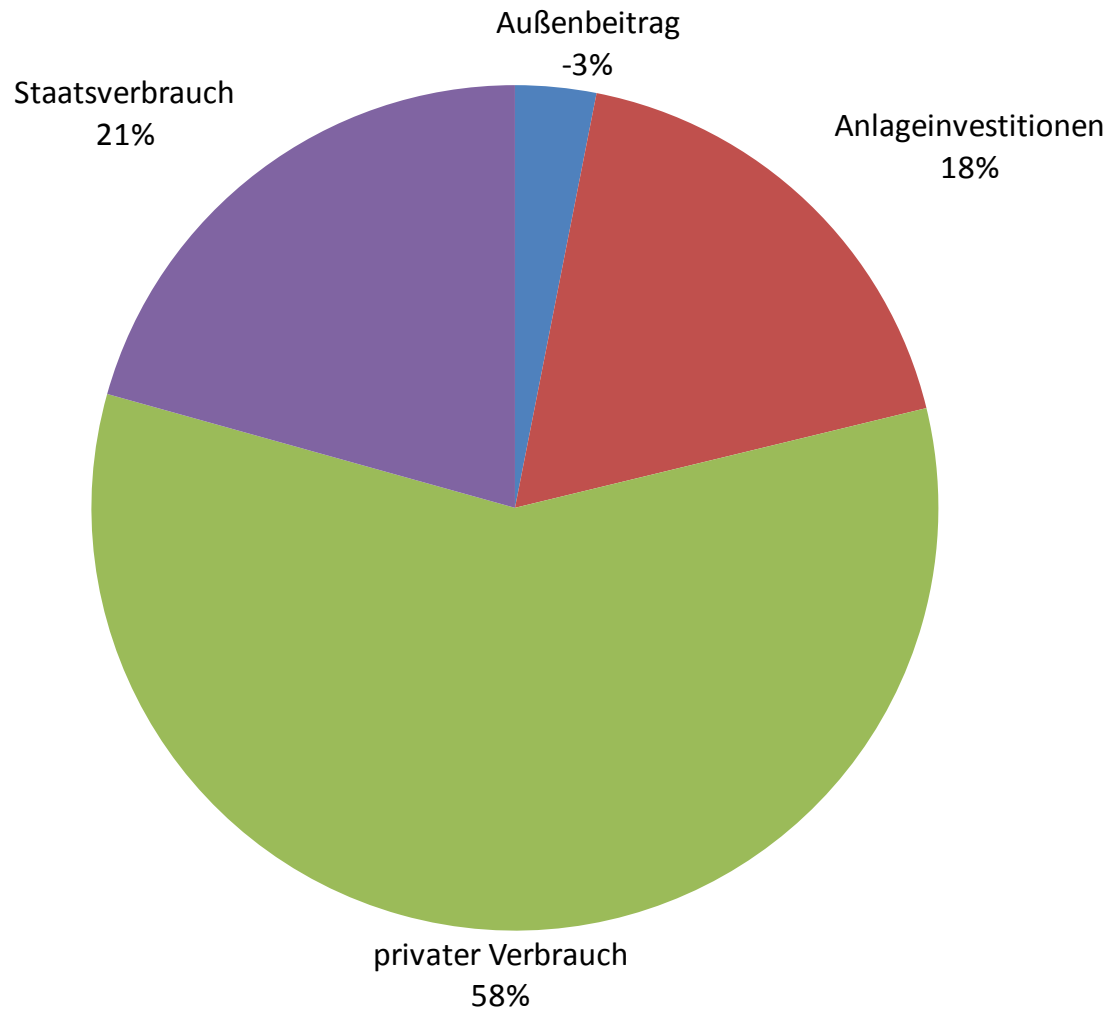
Kumulierte Wachstumsbeiträge

in Prozentpunkten; EWU-Vergleichswerte (Zeitraum 2000-2008) in Klammern



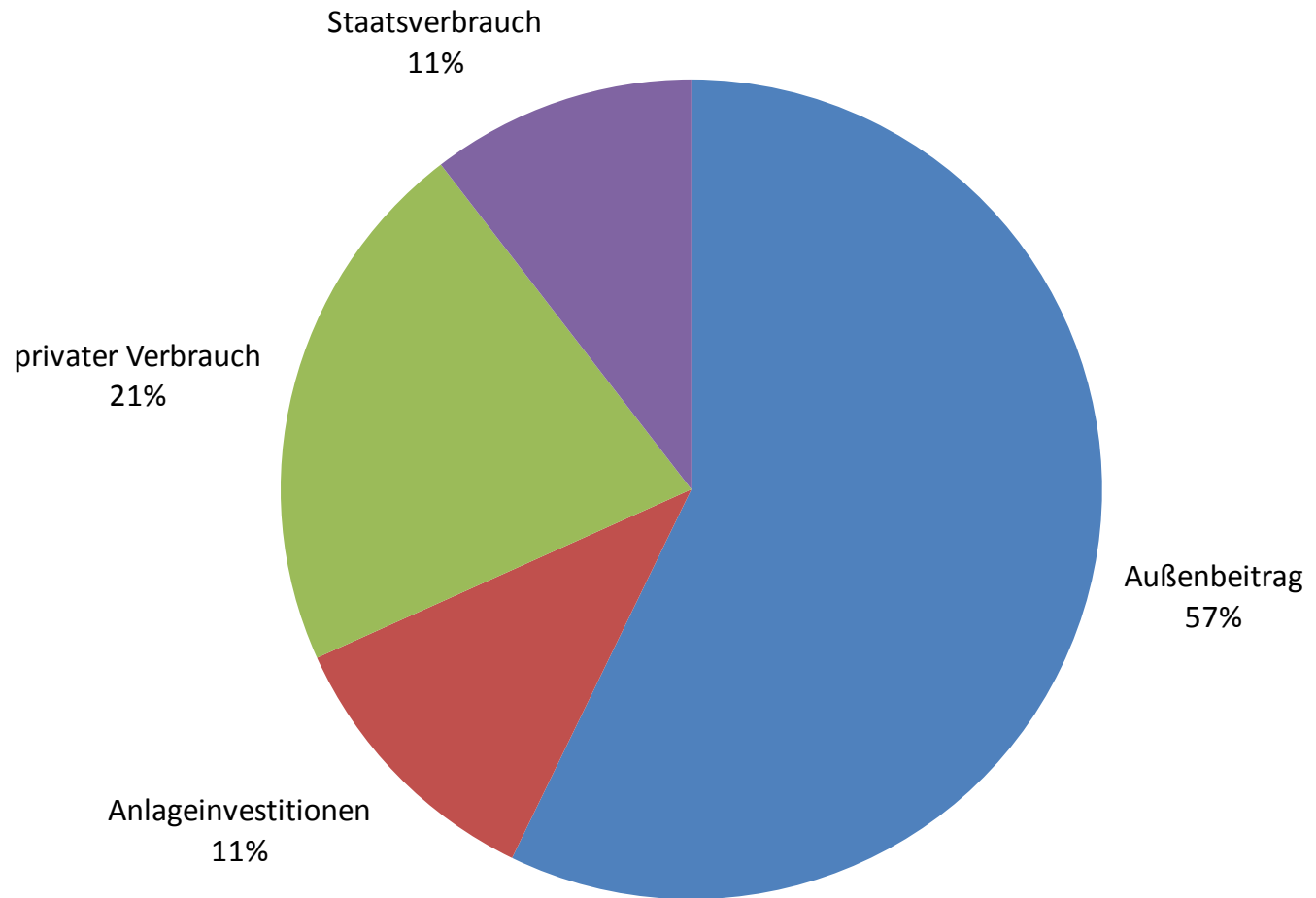
Deutsche Wachstumsstruktur 1992-1999

Anteil der kumulierten Wachstumsbeiträge in Prozent



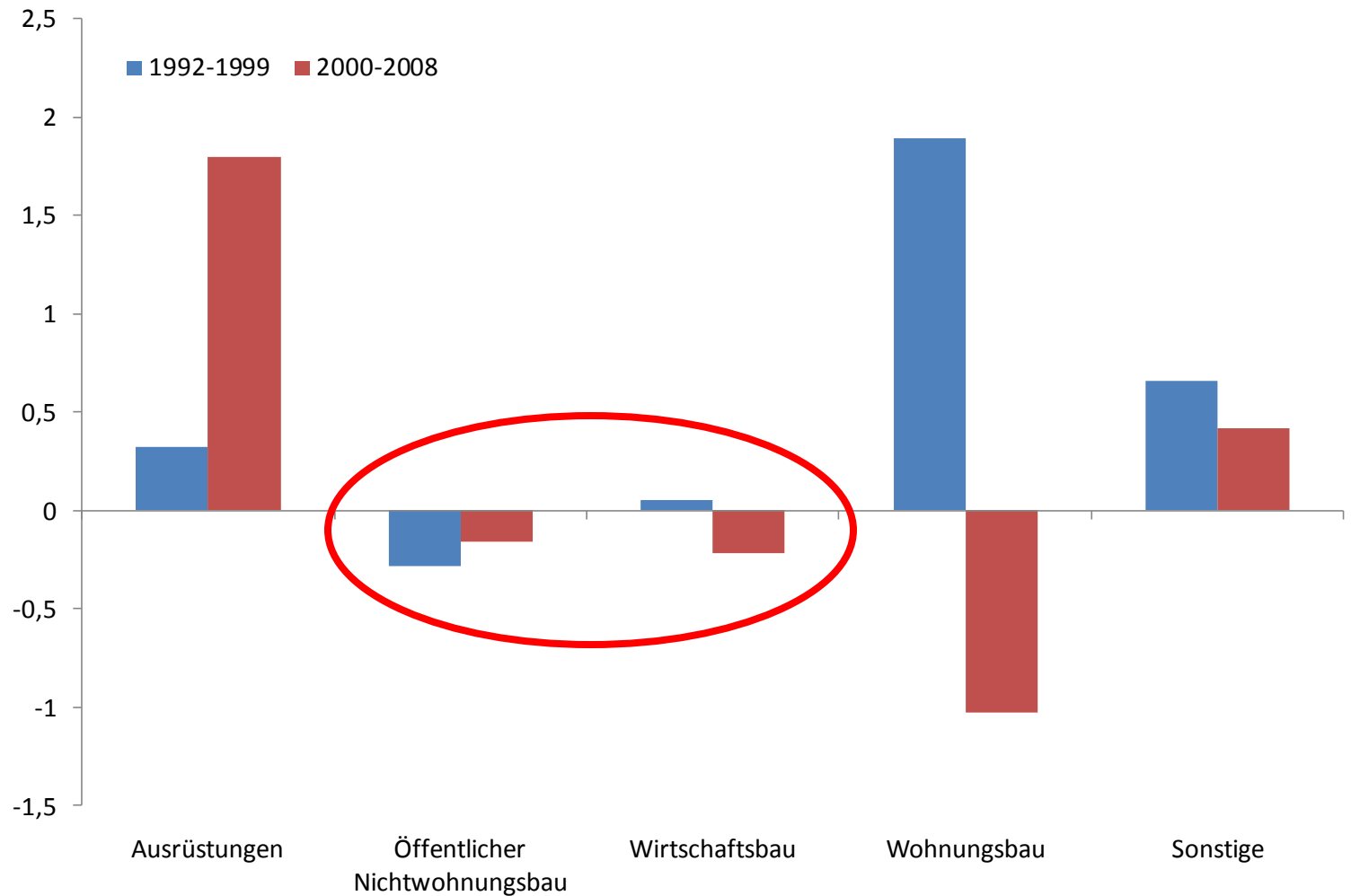
Deutsche Wachstumsstruktur 2000-2008

Anteil der kumulierten Wachstumsbeiträge in Prozent



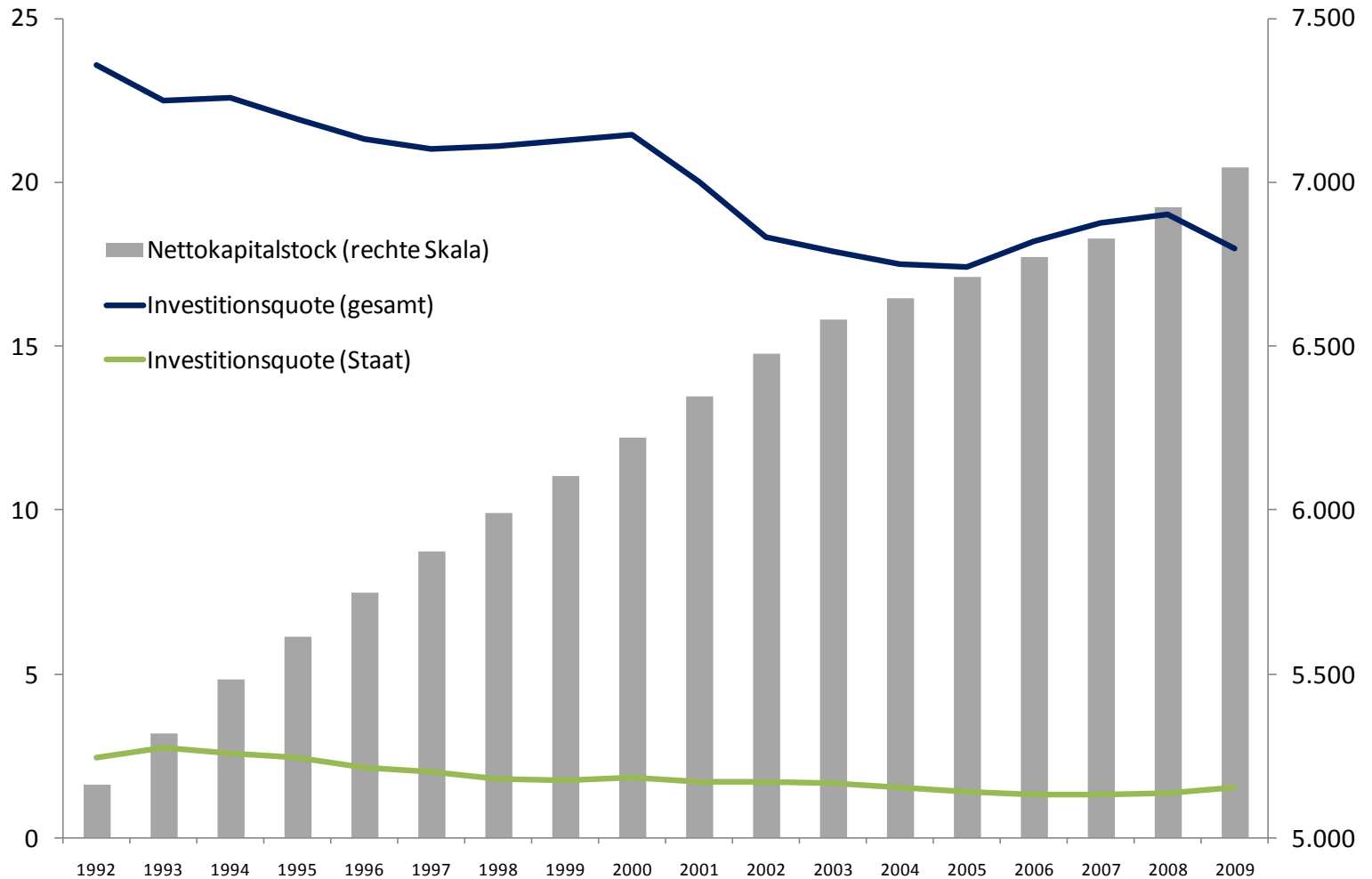
Deutschland: Kumulierte Wachstumsbeiträge der Investitionen

in Prozentpunkten



Investitionstätigkeit und Kapitalstock

in Prozent des Bruttoinlandsprodukt es (linke Skala); in Preisen von 2000 in Mrd. Euro (rechte Skala)



Abbau der Unwucht in der Absorption

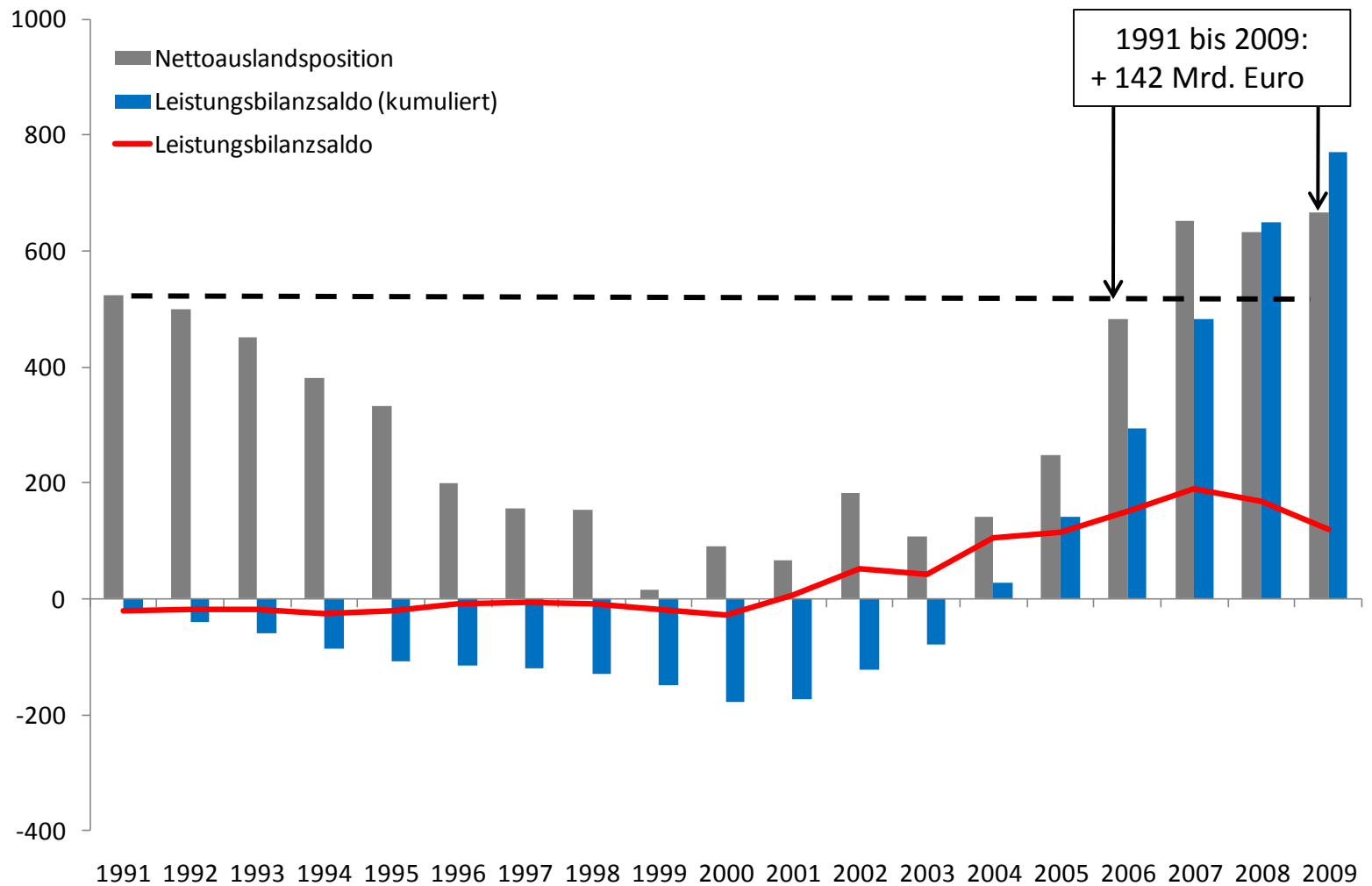
- **Expansivere Lohnpolitik ($C \uparrow$, $Im \uparrow$, $Ex \downarrow$)**
 - Stärkung des privaten Verbrauchs
 - Schwächung der Wettbewerbsfähigkeit
 - Erfolg fraglich (Überwälzung?)

- **Überwindung der Investitionsschwäche im Inland ($I \uparrow$, $Im \uparrow$)**
 - Umlenkung der Kapitalakkumulation
 - Vorbereitung auf demographischen Wandel (Auslandsvermögen eine sichere Bank?)

- **hier: weiter Investitionsbegriff (auch Aufbau von Humankapital), z. T. auch VGR-Konsum**

Leistungsbilanz und Auslandsvermögen

in Mrd. Euro

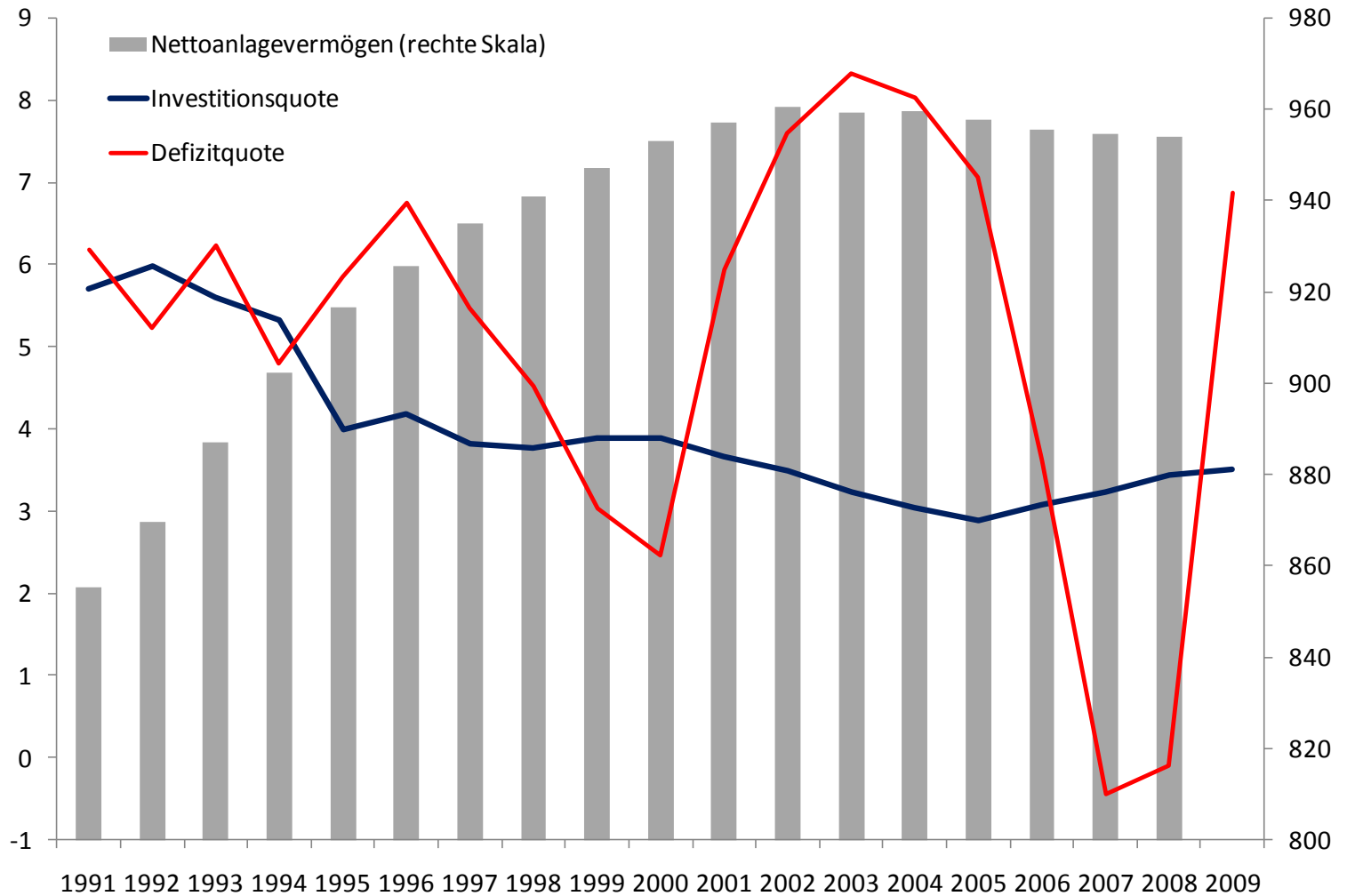


Entpolitisierung der Güterbereitstellung 1

- **Schuldenbremse \Rightarrow Investitionsbremse**
 - Defizitquoten ersetzen Renditekriterien
 - staatliche Budgetstruktur (konsumtiv/investiv) unbeachtet (Schuldenstand vs. öffentlicher Kapitalstock)
 - bislang eher prozyklische (kommunale) Investitionstätigkeit
- **Steuerfinanzierung der Bereitstellung von Club-Kollektivgütern führt zu Unterversorgung**
 - privaten Anbietern verbleibt nur Kernnachfrage, massives Crowding-out über Nullpreispolitik
 - Bereitstellungsmenge unabhängig von Zahlungsbereitschaften der potentiellen Nutzer (politische Manövriermasse)
 - zusätzliche Allokationsverzerrungen auf Drittmärkten (Excess Burdon)

Staatliche Investitionstätigkeit und Kapitalstock

in Prozent der Gesamtausgaben (linke Skala); in Preisen von 2000 in Mrd. Euro (rechte Skala)

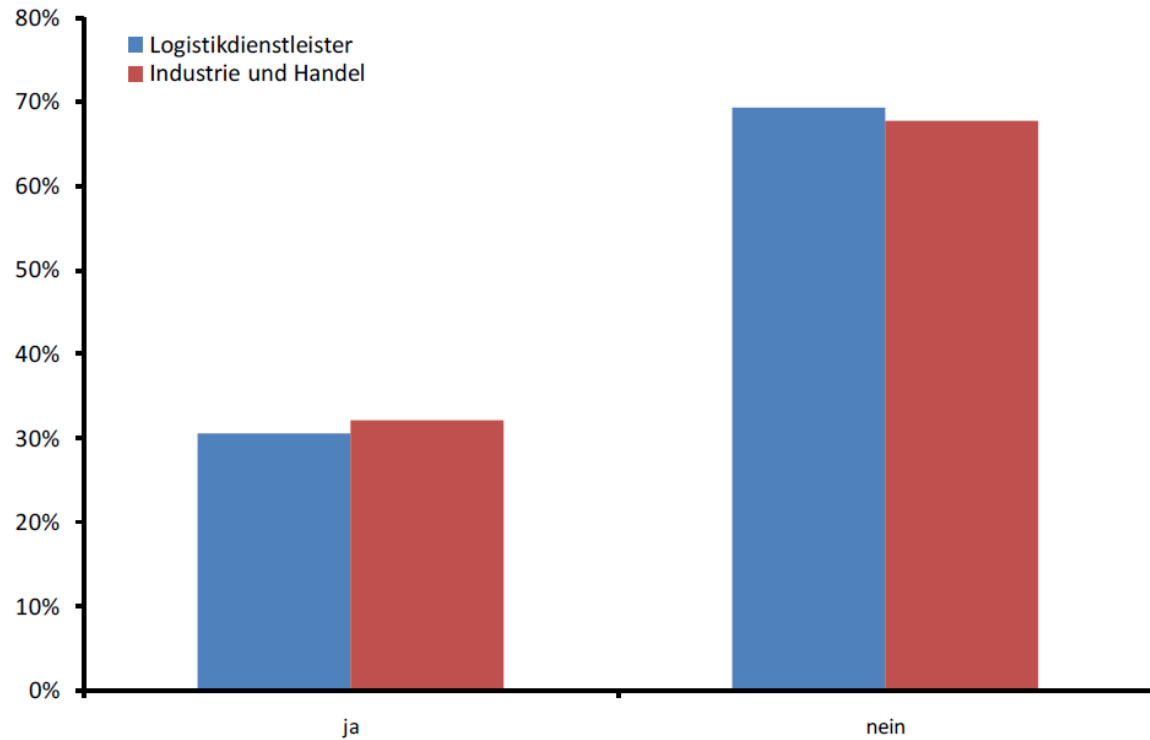


Beispiel Logistik

Quelle: BVL/DIW Logistik-Indikator, Novemberbefragung 2008

Sonderthema: Infrastrukturengpässe

Antworten in Prozent aller Befragten



9

BVL/DIW
Logistik-Indikator
Ergebnisse 2008-Q4

Fragestellung: Stellen Engpässe in der Infrastruktur bereits heute eine Herausforderung für Ihre Dienstleistung dar?

Entpolitisierung der Güterbereitstellung 2

- **Auslagerung in Bereitstellungsagenturen bzw. Privatisierung der Produktion**
 - Verkehrsinfrastruktur
 - Tertiäres Bildungssystem
- **Beitrags- und Gebührenfinanzierung**
 - nicht „mehr netto vom brutto“
 - aber mehr Nachfragersouveränität
- **Azyklische Investitionstätigkeit**
- **Staat als Nachfrageorganisator**
 - „Enabler“ privater Investitionstätigkeit (z. B. Bürgschaftsmodelle für Studienkredite)
 - Konzentration auf echte Kollektivgüterprobleme
 - mehr Raum für wettbewerbliche Prozesse

In eigener Sache

- **Ab April 2010**
- **Kieler Institut für Weltwirtschaft**
- **Berliner Büro**