



**10 | 2010**

63. Jg., 20.–21. KW, 20. Mai 2010

**ifo Schnelldienst**

**Sonderausgabe**



**Euro-Krise**

*Hans-Werner Sinn*



Institut für  
Wirtschaftsforschung  
an der Universität München

**ifo Schnelldienst** ISSN 0018-974 X

Herausgeber: ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.,  
Poschingerstraße 5, 81679 München, Postfach 86 04 60, 81631 München,  
Telefon (089) 92 24-0, Telefax (089) 98 53 69, E-Mail: ifo@ifo.de.

Redaktion: Dr. Marga Jennewein.

Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dr. h.c. Hans-Werner Sinn, Dr. Christa Hainz, Annette Marquardt, Dr. Chang Woon Nam,  
Dr. Gernot Nerb, Dr. Wolfgang Ochel.

Vertrieb: ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.

Erscheinungsweise: zweimal monatlich.

Bezugspreis jährlich:

Institutionen EUR 225,-

Einzelpersonen EUR 96,-

Studenten EUR 48,-

Preis des Einzelheftes: EUR 10,-

jeweils zuzüglich Versandkosten.

Layout: Pro Design.

Satz: ifo Institut für Wirtschaftsforschung.

Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):

nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

## Die Beschlüsse

In der Nacht vom 9. zum 10. Mai haben die EU-Länder in Brüssel einen Hilfsschirm für die Euroländer beschlossen, der zunächst drei Jahre lang aufgespannt werden soll.<sup>1</sup> Die Bundesregierung hat daraufhin am 11. Mai den Entwurf eines Gewährleistungsgesetzes vorgelegt, das den EU-Vereinbarungen entspricht.<sup>2</sup> Erste Vorschläge für ständige Hilfsprogramme und Budgetkontrollen wurden von der EU-Kommission wiederum nur einen Tag später vorgelegt.<sup>3</sup>

Nach dem von der Bundesregierung vorgelegten Entwurf für ein Gewährleistungsgesetz sollen Länder, denen Zahlungsunfähigkeit droht, Hilfskredite von maximal 440 Mrd. Euro erhalten, wobei 60 Mrd. Euro aus dem EU-Etat noch hinzutreten. Die Mittel werden von einer neu zu bildenden Zweckgesellschaft der Eurostaaten am Kapitalmarkt aufgenommen, zu den am Markt bezahlten Zinsen an das Krisenland weitergeleitet und von den Euroländern gemeinschaftlich verbürgt. Dabei richtet sich die Höhe der Bürgschaft nach dem Kapitalanteil der teilnehmenden Euroländer. Es wird nicht definiert, was teilnehmende Länder sind. Man kann aber davon ausgehen, dass das Krisenland selbst nicht mitbürgen muss. Außerdem muss Griechenland nicht mitbürgen, denn seine drohende Zahlungsunfähigkeit wurde schon vorher festgestellt und seine Rettung wurde außerhalb des Gewährleistungsprogramms bereits mit EU-Krediten in Höhe von bis zu 80 Mrd. Euro, zu denen noch einmal 30 Mrd. Euro IWF-Kredite hinzutreten, auf den Weg gebracht. Ob es ähnlich wie bei der Griechenland-Hilfe weitere Befreiungen von der Bei-

standspflicht geben wird, lässt sich aus den vorliegenden Texten nicht ablesen.

Nach dem Gesetzestext bürgt Deutschland für bis zu 123 Mrd. Euro (28% von 440 Mrd. Euro, was dem Kapitalanteil Deutschlands am EZB-Kapitaleinschuss aller Euroländer ohne Griechenland entspricht) und zusätzlich nochmals für maximal 20%, insgesamt also für bis zu 147 Mrd. Euro. Die 20%-Grenze wurde eingebaut, da der deutsche Anteil an der Haftungssumme wegen der Nichtbeteiligung der zahlungsunfähigen Länder logischerweise niemals nur 28% betragen kann, sondern stets darüber liegt. Der Text ist in dieser Hinsicht unklar formuliert.

Die Beschlüsse erinnern an die Eurobonds, die der italienische Finanzminister Tremonti schon beim World Economic Forum in Davos im Jahr 2009 gefordert hatte.<sup>4</sup> Der Unterschied ist freilich, dass Tremonti wollte, dass die Eurobonds zur Normalfinanzierung der Euroländer eingesetzt werden, während das Gewährleistungsgesetz die Gefährdung der Zahlungsfähigkeit zur Bedingung macht. Eine Bedingung für die Auszahlung der Kredite ist, dass alle Euroländer, *außer* dem betroffenen Land, die EZB und der IWF die drohende Zahlungsunfähigkeit einvernehmlich feststellen. Ferner müssen alle Euroländer *einschließlich* des betroffenen Landes ein Sparprogramm billigen, das das betroffene Land mit dem IWF und der EZB vereinbart hat.

Deutschland hat versucht, ähnlich wie bei der Griechenlandhilfe, die Beteiligung des IWF zur Bedingung für die Hilfen zu machen. Das ist insofern gelungen, als der IWF die Zahlungsunfähigkeit feststellen und das Sparprogramm billigen muss. Allerdings ist die finanzielle Beteiligung des



Prof. Dr. Dr. h.c. Hans-Werner Sinn, Präsident des ifo Instituts

<sup>1</sup> The European Stabilization Mechanism, ECFIN Pressemitteilung vom 10. Mai 2010 (<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/173&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>).

<sup>2</sup> Vgl. Entwurf eines Gesetzes zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus, Bundestagsdrucksache 17/1685.

<sup>3</sup> Mastering economic interdependence: Commission proposes reinforced economic governance in the EU, ECFIN Pressemitteilung vom 12. Mai 2010 (<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/10/561&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>).

<sup>4</sup> »Now my feeling – I am speaking of a political issue not an economic issue – is ... now we need a union bond«, sagte Tremonti laut Businessweek auf dem Weltwirtschaftsforum in Davos. (»Nun sagt mir mein Gefühl – ich spreche über ein politisches und kein ökonomisches Thema –, dass wir eine Unionsanleihe benötigen.«) Vgl. [www.businessweek.com/globalbiz/content/feb2009/gb2009022\\_614778.htm](http://www.businessweek.com/globalbiz/content/feb2009/gb2009022_614778.htm).

IWF am Rettungsprogramm anders als im Fall Griechenlands keine Bedingung. Sie wird nur »erwartet«.

Zusätzlich zu den Krediten, die von einer Zweckgesellschaft aufzunehmen sind, hat die EU eine neue Verordnung beschlossen, mit der die EU-Kommission die Möglichkeit erhält, im eigenen Namen Kredite aufzunehmen.<sup>5</sup> Das Kreditvolumen ist auf die Höhe der Eigenmittel-Obergrenze der EU beschränkt und beträgt derzeit 60 Mrd. Euro. Der Rat der Europäischen Union kann auf Vorschlag der EU-Kommission mit qualifizierter Mehrheit über den Umfang des Kreditvolumens und seine Verwendung entscheiden.

Auch die EZB ließ sich in das neue Schutzprogramm einbinden. Sie beschloss am 12. Mai gegen die Stimmen der deutschen Ratsvertreter, erstmals auch Staatspapiere zu kaufen, anstatt sie nur als Sicherheiten anzuerkennen.<sup>6</sup> Dabei ist offenbar auch an die griechischen Staatspapiere gedacht worden, die von den Rating-Agenturen als Schrottpapiere eingestuft werden. Noch vor kurzem hatte die EZB versichert, dass sie solche Papiere nicht einmal für ihre Wertpapierpensionsgeschäfte akzeptieren werde.

### **Nicht der Euro, sondern die Fähigkeit der Schuldenländer, sich günstig zu finanzieren, war gefährdet**

Der Gesetzestext wiederholt die Formulierung des Artikel 122 des EU-Vertrages, wonach die Hilfen nur gewährt werden dürfen, wenn »Mitgliedstaaten durch außergewöhnliche Ereignisse, die sich ihrer Kontrolle entziehen, von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht sind«. Diese Formulierung wurde bislang stets als Verbot von mehrheitlich beschlossenen Freikaufaktionen für Schuldensünder interpretiert. Sie wird nun aber explizit zur Begründung der Hilfsaktionen herangezogen, weil die Schuldenkrise mittlerweile die Zahlungsfähigkeit ganzer Staaten gefährdet und eine ernste Gefahr für die Finanzstabilität der Währungsunion an sich bedeute. So machte bei maßgeblichen EU-Politikern das Wort von der »Systemkrise« die Runde, die auch Länder gefährdet, die sich nichts zu Schulden hätten kommen lassen. Der Euro an sich sei in Gefahr. Der Vorsitzende der Eurogruppe Juncker sprach von einer »weltweit organisierten Attacke gegen den Euro«<sup>7</sup>, und Bundeskanzlerin Merkel und der französische Staatsprä-

sident Sarkozy betonten in einer gemeinsamen Erklärung: »Wir müssen verhindern, dass Spekulationen die Anpassungsbemühungen gefährden, die durch die soeben überwundene Wirtschafts- und Finanzkrise erforderlich geworden sind.«<sup>8</sup> Bundeskanzlerin Merkel mahnte bei der Verleihung des Karlspreises in Aachen: »Scheitert der Euro, (...) dann scheitert Europa, dann scheitert die Idee der europäischen Einigung.«<sup>9</sup>

Die Einigung in dieser Frage muss schwierig gewesen sein. So berichtete der Guardian am 14. Mai 2010 unter Berufung auf die spanische Zeitung El Pais und Aussagen des spanischen Ministerpräsidenten Zapatero, dass Präsident Sarkozy den Austritt seines Landes aus dem Euro und die Aufkündigung der deutsch-französischen Achse angedroht habe.<sup>10</sup> Frankreichs Position erklärt sich damit, dass seine Banken in besonderer Weise von der Krise betroffen sind, weil sie sehr viele Staatspapiere der Schuldenländer halten. So hatten französische Banken nach Informationen der BIZ allein schon in griechische Staatsanleihen 52 Mrd. Euro investiert, während sich deutsche Banken nur für 31 Mrd. Euro engagiert hatten.<sup>11</sup>

Der Euro war offenkundig politisch gefährdet, weil Frankreich von Deutschland unter höchstem politischen Druck Hilfen verlangte. Die Frage ist nur, ob der Euro auch ökonomisch gefährdet war, bzw. was mit einer solchen Gefährdung gemeint gewesen sein könnte, außer dass den Inhabern der Staatspapiere Verluste drohten. Wenn man auf Staatspapiere, die man aus einem Gewinnmotiv heraus gekauft hat, Abschreibungsverluste in Kauf nehmen muss, kann man sich ja wohl schwerlich darauf berufen, im Sinne von Artikel 122 EU-Vertrag von Gefahren bedroht zu sein, die sich der eigenen Kontrolle entziehen.

Eine erste Hypothese könnte lauten, dass der Euro im Außen- und/oder Innenverhältnis in dieser Krise viel von seinem Wert zu verlieren droht. Empirische Anhaltspunkte für eine solche Interpretation gibt es freilich nicht.

Ein Blick auf Abbildung 1 zeigt, dass von einer Gefährdung des Euro im Sinne von unkontrollierten Kursbewegungen keine Rede sein konnte. Am Freitag, dem 7. Mai 2010, al-

<sup>5</sup> Vgl. Amtsblatt der Europäischen Union, Verordnung (EU) Nr. 407/2010 des Rates vom 11. Mai 2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (<http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:L:2010:118:SOM:DE:HTML>).

<sup>6</sup> Vgl. »EZB beschließt Maßnahmen, um den starken Spannungen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken«, Pressemitteilung der Europäischen Zentralbank vom 10. Mai 2010 (<http://www.bundesbank.de/download/ezb/presenotizen/2010/20100510.ezb.pdf>).

<sup>7</sup> Vgl. »Euroländer sagen Spekulanten den Kampf an«, SpiegelOnline vom 8. Mai 2010 (<http://www.spiegel.de/politik/ausland/0,1518,druck-693713,00.html>).

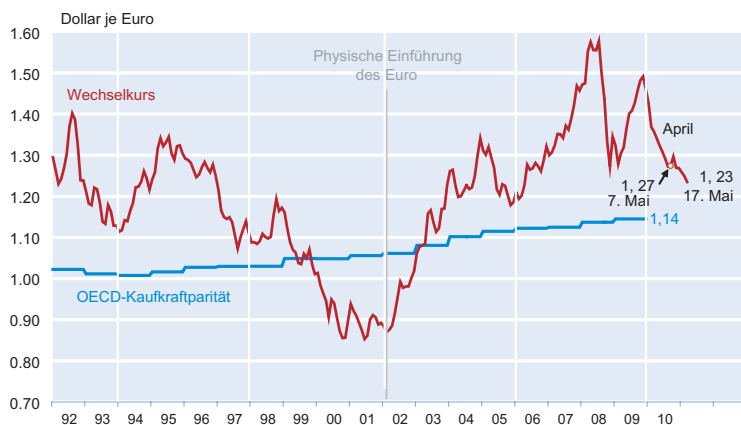
<sup>8</sup> Vgl. Gemeinsamer Brief von Bundeskanzlerin Merkel und dem französischen Präsidenten Sarkozy an die Präsidenten des Europäischen Rates und der Europäischen Kommission, Pressemitteilung der Bundesregierung vom 6. Mai 2010 (<http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Pressemitteilungen/BPA/2010/05/2010-05-06-brief-merkel-sarkozy/layoutVariant=Druckansicht.html>).

<sup>9</sup> Vgl. »Kämpfer für Europa«, Nachrichten der Bundesregierung vom 13. Mai 2010 (<http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Artikel/2010/05/2010-05-13-karlspreis,layoutVariant=Druckansicht.html>).

<sup>10</sup> Siehe <http://www.guardian.co.uk/business/2010/may/14/nicolas-sarkozy-threatened-euro-withdrawal>.

<sup>11</sup> Vgl. Bank for International Settlements (2010), *Detailed tables on provisional locational and consolidated banking statistics at end-December 2009*, Basel (<http://www.bis.org/statistics/provbstats.pdf?noframes=1>); die dort genannten Werte (in US-\$) wurden mit dem Wechselkurs vom 31. Dezember 2009 (1 Euro = 1,4406 US-\$) in Euro umgerechnet.

**Abb. 1**  
**Wechselkurs des Euro und Kaufkraftparität**

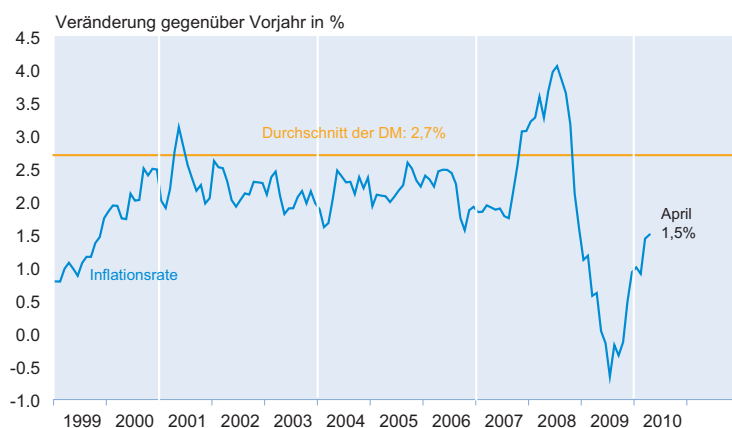


Quelle: Europäische Zentralbank; OECD; ifo Institut.

so am letzten Börsentag vor der Vereinbarung, stand der Eurokurs bei 1,27 Dollar. Das war zwar weniger als in den Monaten davor, doch viel mehr als bei der Einführung des physischen Euro, als ein Kurs von 0,87 Dollar realisiert wurde (Februar 2002). Ein objektiver Maßstab zur Beurteilung der Kurshöhe ist die OECD-Kaufkraftparität, die eine Art natürlichen Wechselkurs angibt, weil sie einen durchschnittlichen Warenkorb in den betrachteten Ländern gleich teuer macht. Die Kaufkraftparität ist in der Abbildung als blaue Kurve eingezeichnet. Da sie zuletzt bei 1,14 Dollar lag, kann also auch in dieser Hinsicht nicht von einer Gefährdung des Euro geredet werden. Wenn der Euro gefährdet wurde, so durch die Gewährleistungsvereinbarung, denn nach dieser Vereinbarung ging der Kurs weiter herunter statt herauf, wie es auf den ersten Blick als Folge der Rettungsaktion hätte erwarten können.

Abbildung 2 zeigt, dass es auch für eine unerwartet starke Verringerung der Binnenkaufkraft durch Inflation keine An-

**Abb. 2**  
**Inflation im Euroraum**



Quelle: Eurostat; Statistisches Bundesamt; ifo Institut.

haltspunkte gab. Am aktuellen Rand, im April 2010, lag die Inflationsrate im Euroraum bei 1,5%. Das war, wie man sieht, einer der niedrigsten Werte seit der Einführung des Euro. Er war auch viel geringer als die Inflationsrate aus der D-Mark-Zeit, die im Mittel von 1948 bis 1998 bei 2,7% gelegen hatte. Es ist auch hier keinerlei Gefahrenlage in Sicht.

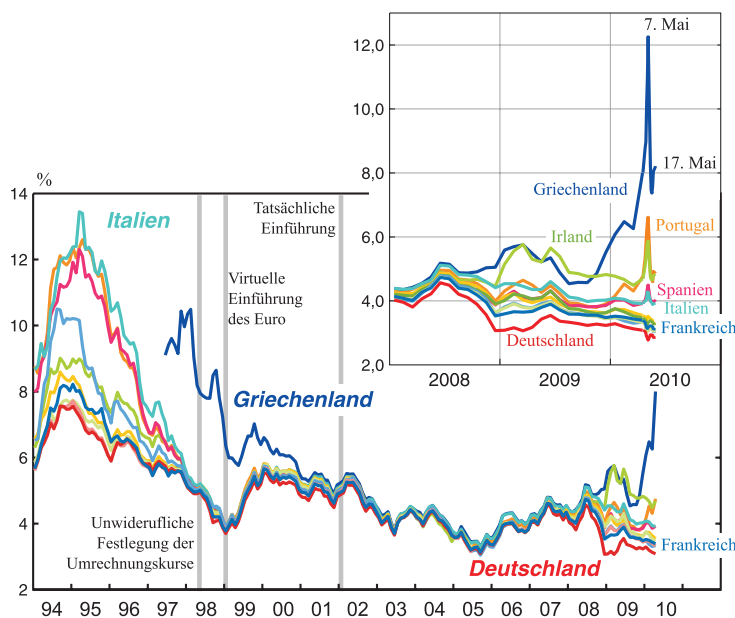
Gefährdet war in dieser Krise offenbar nicht der Euro. Gefährdet waren vielmehr die Gläubiger der Staatsschuld-papiere der unsoliden Länder sowie die Fähigkeit dieser Länder, sich weiterhin so günstig auf den Kapitalmärkten zu finanzieren, wie es in den ersten Jahren des Euro möglich gewesen war. Es fielen nämlich im Zuge der Griechenlandkrise die Marktwerte der Staatsschuld-titel einiger europäischer Länder, was einen Anstieg der Effektivzin-sätze bedeutete.

Abbildung 3 verdeutlicht dies durch eine Darstellung der Zinsentwicklung für zehnjährige Staatsanleihen der Euroländer seit 1994. Man sieht, dass die Zinsen in der Vor-Euro-Zeit sehr stark voneinander abwichen, sich aber mit der unwiderruflichen Festlegung der Konversionskurse und der Einführung des Euro aneinander anglichen. Selbst Griechenland kam in den Genuss einer Zinskonvergenz, nachdem es auf der Basis vorsätzlich gefälschter Defizitwerte für das Referenzjahr 1999 beitreten durfte. Das aktuelle Krisengeschehen zeigt sich an der neuerlichen Ausspreizung der Zinssätze am rechten Rand des Diagramms. Nicht nur für Griechenland, sondern auch für Portugal, Spanien und Italien kam es zu einem deutlichen Anstieg der Zinssätze bis zum 7. Mai 2010, dem Tag vor dem Beschluss des Gewährleistungsabkommens der EU-Länder. Erst danach nahmen die Zinsunterschiede im Vergleich zu Deutschland wieder ab.

Abbildung 3 zeigt auch, warum nicht nur Frankreich, sondern auch viele andere Länder die aktuelle Entwicklung der Zinsen als bedrohlich empfinden mussten. Vor der Einführung des Euro hatte man sehr unter den hohen Zinsen gelitten, die man den skeptischen internationalen Anlegern hatte bieten müssen. Das war seinerzeit der Hauptgrund dafür, dass man den Euro einführen und die nationalen Währungen abschaffen wollte. Man wollte in den Genuss der gleichen niedrigen Zinsen kommen, mit denen Deutschland seine Gläubiger zufrieden stellen konnte. Die Rechnung schien auch aufzugehen, denn seit etwa 1998 waren die Zinsaufschläge gegenüber Deutschland tatsächlich verschwunden. Doch nun, mit der Griechen-



**Abb. 3**  
Zinssätze für 10jährige Staatsanleihen



Quelle: Reuters Ecowin.

landkrise, drohten die alten Verhältnisse zurückzukehren. Die Vorteile, die man vom Euro erwartet und lange Zeit auch erhalten hatte, schwanden dahin. Das und nichts anderes war der Grund für die Alarmstimmung der Schuldenerländer. Die Alarmstimmung dieser Länder gesellte sich zur Furcht vor weiteren Kursverlusten auf Staatspapiere in den Gläubigerländern hinzu und erzeugte den politischen Druck, aus dem heraus die Hilfsaktionen entstanden.

Abbildung 3 zeigt eindeutig, dass es keine Krise des Euro an sich gab, sondern nur eine Krise in jenen Ländern, die als Gläubiger hohe Kursverluste oder als Schuldner hohe Zinslasten für Neuemissionen zu erwarten hatten. Die Alarmstimmung war subjektiv verständlich, doch eine Systemkrise, die dem Artikel 122 des EU-Vertrages entsprach, gab es nicht. Das gilt umso mehr, als die Zinsunterschiede bei den Ländern, auf die sich das Gewährleistungsgesetz bezieht (also die Euro-Länder ohne Griechenland) noch lange nicht so groß wie vor der Einführung des Euro waren. Der mit der Ländergröße (BIP) gewichtete Durchschnittszins der betroffenen Euroländer (ohne Griechenland) lag am 7. Mai 2010 um 0,78 Prozentpunkte über dem deutschen Zins. Im Jahr 1995 hatte er indes um 1,87 Prozentpunkte darüber gelegen, also bei mehr als dem Doppelten.

Die EU behauptet, es habe ein Komplott von Spekulanten gegeben, die die Kurse der Euroanleihen gezielt hätten drücken wollen. Auch die deutsche Bundesregierung hat sich dieser Lesart der Krise angeschlossen. Es fehlt aber jeglicher Beleg dafür, dass es eine Gruppe von Spekulanten gab,

die stark genug war, durch ihre Marktaktionen den Kurs der Euro-Papiere gezielt verändern zu können. Richtig ist nur, dass die gewachsene Angst vor Staatsinsolvenzen und Schuldenmoratorien, auch die nachrangige Positionierung ihrer Ansprüche hinter denen des IWF, die Kapitalanleger zu einer Neubewertung der Risiken veranlasst hat, was insbesondere die französischen Banken in Schwierigkeiten brachte, die um zwei Drittel mehr griechische Wertpapiere hielten als deutsche Banken und zudem noch griechisches Bankeigentum besaßen. Aber das war eine natürliche Entwicklung der Kapitalmärkte und kein Komplott. Was die meisten Ländervertreter als Krise empfanden, war eine notwendige Ausdifferenzierung der Zinsen nach der Bonität der Kreditnehmer, die ein Stück weit wieder in die Richtung der Vor-Euro-Zeit ging, aber keinesfalls eine ähnliche Dramatik wie seinerzeit aufwies.

Die Behauptung, es habe eine Systemkrise des Euro vorgelegen, war ganz offenkundig interessengeleitete Semantik zur Durchsetzung des Gewährleistungssystems auf der Basis des Artikel 122 des EU-Vertrages. Dieses Gewährleistungssystem verspricht den Käufern der Staatsanleihen der Schuldenerländer hohen Anlageschutz, den Inhabern der bereits emittierten Papiere Kursgewinne und den Verkäufern neuer Staatsanleihen niedrigere Zinsen. Deutschland, welches die Hauptlast der Gewährleistung zu tragen hat, hilft seinen Konkurrenten auf dem Kapitalmarkt, sich wieder billiger zu verschulden.

Die Bürgschaft, die Deutschland zur Verfügung stellt, hätten die Schuldenerländer auch auf dem Kapitalmarkt in Form von CDS-Versicherungen oder Avalkrediten kaufen und den Käufern ihrer Staatspapiere zur Verfügung stellen können. Dass nun Deutschland diese Bürgschaften kostenfrei bereitstellt, ist für die Schuldenerländer eindeutig die billigere Alternative. Deutschland erbringt eine Versicherungsleistung von geldwertem Vorteil, für die es nicht bezahlt wird.

### Volkswirtschaftliche Bewertung

Abgesehen von dem Umstand, dass Deutschland die Bürgschaften umsonst bereitstellt und möglicherweise hohe Lasten tragen wird, wenn es später darum geht, die Insolvenz mit weiteren EU-Hilfsprogrammen zu vermeiden, hat das Gewährleistungsgesetz äußerst problematische Auswirkungen für die Wachstumsdynamik unseres Landes. Dieses Thema ist wichtiger als die Frage, ob die Bürgschaften eingelöst werden oder nicht.

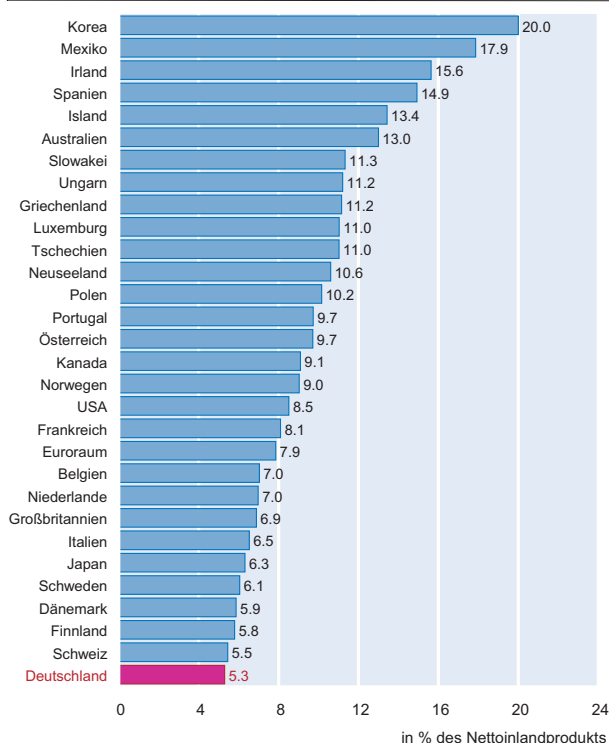
Die volkswirtschaftliche Problematik des Gewährleistungsgesetzes hängt an den Kapitalströmen, die durch dieses Gesetz ausgelöst werden. Um sie zu verstehen, ist ein Blick zurück bis zur Ankündigung und Einführung des Euro nützlich. Abbildung 3 zeigt, wie schon erwähnt, dass bereits die Ankündigung des Euro in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre zu einer Zinsangleichung in Europa geführt hat. Die ehemaligen Hochzinsländer kamen damals dank des vom Euroverbund erwarteten Anlageschutzes in den Genuss niedriger Zinsen und verloren den Nachteil, den sie zuvor stets gegenüber Deutschland gehabt hatten. Die Zinssenkung stimulierte bei diesen Ländern einen Investitionsboom, der sich insbesondere bei den Immobilien bemerkbar machte. Neubautätigkeit und die Preise legten zu. Die Bauindustrie boomte, die Bauarbeiter kamen zu Geld, und die Immobilienbesitzer wurden reicher, was sie zu zusätzlichen Konsumgüterkäufen veranlasste. Die Wirtschaft wurde in den Rausch einer Hochkonjunktur versetzt, bei der reale Wirtschaftstätigkeit und Preisniveau rasch zunahmen. Der Preisanstieg verringerte die Wettbewerbsfähigkeit, und beim Außenhandel entstand ein wachsendes Defizit als notwendiges Pendant der Kapitalimporte.

Umgekehrt war es in Deutschland. Weil das Sparkapital aus Deutschland abfloss, erschlaffte das Land. Es wurde nur noch wenig investiert, die Binnennachfrage erlahmte, und die Inflationsrate und Lohnsteigerungsrate waren gering. Die Preiszurückhaltung hat die Wettbewerbsfähigkeit der Exportindustrie gesteigert und zu einem hohen Exportüberschuss geführt, der das Gegenstück des Kapitalexports war.

Der Effekt dieser Entwicklung auf Deutschland entsprach den Erwartungen, die schon bei der Einführung des Euro von ökonomischer Seite geäußert worden waren.<sup>12</sup> Allerdings sprengt die Stärke der beobachteten Effekte jeglichen Rahmen, weil die Schuldenbremse des Stabilitäts- und Wachstumspaktes nicht griff und insofern ungestört Schuldenblasen aufgebaut werden konnten. Deutschland wurde in den Jahren vor der Finanzkrise nach China zum größten Kapitalexporteur der Welt, und es wurde unter den OECD-Ländern zum Schlusslicht bei der Nettoinvestitionsquote. Wie Abbildung 4 zeigt, hat im Durchschnitt der Jahre 1995 bis 2008 kein Land einen kleineren Teil seiner Wirtschaftsleistung für die Vergrößerung des privaten und öffentlichen Kapitalstocks ausgegeben als Deutschland.

Deutschland exportierte seine Ersparnisse, anstatt sie in Kredite für die inländische Wirtschaft umzusetzen. Allein im Jahr 2008 exportierten die Deutschen 60% ihrer laufenden Ersparnisse ins Ausland, während sie nur 40% zu Hause investierten. Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis betrug in die-

**Abb. 4**  
Nettoinvestitionsquoten im internationalen Vergleich 1995–2008



Quelle: OECD, National Accounts of OECD Countries, Volume I main aggregates and Volume II detailed Tables; ifo Institut.

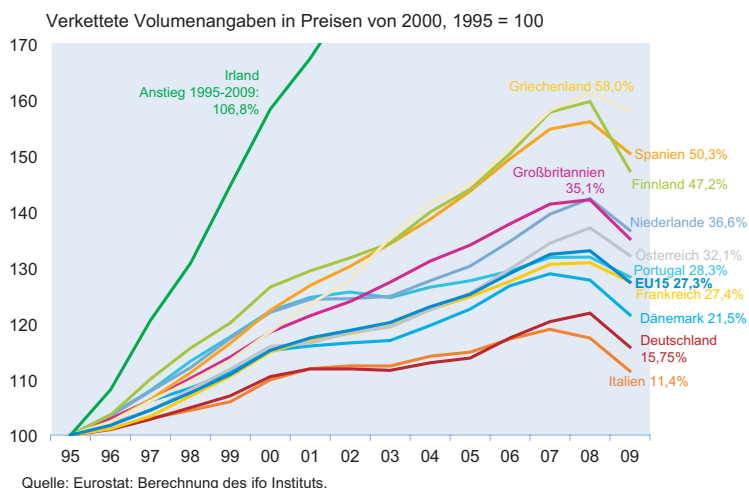
sem Jahr 277 Mrd. Euro, 111 Mrd. Euro wurden netto in Deutschland investiert, und 166 Mrd. Euro flossen netto als Kapitalexport ins Ausland. Definitionsgemäß war dies auch der Überschuss der deutschen Leistungsbilanz.

Wegen der fehlenden Investitionen hat Deutschland nur wenig Wachstum realisieren können. Abbildung 5 zeigt Deutschland im Vergleich der EU-Länder. Man sieht, dass unser Land in der Zeit von 1995 bis 2009 nach Italien die niedrigste Wachstumsrate aller EU-Länder hatte. Italien hat angesichts seiner hohen Altschulden in dieser Zeit die Kreditaufnahme nicht beschleunigt und konnte deshalb vom billigen Kreditfluss nicht profitieren. Anders war es jedoch in Irland, Spanien, Portugal und Griechenland, den Ländern, die nun in der vordersten Front der Schuldenländer stehen. Vor dem Absturz in der jetzigen Krise erlebten diese Länder (mit Ausnahme Portugals, das nur etwa so wie der Durchschnitt der EU-Länder wuchs) einen fulminanten Wirtschaftsboom.

Die Schuldenkrise der Euroländer hätte eigentlich die Kraft gehabt, diese zum Teil problematische Entwicklung zu korrigieren, weil sie zu einer Neujustierung der Anlagerisiken führt. Doch stellt das Gewährleistungsgesetz eine solche Korrektur in Frage und perpetuiert vermutlich die Fehlentwicklung der vergangenen Jahre.

<sup>12</sup> H.-W. Sinn und R. Koll, »The Euro, Interest Rates and European Economic Growth«, *CESifo Forum* 1, 2000, Nr. 3, 30–31.

**Abb. 5**  
**Wirtschaftswachstum in ausgewählten EU-Ländern**



Das plausibelste Szenarium ohne das Gewährleistungsgesetz hätte so ausgesehen: Die deutschen Kapitalanleger einschließlich der Banken zögern zunehmend, ihr Geld ins Ausland zu tragen, denn die Vertrauenskrise hat das Interesse an einem weiten Spektrum von Anlagemöglichkeiten erlahmen lassen, das von immobilienbesicherten Staatspapieren amerikanischer Provenienz bis zu griechischen Staatsanleihen reicht. Mangels geeigneter Anlagemöglichkeiten und eines geschärften Risikobewusstseins bieten die deutschen Banken den Firmen und Hauskäufern wieder bessere Kreditkonditionen an, und es setzt ähnlich wie zuvor in den Schuldenländern ein Bauboom ein, der den gesamten Rest der Wirtschaft aktiviert, die Inflationsrate erhöht und den Außenhandelsüberschuss verringert. Der Unterschied ist freilich, dass dieser Boom nun mit eigenem statt fremdem Geld finanziert wird. Der signifikante Rückgang der ifo-Kredithürde für Großunternehmen, der in den vergangenen Monaten zu verzeichnen war, signalisiert, dass dieser Effekt bereits im Gange war. Obwohl die Banken wegen der Eigenkapitalverluste auf toxische US-Papiere zum Deleveraging gezwungen sind, haben sie die Kreditvergabe in Deutschland gestärkt.

Diese günstige Entwicklung wird nun freilich durch das Gewährleistungsgesetz abgebremst, wenn nicht ganz verhindert. Deutschland verhilft seinen Konkurrenten am Kapitalmarkt mit seiner Bürgschaft wieder zu frischem deutschen Sparkapital, das sonst vermutlich zur Finanzierung von Neubauten oder neuen Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland verwendet worden wäre. Die Zinsdifferenzen verringern sich wieder, und die Kreditaufnahme gelingt den Schuldenländern wieder leichter. Die europäische Schuldenblase wird weiter aufgeblasen, und es steigt die Gefahr, dass diese Blase eines Tages mit einem noch viel größeren Knall zerplatzt, als er durch einen Konkurs Griechenlands hervorgerufen worden wäre.

Da die internationalen Kapitalanleger diese Verhältnisse realistisch einschätzen werden, ist zu erwarten, dass das Gewährleistungsgesetz Abwertungserwartungen für den Euro erzeugt. Abbildung 1 hatte ja schon gezeigt, dass das Gewährleistungsgesetz nicht zu einer Stabilisierung des Eurokurses, sondern im Gegenteil bereits in der ersten Woche zu einem weiteren Rückgang des Kurses geführt hat. Was sich ohne das Gewährleistungsgesetz als Abwertung der Staatsschuldtitel einzelner Länder geäußert hätte, wird durch dieses Gesetz zu einer Abwertung des Euro selbst. Das wiederum führt zu einem anderen internationalen Kapitalmarktgleichgewicht mit höheren Zinsen für Europa, weil die Kapitalanleger eine Kompensation für das Abwertungsrisiko verlangen, ähnlich wie es bei Italien und anderen Ländern vor der Euro-Einführung der Fall gewesen war. Die Zinsen werden durch das Gewährleistungsgesetz zwar wieder ein Stück weit zusammengeführt, doch auf höherem Durchschnittsniveau, als es ohne dieses Gesetz der Fall gewesen wäre.

Es hätte eindeutig im deutschen und vermutlich auch im gesamteuropäischen Interesse gelegen, die Ausspreizung der Zinsen nach der Bonität der Schuldenländer nicht zu bremsen. Einerseits hätte die Ausspreizung die Schuldenländer diszipliniert und vor einer weiteren Kreditaufnahme zurückschrecken lassen. Andererseits wäre mehr Kapital nach Deutschland geflossen und hätte diesem Land mehr Wachstumsmotiv verschafft. Es kann nicht im deutschen Interesse liegen, wenn Deutschland seinen Konkurrenten am Kapitalmarkt mit Bürgschaften hilft, den deutschen Investoren die Kredite abspenstig zu machen.

### Die Alternative

Eine Alternative zu der von der EU gewählten Politik hätte im amerikanischen Weg bestanden. In den USA kommt nämlich niemand bedrängten Staaten zu Hilfe. Mehrfach sind in der Geschichte der USA einzelne Staaten in Konkurs gegangen, ohne dass andere Staaten oder auch der Zentralstaat geholfen hätten. Auch der Stadt New York half keiner, als sie Ende der 1960er Jahre aufgrund umfangreicher Sozialprogramme in finanzielle Schwierigkeiten gekommen war. Es kam unter die Kuratel einer Aufsichtsbehörde, der Municipal Assistance Corporation (MAC), musste sich durch eine eiserne Sparpolitik neue Bonität erarbeiten und war gezwungen, einen Teil seiner Steuereinnahmen an seine Gläubigerbanken zu verpfänden. Angesichts des Umstandes, dass Europa ein Staatenbund und noch lange kein Bundesstaat ist wie die USA, wäre es durch-



aus plausibel gewesen, wenn man bei den Hilfen für bedrängte Staaten nicht über das in den USA übliche Maß hinausgegangen wäre.

Deutschland hatte bei der Zustimmung zum Euro im Rahmen des Maastrichter Vertrages darauf bestanden, dass der im Delors-Plan vorgesehene Fonds zum Freikauf bedrängter Staaten nicht eingerichtet wurde. Man wollte den amerikanischen Weg gehen und hat deshalb mit Artikel 125 des konsolidierten EU-Vertrages eine gegenseitige Haftung der EU-Länder ausgeschlossen. Aber diese Regelung ist faktisch nicht mehr relevant. Sie wurde mit dem Gewährleistungsgesetz in juristisch vermutlich zulässiger, sachlich jedoch problematischer Form ausgehebelt.

Auch wenn man Maßnahmen zum Schutz vor Insolvenz als solche bejaht, war das neue Gesetz nicht alternativlos. Auf jeden Fall hätte man Vorkehrungen treffen müssen, das weitere Aufblähen der Schuldenblase zu verhindern und die Märkte wenigstens in gewissem Umfang zur Herstellung von Schuldendisziplin einzusetzen. Das hätte am einfachsten durch das Instrument des Haircuts, also eines wohldefinierten Forderungsverzichts der Gläubiger, geschehen können, der realisiert werden muss, bevor internationale Hilfgelder bereitgestellt werden. Der IWF verlangt einen solchen Haircut normalerweise, bevor er seine Kredite vergibt. Setzt man den Haircut auf 3% pro Jahr seit dem Beginn der Emission fest, so können die Zinsen der Staatsanleihen um maximal 3 Prozentpunkte ansteigen. Das ist nicht viel, aber genug, um die Kreditgeber zur Vorsicht und die Kreditnehmer zur Zurückhaltung bei der Verschuldung zu veranlassen. Die Schuldenblase hätte nicht weiter aufgeblasen werden können, und vielleicht hätte sich der Druck in dieser Blase sogar verringern lassen.

Die Politik mag hoffen, dass sie die Schuldensünder auch durch Berichtspflichten und Vorschriften disziplinieren kann. Indes zeigt die Geschichte des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, dass eine solche Hoffnung müßig ist. Nichts diszipliniert die Sünder mehr als die Furcht vor Zinssteigerungen als Reaktion auf unsolide Haushaltspolitik. Dieses Instrument hätte das Gewährleistungsgesetz nicht aus der Hand geben dürfen.

So wie das Gewährleistungsgesetz formuliert ist, ist es für Deutschland ein unkalkulierbares Abenteuer und eine sichere Wachstumsbremse. Es wird die europäische Schuldenblase noch weiter aufblähen und später Transferzahlungen an die Schuldenländer induzieren, weil nur so das Platzen der Blase verhindert werden kann. Der Weg in die Transferunion ist vorprogrammiert.



**ifo Institut für Wirtschaftsforschung**

**im Internet:**

**<http://www.cesifo-group.de>**

