IMK Report

Nr. 52 | August 2010

Rettungsmaßnahmen im Euroraum – Kurzfristig sinnvoll, aber nicht ausreichend

Heike Joebges, Torsten Niechoj

In allen Mitgliedsländern sind infolge der Finanzkrise die öffentlichen Schulden stark gestiegen. Betroffen von spekulativen Attacken waren jedoch hauptsächlich Griechenland und in geringerem Umfang Portugal, Italien, Irland und Spanien – obwohl diese Länder sehr unterschiedlich sind. Erst die Ergänzung des Rettungspakets für Griechenland um den Euro-Rettungsschirm hat diese Spekulationen erfolgreich eingedämmt. Diese Maßnahmen waren angesichts der Dynamik der Spekulation wichtig und richtig. Das grundlegende Problem, nämlich die Auseinanderentwicklung der Wettbewerbsfähigkeit im Euroraum, beheben sie aber nicht.

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise schien gerade ausgestanden, als der Euroraum Anfang 2010 in schwere Turbulenzen geriet. Die umfangreiche staatliche Kreditaufnahme infolge der Krise führte zu Diskussionen über die zukünftige Zahlungsfähigkeit der Mitgliedsstaaten. Gefälschte Statistiken in Griechenland waren Auslöser für spekulative Attacken, die zu einem Preisverfall griechischer Staatsanleihen führten. Daraus ergaben sich Finanzierungschwierigkeiten des Staates. Die Spekulationen griffen anschließend auf weitere Euroraumländer über, für die sich ebenfalls die Zinslast erhöhte. Das löste Diskussionen über die Stabilität des Euroraums aus, die erst mit den Rettungsmaßnahmen gestoppt werden konnten. Insofern stellt sich die Frage, ob die Rettungsmaßnahmen notwendig und richtig waren und ob damit die Probleme des Euroraumes gelöst sind.

Einleitung 1
1. Von der Finanzmarktkrise zur Euroraumkrise 2
2. Griechenland als Auslöser der Krise im Euroraum 3
3. Rettungsmaßnahmen für Griechenland zu spät 7
4. Euro-Rettungsschirm beendet Spekulationsattacken gegen Krisenländer 8
5. Krisenländer: Staatsschulden nicht zentrales Problem 9
Fazit 13

Zur Beantwortung dieser Frage wird im vorliegenden Report zuerst thematisiert, dass in allen Ländern des Euroraumes in Folge der Krise die Staatsverschuldung deutlich gestiegen ist. Trotzdem gerieten nur die Staatsanleihen Griechenlands, Portugals, Italiens, Irlands und Spaniens unter Druck auf den Finanzmärkten. Am massivsten betroffen war Griechenland. Deshalb widmet sich Abschnitt 2 der Entwicklung der Krise in Griechenland und analysiert die anschließenden Rettungsmaßnahmen für dieses Land (Abschnitt 3) sowie den Euro-Rettungsschirm (Abschnitt 4). Da Griechenland zwar Auslöser ist, aber nicht allein für die Krise verantwortlich gemacht werden kann, betrachtet Abschnitt 5 die anderen von der Euroraumkrise betroffenen Länder. Ihnen kann nicht vorgeworfen werden, sie alle hätten vor der Krise höhere staatliche Defizite verzeichnet als die nicht von Spekulationen betroffenen Länder. Zudem handelt es sich nicht um eine homogene Gruppe. Verschiedene Indikatoren zeigen, dass sie sehr unterschiedlich sind. Gemeinsam ist ihnen aber ein Rückgang der preislichen Wettbewerbsfähigkeit seit Einführung des Euro bis zur Krise, der sich in steigenden Leistungsbilanzdefiziten und damit auch einer steigende Verschuldung vor allem des privaten Sektors gegenüber dem Ausland manifestierte. Diese Fehlentwicklungen können die Rettungsmaßnahmen nicht beseitigen. Zur Abwehr der spekulativen Attacken gegen einzelne Euroraumländer waren sie aber wichtig und richtig.

1. Von der Finanzmarktkrise zur Euroraumkrise

Die Krise hat in allen Ländern des Euroraumes dazu geführt, dass die Ausgaben der Staaten für Bankenrettungen, automatische Stabilisatoren und Konjunktur stabilisierende Maßnahmen gestiegen sind. Gleichzeitig sanken durch den Konjunktureinbruch die Steuereinnahmen. Folglich haben die Budgetdefizite der Euroraumländer zugenommen. Abbildung 1 auf Seite 4 stellt die Entwicklung in den Krisenländern und zum Vergleich in ausgewählten Ökonomien des Euroraums (nämlich Deutschland, Frankreich, Niederlande und Österreich) dar. Es zeigt sich, dass 2009 in allen hier betrachteten Euroraumländern die laut dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) normalerweise vorgesehene Obergrenze von 3 % des BIP überschritten wurde. Die größten Defizite verzeichneten 2009 Irland, Griechenland und Spanien.

Mit der Ausweitung der Haushaltsdefizite hat auch die Staatsverschuldung zugenommen. Sie wird trotz Konsolidierungsbemühungen nach Prognosen der Europäischen Kommission für alle Länder des Euroraumes weiter steigen. Dies ist den Folgekosten der Krisenbewältigung bei gleichzeitig mäßigen mittelfristigen Wachstumsaussichten geschuldet. Damit werden alle hier betrachteten Länder das SWP-Kriterium für die Staatsverschuldung, das den Schuldenstand auf 60 % des BIP begrenzt, überschreiten. Ab dem Jahr 2010 werden auch Irland und Spanien, die bis zur Krise deutlich geringere Verschuldungsquoten aufwiesen, das Kriterium verletzten.

Geraten Länder in Verdacht, zukünftig ihre Schulden nicht mehr bedienen zu können, kann dies zu sich aufschaukelnden Risikoaufschlägen bei den Renditen ihrer Staatsanleihen führen. Damit würde sich die Zinslast für diese Staaten erhöhen. Dadurch könnte es tatsächlich zur Zahlungsunfähigkeit kommen (Kasten *Die Gefahr sich selbst erfüllender spekulativer Attacken*).

Wie aus Abbildung 1 ersichtlich, waren die Renditen der Staatsanleihen Griechenlands und Irlands schon Anfang 2009 deutlich gestiegen, während die der anderen Länder des Euroraumes sogar sanken. Im August 2009 hatten sich die Finanzmärkte aber wieder beruhigt und die Risikoaufschläge hatten sich verringert. Seit November 2009 sind die Renditen für griechische Staatsanleihen allerdings erneut gestiegen und haben sich dramatisch von denen der anderen Euroraumländer abgekoppelt.

Obwohl also für alle Mitgliedsländer des Euroraums im Zuge der Finanzkrise die Staatsverschuldung deutlich gestiegen ist, waren von den Spekulationen nicht alle Länder, sondern vorrangig nur Griechenland betroffen. In der öffentlichen Debatte war daher zunächst von einer Griechenland-, nicht aber einer Euroraumkrise die Rede. Erst mit Übergreifen der Spekulation auf weitere Länder wurde deutlich, dass es sich um eine Krise des Euroraums handelt. Im nächsten Abschnitt wird geklärt, warum die Entwicklung in Griechenland so besonders dramatisch ausgefallen ist.

Die Gefahr sich selbst erfüllender spekulativer Attacken

Staaten finanzieren sich hauptsächlich über die Emission von Staatsanleihen, für die sie einen festen nominalen Zins, den Coupon, zahlen. Aus Sicht der Finanzinvestoren ist jedoch die effektive Rendite interessant, die sich aus dem festen Nominalzins in Relation zum von ihnen entrichteten Kaufpreis der Anleihe ergibt. Je höher der Kaufpreis, desto geringer ist die effektive Rendite und umgekehrt.

Wollen mehr Investoren Staatsanleihen verkaufen als kaufen, zum Beispiel weil sie die Zahlungsfähigkeit eines Staates anzweifeln, sinken diese im Preis. Gleichzeitig steigt die effektive Rendite. Diese Preisentwicklung signalisiert aber auch allen bis dato unbeteiligten Investoren, dass die Halter dieser Staatsanleihen derzeit eine höhere Rendite fordern. Wird der Anstieg der Renditen daher von den bisher unbeteiligten Investoren als Signal betrachtet, dass der Staat größere Finanzierungsprobleme haben könnte als ihnen selbst bisher bewusst war, kann es zu sich selbst verstärkenden Effekten kommen: So führen etwa Anleiheverkäufe aus Vorsicht zu sinkenden Preisen und damit zu verstärkten Verkaufssignalen sowie gleichzeitig zu steigenden Renditen.

Die Renditen auf dem Markt sind ein gutes Maß für die geforderten Couponzahlungen bei Neuemissionen (sowohl zum Ersetzen auslaufender Staatsanleihen als auch für die Finanzierung der Neuverschuldung) und damit für die Refinanzierungskosten des Staates. Sie können so stark steigen, dass die Refinanzierung am Markt aus Sicht des Staates entweder unmöglich oder – gemessen an den sozialen Folgekosten – nicht gerechtfertigt erscheint und er deshalb die Bedienung einstellt. Somit können sich die Signale zum Verkauf bzw. zur Einforderung erhöhter Renditen gegenseitig verstärken und sich die

anfänglichen Ahnungen, der Staat könnte in Zahlungsschwierigkeiten geraten, selbst erfüllen. In diesem Fall schaffen Anleiheverkäufe und Renditesteigerungen erst die Situation der Zahlungsunfähigkeit, die zu Beginn noch gar nicht bestanden hatte. Einflussreiche Finanzinvestoren können diesen Zusammenhang nutzen, indem sie gezielt gegen einzelne Staaten spekulieren und versuchen, eine sich selbst verstärkende Entwicklung anzustoßen. Das verspricht nur Erfolg, wenn durch diesen spekulativen Impuls eine ausreichende Anzahl anderer Investoren an der Zahlungsfähigkeit des Landes zu zweifeln beginnt, etwa aufgrund einer hohen Auslandsverschuldung des Landes. Zu sich selbst erfüllenden Krisen aufgrund spekulativer Attacken gibt es eine breite wissenschaftliche Literatur (für Zahlungsbilanzkrisen siehe z.B. Obstfeld 1986, 1994).

Die Innovationen an den Finanzmärkten seit Mitte der 1990er Jahre sowie Änderungen im Aufsichts- und Bilanzierungsrecht haben dazu geführt, dass solche Spekulationen (nicht nur aber auch gegen Staaten) einfacher, preiswerter und schneller geworden sind. Schneller sind Spekulationen heutzutage vor allem deshalb, weil viele Finanzinstitute auf die technische Analyse setzen, bei der Preissignale aus dem Markt weitgehend ohne menschlichen Einfluss in Kaufs- oder Verkaufsgebote von Finanzprodukten umgesetzt werden. Preiswerter sind sie, weil leistungsfähigere Computer auch komplexere Risiken kostengünstig bewerten können. Transaktionen über elektronische Plattformen haben ebenfalls zu Preissenkungen und höherer Schnelligkeit beigetragen. Neue Finanzprodukte sowie aufsichts- und bilanzrechtliche Änderungen haben eine höhere Risikoübernahme bei Finanzinstituten attraktiver gemacht und den Druck auf die Erzielung höherer Renditen erhöht. Insofern sind Spekulationen und sich selbst verstärkende Prozesse bedeutsamer und dynamischer geworden.

2. Griechenland als Auslöser der Krise im Euroraum

Der folgende Abschnitt beschreibt, wie sich die Situation in Griechenland so zuspitzen konnte, dass eine Rettung notwendig schien, um die Währungsunion nicht zu gefährden (Kasten *Verlauf der Krise in Griechenland*). Griechenland hat eindeutig die Euroraumkrise ausgelöst, aber nicht verursacht, wie nachfolgend gezeigt wird.

Anfang Oktober 2009 war in Griechenland eine neue Regierung an die Macht gekommen. Kurz darauf verkündete der neue Finanzminister Griechenlands, George Papaconstantinou, der Europäischen Kommission, dass die Vorgängerregierung zu niedrige Zahlen für das Budgetdefizit nach Brüssel gemeldet hatte. Statt eines Haushaltsdefizits von 3,7 % im laufenden Jahr 2009 belief es sich auf 12,5 % – also fast neun Prozentpunkte höher. Im Vorjahr 2008 hätte es statt bei 5 % bei 7,7 % des BIP gelegen. Zudem müssten voraussichtlich auch die Jahre davor korrigiert werden. Diese Aussage Papaconstantinous löste einen Anstieg der Risikoaufschläge auf griechische Staatsanleihen aus, wie Abbildung 2 auf Seite 5 zeigt.

Verstärkt wurde diese Entwicklung durch die Herabstufung der Bonität Griechenlands durch die Ratingagentur Fitch Anfang Dezember 2009. Die Ankündigung von Ausgabenkürzungen und Steuersenkungen der griechischen Regierung Mitte Dezember konnte daran wenig ändern. Nachdem die Europäische Kommission Mitte Januar 2010 den griechischen Staat offiziell der Datenfälschung bezichtigte und die Befürchtung äußerte, die tatsächlichen Defizite könnten noch höher liegen als die neuen Prognosen aus Griechenland, stiegen die Renditen erneut weiter an. Auch die Ankündigung eines dreijährigen Sparplanes der griechischen Regierung konnte den Anstieg nicht stoppen.

Die Ankündigung führender Politiker des Euroraumes Mitte Februar, sie würden Griechenland, falls nötig, helfen („…determined and co-ordinated action if needed to safeguard stability…", Heads of State or Government of the European Union 2010), konnte den Renditeanstieg erst einmal aufhalten. Angesichts drohender weiterer Herabstufungen in der Bonität und Zweifeln über die Unterstützung aus den anderen Ländern des Euroraumes blieben die Renditen jedoch hoch und stiegen ab April erneut weiter an. Dazu trugen auch die widersprüchlichen Meldungen aus Deutschland bei, nach denen die Hilfe für Griechenland immer wieder in Frage gestellt wurde.

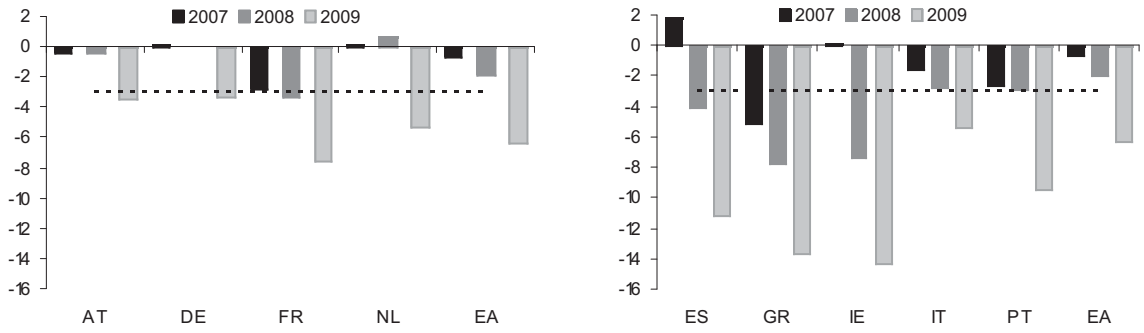
Die Zusicherung der Mitglieder des Euroraumes am 11. April, Griechenland Kredite in Höhe von 30 Mrd. Euro (zuzüglich bis zu 15 Mrd. Euro vom Internationalen Währungsfonds) zu gewähren, konnte den Anstieg erneut nur vorübergehend abbremsen. Negative Konjunkturdaten aus Griechenland – ein Anstieg der Arbeitslosigkeit auf 11,3 % im Januar und eine Anhebung der Prognose des griechischen Haushaltsdefizits durch Eurostat –, Zweifel an der Solidarität der Euroraumländer sowie Herabstufungen in der Bonität ließen die Renditen im April von gut 6 % auf über 10 % steigen.

Erst die Ankündigung eines dreijährigen Rettungspaketes für Griechenland durch die EU-Kommission am 29. April, das am 2. Mai dann auch durch die Finanzminister und am 7. Mai offiziell durch die Staatschefs und Regierungen der Euroraumländer bestätigt wurde, konnte den Anstieg vorübergehend stoppen.

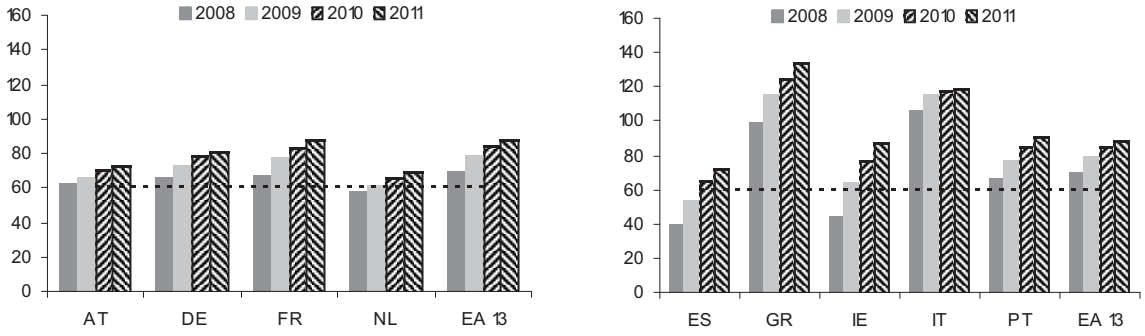
Abbildung 1

Verschuldungsindikatoren ausgewählter Euroraumländer

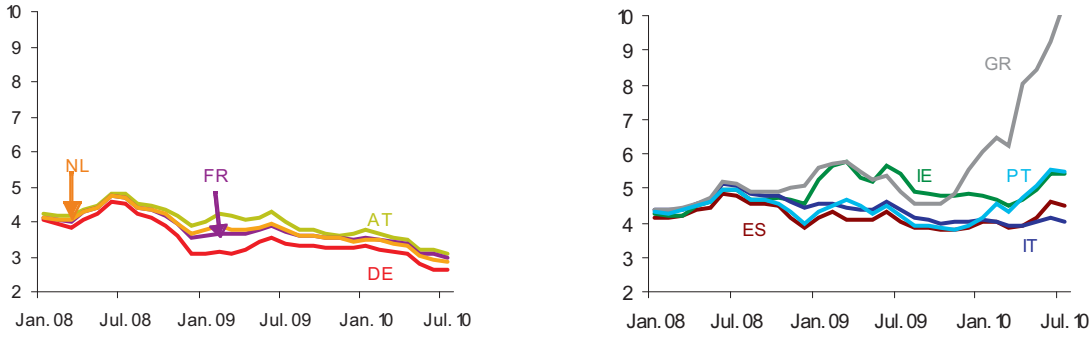
Staatliche Haushaltsdefizite in % des BIP



Bruttostaatsverschuldung in % des BIP



Rendite von Staatsanleihen
Benchmark-Anleihen mit 10-jähriger Laufzeit, Monatsraten, in %



AT = Österreich, DE = Deutschland, EA = Euroraum, EA 13 = Euroraum (13 Länder), ES = Spanien, FR = Frankreich, GR = Griechenland, IE = Irland, IT = Italien, NL = Niederlande, PT = Portugal

Quellen: Verschuldungsdaten: Reuters EcoWin (Eurostat), Prognose 2010 und 2011: Europäische Kommission; Renditen: Reuters EcoWin (Financial Database).

Verlauf der Krise in Griechenland

Abbildung 2

Rendite griechischer Staatsanleihen

Benchmark-Anleihen mit 10-jähriger Laufzeit, Tagesdaten, in %

Die Zahlen in der Abbildung bezeichnen wichtige Ereignisse, siehe dazu die Chronologie in Tabelle 1.

Quelle: Reuters EcoWin (Financial Database).

Tabelle 1

Chronologie der Griechenlandkrise

► 1	20. Okt 09	Die neue griechische Regierung korrigiert Zahlen für das Haushaltsdefizit: statt 3,7 % 2009 nun 12,5 % und statt 5 % 2008 nun 7,7 %.
► 2	08. Dez 09	Die Ratingagentur Fitch senkt das Rating für Griechenland auf BBB, mit negativem Ausblick.
	14. Dez 09	Ministerpräsident Papandreou kündigt Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen an.
	11. Jan 10	Der IWF kündigt die Sendung einer Mission zur Beratung bezüglich Steuerpolitik und Pensionsreform nach Griechenland an.
► 3	13. Jan 10	Die EU-Kommission bezichtigt Griechenland der Datenfälschung und äußert Sorge, dass das Defizit noch höher ausfallen könnte als im Oktober 2009 geschätzt.
	14. Jan 10	Griechenland kündigt 3-Jahresplan zur Eindämmung des Defizits an.
	25. Jan 10	Griechische Emission für 5 jährige Staatsanleihe erfreut sich großer Nachfrage (4fach überzeichnet).
	28. Jan 10	Griechenland dementiert, Staatsanleihen an China verkaufen zu wollen.
► 4	11. Feb 10	Mitglieder des Euroraumes versprechen: „…determined and co-ordinated action if needed to safeguard stability…“
► 5	23.-25. Feb 2010	Deutschland dementiert Plan zur Rettung Griechenlands. S&P und Moody’s warnen vor Rating-Herabstufung Griechenlands.

Tabelle 1 Fortsetzung

	04. Mrz 10	3fach überzeichnete Emission 10-jähriger Staatsanleihen.
► 6	11. Apr 10	Zusage von Krediten über 30 Mrd. Euro durch Eurozonenmitglieder plus bis zu 15 Mrd. Euro vom IWF.
	13. Apr 10	Griechenland platziert erfolgreich kurzfristige Kredite (6 Monate und 1 Jahr).
	20. Apr 10	Arbeitslosenquote wird veröffentlicht: 11, 3% (für Januar).
	20.-22. Apr 2010	Griechenland nimmt mit Null-Kupon-Anleihen 2,4 Mrd. Euro am Kapitalmarkt zu knapp 5 % auf.
	22. Apr 10	Eurostat erhöht die Prognose für das griechische Haushaltsdefizit auf 13,6 % (statt 12,9 %).
► 7	23. Apr 10	Papandreou kündigt an, dass Griechenland das Hilfspaket anfordern wird.
	26. Apr 10	Finanzminister Wolfgang Schäuble appelliert an Gesetzgeber in Deutschland, den Kredit an Griechenland zur Stabilisierung des Euro zu stützen.
► 8	27. Apr 10	S&P senkt Griechenlands Langfrist-Rating auf BB+ („Ramsch"-Status).
	28. Apr 10	Heftige Ausschläge bei griechischen Renditen; Rating-Herabstufung von Spanien auf AA; Verbot von Leerverkäufen bis zum 28. Juni in Griechenland; deutsche Parlamentarier behaupten, Griechenland benötige mehrjährige Hilfen.
	29. Apr 10	Die EU Kommission gibt bekannt, dass ein mehrjähriges Rettungspaket für Griechenland in den kommenden Tagen fertig gestellt wird.
	30. Apr 10	Nach Medienberichten hat Griechenland einem Austeritätsprogramm mit Einsparungen von 24 Mrd. Euro zugestimmt. Eine Einigung von Kommission, EZB und IWF über Rettungspaket wird für das Wochenende erwartet.
► 9	02. Mai 10	Die Finanzminister der Eurozone bestätigen das Rettungspaket für Griechenland. Formelle Bestätigung durch Regierungen und Staatschefs am 7. Mai 2010.
	03. Mai 10	Die EZB reduziert die Anforderungen an griechische Staatsanleihen zur Herausgabe von Zentralbankgeld.
► 10	05. Mai 10	Bei gewalttätigen Demonstrationen in Griechenland sterben 3 Menschen.
	06. Mai 10	Auch in den USA reagieren die Börsen mit heftigen Ausschlägen. Spanische und portugiesische Renditen steigen. Gerüchte grassieren, griechische (und portugiesische) Banken hätten keinen Zugang mehr zum Geldmarkt.
	08. Mai 10	Das Bundesverfassungsgericht lehnt Eilantrag gegen deutsche Griechenland-Hilfe ab.
► 11	09. Mai 10	Der europäische Rettungsschirm wird von EZB und IWF beschlossen (750 Mrd. Euro).
► 12	14. Jun 10	Rating-Herabstufung von Moody's auf „Ramsch"-Status.
► 13	24. Jun 10	Renditeanstieg wegen Sorge um das Auslaufen des 1-Jahres-Tenders bei der EZB.
► 14	13. Jul 10	Griechenland platziert – erstmalig seit April – wieder erfolgreich 6-monatige Schatzpapiere über 1,625 Mrd. Euro am Kapitalmarkt mit einer Rendite von 4,65 %.

3. Rettungsmaßnahmen für Griechenland zu spät

Das Rettungspaket für Griechenland hat ein Gesamtvolumen von 110 Mrd. Euro in den kommenden drei Jahren. Im ersten Jahr kann Griechenland über bis zu 45 Mrd. Euro verfügen. Für die Kredite muss Griechenland einen Zinssatz von 5 % (bzw. 3 % für IWF-Kredite) zahlen, was weniger ist als derzeit am Markt von Griechenland verlangt wird. 80 Mrd. Euro werden von den Ländern des Euroraumes in Form bilateraler Kredite zur Verfügung gestellt. Ihr Länderanteil bestimmt sich nach ihrem Anteil am Kapitalschlüssel der Europäischen Zentralbank (EZB). Die Euroraumländer müssen sich dafür am Kapitalmarkt finanzieren. Die Kosten richten sich nach ihrer Bonität. Je besser diese ist, desto geringer sind ihre Zinskosten. Da Deutschland die geringsten Renditen verzeichnet, ist der mögliche Zinsgewinn hier am höchsten.

30 Mrd. Euro kommen vom Internationalen Währungsfonds (IWF) in Form einer Bereitschaftskreditvereinbarung (ein sog. „stand-by arrangement"). Es handelt sich um ein Standardinstrument des IWF, die Summe ist jedoch ungewöhnlich hoch. Normalerweise können Mitgliedsländer des IWF bis zu einer maximalen Höhe von 600 % ihrer Quote[1] beim IWF für drei Jahre Kredite erhalten. Griechenland kann jedoch ausnahmsweise über mehr als das Fünffache (3200 %) seiner Quote verfügen.

Als Gegenleistung verpflichtet sich Griechenland, sein Haushaltsdefizit von 13,6 % des BIP bis 2014 auf unter 3 % zu reduzieren und die Staatsverschuldung bei etwa 140 % des BIP zu stabilisieren. Um dieses Ziel zu erreichen, muss es eine Reihe von Reformen, unter anderem bei der Alterssicherung und der Besteuerung, durchführen (Council of the European Union 2010).

Die erste Auszahlung sollte Griechenland vor dem 19. Mai erhalten, da dann Staatsanleihen im Volumen von 8,5 Mrd. Euro ausliefen und refinanziert werden mussten. Trotzdem verschärfte sich die Situation Anfang Mai weiter. Zum einen verdeutlichten gewalttätige Ausschreitungen nach einer Demonstration, die zu drei Todesfällen führten, den Widerstand in Griechenland gegen die Sparmaßnahmen. Zum anderen nahmen die Spekulationen über das Auseinanderbrechen des Euroraumes zu. Dies war ablesbar an spekulativen Positionen gegen den Euro und teilweise auffällig hohen Wertverlusten des Euros gegenüber dem US-Dollar (in Höhe von knapp einem Prozent am 3. Mai 2010) sowie steigenden Renditen von Staatsanleihen Portugals und Irlands, aber auch Italiens und Spaniens. Die Auswirkungen blieben nicht auf den Euroraum beschränkt. Weltweit nahm die Volatilität aus Sorge um die Auswirkungen einer Verschuldungskrise zu: So verzeichnete der US-amerikanische Dow Jones am 6. Mai nach Punkten den größten Verlust innerhalb eines Tages, erholte sich aber zum Handelsschluss wieder.

Erst die Erklärung seitens der Europäischen Zentralbank, dem IWF, Europäischer Kommission und den Ländern des Euroraumes, einen europäischen Rettungsschirm aufspannen zu wollen, konnte den Trend steigender Renditen endgültig stoppen. Zu diesem Zeitpunkt waren die Renditen auf griechische Staatsanleihen auf mehr als 12 % gestiegen. Der Rettungsschirm wirkte beruhigend, wie der Rückgang um 4 Prozentpunkte bei griechischen Renditen zeigte.

Seit Mitte Juni sind die Aufschläge auf griechische Staatsanleihen zwar erneut um 2 Prozentpunkte gestiegen. Dennoch kündigte die griechische Regierung Ende Juni an, sich wieder am Kapitalmarkt finanzieren zu wollen. Mitte Juli platzierte das Land dann erfolgreich sechsmonatige Schatzpapiere mit einer Rendite unter 5 %. Für längerfristige Anleihen hätte Griechenland jedoch eine Rendite über 5 % zahlen müssen und hatte daher kurz vorher die Platzierung einer einjährigen Anleihe abgesagt.

Wie ist das Rettungspaket für Griechenland zu bewerten? Auch wenn es positiv ist, dass sich die Mitgliedsländer schließlich doch noch auf ein Rettungspaket für Griechenland geeinigt haben, zeigt die Notwendigkeit des späteren Euro-Rettungsschirms, dass das Rettungspaket zu spät gekommen ist. Allein durch das Griechenland-Rettungspaket konnte die Spekulation auf Zahlungsausfälle nicht eingedämmt werden.

Es wäre wünschenswert gewesen, der Euroraum und insbesondere Deutschland hätten nicht solange gewartet. Frühzeitige und eindeutige Solidarität mit Griechenland hätte Spekulationen gegen dessen Staatsanleihen den Boden entzogen. Dann wären nicht nur die Ansteckungseffekte auf andere Euroraumländer wie Portugal, Spanien und Italien vermieden worden. Griechenland hätte auch nicht unter den sich selbst verstärkenden Effekten steigender Renditen auf Staatsanleihen gelitten.

Theoretisch gewinnt Griechenland durch das Rettungspaket drei Jahre Zeit für eine Konsolidierung seiner Schulden. Problematisch sind aber die Bedingungen, die Griechenland als Gegenleistung auferlegt wurden. Mit großer Sicherheit wird der geforderte massive Sparkurs das Wachstum so sehr beeinträchtigen, dass die für die Konsolidierung notwendigen Steuereinnah-

[1] Die Quote entspricht der Einzahlungsverpflichtung, die jedes Beitrittsland an den IWF zu entrichten hat. Sie wird abhängig von der relativen ökonomischen Größe des Landes festgelegt. Die Quote bestimmt auch das Stimmrecht des Landes.

men nicht erzielt werden können. Die OECD mahnte noch kurz vor der Krise, Griechenland solle die geplante Konsolidierung – deren Ausmaß zum damaligen Zeitpunkt noch deutlich geringer war – nicht übertreiben, um das Wachstum nicht zu gefährden (OECD 2009).

Gleichzeitig hat Griechenland unter den derzeitigen institutionellen Bedingungen des Euroraums keine realistischen Aussichten auf eine Verbesserung seiner relativen Wettbewerbsfähigkeit und damit von Außenhandelsüberschüssen. Damit sind die Chancen Griechenlands auf eine erfolgreiche Konsolidierung gering.

4. Euro-Rettungsschirm beendet Spekulationsattacken gegen Krisenländer

Das Rettungspaket für Griechenland wurde erst verkündet, als sich die Spekulationen schon auf weitere Mitgliedsländer des Euroraums ausgedehnt hatten. Somit wurde deutlich, dass ein allgemeiner Rettungsmechanismus nötig wurde. Am 9. Mai beschlossen deshalb die EZB, der IWF und die Europäische Kommission gemeinsam einen umfassenderen Rettungsschirm für alle Mitgliedsländer des Euroraums. Erneute Rettungspakete für einzelne Länder hätten – zumal, wenn sie wieder so halbherzig angegangen worden wären – nur weitere Einzelfall-Rettungen nach sich gezogen.

Mit dem europäischen Rettungsschirm wurden unabhängig von der Rettung Griechenlands finanzielle Mittel und institutionelle Grundlagen für die Krisenhilfe an Mitgliedsländer des Euroraums geschaffen, wenn auch bisher nur zeitlich befristet. Durch das hohe Volumen, über das im Bedarfsfall verfügt werden kann und die Zusicherung, jedes etwaige andere in Schwierigkeiten kommende Mitgliedsland zu stützen, konnte die Spekulation gegen den Euro vorerst erfolgreich beendet werden. Der Rettungsschirm ist damit zugleich ein wichtiger Schritt in Richtung einer Weiterentwicklung der Institutionen des Euroraumes, die durch das Unterbinden von Spekulationen zu seiner Stabilisierung beitragen. Unterstützt wurde der Euro-Rettungsschirm durch die Ankündigung der EZB, staatliche und private Schuldtitel aus dem Euroraum anzukaufen sowie ihre längerfristigen Finanzierungsgeschäfte auszuweiten.

Das Volumen des europäischen Rettungsschirmes umfasst insgesamt bis zu 750 Mrd. Euro. Daraus können Kredite von bis zu 676 Mrd. Euro vergeben werden. Jedes Land des Euroraumes kann bis spätestens zum 30. Juni 2013 eine Soforthilfe beantragen. Die Aufsicht darüber hat die „Euro Working Group“, die aus den Finanzstaatssekretären der Länder besteht.

Die Finanzmittel für eine Rettung stammen aus drei verschiedenen Quellen: 60 Mrd. Euro kommen von der EU-Kommission, die diese über die Emission von Schuldverschreibungen finanzieren würde.[2] Bis zu 366 Mrd. Euro stellt eine Zweckgesellschaft in Luxemburg bereit, die „Europäische Finanzmarktstabilisierungsfazilität“ (EFSF). Diese würde sich das für Kredite notwendige Kapital über Anleihen besorgen, für die alle Mitgliedsländer des Euroraumes im Umfang von bis zu 440 Milliarden Euro garantieren würden (Kasten *Die Europäische Finanzmarktstabilisierungsfazilität*). Bis zu 250 Mrd. Euro stellt der IWF im Rahmen seiner üblichen Kreditvergabemodalitäten, jedoch in Zusammenarbeit mit der Europäischen Union, bereit.

Das Land, das einen Kredit beantragt, muss dafür auf einen Referenzzins (den Euro-Swap-Satz) 350 Basispunkte Aufschlag zahlen. Der Kreditzins läge damit derzeit bei knapp über 5 %. Zudem muss es vorher verabredete wirtschaftspolitische Ziele einhalten.

Mit dem Euro-Rettungsschirm ist eine institutionelle Struktur geschaffen worden, die von Finanzierungsproblemen betroffenen Ländern die nötige Zeit verschaffen kann, ihre Verschuldung in Ruhe und zu angemessenen Zinsen zu reduzieren. Dies kann allerdings nur gelingen, wenn ein relativ kleines Land in Zahlungsschwierigkeiten gerät. Der Ausfall eines großen Landes könnte vom Rettungsschirm voraussichtlich nicht verkraftet werden: Erstens müssten die restlichen Länder für deutlich höhere Summen als im Fall eines kleinen Landes bürgen. Zweitens würden die Refinanzierungskosten der Zweckgesellschaft voraussichtlich steigen, da ihr Rating sinken dürfte. Die Zahlungsunfähigkeit des großen Landes würde die Zweckgesellschaft nicht nur um einen Garantiegeber berauben, sie könnte aufgrund der Größe des Landes als grundsätzliches Problem des Euroraumes interpretiert werden. Drittens dürften die Probleme eines großen Landes erneut die Spekulationen über ein Auseinanderbrechen des Euroraumes anheizen und damit zu insgesamt steigenden Renditen auf Staatsanleihen führen. Die Erwartung, dass der Garantiefall für ein großes Land auch tatsächlich eintreten könnte, sollte möglichst gar nicht erst entstehen.

Dass mit dem Euro-Rettungsschirm die Schwierigkeiten im Euroraum aber immer noch nicht gänzlich überwunden sind, zeigen unter anderem die aktuell geforderten Renditen. Anleger erwarten für griechische

[2] Diese Mittel können von allen 27 Mitgliedsländern der EU beantragt werden.

Die Europäische Finanzmarktstabilisierungsfazilität (EFSF)

Die Zweckgesellschaft, die nachträglich den Namen „Europäische Finanzmarktstabilisierungsfazilität“ erhalten hat, hat ihren Sitz in Luxemburg. Sie soll ihre Tätigkeit erst nach Antrag eines Landes aufnehmen, ist aber bereits arbeitsbereit. Die Kreditgewährung erfolgt in Raten, je nach Kapitalbedarf des betroffenen Mitgliedslandes und nur bei Einhaltung der zuvor vereinbarten wirtschaftlichen Anpassungsprogramme.

Die Zweckgesellschaft soll die Kredite durch die Auflage und den Vertrieb von Anleihen finanzieren. Diese Anleihen werden von den Euroraumländern garantiert. Jedes Land garantiert seinen eigenen Anteil mit 120 %. Anleihen in Höhe von maximal 366 Mrd. Euro müssen daher im Umfang von 440 Mrd. Euro garantiert werden. Damit entfallen auf Deutschland maximal bis zu 148 Mrd. Euro. Ziel der „Überdeckung“ ist es, dass die Zweckgesellschaft ein möglichst gutes Rating bekommt, möglichst das beste („AAA“), da dann die Refinanzierungskosten niedrig sind. Hätten alle Länder nur genau 100% ihres Anteils an den Anleihen garantieren müssen, hätte das Rating der Zweckgesellschaft voraussichtlich dem Durchschnitt des Ratings der Euroraummitgliedsländer entsprochen, das deutlich schlechter wäre, da nur sechs der 16 Mitgliedsländer – nämlich Deutschland, Finnland, Frankreich, Luxemburg, die Niederlande und Österreich – über eine Bonität von AAA verfügen. Wegen der Überdeckung können aber maximal nur Anleihen im Wert von etwa 366 Mrd. Euro emittiert werden – und Kredite damit auch nur in dieser Höhe vergeben werden.

Die zu erwartenden Zinsgewinne aus der Differenz zwischen dem Kreditzins, den das betroffene Land zahlen muss, minus den Refinanzierungskosten der Zweckgesellschaft, sollen bei der Zweckgesellschaft verbleiben. Die Tätigkeit der Zweckgesellschaft ist grundsätzlich auf den 30. Juni 2013 befristet; bereits begonnene Hilfsprogramme würden aber bis zu deren Ende weiter laufen.

Staatsanleihen mit 10 Jahren Restlaufzeit immer noch (Juli 2010) eine Rendite von über 10 %. Auch Portugal, Irland, Spanien und Italien verzeichneten von April bis Juni 2010 deutliche Anstiege. Gleichzeitig sind die Renditen für Anleihen Österreichs, Frankreichs, der Niederlande und Deutschlands gesunken. Für Deutschland zum Beispiel wird für zehnjährige Staatsanleihen mit 2,6 % (Stand: Juli) weniger Rendite fällig als vor der Krise.

Dass die Renditen einzelner Länder, wie vor allem Deutschlands, zurückgingen, ist neben den Zinssenkungen der EZB auch dem Umstand geschuldet, dass Investoren deutsche Anleihen als vergleichsweise sicher angesehen und deshalb vorsorglich Staatsanleihen anderer Euroraumländer durch deutsche (oder ähnlich sichere) ersetzt haben. Deutschland hat damit von den Spekulationen gegen andere Euroraumländer profitiert.

Der Renditerückgang für einzelne Staaten wie Deutschland ist insofern überraschend, als in allen Euroraumländern die Staatsverschuldung im Zuge der Krise dramatisch gestiegen ist. Unter anderem die EZB argumentierte, dass die finanziellen Risiken durch die Rettungsmaßnahmen für das Finanzsystem und die Konjunktur vom Privatsektor auf den Staat übergegangen seien (ECB 2009a und ECB 2009b). Dementsprechend hätten die Finanzierungskosten für alle Länder steigen müssen. Doch schon Anfang 2009 war eine Auseinanderentwicklung der Risikoaufschläge auf Staatsanleihen zu beobachten. Die Finanzmärkte trauten offensichtlich schon damals den Staaten nicht in gleicher Weise zu, diese Risiken zu schultern (Grabau/Joebges 2009).

Dies zeigt, dass die Euroraumkrise keine alleinige Krise der griechischen Staatsfinanzen sein kann. Sonst wäre nicht erklärbar, warum andere Länder in ähnlicher Weise, wenn auch zeitlich verzögert, durch Spekulationen betroffen wurden. Möglicherweise liegen auch bei ihnen auf nationaler Ebene ähnliche Ursachen wie im Fall Griechenlands vor. Deswegen wird im nächsten Abschnitt untersucht, inwiefern Portugal, Spanien, Irland und Italien nicht nur in ähnlicher Weise von Risikoaufschlägen betroffen waren, sondern auch, ob diesen Aufschlägen ähnliche Problemursachen zugrunde lagen.

5. Krisenländer: Staatsschulden nicht zentrales Problem

Die Einführung des Euros am 1. Januar 1999 hatte zu einer Angleichung der Renditen auf Staatsanleihen der beteiligten Länder geführt, bei der zumindest die vorherigen Hochzinsländer von niedrigeren Zinsniveaus profitierten. Seit der Euroraumkrise haben sich diese Renditen aber wieder stark auseinander entwickelt, wie Abbildung 1 beispielhaft für Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit zeigt. Für diejenigen Länder, deren Renditen vor allem nach den Problemen in Griechenland gestiegen sind, wurde sogar die despektierliche Abkürzung „PIGS“, englisch für „Schweine“,

verwendet. Die Buchstaben stehen für die Länder Portugal, Italien (bzw. wahlweise Irland), Griechenland und Spanien. Teilweise wird auch die Abkürzung „PIIGS“ genutzt, um sowohl Irland als auch Italien einzubeziehen. Die sprachliche Zusammenfassung der von Renditeaufschlägen betroffenen Länder lässt vermuten, es handele sich um eine homogene Gruppe mit ähnlichen Problemen.

Das ist aber nicht wirklich der Fall, wie ein Blick auf makroökonomische Kennzahlen dieser Länder zeigt, denen zum Vergleich mit Deutschland und Frankreich zwei große Euroraumländer sowie mit Österreich und den Niederlanden zwei kleine, für Deutschland relevante Handelspartner gegenüber gestellt werden (Tabelle 2). Die Gruppe der Krisenländer besteht zum einen aus unterschiedlich großen Ländern: Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der zwei großen Länder, Spanien und Italien, beträgt knapp 11 % (Spanien) bzw. 18 % (Italien) des Euroraum-BIP. Die anderen Länder fallen ökonomisch deutlich weniger ins Gewicht. Angesichts der unterschiedlichen Größe sollte auch die Bedeutung des Außenhandels für das Wachstum variieren. Der Offenheitsgrad, also der (mittlere) Anteil von Exporten und Importen am BIP fällt für große Länder normalerweise geringer aus als für kleine Länder. Für die großen Länder Spanien und Italien liegt er auch erwartungsgemäß bei unter 30 % des BIP, während der Offenheitsgrad Irlands mit über 80 % selbst für ein kleines Land ungewöhnlich hoch ist. Die beiden anderen kleinen Länder, Griechenland und Portugal, weisen dagegen einen für ihre Größe ungewöhnlich geringen Offenheitsgrad aus.

Zum anderen unterscheiden sich die Länder in ihrer Wachstumsdynamik: Bis zur Finanz- und Wirtschaftskrise wuchsen Spanien, Griechenland und Irland deutlich kräftiger als der restliche Euroraum, während Italien und Portugal nicht zu den Zuwachsraten im Euroraum aufschließen konnten. Besonders bemerkenswert ist, dass in Spanien und Irland trotz hoher Zuwachsraten bei der Bevölkerung das Wachstum auch pro Kopf überdurchschnittlich hoch ausfiel.

Der Außenhandel hat in den betrachteten Ländern bis zur Krise nur in Irland positiv zum Wachstum beigetragen. In Griechenland, Italien, Portugal und Spanien waren die Importe von Gütern und Dienstleistungen höher als die Exporte. Da diese Diskrepanz im Zeitablauf noch zunahm, schwächte sie das Wachstum. Das wurde aber in all diesen Ländern von der Dynamik der inländischen Nachfrage, die auch in Irland der wichtigste Wachstumstreiber war, mehr als ausgeglichen.

Trotz der großen Unterschiede zwischen den Ländern könnte es richtig sein, sie als eine Gruppe mit ähnlichen Problemen zusammenzufassen, wenn sie

Tabelle 2

Makroökonomische Kennzahlen ausgewählter Euroraumländer
Durchschnitt 1999 - 2007

	EA13	AT	DE	FR	NL	ES	GR	IE	IT	PT
Anteil am Euroraum-BIP (in %)	-	3	29	21	6	11	2	2	18	2
BIP je Einwohner [1]	**1,7**	1,8	1,4	1,5	1,9	2,4	4,0	4,6	1,0	1,1
nachrichtlich: Bevölkerung [2]	**0,5**	0,4	0,0	0,7	0,5	1,4	0,4	1,8	0,5	0,5
Bruttoinlandsprodukt [1]	**2,2**	2,4	1,5	2,2	2,5	3,7	4,1	6,5	1,5	1,8
… Außenhandel [1]	**0,1**	0,8	0,9	-0,4	0,6	-1,0	-0,9	1,6	-0,2	-0,1
… inländische Nachfrage [1]	**2,1**	1,5	0,7	2,7	1,9	4,8	6,0	5,2	1,6	1,9
Offenheitsgrad [3] (in %)	**36**	49	36*	27	65	29	28	81	26	33

[1] Preisbereinigt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %.
[2] Veränderung gegenüber Vorjahr in %.
[3] Summe der halbierten Exporte und Importe am BIP.
* Deutschland verzeichnete in diesem Zeitraum den stärksten Anstieg des Offenheitsgrades von 29 % auf 43 %.

Werte über dem Euroraum-Durchschnitt sind grau unterlegt.

AT = Österreich, DE = Deutschland, EA 13 = Euroraum (13 Länder), ES = Spanien, FR = Frankreich, GR = Griechenland, IE = Irland, IT = Italien, NL = Niederlande, PT = Portugal

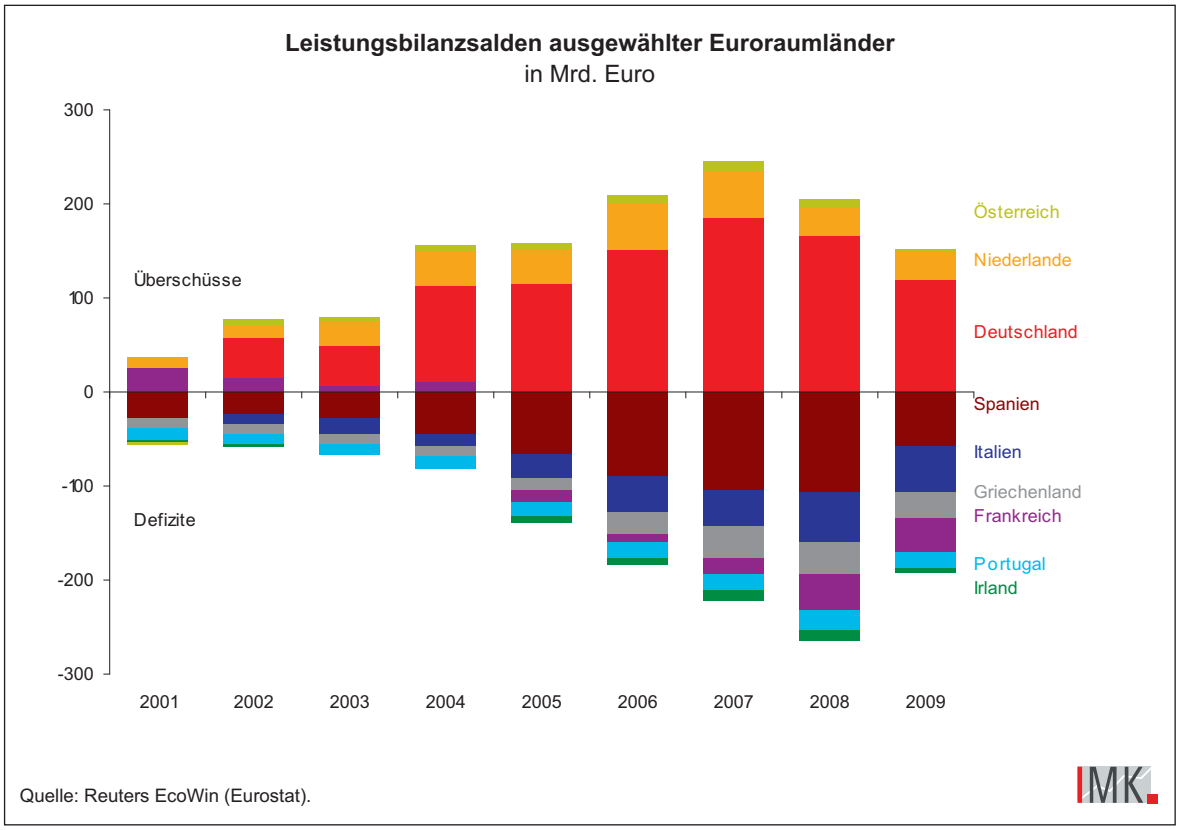
Quelle: Reuters EcoWin (Eurostat); Berechnungen des IMK.

denn bezüglich der Staatsverschuldung ein hohes Maß an Gemeinsamkeit aufwiesen. Das ist jedoch auch nicht der Fall: Wie bereits erwähnt, ist in allen Ländern des Euroraumes infolge der Finanzkrise die Staatsverschuldung gestiegen (Abbildung 1), nicht nur in den Ländern im Süden und in Irland. Auch in Hinsicht auf die Schuldendynamik dieser Länder zeigen sich nennenswerte Unterschiede: Während Irland und Spanien nie das SWP-Kriterium eines maximalen Budgetdefizits von 3 % überschritten haben und sogar Budgetüberschüsse erzielten – Irland bis auf 2002 immer, Spanien seit 2005 – hat Griechenland (wie zumindest jetzt bekannt ist) durchweg gegen das Kriterium verstoßen. Auch Portugal und Italien haben mehrfach höhere Defizite aufgewiesen.

Zudem konnten Irland und Spanien aufgrund ihrer Budgetüberschüsse ihre Staatsverschuldung abbauen – und zwar deutlich stärker als der Euroraum im Durchschnitt, sodass beide Länder im Jahr 2007 eine Schuldenquote weit unter 60 % des BIP und damit unter dem nach dem SWP zulässigen Wert aufwiesen. Irlands Schuldenstandsquote sank auf 25 % und diejenige Spaniens auf 36 % des BIP. Der Abbau der Schuldenquote gelang bis zur Krise interessanterweise auch Griechenland und Italien, und das trotz durchgehend negativer Budgetsalden. Dies war aufgrund des hohen nominalen Wachstums möglich. Insofern konnten beide Länder, die zur Euro-Einführung eine Staatsverschuldung von über 100 % des BIP verzeichneten, diese bis zur Krise wenigstens leicht reduzieren. In Portugal dagegen stieg die Staatsverschuldung bis zur Finanzkrise, da die Budgetdefizite für die geringen Wachstumsraten zu hoch ausfielen.

Somit sind in Hinsicht auf die staatliche Verschuldung ebenfalls keine einschlägigen Gemeinsamkeiten auszumachen. Doch eine Gemeinsamkeit gibt es: Alle Länder mit Renditesteigerungen weisen auch bis zur Krise steigende Leistungsbilanzdefizite auf (Abbildung 3). Die Ursache hierfür liegt in einer reduzierten preislichen Wettbewerbsfähigkeit – gemessen an den Lohnstückkosten – aufgrund höherer Lohnsteigerungen im Inland als im Durchschnitt des Euroraumes;in Griechenland seit 2001, dem Jahr der Euro-Einführung (Abbildung 4). In der Folge sind die Chancen geringer, über steigende Exporte das Wachstum anzukurbeln. Gleichzeitig implizieren die ständig gestiegenen Leistungsbilanzdefizite der Vergangenheit, dass diese Länder gegenüber dem Ausland Nettoschuldner sind. Mit anderen Worten: dort ist nicht nur der Staat, sondern auch der Privatsektor insgesamt (Haushalte und Unternehmen) gegenüber dem Ausland verschuldet. Das impliziert, dass der Privatsektor in den kommen-

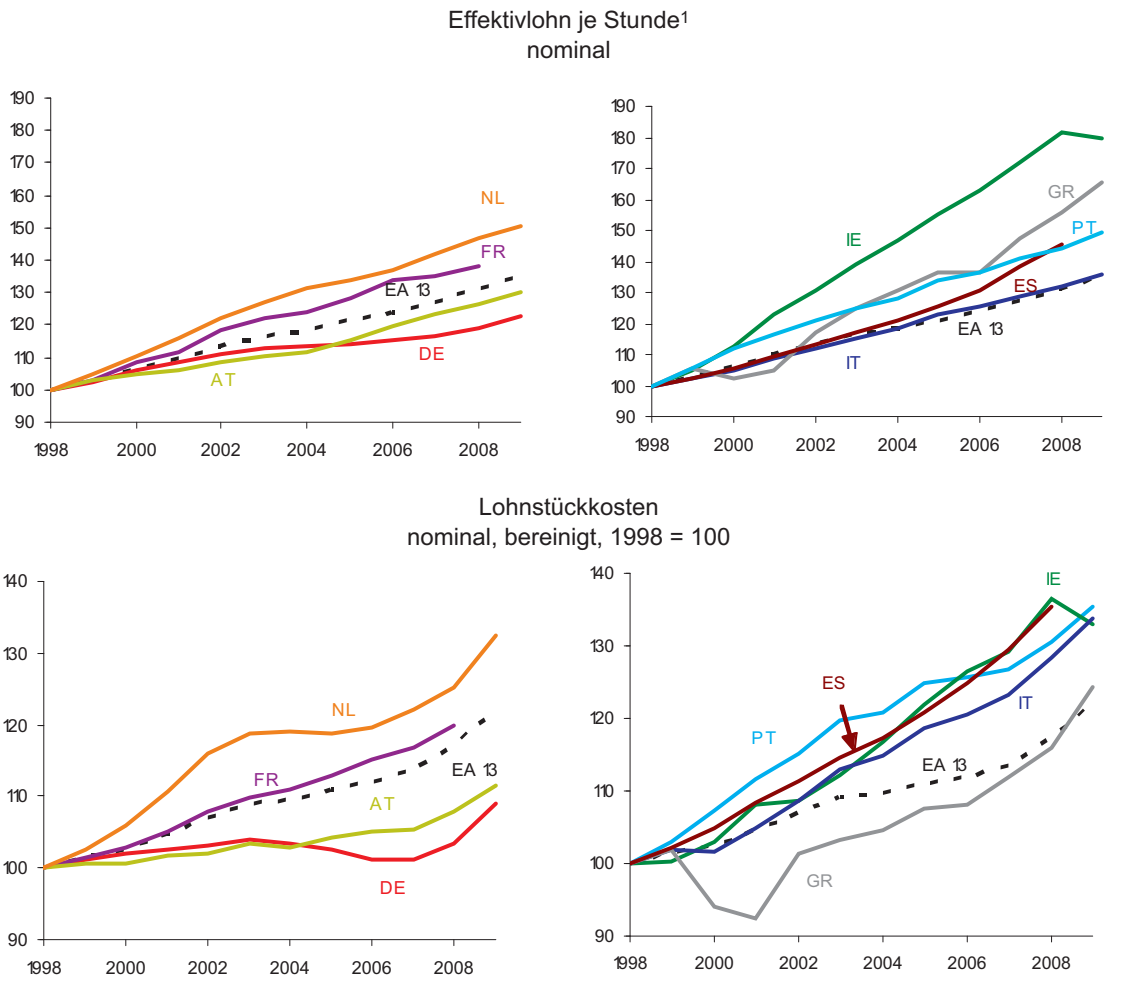
Abbildung 3



Quelle: Reuters EcoWin (Eurostat).

Abbildung 4

Arbeitsmarktindikatoren ausgewählter Euroraumländer
1998 = 100



[1] Aufgrund fehlender Daten wird für Portugal die Entwicklung des Effektivlohns je Person ausgewiesen.

AT = Österreich, DE = Deutschland, EA 13 = Euroraum (13 Länder), ES = Spanien, FR = Frankreich, GR = Griechenland, IE = Irland, IT = Italien, NL = Niederlande, PT = Portugal

Quelle: Reuters EcoWin (Eurostat); Berechnungen des IMK.

den Jahren mehr sparen muss, um seine Verschuldung abzubauen. Weil damit Nachfrage fehlen wird, können die hohen Wachstumsraten der Binnenwirtschaft aus der Vergangenheit kaum gehalten werden. Außerdem reduziert die hohe Privatverschuldung die Möglichkeiten des Staates, über höhere Steuern seine Einnahmen zu verbessern, ohne gleichzeitig die Binnenwirtschaft abzuwürgen.

Umgekehrt verzeichneten Länder mit sinkenden Renditen bis zur Krise steigende Leistungsbilanzüberschüsse und konnten so tendenziell ihre Gläubigerposition gegenüber dem Ausland ausbauen. Diese Staaten sind preislich wettbewerbsfähig und profitieren damit deutlich von der Erholung der Weltwirtschaft. Trotz der Staatsverschuldung müssen Gläubiger nicht fürchten, die Schulden könnten nicht bedient werden, da der Staat dort den vermögenden Privatsektor über höhere Steuern zur Finanzierung der Staatsschulden heranziehen könnte.

Das einzige Land aus dem Kreis der hier betrachteten Euroraumländer, das für den betrachteten Zeitraum sowohl im Trend sinkende Renditen als auch Leistungsbilanzdefizite aufweist, ist Frankreich. Da die Leistungsbilanzdefizite Frankreichs allerdings relativ gering sind und Frankreich aufgrund der starken inländischen Nachfrage bei seiner Wachstumsentwicklung

nach der Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich über dem Euroraumdurchschnitt liegt, besteht keinerlei Zweifel an der Fähigkeit des Staates, die Schulden bedienen zu können.

Der Druck der Finanzmärkte gegenüber bestimmten Ländern hat also durchaus eine gewisse Rationalität, die in den ungünstigen Wachstumsaussichten gründen, die eine Konsolidierung der Staatsschulden erschweren. Die Länder im Euroraum haben sich so stark auseinander entwickelt, dass die Zukunftsaussichten für einzelne Länder jetzt deutlich eingetrübt sind. Dies ist vor allem in der gegenüber dem Rest des Euroraums geringeren Wettbewerbsfähigkeit begründet. Auch wenn nationale Probleme hieran einen Anteil haben, sind die Rahmenbedingungen im Euroraum maßgeblich für diese Fehlentwicklungen verantwortlich.

Fazit

In allen Staaten stiegen die öffentlichen Defizite infolge der Bemühungen, die Krisenauswirkungen abzumildern. Trotzdem litten nur einzelne Länder unter spekulativen Attacken. Griechenland war zwar Auslöser der Euroraumkrise, es kann aber nicht allein verantwortlich sein, da auch Spanien, Italien, Irland und Portugal ähnliche Risikoaufschläge auf ihre Staatsanleihen verzeichneten. Eine Analyse dieser Länder zeigt, dass bis zur Krise keine Ähnlichkeiten in der staatlichen Schuldenentwicklung bestanden. Irland und Spanien etwa waren Musterschüler bei der Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes.

Gemeinsam ist diesen Ländern jedoch eine massive Verschlechterung ihrer preislichen Wettbewerbsfähigkeit seit Einführung des Euros. Diese hat nicht nur zu steigenden Leistungsbilanzdefiziten, sondern auch zu einer steigenden Verschuldung gegenüber dem Ausland geführt. Das macht sie zu leichten Opfern spekulativer Attacken. Insofern sind sowohl die Rettungsmaßnahmen für Griechenland als auch der Euro-Rettungsschirm richtig und wichtig. Die Konstruktionsfehler des Euroraums, die zu den Fehlentwicklungen geführt haben, werden dadurch aber nicht gelöst und gefährden weiterhin seine Stabilität. Mittelfristig benötigt der Euroraum veränderte Rahmenbedingungen, wie vom IMK im vorhergehenden Report diskutiert (Horn et al. 2010): Nicht nur Haushaltsdefizit und Staatsverschuldung eines Mitgliedslandes sollten im Pakt berücksichtigt werden, sondern auch die Verschuldung des privaten Sektors.

Literatur

Council of the European Union (2010): Council decision addressed to Greece with a view to reinforcing and deepening fiscal surveillance and giving notice to Greece to take measures for the deficit reduction judged necessary to remedy the situation of excessive deficit, Brussels, 7 May, No. 9443/10.

European Central Bank (ECB 2009a): Monthly Bulletin, März.

European Central Bank (ECB 2009b): Financial Integration in Europe, April.

Grabau, Maik/Joebges, Heike (2009): Renditedifferenzen bei Staatsanleihen im Euroraum: Grund zur Besorgnis?, in: WSI Mitteilungen, H. 9.

Heads of State or Government of the European Union (2010): Statement by the Heads of State or Government of the European Union, Brussels, 11.02.2010, URL: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/112856.pdf (Letzter Zugriff: 27.07.2010).

Horn, Gustav A./Niechoj, Torsten/Tober, Silke/van Treeck, Till/Truger, Achim [Horn et al.] (2010): Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts: Nicht nur öffentliche, auch private Verschuldung zählt, IMK Report Nr. 51, Düsseldorf, URL: http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_51_2010.pdf (Letzter Zugriff: 27.07.2010).

Obstfeld, Maurice (1986): Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises, American Economic Review, vol. 76, no. 1, pp. 72-81, March.

Obstfeld, Maurice (1994): The Logic of Currency Crises, NBER Working Papers 4640, National Bureau of Economic Research, Inc.

Organisation for Economic Development [OECD] (2009): Economic Survey of Greece 2009, OECD Policy Brief, 31 July.

Herausgeber: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Telefon 0211 7778-331, Telefax 0211 7778-266, IMK@boeckler.de, http://www.imk-boeckler.de

Redaktionsleitung: Prof. Dr. Gustav A. Horn
Pressekontakt: Rainer Jung, 0211 7778-150

Druck: Setzkasten GmbH, Kreuzbergstraße 56, 40489 Düsseldorf
ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.

Hans Böckler Stiftung

Fakten für eine faire Arbeitswelt.