

Arbeitspapier

Forschungsgruppe EU-Integration
Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für
Internationale
Politik und Sicherheit



Annett Galisch*

Finanzmarktspannungen und realwirtschaftliche Ungleichheiten verstärken ein Auseinanderdriften des Euro-Währungsraums

Betrachtung der Banken- und Schuldenkrise in der
Eurozone aus finanz- und realwirtschaftlicher
Perspektive

**Annett Galisch war im
Frühjahr 2012 Praktikantin
in der Forschungsgruppe
EU-Integration*

SWP-Arbeitspapiere sind online-
Veröffentlichungen der
Forschungsgruppen. Sie
durchlaufen kein förmliches
Gutachterverfahren. Sie dürfen
nur mit Zustimmung der
jeweiligen Autoren/Herausgeber
zitiert werden.

Ludwigkirchplatz 3-4
10719 Berlin
Telefon +49 30 880 07-0
Fax +49 30 880 07-100
www.swp-berlin.org
swp@swp-berlin.org

**Arbeitspapier der FG 1, 2012/Nr. 04, September 2012
SWP Berlin**

Inhalt

1. Einleitung 3
2. Schwindende Integration der Finanzmärkte 3
 - Divergenzen im Geldmarkt: Starke EONIA Schwankungen 4
 - Asymmetrische Entwicklungen im TARGET2 Zahlungsverkehr 6
 - Hohe Bankeinlagen bei der EZB: Zeichen des Vertrauensverlusts im Interbankenmarkt 7
 - Hohes Zinsdifferenzial für Kredite an Unternehmen und Privathaushalte 9
 - Wachsende Divergenzen im Anleihemarkt: Staatsanleihen 10
 - Renationalisierung der Bankaktivitäten 13
 - Zusammenfassung 14
3. Zunehmende realwirtschaftliche Divergenzen 14
 - Bruttoinlandsprodukt und Arbeitslosenrate im Vergleich 15
 - Divergierende Lohnstückkosten 17
 - Gefährliche Inflationsunterschiede 19
 - Konvergenzen der Handelsbilanzen 20
 - Divergierende Haushaltsdefizite 22
 - Zusammenfassung 23
4. Fazit 23
 - Abkürzungsverzeichnis 24

1. Einleitung

In der Eurozone geraten immer mehr Mitgliedstaaten aufgrund höherer Risikoaufschläge auf ihre Staatsanleihen in Refinanzierungsschwierigkeiten. Hintergrund der Staatsschulden- und Bankenkrise sind mangelnde Wettbewerbsfähigkeit, makroökonomische Ungleichgewichte und marode Bankensysteme. Sowohl die vergangenen also auch die gegenwärtigen Entwicklungen werfen die Frage auf, ob die Schulden- und Bankenkrise die Integration der Realwirtschaft und der Finanzmärkte in der Eurozone eher bestärkt oder reduziert hat. Indikatoren wie die Zinssätze an den Anleihemärkten, Wachstums- und Arbeitslosenraten sowie Leistungsbilanzdefizite stehen im Mittelpunkt der gegenwärtigen öffentlichen Diskussionen. In zwölf Jahren Währungsunion hat sich deutlich gezeigt, dass eine einheitliche Geldpolitik keine Garantie für eine Angleichung makroökonomischer Bedingungen ist, sondern diese in 17 Volkswirtschaften mit unterschiedlicher nationaler Wirtschaftspolitik, Wachstumsdynamik, mit divergierenden strukturellen Stärken und Schwächen eher weiter auseinander treibt.

Das vorliegende Papier untersucht den aktuellen Konvergenz-/Divergenzstand aus finanz- und realwirtschaftlicher Perspektive. Dabei werden zunächst Finanzmarktindikatoren wie die Zinsen am Geld- und Anleihemarkt, Entwicklungen im Interbankenmarkt sowie deren Auswirkungen für die Eurozone analysiert. Im zweiten Teil der Analyse werden ausgewählte realwirtschaftliche Indikatoren und deren Folgen für die Eurozone untersucht, welche weitere Indizien für die krisenbedingten Divergenzentwicklungen geben. Faktisch wird so erkennbar wie sehr die Eurozone unter der Krise leidet, was Ausdruck in den dämpfenden Konjunkturentwicklungen, den steigenden Schuldenlasten und in den veränderten Handelsdefiziten findet. Ein enormes Gefälle zwischen den „Krisenstaaten“ und den stabileren Euroländern wird deutlich.

2. Schwindende Integration der Finanzmärkte

Die Integration der Finanzmärkte in der Eurozone ist Voraussetzung eines grenzüberschreitend funktionierenden Finanzsystems. Sie führt zu Skaleneffekten, verbessert die Transmission der geldpolitischen Impulse und trägt zur Sicherung der Stabilität des Finanzsystems bei, indem beispielsweise gleiche Zahlungsabwicklungen und aktive Banktransaktionen stattfinden. Laut Europäischer Zentralbank (EZB) ist ein Finanzmarkt optimal integriert wenn:

- erstens gemeinsame Regeln angewendet werden,
- zweitens alle Marktteilnehmer den gleichen Zugang zu Finanzinstrumenten/-Dienstleistungen haben und
- drittens alle Teilnehmer gleichbehandelt werden, wenn sie im

Markt agieren.¹

Zu den Indikatoren nach welchen die EZB die Finanzintegration in der Eurozone misst und ihre geldpolitischen Maßnahmen ausrichtet, gehören unter anderem:

- der Euro Overnight Index Average² (EONIA) im Geldmarkt,
- die Target2-Salden,
- die täglichen Geldeinlagen bei der EZB,
- Zinsen für Unternehmen und Privathaushalte,
- die Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen sowie
- grenzüberschreitende Bankaktivitäten.

Basierend auf diesen Indikatoren zeigt sich im Folgenden, dass sich die Finanzmarktintegration seit Beginn der Eurokrise 2010 reduziert hat. In einigen Dimensionen wie den Target2-Salden, den Interbanken Zinssätzen, den Zinssätzen für Staatsanleihen, Unternehmen und Privatleute sowie den grenzüberschreitenden Bankaktivitäten sind starke Divergenzen aufgetreten, die sich negativ für viele der Krisenländer auswirken.

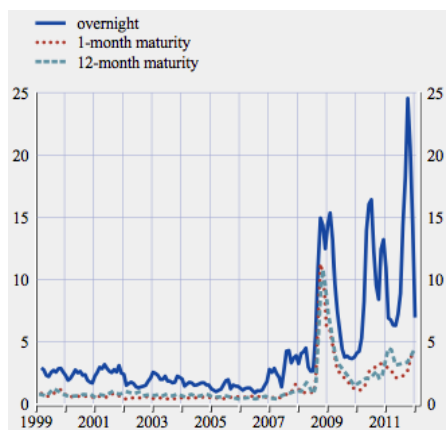
Divergenzen im Geldmarkt: Starke EONIA Schwankungen

Der Geldmarkt der Eurozone ist seit 2008 von weitreichenden Veränderungen geprägt. Der Zusammenbruch von Lehman Brothers hatte zunächst einen Vertrauensverlust in den Märkten zur Folge, der zugleich auch eine Verminderung der Finanzintegration in der Eurozone hervorrief. Diese Entwicklung zeigt sich unter anderem an den unterschiedlichen Interbanken-Zinssätzen, die zu einem Rückgang der Aktivitäten im Interbankenmarkt führten, infolge der unterschiedlichen wirtschaftlichen Entwicklungen der Euroländer sowie fehlender Investitionen. Dies belegen der preisbasierte Indikator EONIA und der Anstieg der Anlagen der nationalen Banken bei der Europäischen Zentralbank. Der EONIA gibt den Zinssatz auf dem Interbankenmarkt im Euroraum auf unbesicherte Ausleihungen für einen Tag an. Er spiegelt finanzpolitische Schwierigkeiten der Euroländer. Seit 2007 gibt es große Schwankungen zwischen den Tagesgeldzinssätzen im Euroraum, mit besonderen Ausschlägen in den letzten Monaten. Zunächst kam es Anfang 2011 zu einer Verringerung der Zinssatzabweichung bis auf sechs Basispunkte. Ende 2011 stiegen die Unterschiede auf bis zu 25 Basispunkte. Seit 2012 ist der EONIA jedoch wieder auf dem Niveau von Anfang 2011 (Abbildung 1).

¹ Europäische Zentralbank 2012, »Die Finanzintegration im Euro-Währungsgebiet«, <http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/euint/html/ei_009.de.html> (eingesehen am 04. Juli 2012).

² Der Eonia ist der Referenzzinssatz für Overnight-Kredite. Dieser wird geschäftstäglich von der EZB ermittelt. Dabei melden ausgewählte Banken mit erstklassigem Kreditstand und ausgeprägter Marktaktivität die Zinshöhe und das Geschäftsvolumen. Ziel ist die Verschmelzung der nationalen Geldmärkte der Mitgliedsländer zu einem einheitlichen Eurogeldmarkt, <<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/eonia.html>> (eingesehen am 06. Juni 2012).

Abbildung 1: Standardabweichung der unbesicherten Interbankenzinssätze in der Eurozone (siehe EONIA overnight)



Quelle: EZB, Financial Integration in Europe, S. 16, April 2012

Die Schwankungen der Interbanken-Zinssätze sind damit zu erklären, dass die Fiskalpositionen einiger Euroländer und der Kursverfall von Staatsanleihen von Krisenländern, Sorgen auf den Bankenmarkt verursachten und die Tagesgeldsätze in den Krisenländern anstiegen ließen. Da krisenbetroffene Banken kaum mehr frische Finanzmittel an den Kapitalmärkten bekamen, benötigten diese kurzfristig zusätzliche Mittel von der EZB, was sich im Anstieg des Tagesgeldzinssatzes seit 2010 widerspiegelt. In den Zeiten als die Zentralbank größere Nachfragen nach Zentralbankgeld nicht befriedigen konnte, kam es daher zu einem drastischen Anstieg der kurzfristigen Zinsen.

Erst mit den Dreijahresgeschäften der EZB sowie die Umsetzung der im vierten Quartal 2011 vom EZB-Rat beschlossenen Maßnahmen kam es zu einer Entspannung der Finanzierungssituation der Banken im Euro-Währungsgebiet. Der sich im Januar abzeichnende Rückgang bei den unbesicherten Geldmarktsätzen und Risikoprämien hat sich im Verlauf der beiden Folgemonate stetig fortgesetzt.³ Kommt es aber erneut zu heftigen Schwankungen der Tagesgeldsätze so kann es auch zu einer stärkeren Volatilität der für die Ausgabeentscheidungen der Wirtschaftssubjekte relevanten mittel- und längerfristigen Zinssätze kommen.

Somit stellten die starken Divergenzen des EONIAS in den letzten Monaten ein Indiz auf eine rückläufige Finanzmarktintegration in den Euroländern dar, die jedoch durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB unter anderem wettgemacht wurden. Die Angleichung der Tagesgeldsätze seit 2012 trägt folglich wieder zu einer positiven Finanzintegration im Euroraum bei.

³ Deutsche Bundesbank 2012 »Monatsbericht Mai 2012: Geldpolitik und Bankgeschäft«, Mai 2012, S. 29, <http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsauftaezte/2012/2012_05_geldpolitik.pdf?__blob=publicationFile> (eingesehen am 14. August 2012).

Asymmetrische Entwicklungen im TARGET2 Zahlungsverkehr der EZB

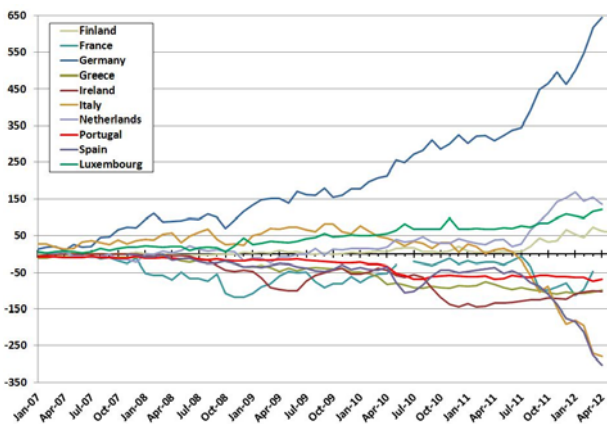
Eine entgegengesetzte Tendenz spiegelt sich im Target2⁴ Zahlungssystem der Eurozone wieder. Mittels Target2 können Guthaben, die bei einer Zentralbank unterhalten werden, sehr schnell innerhalb der Eurozone bewegt werden. Das System spielt somit eine wichtige Rolle für Geldmarkttransaktionen. Für die einzelnen Target2-Salden, also Guthaben oder Überziehungen, wurden keine Höchstgrenzen festgelegt, weil man davon ausging, dass auf den Konten nur unwesentliche Abrechnungsdifferenzen verbleiben würden. Diese Annahme ist durch die Realität inzwischen widerlegt worden, denn ab 2007 fingen die Bilanzen langsam an zu divergieren. Doch erst seit Beginn der Staatsschuldenkrise 2010 haben sich starke positive und negative Positionen aufgebaut und somit die Ungleichgewichte zwischen den Mitgliedsländern verschärft. Abbildung 2 veranschaulicht, dass Deutschland seit 2010 den Hauptgläubiger darstellt und im Plus ist, während die Konten der Hauptschuldner, nämlich der Notenbanken Griechenlands, Irlands, Portugals und Spaniens eines hohen Debet aufweisen.⁵

Die asymmetrische Entwicklung der Target2-Salden reflektiert die Liquiditätsschwierigkeiten der Krisenländer und deren Nationalbanken. Da diese Länder seit 2010 immer weniger Vertrauen von den Finanzmärkten erhalten haben und folglich die Zinsen drastisch anstiegen sind, bedingt durch Herabstufungen der Länder- und Bankenratings, mussten sich gestresste Zentralbanken anderweitig Geld beschaffen, das sie durch das Target2 Zahlungssystem durchführten. Der steile Anstieg der Salden ist zum einen durch die Spannungen im Finanzmarkt und zum anderen durch die mangelnde Geldbeschaffung im Interbankenmarkt zu erklären (Abbildung 2).

⁴ "Trans-European Automated Realtime Gross Settlement Express Transfer". Target2 repräsentiert die zweite Generation des von der EZB kontrollierten Verrechnungssystems der Eurozone, an dem sowohl Notenbanken als auch private Institutionen teilnehmen. <<http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2011/8/2613/hu/>> (eingesehen am 30. Juni 2012).

⁵ Vgl. Jean Pisani-Ferry/ Guntram B. Wolff, »Propping up Europe« April 2012, in: Bruegel Policy Contribution, <www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/721-propping-up-europe/> (eingesehen am 15. Mai 2012).

Abbildung 2: Forderungen innerhalb des Eurosystems/ Nettositionen aus TARGET2



Quelle: Universität Osnabrück, *Institute of Empirical Economic Research*, Juli 2012.

Gleichzeitig deutet dies darauf hin, dass die Länder mit negativen Salden mehr öffentliche Schulden aufbauen, da sie unter einem so genannten Sudden Stop leiden. Dies ist ein Abfluss des Kapitals privater Investoren. Die Kapitallücke wird über das Target2-System teilweise kompensiert.⁶ Aufgrund dieser Entwicklungen im Zahlungssystem ist es zu einer Expansion der Geldmenge in den Geberländern wie Deutschland gekommen ist. Wenn die Target2-Salden weiter divergieren und sich noch verstärken, übernehmen die Geberländer weitere Risiken, da sie quasi die Solvenz der Krisenländer über Target2 gewährleisten.⁷

Hohe Bankeinlagen bei der EZB: Zeichen des Vertrauensverlusts im Interbankenmarkt

Die Entwicklungen am Interbankenmarkt⁸ sind weitere Indikatoren einer schwindenden Finanzmarktintegration in der Eurozone die als Zeichen einer immer noch vorherrschenden Vertrauenslücke der Banken zu deuten ist. Beweis dafür ist der Rückgang der Über-Nacht-Einlagen der Banken bei der EZB bis zu €387 Mrd. Mitte Juli 2012 (Abbildung 3). Dass obwohl Banken zuvor Einlagen bis zu €800 Mrd. bei der EZB hinterlegten,

⁶ Vgl. Silvia Merler/ Jean Pisani-Ferry, »Sudden Stops in the Euro Area«, März 2012, S. 5, <<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/718-sudden-stops-in-the-euro-area/>> (eingesehen am 15. Mai 2012).

⁷ Vgl. Jens Ulbrich/ Alexander Lipponer, »Salden im Zahlungsverkehrssystem Target2- ein Problem?«, August 2011, in: ifo Schnelldienst: Die europäische Zahlungsbilanzkrise, <<http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1209833.PDF>> (eingesehen am 08. Juli 2012).

⁸ Auf dem Interbankenmarkt werden Geschäfte des Geld- und Kreditverkehrs nur zwischen den Banken (zwischen Geschäftsbanken und zwischen diesen und der Zentralbank) getätigt. Der typische Interbankenmarkt ist der Geldmarkt, der dem Liquiditätsausgleich zwischen den Banken dient. <<http://www.boersennews.de/lexikon/begriff/interbankenmarkt/1640/>> (eingesehen am 16. Juli 2012).

reduzierte sich dieser Betrag auf Grund der 0-% Verzinsung der Depositen von der Notenbank am 11 Juli 2012. Mit der Zinssenkung für die Einlagenfazilität versuchte die EZB die Möglichkeit unattraktiv zu machen, dass Banken ihre Überschussliquidität bei der Notenbank lagern. Vielmehr wollte die EZB Liquidität in den Bankenkreislauf bringen, indem die Banken sich untereinander wieder Geld leihen und Zinsen dafür erhalten. Tatsächlich ist dies nicht eingetreten, denn im Gegenzug haben sich die Girokonten der Banken bei der EZB stark erhöht. Betrug sie vor der Zinssenkung noch 92 Mrd. €, waren es eine Woche später 480 Mrd.€. Zudem sind auch die Konten der Mindestreserven angestiegen auf bis zu 107 Mrd.€, die ebenfalls in den Girokonten enthalten sind. Somit wurden diese beiden Konten zu einer perfekten Substitution. Auch die Mittel auf den Girokonten werden nicht verzinst, sondern nur die Mindestreserven.⁹

Abbildung 3: Tägliche Einlagen bei der EZB



Quelle: EZB, Statistical Data Warehouse: Deposit Facility, Juli 2012.

Um das Vertrauen in den Interbankenmarkt wieder aufzubauen und um die Spannungen bei der Kreditvergabe zu unterbinden, musste die EZB zu unkonventionellen Maßnahmen greifen. Im Februar 2012 hat sie mit einem langfristigen Refinanzierungsgeschäft (LTRO)¹⁰ den Banken 530 Mrd. € zu einem Zinssatz von 1% zur Verfügung gestellt. Zuvor hatte die EZB im Dezember 2011 ein 3-jähriges LTRO Geschäft abgeschlossen um eine längerfristige Liquiditätsversorgung insbesondere für die peripheren

⁹ Neue Züricher Zeitung Online, »Geld kommt in der Wirtschaft noch nicht an«, <http://www.nzz.ch/aktuell/wirtschaft/wirtschaftsnachrichten/geld-kommt-in-der-wirtschaft-noch-nicht-an-1.17374885> (eingesehen am 20. Juli 2012).

¹⁰ Die EZB hat Ende Februar den Banken über längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LTRO) Liquidität von 530 Mrd. EUR für den Zeitraum von 3 Jahren zur Verfügung gestellt. Wie bereits im ersten 3-jährigen LTRO von Dezember 2011 soll damit eine Verspannung bei der Kreditvergabe verhindert werden. Deutsche Bank Research, »3-jährige Refinanzierungsgeschäfte: EZB schlägt zwei Fliegen mit einer Klappe«, 13. März 2012, [https://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?addmenu=false&document=PROD000000000286117&rdShowArchivedDocus=true&rwnode=DBR_INTERNET_DEPROD\\$ERESEARCH&rwobj=ReDisplay.Start.class&rwsite=DBR_INTERNET_DE-PROD](https://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?addmenu=false&document=PROD000000000286117&rdShowArchivedDocus=true&rwnode=DBR_INTERNET_DEPROD$ERESEARCH&rwobj=ReDisplay.Start.class&rwsite=DBR_INTERNET_DE-PROD) (eingesehen am 16. Mai 2012).

Krisenländer zu gewährleisten. Die Refinanzierungskredite wurden vorwiegend von italienischen, französischen sowie deutschen Banken angenommen.¹¹ Somit waren die Banken temporär mit Liquidität versorgt worden und hat zudem zu einem niedrigen EURIBOR/EONIA spread¹² geführt. Tatsächlich konnte die EZB mit ihren Maßnahmen nicht die Vertrauenslücke der Banken schließen, da anhand der Girokonten erkennbar ist, dass die Banken sich einen anderen komplementären sicheren Finanzkanal bei der EZB gesucht haben, anstelle von Banken im Interbankensystem.

Durch ihre Intervention im Interbankenmarkt übernimmt jedoch die EZB die Rolle privater Akteure und sorgt für den nötigen Kapitalfluss für die peripheren Euroländer, schaltet damit aber faktisch den Wettbewerb im Bankenmarkt aus. Somit kommt es so zu einer rückläufigen Finanzintegration. Weitreichende Folgen könnten der Zusammenbruch der Euro-Finanzmärkte sein, wenn der Interbankenmarkt längerfristig nicht liquide ist. Somit müssten sich Banken durch andere Finanzkanäle, wie beispielsweise durch das Eurosystem bereitgestellten Finanzierungsmittel, kurzfristig Geld beschaffen.

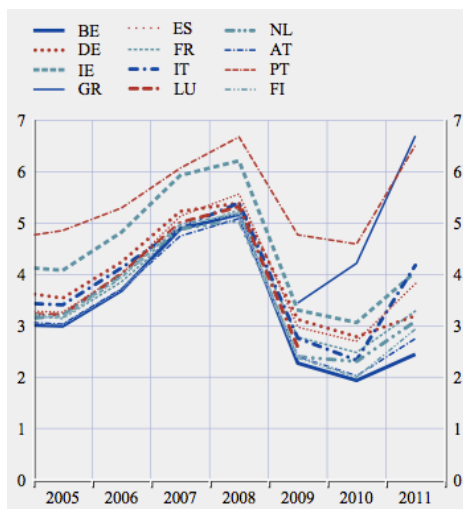
Hohes Zinsdifferential für Kredite an Unternehmen und Privathaushalte

Seit 2008 ist überdies erkennbar, dass in einigen Euroländern Unternehmen niedrige Zinsen und in anderen Ländern höhere Zinsen für neue Kredite zahlen mussten. Seit 2010 ist die Divergenz der Zinsniveaus (Abbildung 4) fast 3-mal so hoch ist wie in 2008. Dies kann am schwierigen Kapitalzugang der Banken in den Problemstaaten liegen, bedingt durch Herabstufungen der Staatsanleihen des betroffenen Staates oder sogar der Bank selbst. Dieser Engpass wird in Form von höheren Finanzierungskosten an die Kunden weitergeleitet.

¹¹ Vgl. Deutsche Bank Research, »3-jährige Refinanzierungsgeschäfte: EZB schlägt zwei Fliegen mit einer Klappe«, [wie Fn. 10].

¹² Der Euribor/Eonia spread misst den Unterschied zwischen den gesicherten und ungesicherten Anleihen für einen Tag. Er ist ein Stressindikator für das Interbanken Kreditgeschäft. Vgl. Jean Pisani-Ferry/ Guntram B. Wolff, »Propping up Europe«, S. 7, [wie Fn. 5].

Abbildung 4: Zinsen für Unternehmen



Mit den höchsten Zinsen von rund 6% sind seit 2010 Unternehmen in Portugal und Griechenland konfrontiert. Die hohen Refinanzierungskosten bremsen nicht nur Investitionen, sondern behindern teilweise sogar die Materialbeschaffung, was sich auch auf Zulieferer der deutschen Industrie auswirkt. In Staaten wie Deutschland, Niederlande, Frankreich und Österreich liegen die Finanzierungskosten hingegen bei 2,4% - 3%.

Quelle: EZB, Financial Integration in Europe, April 2012.

Auch die Zinsen für Kredite an private Haushalte laufen seit 2010 auseinander. Obwohl es zunächst 2009 zu einem Konvergenzprozess kam, lies die Krise die Zinsen für private Haushalte, insbesondere in den Krisenländern stark ansteigen und führt zu einer derzeitigen Differenz von ca. 4%.¹³ Die hohen Zinsen für Konsumentenkredite bremsen zudem die Binnen- nachfrage.

Wachsende Divergenzen im Anleihemarkt: Staatsanleihen

Die Entwicklungen an den Anleihemärkten haben sich seit Anfang 2010 so drastisch verschärft, dass mehrere Mitgliedstaaten der Eurozone in Refinanzierungsschwierigkeiten geraten sind bzw. geraten könnten. Besonders in Griechenland war die prekäre Finanzlage 2010 erkennbar, in der sich die Zinsstrukturkurve griechischer Anleihen rasant nach oben entwickelt hat (Abbildung 5), in Folge der Herabstufung des Landes von der Ratingagentur Standard & Poor's auf zunächst BB+ von zuvor A- im April 2010 bis auf CCC- im Februar 2012.¹⁴ Dadurch stiegen die Zinsen für 10-jährige griechische Staatsanleihen auf über 10% im April 2010 an.¹⁵ Zudem kam es zu einem Selbstverstärkungseffekt, der den Zinssatz noch weiter anstiegen lies, bedingt durch die erwartete Wachstumsschwächung und den hohen Schuldenstand. Infolgedessen werden Ländern, die sich in

¹³ Vgl. EZB, »Financial Integration in Europe«, S. 46, [wie Fn. 2].

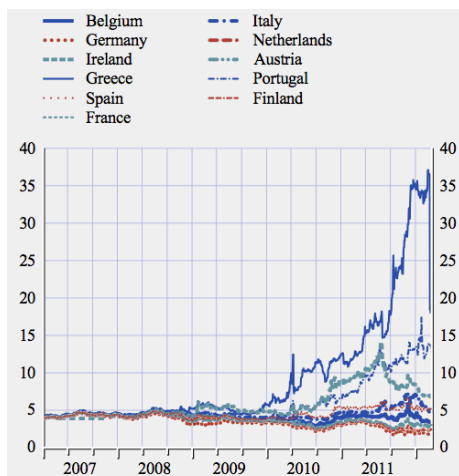
¹⁴ Vgl. Welt Online, »Athen auf "teilweise zahlungsunfähig" herabgestuft«, 28. Februar 2012, <<http://www.welt.de/wirtschaft/article13892013/Athen-auf-teilweise-zahlungsunfaehig-herabgestuft.html>>, (eingesehen am 16. Juli 2012).

¹⁵ Vgl. Handelsblatt Online, »Griechische Anleihezinsen schießen durch die Decke«, 14. April 2012, <<http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/angst-vor-umschuldung-griechische-anleihezinsen-schiessen-durch-die-decke-seite-all/4062560-all.html>>, (eingesehen am 16. Juli 2012).

solch einer prekären Situation befinden und hohe Risikoprämien zahlen müssen, neue Kredite am Kapitalmarkt verweigert. Sie benötigen somit anderweitig finanzielle Unterstützung um die Refinanzierung auslaufender Verbindlichkeiten weiter zu gewährleisten.¹⁶

Eine Konsequenz der Krise, die die Herabstufung der Krisenländer mit sich bringt, sind höhere Finanzierungskosten für inländische Unternehmen. So verschärfen sie die Krise drastisch. Die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen und der Wertverlust der Papiere belastet überdies den inländischen Bankensektor. Griechenland ist ein Beispiel dafür, dass Herabstufungen der Bonität von Staaten eine Herabstufung der Kreditwürdigkeit von Banken nach sich ziehen können. Eine dritte Folge ist, dass das hohe Zinsniveau Wachstum, Beschäftigung und Steuereinnahmen¹⁷ bremst. Da der Staat mehr Kapital für Zinsaufwendungen aufbringen muss, stehen ihm weniger Finanzmittel für Investitionen und Sozialausgaben zur Verfügung. Oftmals werden Finanzengpässe durch die Anhebung einzelner Steuern ausgeglichen.

Abbildung 5: Zinsen 10-jähriger Staatsanleihen in der Eurozone



Quelle: EZB, Financial Integration in Europe, April 2012.

Gegenwärtig muss auch Italien gegen Zinsen von 6,03% ankämpfen.¹⁸ In

¹⁶Vgl. Herm.-J. Blanke, »Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion zwischen Krisenanfälligkeit und Reform«, Mai 2012, in: Zehn Jahre Staatswissenschaften in Erfurt, Berlin, <http://www.uni-erfurt.de/fileadmin/userdocs/Voelkerrecht/Aktuelle_Publikationen/Europ%C3%A4ische%20Wirtschafts-%20und%20W%C3%A4hrungsunion3.2._05.pdf> (eingesehen am 01. Juni 2012).

¹⁷ Paul J.J. Welfens, »Volkswirtschaftliche Auswirkungen der Euro-Staatsschuldenkrise und neue Instrumente der Staatsfinanzierung in der EU- Stellungnahme für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages, Sitzung vom 9. Mai 2012, Berlin«, 08. Mai 2012, S. 8, <http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoeerungen/2012/088/Stellungnahmen/19-Prof_Welfens.pdf> (eingesehen am 12. Juni 2012)

¹⁸ Vgl. Handelsblatt Online, »Risikoscheue Anleger setzen auf Bundesanleihen«, 13. Juli 2012, <<http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/anleihemarkt-risikoscheue-anleger-setzen-auf-bundesanleihen/6877856.html>> (eingesehen am 16. Juli 2012)

Portugal sieht die Finanzlage noch fragiler aus, wo Anleger derzeit eine Risikoprämie von über 10% fordern.¹⁹

Ausnahmen sind Deutschland, Frankreich, die Niederlande, Österreich, Luxemburg und Finnland, die alle bis Herbst 2011 über ein AAA-Rating verfügten. Österreich und Frankreich sind seit Anfang 2012 von Standard & Poor's nur noch mit AA+ im Rating bewertet.²⁰

Tatsächlich sind seit 2010 die Renditen auf Euro-Staatsanleihen stark divergiert, teilweise bedingt durch:

- die verschiedenen haushaltspolitischen Unterschiede zwischen den Euroländern, was Ausdruck in den Länderratings findet,
- die angeschlagenen Banksektoren in den Krisenländern,
- den durch die Ratingagenturen stimulierten Herdeneffekt der Finanzmärkte, der zu einem kollektiven Pessimismus umlenkte und folglich zu einem Abfluss ausländisches Kapital führte.²¹
- die zurückhaltende Risikobereitschaft der Investoren, was dazu geführt hat, dass überhöhte Risikoaufschläge erhoben wurden,²²
- die unterschiedlichen Wachstumsaussichten,
- die Verschlechterung der Fiskalsituation der Euroländer, was in den Zinsen reflektiert wird. Eine Differenz von derzeit 8% ist die Folge.

Die Zeit niedriger Realzinssätze ist für die Euro- Krisenländer seit 2010 vorbei.

Eine Analyse auf nationaler Ebene zeigt zudem, dass Banken mehr und mehr ausländische Staatsanleihen verkaufen und eher den Bestand heimischer Anleihen erhöhen. Insbesondere der 3-Jahres LTRO der EZB, durch den Banken günstig Kapital erhalten, hat dazu beigetragen, dass spanische und italienische Banken ihre heimischen Bestände seit Ende 2011 erhöht haben, wohingegen Deutschland und Frankreich ihre ausländischen Anleihebestände um 110 Mrd. Ende 2011 verringert haben.²³ Vielmehr kam es zu einer Umverteilung der Portfolien von Banken, mit einer Tendenz hinzu Unternehmensanleihen und internationalen Anlagen. Dies weist daraufhin, dass Banken im Währungsraum sich nicht mehr untereinander vertrauen, indem sie den Bestand anderer Euro-Anleihen vermeiden umso bei möglichen Zahlungsausfällen weniger Risiken ausgeliefert sind.

2012).

¹⁹ Vgl. Financial Times Online, »Marktüberblick Anleihen«, 18. Juni 2012, <<http://markets.ftd.de/bonds/>> (eingesehen am 18. Juni 2012).

²⁰ Paul J.J. Welfens, »Volkswirtschaftliche Auswirkungen der Euro-Staatsschuldenkrise und neue Instrumente der Staatsfinanzierung in der EU«, S. 15, [wie Fn. 17].

²¹ Vgl. Michael Heinrich, »Euro auf Bewährung- Lösungsansätze für die europäische Schuldenkrise«, in: Wirtschaftsdienst, März 2012, Vol. 92 Nr. 3, S. 161, <<http://www.springerlink.com/content/nhq4584k36294476/>> (eingesehen am 14. Mai).

²² Vgl. Paul De Grauwe/ Yuemei Ji, »Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone«, 20. Januar 2012, S. 23, <<http://www.ceps.eu/book/mispricing-sovereign-risk-and-multiple-equilibria-eurozone>> (eingesehen am 16. Juli 2012).

²³ Vgl. Deutsche Bank Research, »3-jährige Refinanzierungsgeschäfte: EZB schlägt zwei Fliegen mit einer Klappe«, [wie Fn. 10].

Die bestehende Divergenz der langjährigen Zinsen kann zur Folge haben, dass Investoren ihr Geld aus den Ländern mit den höchsten Zinsraten zurück ziehen und keine neuen Investitionen dort tätigen und daher ihr Geld vermehrt in sicheren Euroländern mit niedrigen Zinsen wie Deutschland anlegen. Durch ausbleibende Investitionen in den Krisenländern mit hohen Zinsen fehlt so das Kapital um neue Wachstumsimpulse für Innovationen, Förderungen von Unternehmen sowie Bauprojekte zu setzen. Zudem können sich die Krisenländer nur bedingt frisches Geld an den Kapitalmärkten beschaffen und sind daher nicht nur auf andere Finanzkanäle angewiesen, sondern auch auf die Unterstützungsmaßnahmen der EU, EZB und IWF.

Renationalisierung der Bankaktivitäten

Die Divergenzen in den Geld- und Anleihemärkten haben nicht nur dazu beigetragen, dass Banken ihre Anleihekäufe in anderen Euroländern reduzieren, sondern auch ihre grenzüberschreitenden Aktivitäten verringern. Wichtige Indikatoren dafür sind die Anzahl neuer Auslandsniederlassungen sowie grenzüberschreitende Transaktionen mit ausländischen Banken, kurzfristige und langfristige Geld- und Kreditgeschäfte.

Da die Finanzmärkte in der Eurozone durch die gemeinsame Währung eng miteinander verbunden sind, stellen Ansteckungseffekte im Bankensektor ein großes Risiko dar. Diese Angst findet sich im Rückgang der grenzüberschreitenden Transaktionen in der Eurozone wieder. Bis 2008 kam es zunächst zu einer verstärkten Integration in den Segmenten der Geldeinlagen im Interbankenmarkt, der langfristigen Kredite und dem grenzüberschreitenden Eigenkapitalanteilen. Anfang 2009 kam es jedoch zu einem steilen Rückgang, bedingt durch die Lehman Brothers Insolvenz und dem allgemeinen wirtschaftlichen Abschwung in der Eurozone. Seit 2010 stiegen grenzüberschreitende Transaktionen zwar leicht an, erreichten aber nicht das hohe Niveau von 2007. Seit 2011 ist jedoch die Lage kritisch, denn nicht nur kurzfristige Geldeinlagen, sondern auch langfristige Kredite, sowie Anleihen sind derzeit auf dem tiefsten Niveau seit der Gründung der Währungsunion. Nur der Anteil an Eigenkapitaleinlagen in ausländische Firmen hat seit Beginn der Schuldenkrise wieder leicht zugenommen.²⁴

Auch Investitionsaktivitäten in ausländischen Niederlassungen und Tochtergesellschaften sind zurück gegangen, ebenso wie grenzüberschreitende Merger & Acquisition Aktivitäten der Banken.²⁵ Diese Entwicklungen sind Beispiel dafür, dass sich nationale Banken eher auf stabile Bankengeschäfte im Inland fokussieren, als dass sie risikobehaftete Geschäfte mit ihren krisenbehafteten Nachbarländern eingehen. Zu sehr scheinen die Banken schon unter großen Verlusten gelitten zu haben und reduzieren folglich ihre Transaktionen innerhalb der Eurozone. Starke Banken, die

²⁴ Vgl. EZB, »Financial Integration in Europe«, S. 105, [wie Fn. 2].

²⁵ Vgl. EZB, »Financial Integration in Europe«, S. 106, [wie Fn. 2].

anderen Banken aus Furcht vor versteckten Bilanzrisiken keine Kredite geben wollen, fallen zugleich auch als sonst übliche Kaufinteressenten dieser schwachen Banken aus. Somit hat die Schuldenkrise zu einer geringeren Integration der Finanzmärkte geführt und sich zudem in verschiedene Finanzkanäle verbreitet.

Zusammenfassung

Insgesamt zeigt sich auf den Finanzmärkten der Währungsunion, dass der Konvergenzprozess und die Verflechtung insbesondere seit 2010 dramatisch zurückgegangen sind. Die rückläufige Finanzintegration wirkt sich negativ auf die Krisenländer aus und hat deren fragile Finanzlage weiter verschärft. Da die Länder durch den Euro eng mit einander verflochten sind, verursachen starke Liquiditätsabgänge Unruhen an den Finanzmärkten, in Form von unterschiedlichen kurz- und langfristigen Zinsen und ein Ausbleiben von grenzüberschreitenden Bankaktivitäten. Folglich kommt es auf Grund der starken Zinsdifferenzen zu einer Spaltung der Finanzmärkte zwischen den maroden Bankensektoren der peripheren Euroländer und den robusten Bankensektoren in den nördlichen Ländern, bei dem Investoren im Euroraum ihr Kapital aus den fragilen Euroländern zurückziehen und dieses in die robusten Länder anlegen, welches zu einer schwindenden Finanzintegration führt.

Ein Angleichen der oben analysierten Finanzindikatoren durch die EZB in Form von einheitlichen kurzfristigen Zinssätzen wäre nicht optimal, da die Euroländer zu große nationale Unterschiede aufweisen. Auch die zwischenzeitlich große Liquiditätsvergabe in Form der LTROs der EZB wirkt nur kurzfristig und kann sogar notwendige Strukturreformen im Bereich der Real- oder der Finanzwirtschaft verzögern oder gar unterlassen. Zudem muss die Geldpolitik darauf achten, dass die mit den Sondermaßnahmen verbundenen bilanziellen Risiken begrenzt bleiben und auch die Trennung zwischen den Aufgaben der Geldpolitik und der Finanzpolitik gewahrt bleibt.²⁶

3. Zunehmende realwirtschaftliche Divergenzen

Bereits 2008 wies die Europäische Kommission darauf hin, dass makroökonomische Ungleichgewichte bestehen würden, die negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft und die Stabilität der Währungsunion haben können.²⁷ Die realwirtschaftliche Krise ab 2009, die die Mitgliedstaaten der Eurozone in unterschiedlicher Härte erfasste, verstärkte diesen

²⁶ Deutsche Bundesbank 2012 »Monatsbericht Mai 2012: Geldpolitik und Bankgeschäft«, S. 30, [wie Fn. 3].

²⁷ Vgl. Nicolaus Heinen, »Die richtigen Indikatoren und ihre Schwellenwerte«, Januar 2012, in: Makroökonomische Koordinierung: Was kann ein Scoreboard leisten?, S. 5, <http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000267813.pdf> (eingesehen am 08. Juli 2012).

Trend.²⁸

Im Folgenden werden beträchtliche Divergenzen in den öffentlichen Staatschulden, Arbeitslosenzahlen und den Lohnstückkosten zwischen den Mitgliedsstaaten aufgezeigt. Bei den Leistungsbilanzen, den Inflationsraten und den Wachstumsraten ist es hingegen in den vergangenen drei Jahren zu Konvergenzprozessen gekommen.

Bruttoinlandsprodukt und Arbeitslosenrate im Vergleich

Die derzeitige Wachstumsbilanz für die Eurozone fällt nur mittelmäßig aus. Tatsächlich sind die gegenwärtigen Wachstumseinbußen in einigen Ländern fast so gravierend wie auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2009. Besonders beunruhigend sind die unterschiedlichen Wachstumsentwicklungen zwischen den nördlichen und den südlichen Euroländern.

Der wirtschaftliche Einbruch der GRIPS²⁹ Staaten seit 2010 wurde durch die starken Erträge der starken Volkswirtschaften wie Deutschland und Finnland ausgeglichen und bewahrte so die Eurozone vor einer Stagnation im I. Quartal 2012.³⁰ Im II. Quartal 2012 kam es jedoch zu einem Einbruch von -0,4% im Vergleich zum II. Quartal 2011. In Portugal, Italien und Spanien schrumpfte die Wirtschaft. In den Programmländern Portugal und Griechenland sind bereits Strukturreformen auf den Weg gebracht worden, dennoch brauchen diese eine gewisse Zeit um zu greifen, umso die Wirtschaft wieder aufzubauen.³¹

Klar ist jedoch, dass die Schuldenkrise die Wirtschaftskraft in allen Währungsländern nach unten drückt, die bisher noch nicht in die Rezession gerutscht sind. In Frankreich stagnierte die Wirtschaft im II. Quartal 2012 weiter auf 0,3% und könnten sich sogar weiter in eine Rezession entwickeln. Auch Deutschland als Wachstumsmotor, das bisher von seinem exportgestützten und vom Binnenkonsum getragenen Wachstum profitierte, verliert seit 2012 langsam an Triebkraft, bedingt durch die sinkenden Exportzahlen in der Eurozone bei einem Minus von 3,6% im April 2012 und einem Rückgang im II. Quartal auf 1,0%.³²

Abbildung 6 zeigt, dass die Wachstumsraten in fast allen Euroländern seit Beginn der Schuldenkrise im Jahr 2010 einen starken Rückgang

²⁸ Vgl. Daniela Schwarzer, »Zehn Jahre Governance der Eurozone: ökonomische Bilanz und institutionelle Dynamiken jenseits der Vertragsrevisionen«, Januar 2009, S. 17, <http://www.iep-berlin.de/fileadmin/website/09_Publikationen/integraton_2009/volltext/schwarzer1-09.pdf> (eingesehen am 08. Juli 2012).

²⁹ Abkz. Für Griechenland, Italien, Portugal und Spanien

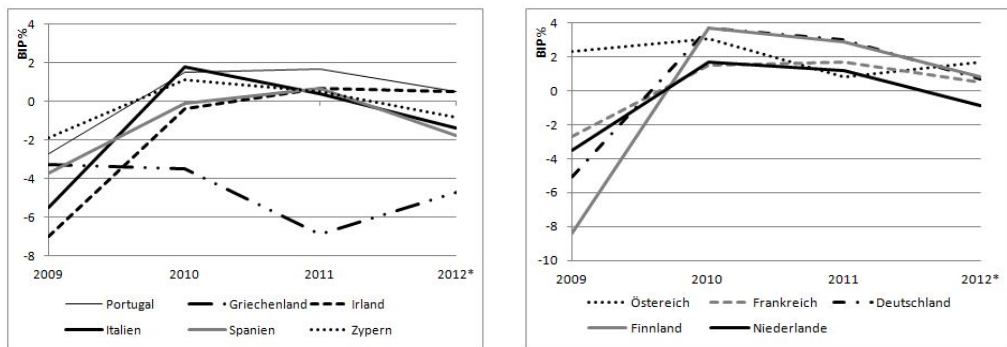
³⁰ Vgl. Spiegel Online, »Anleger ziehen 100 Milliarden Euro aus Spanien ab«, 01. Juni 2012, <<http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/euro-krise-anleger-ziehen-kapital-aus-spanien-ab-a-836404.html>>(eingesehen am 01. Juni 2012).

³¹ Jürgen. Matthes, »Rebalancing der Leistungsbilanzdefizite in den Peripheriestaaten des Euroraum«, März 2012, in: iwKoeln Trends, S. 4, <<http://www.iwkoeln.de/de/studien/iw-trends/beitrag/84161>> (eingesehen am 03. Mai 2012).

³² Vgl. Spiegel Online, »Europas Wirtschaft ächzt unter der Krise«, 08. Juni 2012, <<http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/konjunktur-wirtschaft-in-der-euro-zone-aechzt-unter-der-krise-a-837729.html>> (eingesehen am 08. Juni 2012).

erlitten haben. Betrachtet man den Zeitraum 2009-2011 näher, so scheint es, als ob die Schuldenkrise einer ökonomischen Divergenz vorausgegangen ist, die sich seit 2010 hin zu einer leichten krisenbedingten Konvergenz entwickelt hat. Die wirtschaftlichen Bedingungen haben sich seit 2010 spürbar verschlechtert. Das Ergebnis: ein besorgniserregender Abwärtstrend in der Währungsunion.

Abbildung 6: Wachstumsraten der peripheren und nördlichen Euroländer (2009-2012)



Quelle: Eurostat, Wachstumsrate des realen BIP - Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%), Juni 2012.

Was jedoch die Schuldenkrise in den letzten Monaten besonders negativ beeinflusste und den Wachstumseinbruch katalysiert hat, ist das Ausbleiben ausländischer Investitionen (*Sudden Stop*). Schon seit 2009 bedingt durch die globale Finanzkrise, haben ausländische Investoren ihr Kapital vermehrt aus den peripheren Ländern abgezogen. So fehlten Spanien und Irland plötzlich die Gelder, um deren Immobilienboom weiter zu finanzieren. Durch den Kapitalschwund in Griechenland konnte so nicht länger der griechische Konsum gestützt werden. Infolge der hohen Staatsschulden sowie der hohen Finanzbedingungen, brach die Wirtschaft in den Ländern zusammen und wirkte sich daher negativ auf den dortigen Arbeitsmarkt aus.³³

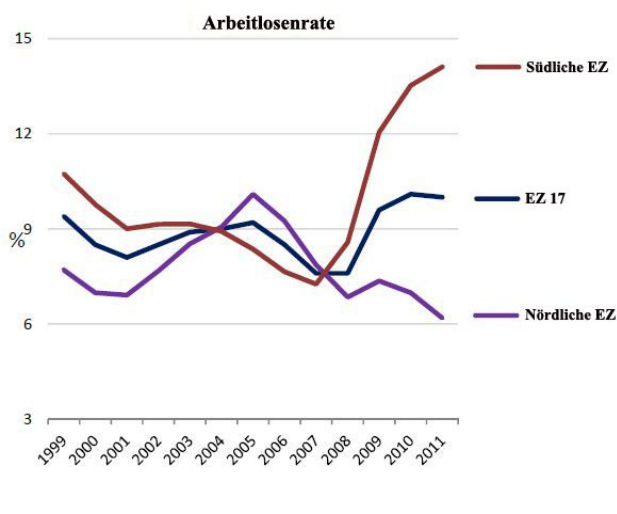
In Abbildung 7 ist die Arbeitslosenrate der nördlichen und der GRIPS Euroländer dargestellt. Diese weist darauf hin, dass sich seit 2008 in den südlichen Ländern der Währungsunion ein relativ hohes Niveau der Arbeitslosigkeit aufgebaut hat, dass seit dem nicht nur in eine Divergenz mit den nördlichen Ländern steht, sondern seit 2010 noch weiter auseinander gedriftet ist. Zu dieser Entwicklung beigetragen haben teilweise die auferlegten Sparmaßnahmen der südlichen Euroländer, die so eine Erholung der Arbeitsmärkte verhindern. Was nicht in der Abbildung erkennbar ist, aber einen großen Teil der hohen Arbeitslosenrate in den südlichen Euroländern ausmacht, ist die hohe Jugendarbeitslosigkeit, die vor allem in Spanien und Griechenland mit knapp 50% besorgniserregend hoch ist.³⁴ Jedoch sind nicht nur die Arbeitslosenraten in der südlichen

³³ Vgl. Silvia Merler/Jean Pisani-Ferry, »Sudden Stops in the Euro Area«, [wie Fn. 6].

³⁴ Vgl. Handelsblatt, »Europa droht eine „verlorene Generation“«, 20. Mai 2012,

Eurozone beunruhigend, sondern auch in Frankreich, dass derzeit eine Rate von 10,2% aufweist.³⁵

Abbildung 7: Arbeitslosenrate in der Eurozone



Südliche EZ: GRIPS
 Nördliche EZ: Deutschland, Finnland, Niederlande, Österreich, Belgien & Luxemburg

Quelle: CEPS, Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or cause of the crisis?, April 2012.

Die negativen Entwicklungen auf den Arbeitsmärkten können die Schulden tragfähigkeit der Krisenstaaten weiter verringern und durch fehlende Investitionen diese Entwicklungen auch mittelfristig fortbestehen lassen. Investitionen im öffentlichen Sektor die zu einer Verbesserung der arbeitsmarktorientierten Aus- und Fortbildung beitragen sowie private (ausländische) Investitionen in bestehende und neue Unternehmen können so Arbeitsplätze schaffen. Jedoch muss jedes der Krisenländer sich als ein leistungsfähiger und zuverlässiger Partner aufstellen, um so beispielsweise private Investitionen in länderspezifische Sektoren voranzutreiben.

Divergierende Lohnstückkosten

In der Währungsunion sind die nominalen Wechselkurse fixiert. Zur Bestimmung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit bedient man sich daher der realen effektiven Wechselkurse, insbesondere den Lohnstückkosten.³⁶ Da durch den Euro der Wechselkurs als nominales Ausgleichs-

<<http://www.handelsblatt.com/politik/international/studie-zur-jugendarbeitslosigkeit-europa-droht-eine-verlorene-generation/6652704.html>> (eingesehen am 07. Juni 2012).

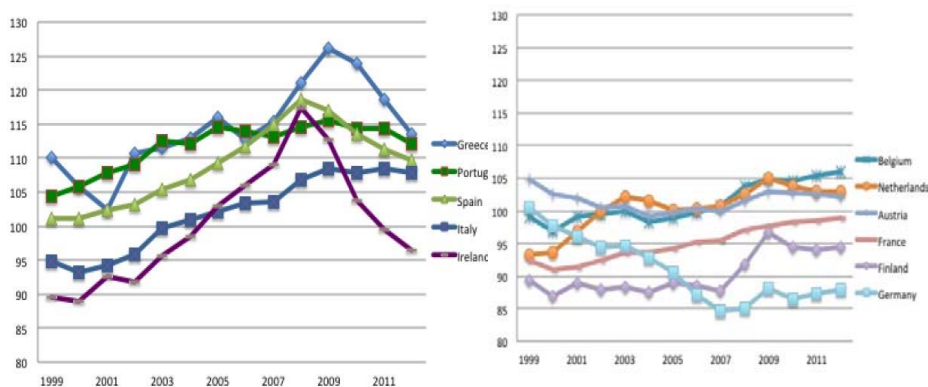
³⁵ Vgl. Eurostat, »Arbeitslosenquote des Euroraums bei 11,0%« 01.Juni 2012, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-01062012-AP/DE/3-01062012-AP-DE.PDF> (eingesehen am 05. Juni 2012).

³⁶ Nicolaus Heinen, »Makroökonomische Koordinierung- Was kann ein Scoreboard-Ansatz leisten?« 13. Januar 2012, in: Deutsche Bank Research, S. 8, <https://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000267813.pdf> (eingesehen am 16. Juli 2012).

ventil entfällt, die Länder jedoch gleichzeitig nicht mit strukturellen Reformen die Lohnstückkosten real angepasst haben, sind die Spannungen in den letzten Jahren eskaliert. Divergierende Arbeitsreformen hatten zur Folge, dass es in der Währungsunion zu unterschiedlichen Lohnstückkosten kam und somit auch zu asymmetrischen Konjunktorentwicklungen.

Betrachtet man die realen Lohnstückkosten der Krisenländer und die der stärkeren Euro-Volkswirtschaften näher, so ist erkennbar, dass die Löhne seit 2007 in den Krisenländern drastisch angestiegen sind (Abbildung 8). Gegenwärtig divergieren die Lohnstückkosten zwischen den südlichen und nördlichen Euroländern sehr stark, auch wenn es seit 2009 zu einer leichten Konvergenz gekommen ist. Allerdings hat sich von den Krisenländern nur Irland dem Niveau der Nicht-Krisenländer angenähert. Die Lohnstückkosten Portugals, Griechenlands und Spaniens haben nur das Vorkrisenniveau von 2007 erreicht, doch sind die Lohnstückkosten immer noch weitaus höher als in den recht stabilen Euroländern wie Deutschland, Frankreich, Österreich und Finnland.

Abbildung 8: Relative Lohnstückkosten der GRIPS (Links) und nördlichen (Rechts) Euroländer



Quelle: Ameco Database und CEPS, *In search of symmetry in the eurozone*, Mai 2012.

Da in den GRIPS Ländern seit Beginn der Währungsunion die Lohnstückkosten stark angestiegen sind, wurden die Länder weniger Wettbewerbsfähig, da durch die hohen Lohnstückkosten auch die Preise anstiegen ließen. Im Vergleich zu Deutschland blieben die Lohnstückkosten über 10 Jahre nahezu konstant, wodurch Deutschland nun wettbewerbsfähiger ist.

Die steigenden Lohnstückkosten sind zum Teil durch die Verfügbarkeit billiger Kredite finanziert worden. In einigen Ländern verschuldete sich der Staat in hohem Umfang und erhöhte die heimische Nachfrage auch noch durch überzogene Gehaltssteigerungen im öffentlichen Sektor. Als Ergebnis der steigenden Einkommen stiegen die Importe, doch die steigenden Löhne und Preise dämpften die Exporte.³⁷ Dauerhaft zu hohe

³⁷ Cesifo, »Bericht zur Lage der europäischen Wirtschaft«, Juni 2011, in: EEAG Report on the European Economy 2011, S. 30. <<http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1205165.PDF>> (eingesehen am 30. April 2012).

Lohnabschlüsse verschlechtern jedoch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit und treiben die Inflation voran.

Wenn sich die Lohnstückkosten in der Eurozone nicht angleichen, belastet das die Wettbewerbsfähigkeit der Krisenstaaten weiter. Die absehbare anhaltende Exportschwäche ist daher ein wichtiges Argument für eine stärkere Koordinierung in der Lohnsetzung, auch wenn hier aufgrund unterschiedlicher Tarifsetzungssysteme und der begrenzten Rolle des Staates in Tarifverhandlungen der Handlungsspielraum recht beschränkt ist.

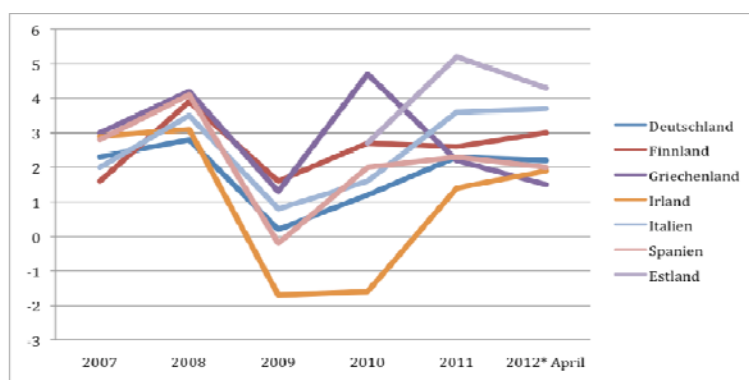
Gefährliche Inflationsunterschiede

Die Inflationsunterschiede zwischen den Ländern haben sich nach einem beispiellosen Konvergenzprozess im Vorfeld der Währungsunion seit 2009 wieder vergrößert. Die Spanne reicht im Juni 2012 von 1,0% in Griechenland über Deutschland mit 2,0% bis zu 3,6% in Italien und 4,4% in Estland (Abbildung 9). Österreich, Belgien und Frankreich weisen Inflationsraten auf, die in etwa dem Durchschnitt des Euroraums entsprechen oder darunter liegen.

Die Abweichung der höchsten und der niedrigsten Teuerungsrate lag im Juni 2012 somit bei 3,3%. Die Spreizung der nationalen Inflationsraten ist zwar nicht mehr so stark wie im Jahr 2010, doch ist eine reale Konvergenz der betrachteten Länder zu einem einheitlichen Niveau nicht eindeutig festzustellen.

Je unterschiedlicher die Teuerungsrate der einzelnen Länder sind, desto unterschiedlicher wirkt sich der EZB-Zins auf die jeweilige volkswirtschaftliche Situation aus. Diese fällt dann entweder expansiv oder restriktiv für einige Länder aus.³⁸

Abbildung 9: Inflationsraten einiger Euroländer (Veränderung der Verbraucherpreise in %)



Quelle: Eurostat, Harmonisierte Verbraucherpreisindizes (HVPI), April 2012.

³⁸ Vgl. Armin Steinbach, »Gefährliche Inflationsunterschiede in der Eurozone«, Juni 2011, in: Wirtschaftsdienst Nr. 6, <<http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2011/6/2583/?PHPSESSID=01d659db8e970e690f00b6d9c>> (eingesehen am 07. Mai 2012).

Vor diesem Hintergrund wirkt sich das derzeitige Inflationsgefälle negativ auf die Eurozone aus. Am Beispiel Italien wird sichtbar, dass eine hohe Inflation von 3,6% die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Italiens verschlechtert, da es den Druck auf die Preise erhöht. Obwohl Länder wie Italien, Spanien und Portugal wegen ihrer hohen Inflationsrate folglich niedrige Realzinsen hatten, verloren sie diese an preislicher Wettbewerbsfähigkeit, da sich die Exporte verteuerten.³⁹ Wohingegen Länder mit einer moderaten Inflationsrate wie Deutschland wettbewerbsfähiger in der Eurozone werden.

Nach dem Wegfall nationaler Geldpolitik bleibt allein die Fiskalpolitik als wirtschaftspolitisches Instrument, umso regionale Unterschiede in der Währungsunion auszugleichen.

Konvergenz in den Handelsbilanzen

Seit Beginn der Staatsfinanzierungskrise werden die hohen Leistungsbilanzen und die verlorene Wettbewerbsfähigkeit in den Krisenländern kritisch betrachtet. Obwohl die Leistungsbilanz im Euroraum von 6,2% (2010) auf 4,1% (2011) gesunken ist und sich die Leistungsbilanz der Eurozone mit dem Rest der Welt weitgehend ausgeglichen entwickelt hat, spiegeln die internen Salden der Länder ein anderes Bild wieder. Im Jahr 2011 wurden die höchsten öffentlichen Defizite als Prozent des BIP in Irland (-13,1%), Griechenland (-9,1%), Spanien (-8,5%), Zypern (-6,3%) sowie in Frankreich (-5,2%) verzeichnet. Die niedrigsten öffentlichen Defizite wurden in Finnland (-0,5%), Luxemburg (-0,6%) und Deutschland (-1,0%) verzeichnet.⁴⁰

In den südlichen Euroländern ist das hohe Handelsdefizit vielmehr Ausdruck einer geringen Wettbewerbsfähigkeit, die folglich die Solvenz dieser Staaten gefährdete, weil die wachsende Auslandsverschuldung keine wachsende Exportfähigkeit entsprach. So ist nicht nur die schwache Exportperformance Treiber des hohen Defizits sondern vielmehr der kreditfinanzierte Importboom der Krisenländer. Wirklich Problem verursachend war daher der Boom der Binnennachfrage, der durch die Kapitalimporte bedingt durch die niedrigen Zinsen bis 2010 dies erst ermöglichte.⁴¹

Abbildung 10 stellt die Außenhandelsbilanzen der Jahre 2009 bis 2011 gegenüber. Dabei zeigt sich, dass sich in Griechenland, Zypern, Portugal, Spanien und Italien die Handelsbilanzen marginal verringert haben. Diese

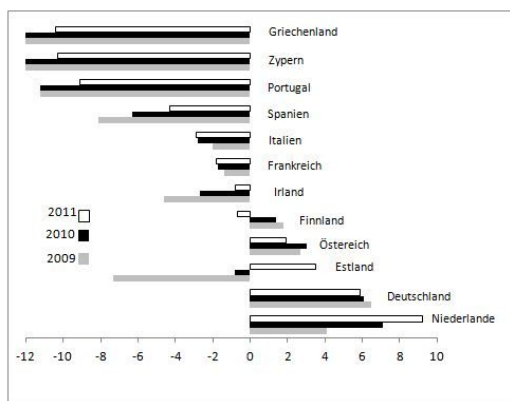
³⁹ Vgl. Armin Steinbach, »Gefährliche Inflationsunterschiede in der Eurozone«, [wie Fn. 38].

⁴⁰ Vgl. Eurostat, »Öffentliches Defizit im Euroraum und in der EU27«, 23. April 2012, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-23042012-AP/DE/2-23042012-AP-DE.PDF> (eingesehen am 08. Juni 2012).

⁴¹ Friedrich Heinemann/ Mathias Jopp, »Wege aus der europäischen Schuldenkrise«, Februar 2012, in: Institut für europäische Politik, S.4. <http://www.iepberlin.de/fileadmin/webste/09_Publikationen/Sonstige/HeinemannJopp_WegeAusDerEuropaeischenSchuldenkrise_Februar_2012__IEP.pdf> (eingesehen am 07. Mai 2012).

Entwicklung legt nahe, dass die Schuldenkrise zu einem Rückgang der Defizite in den oben genannten Ländern geführt hat. Tatsächlich dürfte die Hauptursache für den Defizitabbau eine rückläufige Binnennachfrage in den Krisenländern sein. Mit nachlassender Binnennachfrage sinken jedoch nicht nur die Importe, sondern auch die eigene Produktion im Land, Gehälter und Wohlstand.⁴²

Abbildung 10: Handelsbilanzen der Eurozone



Quelle: Eurostat, *Handelsbilanzen*, Juni 2012.

Anders sieht die Situation der Handelsbilanzen in Frankreich und Finnland aus, bei denen die Exporte seit 2010 nachgelassen haben. Das Leistungsdefizit Frankreichs hat sich erhöht, der finnische Überschuss verringert. Auch Deutschland erleidet seit 2009 einen leichten Rückgang seines Handelsüberschuss, teilweise bedingt durch den sinkenden Absatz in der Eurozone.

Anhand Abbildung 10 ist zudem sichtbar, dass die Handelsdefizite seit 2010 leicht konvergiert sind. Obwohl es zwischen den südlichen und nördlichen Euroländern noch immer große Leistungsbilanzdifferenzen gibt, während die nördlichen Länder Exportüberschüsse und die südlichen Länder Defizite aufweisen, sind die Leistungsbilanzunterschiede zwischen den zwei Zonen zurückgegangen.

Der Rückgang der Handelsdefizite der Krisenländer kann zu einem damit erklärt werden, dass dort bereits hohe Anpassungen vorgenommen wurden und auch die Exporte zuletzt angestiegen sind. Zur gleichen Zeit hat auch die Importdynamik nach gelassen.⁴³ In Griechenland ist der Rückgang des Außendefizits zudem auf die Zahl der Neuaufträge in der Industrie rückzuführen, was somit wieder auf dem Vorkrisenniveau ist.⁴⁴

⁴² Jürgen. Matthes, »Rebalancing der Leistungsbilanzdefizite in den Peripheriestaaten des Euroraum«, S. 8, [wie Fn. 31].

⁴³ Vgl. Daniel Gros, »Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or cause of the crisis?«, 25. April 2012, in: CEPS Policy Brief, S. 4, <<http://www.ceps.eu/book/macro-economic-imbalances-euro-area-symptom-or-cause-crisis>> (eingesehen am 07. Mai 2012).

⁴⁴ Vgl. Daniela Schwarzer, »Neuer Anlauf in und für Griechenland«, März 2012, S. 2, <http://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/aktuell/2012A15_swd.pdf> (eingesehen am 09. Juli 2012.).

Divergierende Haushaltsdefizite

Ein Blick auf die öffentlichen Schuldenstände in der Eurozone zeigt, dass alle Länder bis auf Luxemburg, Slowenien, die Slowakei und Finnland den Schwellenwert von 60% des BIP deutlich überschritten haben. Seit 2009 stieg der Schuldenberg kontinuierlich an, getrieben von der Banken- und Schuldenkrise. Gemessen am BIP ist die Staatsverschuldung in der Währungsunion weiter von 85,3% (2010) auf 87,2% (2011) angestiegen. Am höchsten verschuldet waren 2011 Italien, Griechenland, Irland, Portugal, Zypern und Belgien.⁴⁵ Ohne die finanziellen Rettungsmaßnahmen der EU und der EZB wären einige der Länder zahlungsunfähig gewesen. Abbildung 10 veranschaulicht wie stark die öffentlichen Schulden und die akuten Probleme insbesondere in den GRIPS Staaten sich in den letzten zwei Jahren entwickelt haben.

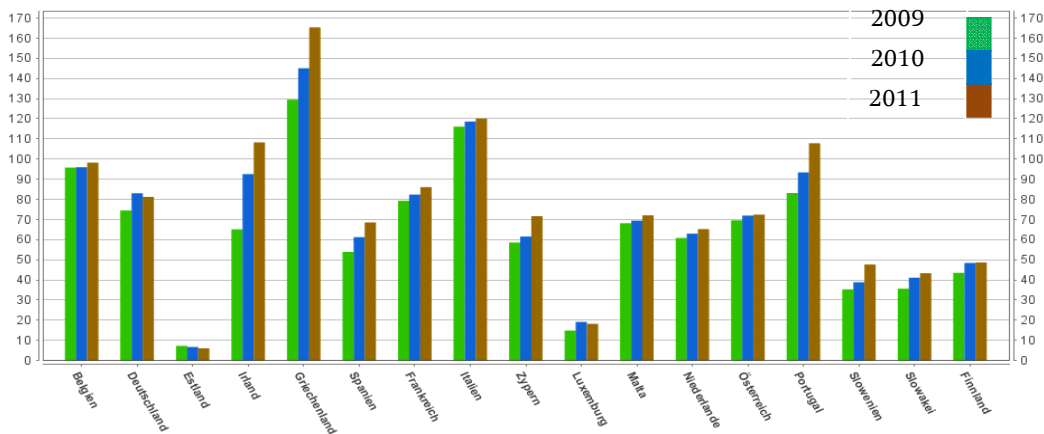
Grundsätzlich sind die hohen Schuldenstände in den GRIPS-Ländern Ausdruck langjähriger ökonomischer Ungleichgewichte, die sich vor allen in den Leistungsdefiziten zeigen, die mit der hohen Staatsschuldenquote durch das Ausland verbunden sind.

Da die Krisenländer viele Jahre mehr Güter importiert als exportiert haben, während gleichzeitig die Gehälter anstiegen, die durch immer neue ausländische Kredite finanziert wurden, konnten die Regierungen nicht mehr ihre Leistungsbilanzen finanzieren.

Somit hat sich die Situation der Krisenländer in den letzten drei Jahren drastisch verschlechtert. Deutschland, als größter Geber des Rettungsschirms, konnte hingegen seinen Schuldenstand seit 2010 von 83% auf 81% des BIP verringern konnte. Weitere stabile Volkswirtschaften, wie Österreich, Niederlande und Finnland konnten ebenfalls ihren Schuldenstand stabilisieren. Sichtbar wird somit, dass das Schuldenstandgefälle seit 2010 zwischen den nördlichen und südlichen Euroländern weiter angestiegen ist.

⁴⁵ Vgl. Eurostat, »Statistiken der öffentlichen Finanzen«, Juni 2012, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Government_finance_statistics/de> (eingesehen am 07. Juni 2012).

Abbildung 11: Öffentlicher Schuldenstand in % des BIP von 2009 bis 2011



Quelle: Eurostat 2012, Öffentlicher Schuldenstand in % der Euroländer.

Zusammenfassung

Die Analyse der realwirtschaftlichen Kennzahlen ergibt ein ambivalentes Bild. Da sich auf der einen Seite die bereits bestehenden Divergenzen im öffentlichen Schuldenstand und in der Arbeitslosenrate weiter verstärkt haben, sind auf der anderen Seite leichte Konvergenztendenzen bei den Wachstumsraten, den Lohnstückkosten, den Leistungsbilanzen und den Inflationsraten entstanden. Besorgniserregend ist hier die krisenbedingte Konvergenz in den Wachstumsraten, da dies zeigt, dass auch der Wachstumsmotor in Deutschland und Frankreich langsam nachlässt. Jedoch sind die anderen Angleichungen der Indikatoren ein gutes Zeichen, das zeigt, dass Umstrukturierungen in den Krisenländern durchgeführt wurden.

4. Fazit

Die vorliegende Analyse hat gezeigt, dass die Auswirkungen der Banken- und Schuldenkrise in den Finanzmärkten bereits enorm vorangeschritten ist und nicht nur Griechenland, Irland und Portugal zahlungsunfähig machten, sondern auch zu massiven Problemen in den spanischen Bankensektor geführt hat. Erkennbar ist, dass besonders schwache und marode Bankensektoren wie in den Peripherieländern, die Krise weiter eskalieren lassen können und so große Unsicherheiten in der ganzen Eurozone verursachen. Die Situation an den Geld- und Anleihemärkten spiegelt diese Unsicherheiten klar wider, indem sie so zu einem Rückgang der Kapitaleinlagen beitragen, Risikoprämien auf Anleihen in den Peripherieländern ansteigen und folglich das Vertrauen in den Krisenländern schwinden lassen. Die robusten nördlichen Euro-Volkswirtschaften werden hingegen als *sicherer Hafen* gesehen und erhalten somit bessere Finanzbedingungen. Ein Auseinanderdriften zwischen den nördlichen und südlichen Ländern ist dabei die Konsequenz.

Eine andere Tendenz spiegelt sich in den BIP-Wachstumsraten wider. Da nicht nur die Krisenländer unter einer Rezession leiden, sondern auch die

starken Euroländer die Folgen der Krise in Form von Konjunkturrückgängen (Deutschland) spüren, besteht nun die Gefahr, dass auch die starken Euroländer in eine Rezession abrutschen (Frankreich) können. Viele der Euroländer sind seit der Beginn der Banken- und Schuldenkrise in eine wirtschaftliche Abwärtsspirale gefallen und reißen zudem auch andere Wachstumsmotoren mit sich, was zu einer krisenbedingten Konvergenz führt.

In den Leistungsbilanzen ist eine ähnliche Entwicklung erkennbar, da trotz immer noch großer Unterschiede in den Handelsbilanzsalden das Gefälle seit 2010 marginal zurückgegangen ist. In Deutschland ist der Rückgang des Leistungsüberschusses durch die sinkenden Exportverkäufe in der Eurozone zu erklären, wohingegen, die südlichen Länder ihr Defizit reduzieren konnten indem sie Anpassungen vorgenommen haben und so sich ihre Importe verringert und Exporte erhöht haben.

Abschließend ist festzuhalten, dass die Eurozone in den nächsten Monaten mit vielen finanz- und wirtschaftspolitischen Herausforderungen konfrontiert sein wird, um ein weiteres Auseinanderdriften sowie eine negative krisenbedingte Konvergenz der Eurostaaten zu verhindern.

Abkürzungsverzeichnis

BIP	Bruttoinlandsprodukt
EZB	Europäische Zentralbank
EONIA	Euro Over-Night-Index-Average
GRIPS	Griechenland, Italien, Portugal Spanien