



Gastkommentar von Franz Nauschnigg

Keine Währungs- sondern Banken- und Staatsschuldenkrise

Der Euroraum ist derzeit von einer sich gegenseitig verstärkenden Banken- und Staatsschuldenkrise betroffen. Der Euro schützt die Euroländer vor Währungskrisen, nicht jedoch vor Banken- und Staatsschuldenkrisen. Die Krise im Euroraum ist daher nicht wie verschiedentlich dargestellt eine Krise des Euro, sondern eine Banken- und Staatsschuldenkrise einiger Mitgliedsländer.

Deregulierte Finanzmärkte sind instabil und entwickeln immer wieder Boom/Bust-Zyklen, die zu Finanzkrisen führen. Finanzmärkte wurden historisch immer wieder von Manien, spekulativen Übertreibungen, Paniken und häufigen Krisen gekennzeichnet. Studien zeigen, dass es historisch immer wieder regionale und auch globale Finanzkrisen gab. Der Vergleich der jüngsten Krise mit früheren globalen Krisen führt zu einem Déjà-vu. Die schwersten wirtschaftlichen Wachstumsverluste zeigten Bankenkrisen mit durchschnittlich 10,7 Prozent des BIP, wobei die Jahre 1931/32 die schwersten Wachstumsverluste (28,3 Prozent des BIP) aufwiesen. Nach einer relativ stabilen Phase im Bretton-Woods-System, das als Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise der 1930er geschaffen wurde und sich durch stark regulierte Finanzmärkte auszeichnete, kam es nach dessen Zusammenbruch 1971 und der danach betriebenen Deregulierung der Finanzmärkte wieder verstärkt zu Finanzkrisen. Laut IWF gab es von 1970 bis 2011 etliche Finanzkrisen: 218 Währungs-, 147 Banken- und 66 Staatsschuldenkrisen, oft in Kombination. Die schwersten wirtschaftlichen Verluste entstanden durch Bankenkrisen in den Industrieländern, die im Schnitt Wachstumsverluste von 32,9 Prozent des BIP und einen Anstieg der

Staatsschulden um 21,4 Prozent des BIP brachten; die direkten budgetären Kosten für die Bankenrettung waren mit 3,8 Prozent des BIP relativ gering.

Die jüngsten Finanzkrisen in Europa haben die Anfälligkeit ge-

zeigt. In Europa gibt es voll liberalisierte Finanzmärkte, aber eine relativ schwache europäische Finanzarchitektur. Die Budgetüberwachung durch die EU erwies sich als unzureichend.

Die Fragmentierung der Anleihemärkte für Staatsanleihen im Euroraum erlaubt es den Finanzmärkten, gegen die Staatsschulden einzelner Länder (auf steigende Zinsen beziehungsweise CDS-Spreads oder fallende Anleihekurse) und damit auch gegen die Existenz des Euroraumes insgesamt zu spekulieren, indem sie systematisch ein Land nach dem anderen angreifen.

Als Folge der Krise wurde in der EU, insbesondere im Euroraum, die Überwachung der Budgetpolitik, Strukturpolitik und der Volkswirtschaften der Mitglieder massiv verbessert; zusätzlich haben 25 Mitgliedstaaten einen Fiskalpakt mit Schuldenbremse geschlossen. Zur Krisenprävention wurden EU-Aufsichtsbehörden für Banken, Versicherungen Kapitalmärkte geschaffen, ein European Systemic Risk Board (ESRB) zur Frühwarnung vor systemischen Risiken eingerichtet und die Finanzmarktregulierung verstärkt. Weiters hat die EU gemeinsam

mit IWF und EZB Krisenländern unter die Arme gegriffen.

Musterschüler in der Krise

Dennoch sind im Juni weitere Staaten, insbesondere Spanien und Italien, an den Anleihemärkten unter Druck gekommen. Dies,

obwohl der Euroraum heuer insgesamt bei Defizit und Verschuldung wesentlich besser dasteht als die USA oder Japan. Dabei waren Länder wie Irland und Spanien vor der Finanzkrise Muster Schüler in ihrer Fiskalpolitik und hielten den EU-Stabilitäts- und Wachstumspakt ein.

Durch die Fragmentierung der Anleihemärkte im Euroraum können einzelne Euroländer den Zugang zur Finanzierung der Staaten verlieren (Griechenland, Irland, Portugal werden durch Euroraum und IWF finanziert) oder nur zu sehr hohen Zinsen (Spanien, Italien) aufrechterhalten. Diese hohen Zinsen bremsen wiederum das Wachstum und damit die Beschäftigung und erhöhen die Budgetdefizite.

Eine systemische Lösung für das Problem der Spekulation gegen Anleihen und den Euroraum an sich ist die Beendigung der Fragmentierung der Anleihemärkte

im Euroraum durch eine gemeinsame Finanzierung der Länder. Die Schwierigkeit dabei ist, dies ohne „Moral Hazard“ mit einer Schwächung der Budgetdisziplin in schwächeren Ländern zu schaffen. Eine Arbeitsgruppe der Europäischen Liga für Wirtschaftliche Zusammenarbeit (ELEC), der ich auch angehörte, hat dazu einen Vorschlag ausgearbeitet, den „Euro T-Bill Fund“, der die folgenden Elemente enthält:

1. Finanzierung der Euroländer durch Schaffung eines temporären Euro T-Bill Fund für 4 Jahre.
2. Mitgliedstaaten, die einem Programm unterliegen - derzeit Griechenland, Irland und Portugal - können nicht teilnehmen.
3. Schaffung des Euro T-Bill Fund durch einen separaten Vertrag.
4. Der Euro T-Bill Fund wird temporär für 4 Jahre errichtet und

läuft dann automatisch aus, wenn nicht in der Zwischenzeit ein Nachfolger beschlossen wird.

5. Die Größe des Euro T-Bill Fund muss ausreichen, um die kurzfristigen Ausleihungen zu ersetzen - etwa 600 Milliarden Euro.

6. Die Finanzierung erfolgt durch die Ausgabe von Euro T-Bills mit einer maximalen Laufzeit von 2 Jahren; teilnehmende Mitgliedstaaten können weiterhin Anleihen mit einer Laufzeit über 2 Jahre begeben, allerdings nicht darunter.

7. Die Mitgliedstaaten zahlen dem Euro T-Bill Fund seine Zinskosten und eine kleine Gebühr für die Verwaltungskosten.

8. Der Euro T-Bill Fund erhält eine umfassende Garantie aller teilnehmenden Mitgliedstaaten (joint and several), das heißt, alle Staaten garantieren für die gesamten *Schulden*.

9. Zur Vermeidung von „Moral Hazard“ zahlen die Mitgliedstaaten je nach Höhe ihrer Defizite und Schulden einen vorher festgelegten Aufschlag. Sollte ein Staat wiederholt die Regeln missachten, kann er von den anderen aus dem Euro T-Bill Fund ausgeschlossen werden beziehungsweise würde dieser Staat wahrscheinlich auch nicht in eine allfällige Nachfolge-*regelung* aufgenommen werden.

10. Die Verwaltung erfolgt durch die Staatsschulden, aufgebaut wie das Eurosystem.

Solidarität stärken

Insgesamt ist der Euro T-Bill Fund daher ein Ausdruck von Solidarität zwischen den Euroländern. Solidarität kann jedoch nie nur eine Einbahnstraße sein: Die finanziell stärkeren Staaten unterstützen die schwächeren, diese müssen jedoch Reformen umsetzen, die ihre *Fiskalposition* stärken und sie damit in die Lage versetzen, ihren Verpflichtungen nachzukommen.

Um die Risiken für die starken Länder zu verringern und die Solidarität zu stärken, könnten *Steuereinnahmen* als Besicherung für den Euro T-Bill Fund zweckgewid-

met werden. Zum Beispiel könnten sich die Länder verpflichten, ihre Einnahmen aus der Finanztransaktionssteuer zweckgewidmet für die Rückzahlung der Finanzierungen aus dem Euro T-Bill Fund zu verwenden.

Durch die hohe Liquidität der vom Euro T-Bill Fund ausgegebene Euro T-Bills ist zu erwarten, dass die Liquiditätsprämie für sie sinkt und so eine sehr günstige Finanzierung erfolgen kann. Und die Einführung des Euro T-Bill Fund würde es erlauben, das Ankaufprogramm des Eurosystems für Staatsanleihen SMP zu beenden.

Zur Person



Franz Nauschnigg

ist Leiter der Abteilung für Integrationsangelegenheiten und Internationale Finanzorganisationen in der Oesterreichischen Nationalbank.



Der Euro muss geschützt werden. Foto: dpa/dpaweb/dpa/Uli Deck