

**Dr. h. c. Rudolf Böhmler**  
Mitglied des Vorstands  
der Deutschen Bundesbank

**Schuldenkrise im Euro-Raum:  
Herausforderungen für die Europäische Währungsunion**

Einführungsvortrag bei der Konferenz  
„Finance meets Media – Media meets Finance“  
im Rahmen der 14. Euro Finance Week  
in Frankfurt am Main  
am 16. November 2011

- Es gilt das gesprochene Wort -

Meine sehr verehrten Damen und Herren,

vielen Dank Herr Dr. Maleki für die freundliche Begrüßung. Persönlich wünsche ich Ihnen, dass Sie mit der 14. Euro Finance Week die Reihe Ihrer großen Erfolge der vergangenen Jahre fortsetzen können.

Seit Juli 2007 bin ich Mitglied des Vorstands der Deutschen Bundesbank. Der Juli 2007 bedeutete gleichzeitig den Beginn einer Krise (IKB), die uns nun alle in unterschiedlichen Ausprägungen und Formen über vier Jahre beschäftigt. Auch für mich waren diese Jahre voller Spannung, manchmal auch von Dramatik geprägt.

Ich freue mich, dass das Podium heute so hervorragend besetzt ist und bin auf die Diskussion gespannt.

Herr Dr. Maleki hat mich um einen Einführungsvortrag gebeten. Diesen Wunsch reduziere ich auf ein kurzes Impulsreferat. Damit möchte ich einen kleinen Anstoß für die Diskussionsrunde geben.

Die Währungsunion erlebt derzeit die schwerste Bewährungsprobe seit ihrem Bestehen, und die Maßnahmen zur Bekämpfung der Schuldenkrise haben den Rahmen der Währungsunion und ihre Grundprinzipien spürbar erschüttert. Mit den jüngsten politischen Turbulenzen in Italien und Griechenland hat die Krise einen neuen Höhepunkt erreicht.

Der Beginn dieser Krise (vorher hatten wir ja die Bankenkrise) liegt nun schon mehr als zwei Jahre zurück. Als erstes Land wurde Griechenland vom massiven Vertrauensverlust der Finanzmärkte getroffen, zumal als die Regierung im Herbst 2009 ihre Defizitzahlen drastisch nach oben korrigieren musste. Was folgte, waren wiederholte Herabstufungen durch die großen Ratingagenturen und steigende Risikoprämien an den Finanzmärkten.

Die griechische Regierung sah sich schließlich vom Kapitalmarkt nahezu abgeschnitten, so dass sie finanzielle Unterstützung durch den IWF und die Partnerländer des Euro-Raums erbitten musste.

Im Rahmen des ersten ad hoc vereinbarten Griechenland-Pakets wurden im Frühjahr 2010 Kredite der übrigen Länder des Euro-Raums und des IWF in Höhe von insgesamt 110 Mrd. Euro versprochen. Die Kreditzusagen wurden an strenge Auflagen gebunden; Griechenland wurde ein harter Konsolidierungskurs vorgeschrieben.

Vor dem Hintergrund einer drohenden Ansteckung weiterer Länder des Euro-Raums wurde im Mai 2010 der Euro-Rettungsschirm EFSF mit einem Volumen von 440 Mrd. Euro gegründet. Diese Europäische Finanzstabilisierungsfazilität haben bislang Irland und Portugal in Anspruch genommen.

Die Hauptverantwortung für die finanziellen Schieflagen und die gesamtwirtschaftlichen Fehlentwicklungen liegt sicher bei den betroffenen Ländern. Die Schuld ist aber auch nicht nur in Europa zu suchen, wie uns die USA bei der IWF-Herbsttagung in Washington vor wenigen Wochen

einzureden versuchten. Die Finanzkrise machte aber offensichtlich, dass eine Reihe von europäischen Ländern jahrelang „über ihre Verhältnisse gelebt hatten“. Die Einführung der gemeinsamen Währung hat in Ländern, deren Währung nicht so stark wie die D-Mark war, zu niedrigeren Zinsen geführt. Leider wurde diese „Euro-Dividende“ von einigen Ländern völlig falsch genutzt. Zum Beispiel für viel zu hohe Staatsausgaben, die sich leichter finanzieren ließen – denken Sie an die hohen Defizite in Griechenland. Kapitalzuflüsse aus dem Ausland wurden in nicht produktive Verwendungen gelenkt – denken Sie an hundertausende leer stehender Wohnungen in Irland und Bauruinen in Spanien. Zudem gab es in den Ländern an der Peripherie des Euro-Raums ein starkes Lohnwachstum, das aber nicht durch entsprechende Produktivitätssteigerungen gedeckt war. So haben die Länder über Jahre hinweg permanent an Wettbewerbsfähigkeit verloren.

Im Ergebnis waren die betroffenen Volkswirtschaften verwundbar, und die Finanzkrise hat diese Verwundbarkeit schonungslos offengelegt. Es wäre indes eine verengte Sichtweise, die Schuld allein dort zu sehen.

Denn nicht zu bestreiten ist, dass es die großen Länder Deutschland und Frankreich waren, die sich in den Jahren 2003 bis 2005 dafür einsetzten, den Stabilitätspakt so zu reformieren, dass er im Ergebnis merklich geschwächt, oder besser gesagt, ihm „die Zähne gezogen“ wurden. Als dann in der Mitte des Jahrzehnts ein neuer wirtschaftlicher Aufschwung einsetzte, verpassten viele Länder die Chance, ihre Haushalte zu konsolidieren.

Im Falle Griechenlands stellte sich zudem heraus, dass die statistische Basis unzureichend war, und das ist noch eine sehr vornehme Beschreibung; die Defizitzahlen mussten wie gesagt im Nachhinein deutlich nach oben korrigiert werden. Heute wissen wir, dass Griechenland in keinem einzigen Jahr das 3%-Defizitkriterium von Maastricht eingehalten hat.

Mit der erneuten Verschärfung der Staatsschuldenkrise im Sommer 2011 wuchsen indes die Zweifel, ob die bereitstehenden Mittel ausreichen, um die Schuldenkrise unter Kontrolle zu bekommen.

Vor diesem Hintergrund fassten die Staats- und Regierungschefs der Euro-Staaten im Juli dieses Jahres weitreichende Beschlüsse zur Aufstockung der Griechenlandhilfen und zur Ausweitung der Handlungsmöglichkeiten des Rettungsschirms.

Zusätzlich wurde im Juli eine freiwillige Beteiligung des privaten Sektors ausgehandelt, die aber nur einen geringen Beitrag zur Verbesserung der Tragfähigkeit der griechischen Staatsfinanzen leistete.

Zu den Beschlüssen vom Juli zählte ferner, dass die Zinsbedingungen für Griechenland gelockert werden.

Kritisch hat die Bundesbank in diesem Zusammenhang die Beschlüsse zur Flexibilisierung des Rettungsschirms gesehen.

Dass mit der Option von Sekundärmarktkäufen durch die EFSF nun wiederum das Eurosystem selbst von den umstrittenen Anleihekäufen entlastet werden kann, ist nur ein vermeintlicher Vorteil. Fakt ist, dass Anleihekäufe in jedem Fall ein ziemlich teures Instrument sind, um Krisenstaaten das Leben zu erleichtern. Schließlich müssen gewaltige Summen bewegt werden, um den Staaten vorübergehend etwas günstigere Refinanzierungsbedingungen zu verschaffen, ganz zu schweigen davon, dass im Ergebnis weitere Risiken vom Privatsektor auf den Staat und damit den Steuerzahler verschoben werden.

Mit den Änderungen des EFSF-Rahmenvertrages bekam der Rettungsschirm ein maximal effektives Ausleihvolumen in Höhe von 440 Mrd. (vorher waren es nur nominal 440 Mrd.), wozu aber der Garantierahmen auf 780 Mrd. Euro erhöht werden musste.

Natürlich können viele Bürgerinnen und Bürger diese komplizierten Sachverhalte kaum nachvollziehen. Nicht umsonst ist heute die Euro-Schuldenkrise Angstmacher Nr. 1 für die Deutschen. Deshalb wird oft ganz pointiert die Frage gestellt: „Was kostet dies am Ende den Steuerzahler?“ Sollte z. B. die EFSF vollumfänglich genutzt werden, haftet der deutsche Steuerzahler mit etwa 211 Mrd. Euro. So hoch kann der Schaden ausfallen, wenn alle Kredite nicht zurückgezahlt werden. Das ist ungefähr ein Zwölftel der deutschen Wirtschaftsleistung pro Jahr; pro Bundesbürger entspricht es einer Summe von mehr als 2.500 Euro. Bislang ist freilich nur ein kleiner Anteil des Gesamtvolumens in Anspruch genommen oder fest zugesagt worden.

Immerhin – und das ist vielleicht etwas beruhigend – bedürfen Entscheidungen über Hilfsprogramme und ihre Ausgestaltung der Einstimmigkeit, so dass Deutschland praktisch über ein Vetorecht verfügt.

Auf den Finanzmärkten sorgten die Beschlüsse vom Juli indes nur vorübergehend für Beruhigung. Noch bevor die Aufstockung der EFSF in trocknen Tüchern war, wuchsen bereits die Zweifel daran, ob der erweiterte Rettungsschirm ausreicht, um die Krise einzudämmen. Hierzu trugen insbesondere wachsende Sorgen um die beiden großen Südländer Italien und Spanien bei.

Somit wurden die europäischen Gipfeltreffen Ende Oktober wieder einmal zu schicksalsträchtigen Ereignissen hochstilisiert, zum „Endspiel um den Euro“ – wie beispielsweise der Spiegel schrieb. Das Urteil über die Beschlüsse von Brüssel fällt gemischt aus.

Zunächst einmal wurden weitere Hilfen für Griechenland in Höhe von 100 Mrd. Euro vereinbart, und es wurde ein höherer Schuldenschnitt mit den privaten Gläubigern ausgehandelt. Mit dem angekündigten Schuldenschnitt von 50 % fiel die Privatsektorbeteiligung wesentlich üppiger aus als im Juli beschlossen. Allerdings müssen die einzelnen Banken und Versicherungen dieser Vereinbarung noch zustimmen – eine Entscheidung, die wegen der politischen Turbulenzen in Griechenland vorläufig auf Eis gelegt worden ist.

Unter Anreizgesichtspunkten ist die Beteiligung des Privatsektors durchaus zu begrüßen: Wer riskante Anlagen tätigt, muss auch für die Risiken eintreten.

Fatal wäre es allerdings, wenn der Eindruck entstünde, dass ein Schuldenschnitt ein bequemer Ausweg für überschuldete Staaten ist. Der Schuldenschnitt darf nicht zu nachlassendem Sparwillen in Griechenland führen.

Die jüngsten politischen Turbulenzen (Referendum ja/nein?, Neuwahlen ja/nein?, Übergangsregierung ja/nein?) haben erneut Zweifel daran aufkommen lassen, dass Griechenland gewillt ist, den Sparkurs konsequent fortzusetzen und die Bedingungen einzuhalten. Klar sollte sein: Wenn sich Griechenland seinerseits nicht an die Abmachungen halten sollte, entfällt die Grundlage für weitere Finanzhilfen. Deswegen ist es auch richtig, dass die Auszahlung der nächsten Tranche aus dem Griechenland-Hilfspaket erst einmal auf Eis gelegt wurde, bis sich die neue griechische Regierung klar zu den Vereinbarungen bekannt hat.

Mit Lukas Papademos hat Griechenland nun einen ausgewiesenen Finanzmarktexperten an der Spitze. Viele von Ihnen kennen ihn. An seiner Expertise kann kein Zweifel bestehen. Ich wünsche ihm, dass er die Durchsetzungskraft und die Unterstützung hat, die notwendigen und vereinbarten Schritte in den kommenden Monaten auch umzusetzen.

Um das effektive Handlungsvermögen der EFSF zu erhöhen, haben die Staats- und Regierungschefs entschieden, dass die Mittel der EFSF „gehebelt“ werden können. Dazu wurden zunächst einmal zwei Optionen beschlossen, von denen das eine Modell eine teilweise Absicherung von neu emittierten Staatsanleihen vorsieht. Das andere – unseres Erachtens noch



problematischere Modell – sieht die Einrichtung einer Investmentzweckgesellschaft vor. Der Idee nach sollen neben der EFSF institutionelle Anleger wie zum Beispiel Staatsfonds aus Asien Geld einzahlen, wobei die EFSF aber das größte Verlustrisiko tragen wird.

Es ist – das sage ich ganz offen – ein Modell, das frappierend an die Finanzprodukte erinnert, die uns 2007 die Finanzkrise maßgeblich eingebrockt haben. Ich weiß nicht, ob es so klug ist, mit solchen Instrumenten das Feuer jetzt wieder austreten zu wollen. Der maximale Verlust der Garantie gebenden Länder steigt dadurch zwar nicht, insbesondere beim zweiten Modell der zu erwartende Verlust aber sehr wohl.

Die Begeisterung der potenziellen Investoren hält sich – das haben die jüngsten Erfahrungen gezeigt – offenbar in Grenzen. Wenig Verständnis habe ich dafür, wenn zur Lösung dieses „Problems“ nun wieder primär auf die Notenbanken geschaut wird.

So kam die Idee auf, die IWF-Sonderziehungsrechte, die von den Notenbanken des Eurosystems gehalten werden, zu bündeln und zur weiteren Hebelung der EFSF zu verwenden. Der Vorschlag stieß allerdings auf entschiedene Ablehnung der Bundesbank, die die Währungsreserven der Bundesrepublik Deutschland verwaltet.

Es wäre ein Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung, und es wäre auch ein Eingriff in die Unabhängigkeit der Notenbanken, wenn eine solche Zweckentfremdung von Währungsreserven zugelassen würde. Die

Schuldenkrise im Euro-Raum lösen wir jedenfalls bestimmt nicht dadurch, dass wir sozusagen deutsches Volksvermögen ins Pfandhaus tragen.

Im Hinblick auf die Eigenkapitalausstattung der Banken wurde in Brüssel beschlossen, dass die europäischen Banken bis zur Jahresmitte 2012 ihre harte Kernkapitalquote auf mindestens 9 % erhöhen müssen, und zwar nach Neubewertung der von ihnen gehaltenen Staatsanleihen. Diesen Beschluss haben wir sehr begrüßt, zumal die höheren Risikopuffer nicht nur die Banken sicherer machen, sondern auch das Eurosystem von Risiken entlasten.

Unter dem Strich fällt mein Urteil zum EU-Gipfel also sehr gemischt aus. Der entscheidende und letzte Schritt zur Bewältigung der Schuldenkrise im Euro-Raum war er sicherlich nicht.

Es war jedoch – das darf man nicht verkennen – ein weiterer Schritt in Richtung Gemeinschaftshaftung oder der Vergemeinschaftung von Risiken. Dies ist umso bedenklicher, als die ins Auge gefassten Änderungen am Regelwerk der Währungsunion nicht den Anforderungen für einen dauerhaft tragfähigen Rahmen entsprechen. Zwar werden Vertragsänderungen in Aussicht gestellt. Eine klare Richtungsentscheidung steht aber nach wie vor aus.

Um keine Missverständnisse aufkommen zu lassen: Ich halte eine stärkere Gemeinschaftshaftung durchaus für ökonomisch vertretbar, aber nur dann, wenn, und das ist ein entscheidender Punkt, zuvor Durchgriffsrechte auf die nationalen Haushalte beschlossen werden, die bei nachhaltigen Verstößen

gegen die gemeinsamen Regeln gelten. Denn die jüngsten Ereignisse in Griechenland und Italien zeigen mit aller Deutlichkeit: Wenn Länder weiterhin selbstständig über ihre Finanzpolitik und die Risiken entscheiden, die sie mit ihrer Politik eingehen, die Folgen dieser Politik dann aber auf alle umgelegt werden, ist das kein stabiler Ansatz – weder ökonomisch noch politisch.

Eine nachhaltige Krisenbewältigung wird meines Erachtens nur dann gelingen, wenn sich die europäische Politik auf einen klaren Kurs und eine konsistente, d.h. eine in sich schlüssige und dauerhaft tragfähige Lösung einigt.

Dabei bieten sich nach Auffassung der Bundesbank nur zwei Optionen an: Entweder man entscheidet sich dafür, das bestehende Rahmenwerk der Währungsunion grundsätzlich beizubehalten; dann muss seine Funktionsfähigkeit aber durch entsprechende Reformen verbessert werden, was insbesondere einen Stabilitätspakt mit wirklich automatischen Sanktionen verlangt. Man könnte diese Option umschreiben mit „Zurück nach Maastricht, aber diesmal richtig“.

Oder man entscheidet sich dafür, Europa auf eine neue Integrationsstufe zu heben, indem die Wirtschafts- und Währungsunion um eine deutlich stärkere Vergemeinschaftung der Finanzpolitik ergänzt wird.

Dabei verlangt ein solcher Schritt nicht zwangsläufig die Einführung von Eurobonds. Ebenso wenig sind wie in einer echten Fiskalunion zentrale Entscheidungen über Einnahmen und Ausgaben in den Ländern zwingend, so dass in Brüssel entschieden würde, wie viel Geld wir für Bildung oder

Straßenbau ausgeben. Es bedeutet auch nicht, dass die Steuern in Europa vereinheitlicht werden müssen und schon gar nicht, dass ein Finanzausgleich im Stile unseres deutschen Länderfinanzausgleichs kommt.

Die Mitgliedstaaten müssten jedoch – und daran führt kein Weg vorbei – dazu bereit sein, Souveränitätsrechte an Brüssel abzugeben. Sie müssten einem zentralen Akteur das Recht einräumen, im Falle von Verletzungen der fiskalischen Regeln in die öffentlichen Finanzen einzugreifen, zum Beispiel, indem einem hochdefizitären Land vorgeschrieben wird, Steuern zu erhöhen oder bestimmte Ausgaben zu kürzen.

Die Verwirklichung dieser Option benötigt natürlich entsprechende Mehrheiten in Bevölkerung und Parlamenten. Immerhin bedürfte es zur Umsetzung erheblicher Vertragsänderungen. Auch in den nationalen Verfassungen bestünde Anpassungsbedarf, wobei zum Beispiel in Deutschland den engen Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts Rechnung zu tragen wäre. Der Präsident der Bundesverfassungsgerichts, Professor Voßkuhle, hat hierzu auch schon warnend den Finger gehoben.

Welchen der beiden Wege wir einschlagen sollen, muss letztlich die Politik entscheiden. Angesichts der gegenwärtig herrschenden Unsicherheit sollte die Entscheidung aber bald getroffen werden. Denn solange die Politik keine klare Richtungsentscheidung über die Zukunft der Währungsunion trifft, wird es nach Ansicht der Deutschen Bundesbank nur schwer gelingen, die Schuldenkrise im Euro-Raum nachhaltig in den Griff zu bekommen.

Kein Zweifel!

Deutschland profitiert enorm von der Gemeinschaftswährung. Diesen Satz kann man nicht oft genug wiederholen! Aber es wurden Fehler bei und nach der Einführung des Euro gemacht, die uns heute das Leben wirklich schwer machen.

Es ist nicht der Euro, der uns Probleme bereitet, sondern das Versäumnis der Politik, den Anforderungen einer Währungsunion gerecht zu werden. Wie sagte kürzlich Altbundeskanzler Helmut Schmidt bei der Abschiedsfeier für EZB-Präsident Trichet: „Das Gerede von der Krise des Euro ist leichtfertiges Geschwätz von Politikern und Journalisten.“ In Wahrheit handele es sich „um eine Krise der Handlungsfähigkeit der politischen Organe“.

Nichtsdestotrotz ist die Schuldenkrise eine Bewährungsprobe für den Euro und die Währungsunion. Umso wichtiger ist es, dass die Notenbanken sich klar zu den Prinzipien einer funktionsfähigen Währungsunion bekennen. Die Bundesbank steht hinter dem Euro. Gerade deswegen setzen wir uns dafür ein, dass die Währungsunion auf ein solides Fundament gestellt wird.

Wenn es gelingt, das Finanzsystem insgesamt stabiler zu machen, Haushalts- und Strukturprobleme in den Mitgliedsländern entschlossen anzupacken und das EU-Rahmenwerk so zu reformieren, dass die Mitgliedstaaten stärker und wirkungsvoller auf eine stabilitätsorientierte Politik verpflichtet werden, könnte die Krise letztlich sogar zu einer Stärkung der Währungsunion führen.

Erlauben Sie mir noch eine letzte, ganz persönliche Bemerkung:

Diese Krise ist die Bewährungszeit für die große europäische Idee, die europäische Einigung. Mit den Grundstein zu dieser Idee hat Winston Churchill mit seiner Rede vom 19. September 1946 in Zürich gelegt.

Ich bin überzeugt: Europa kann sich gegen die vielen Zumutungen des Finanzmarktes dieser Jahre erfolgreich wehren. Europa hat die Kraft dazu. Vorausgesetzt, Europa ist sich einig.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

\* \* \*