

## 1 WIFO Experten-Gastkommentar : IST DIE EURO-KRISE ÜBERWUNDEN?



Ist die Euro-Krise überwunden?

**Gastkommentar von Mag. Dr. Marcus Scheiblecker, WIFO**

Der Autor ist Forschungsbereichsleiter im Österreichischen Institut für Wirtschaftsforschung und analysiert und diagnostiziert insbesondere die österreichische und internationale Wirtschaftsentwicklung.

Gemessen an den üblichen Kriterien zur Beurteilung des Erfolgs einer Währung, kann die bisherige Entwicklung des Euros **positiv bewertet** werden. Die Inflationsrate im Euro-Raum lag seit der Einführung der Gemeinschaftswährung im Jahr 1999 im Durchschnitt ziemlich genau bei 2%, dem von der EZB angestrebten Zielwert. Die größte Abweichung nach oben gab es 2008, als die Inflationsrate - getrieben durch den scharfen Erdölpreisanstieg - auf 3,3% schnellte. Die größte Abweichung nach unten erfolgte im Jahr darauf als sie krisenbedingt wieder auf 0,3% zurückfiel. Ein weiteres Kriterium ist die Stabilität des Außenwertes einer Währung. Gemessen am US-Dollar pendelt der Wechselkurs bereits seit rund 10 Jahren um den Wert von 1,30 US-Dollar je Euro, womit auch in dieser Hinsicht **von einem erfolgreichen Euro** gesprochen werden kann.

Wo liegt nun das Problem, das dem Euro zu schaffen macht, sodass von einem möglichen Auseinanderbrechen der Währungsunion gesprochen wird? Gemäß ökonomischer Theorie sollten sich die Inflationsraten zweier Länder mit fixem Wechselkurs (wie dies auch bei der Währungsunion der Fall ist) angleichen. Wenn dem nicht so wäre und die Produkte eines Landes sich in der Folge von Jahr zu Jahr stärker verteuern als im anderen Land, so würde hierdurch die Wettbewerbsfähigkeit mit der Zeit verloren gehen und eine Wirtschaftskrise wäre die Folge. Diese würde die Preisreduktion im Nachhinein erzwingen. Alleine das Wissen um diesen Zusammenhang sollte laut ökonomischer Theorie bereits ausreichen, um die Wirtschaftsakteure eines Landes bei der Erhöhung ihrer Preise für Waren und Arbeitskraft (Löhne) einen Blick auf die Entwicklung ihrer Mitbewerber in der Währungsgemeinschaft zu werfen.

Genau diese Voraussicht hat aber in einigen Ländern nicht stattgefunden. Auch nach dem Beitritt zur Währungsunion kam es in einzelnen Staaten am Rande der Währungsgemeinschaft **zu deutlich höheren Inflationsraten als im Kern Europas**. Kurzfristig wurden die negativen Auswirkungen des schleichenden Verlustes an Wettbewerbsfähigkeit auf das Wirtschaftswachstum durch einen Immobilien- und Bauboom oder durch einen vom Ausland finanzierten Konsumrausch überdeckt.

WIFO

Die im Vergleich zum nominellen Zinssatz relativ hohe Inflationsrate führte in einigen Ländern zu negativen Realzinsen, womit also real weniger zurückgezahlt werden musste als ausgeliehen wurde. Nicht nur die privaten Haushalte machten von diesem verlockenden Kreditangebot Gebrauch, sondern auch der öffentliche Sektor einiger Mitgliedstaaten verschuldete sich mehr und mehr im Ausland.

Für sich selbst genommen ist **eine steigende Verschuldung** für ein Land, dass in seiner eigenen Währung Kredit aufnehmen kann ein geringeres Problem, als für eines das sich in einer Fremdwährung verschulden muss. So sind die USA oder Japan immer in der Lage ihre auf Dollar bzw. Yen lautenden Verbindlichkeiten zu bedienen, da sie im schlimmsten Fall immer noch die Notenpresse anwerfen könnten um ihren Schuldendienst zu leisten. Dies könnte zwar in weiterer Folge die Inflation in die Höhe treiben, aber fürs Erste hätten die Gläubiger ihre Forderungen zurück erhalten. Daher wird für solche Länder der Zinsaufschlag den die Märkte zur Abgeltung des Debitorenrisikos verrechnen werden geringer ausfallen, als bei einer Verschuldung in fremder Währung.

Im Euro-Raum liegen die Dinge ein wenig anders. Zwar lauten die Verbindlichkeiten der einzelnen Staaten auf die Heimatwährung Euro (die Verbindlichkeiten die in US-Dollar oder einer anderen Währung eingegangen wurden sind nur sehr gering), jedoch hat der einzelne Staat nicht die Möglichkeit die Notenpresse anzuwerfen. Zum einen verbieten die Statuten der Europäischen Zentralbank dies und zum anderen verhindert auch der Artikel 125 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union für die Schulden eines anderen Landes einzustehen.

Da die Mitgliedstaaten bei der Bedienung ihrer Schulden hierdurch somit auf sich alleine gestellt sind, führt jeglicher Zweifel an deren Bonität zu einer Meidung der Staatsanleihen dieses Landes auf den Finanzmärkten. In der Folge **steigt der implizite Zinssatz dieser Schuldtitel**, auch Yield oder Rendite genannt.

Selbst wenn in so einer Situation keine neuen Schulden mehr gemacht werden, so ist zumindest der Teil der auslaufenden Staatsschuld neu zu begeben. Die hierfür neu aufzulegenden **Staatsanleihen** sind dann mit dieser höheren Rendite auszustatten, um Absatz zu finden. Gefährlich ist, dass durch den steigenden Zinsaufwand das Budget zusätzlich belastet wird was die Bonität weiter verschlechtert und zu einem erneuten Zinsanstieg führen kann. So kann eine Abwärtsspirale in Gang gesetzt werden, die ohne Hilfe von außen – in Form von günstigeren Finanzmitteln – nicht gestoppt werden kann.

Eben an diesem Problem leidet im Moment **die Stabilität der Währungsunion**. Ein Austritt eines Euro-Landes (wie dies beispielsweise für Griechenland vorgeschlagen wurde) hätte freilich den Vorteil, dass mittel- bis langfristig die preisliche Wettbewerbsfähigkeit dieses Landes durch eine Abwertung wieder hergestellt werden könnte, jedoch wären hierdurch die auf Euro notierenden Schulden noch schwerer rückzahlbar. Zwar wäre das Ausscheiden Griechenlands zu verkraften, jedoch wäre dies ein Signal an die Finanzmärkte, dass so ein

WIFO

Austritt jederzeit auch ein anderes Land treffen könnte. Dies birgt die Gefahr einer vermehrten Zurückhaltung beim Kauf von Staatsanleihen aus Irland, Portugal, Spanien und Italien.

Hierdurch könnten die Zinsen auch dort auf nicht mehr finanzierbare Niveaus steigen. Diese Länder wären dann die nächsten Austrittskandidaten.

Gerade von diesen, vor der Euro-Einführung als Schwachwährungsländer bezeichneten Staaten, erwartete man sich allerdings durch den Euro neue Impulse für den Außenhandel der Hartwährungsländer. Die gemeinsame Währung zwischen Österreich, Deutschland und den Niederlanden war hingegen reine Formsache, da sowohl Österreich als auch die Niederlande bereits in den Jahrzehnten zuvor ihren Wechselkurs gegenüber der D-Mark stabilisierten.

Um nun die zurzeit problematischen Staaten dennoch in der Währungsgemeinschaft zu halten, wird versucht diesen über Umwege **günstige Finanzmittel zur Verfügung zu stellen**. Neben einer teilweisen Erlassung der Schulden bekam Griechenland bilaterale Hilfskredite von der Staatengemeinschaft. Irland und Portugal wurden mit Geld aus dem EFSF, einem Finanzinstrument der europäischen Staatengemeinschaft, unterstützt. Der ESM – der Nachfolger des EFSF – ist sogar eine eigene Institution, welche unter Haftung der Euro-Mitgliedsländer Kredite auf den Finanzmärkten aufnehmen darf.

Allerdings erfolgte die Hilfe der anderen Mitgliedstaaten an Griechenland bislang recht zögerlich. Dies hängt einerseits damit zusammen, dass die Hilfsmaßnahmen bei der heimischen Wählerschaft – die diese mitfinanziert oder zumindest dafür haften muss – gerechtfertigt werden müssen. Zum anderen möchte man vermehrte Sparanstrengungen in den betroffenen Ländern initiieren. Zwar ist klar, dass eine restriktive Fiskalpolitik bei der momentanen Wirtschaftslage die in vielen Ländern herrschende Rezession weiter verstärkt, allerdings wird befürchtet, dass notwendige Sparanstrengungen anderenfalls ausbleiben würden.

Die jüngste Entwicklung auf den Finanzmärkten **gibt Anlass zur Hoffnung**. Für sämtliche dieser problematischen Länder sind die Renditen auf Staatsanleihen seit ihrem Höhepunkt bereits deutlich zurückgegangen. Sollte dieser erfreuliche Trend noch weiter anhalten, so wären einige dieser Länder bald in der Lage sich wieder längerfristige Finanzmittel am freien Markt zu beschaffen. Hiermit wären sie nicht mehr auf Hilfskredite anderer Mitgliedstaaten angewiesen. Noch kann allerdings keine Entwarnung gegeben werden, da die Stimmung auf den Finanzmärkten jederzeit wieder umschlagen kann, wodurch die Euro-Krise erneut aufbrechen könnte.

WIFO