



## Transferunion Europa

28. Juni 2011

Wie groß, wie stark, wie teuer?



**Europa auf dem Weg in die Transferunion?** Aktuelle Rettungsmaßnahmen für notleidende Staaten der Europäischen Währungsunion (EWU) werden in der öffentlichen Debatte als Vorboten einer Transferunion zwischen den Euroländern gesehen. Eine Transferunion zeichnet sich durch dauerhafte, direkte und horizontale Transfers aus.

**Zwischenstaatliche Transfers sind nicht kategorisch abzulehnen**, sofern sie effizient ausgestaltet und an richtiger Stelle gewährt werden. Als politisch gewollte Transfers ist ihr Erfolg an den eigenen Zielen zu messen. Ferner müssen sie operational effizient sein – d.h. zeitlich begrenzt, zweckgebunden und konditional vergeben werden.

**Bereits heute gibt es in der EU zwischenstaatliche Transfers** über den EU-Haushalt. Die Nettopositionen der EU-Mitgliedstaaten führen zu beträchtlichen effektiven Finanzierungsströmen im Haushaltsjahr – allein zwischen Deutschland und Griechenland über EUR 866 Mio. im Jahr 2009.

**Potenzielle Transfers** ergeben sich aus den Verbindlichkeiten der Euroländer im Rahmen der Rettungspakete (bis zu EUR 580 Mrd.) und aus dem Krisenengagement der Europäischen Zentralbank (bis zu EUR 408 Mrd.). Es handelt sich jedoch nicht um jährlich wiederkehrende Finanzströme, sondern um potenzielle Einmalzahlungen, die erst im Falle einer Staatsinsolvenz in der EWU (anteilig) zu leisten wären. Eine Verstetigung derartiger Transfers ist jedoch nicht auszuschließen.

**Von systematischen Transfers ist die EWU noch weit entfernt.** Die Zahlungen, die sich aus potenziellen Transfers im Falle einer Staatsinsolvenz ergeben könnten, sind empfindlich hoch. Sie liegen jedoch unter möglichen Belastungen im Falle eines dauerhaften, direkten und horizontalen Euroländerfinanzausgleichs.

**Potenzielle Transfers zwischen den Mitgliedstaaten der EWU im Rahmen der Rettungsmechanismen könnten sich verstärken**, da makroökonomische Spannungen in der Eurozone allenfalls in der langen Frist abnehmen und mittelfristig die systemische Stabilität gewahrt bleiben soll.

**Politische Spannungen in Europa könnten durch diese Entwicklung in Zukunft weiter befeuert werden.** Je kritischer die Lage eines Staates, desto größer ist sein Drohpotenzial, über das Argument der Systemstabilität Transfers zu verstetigen. Länder mit dem größten Anteil an Zahlungen könnten hingegen darauf bestehen, die politische Agenda entscheidend mitzuprägen.

**Entscheidend für die Zukunft der Eurozone sind nicht technische Details und Umfang von Transfers allein**, sondern die politischen Spannungen, die sich aus ihnen ergeben. Sie könnten der eigentlich kritische Risikofaktor für europapolitische Stabilität werden.

www.  
dbresearch.de

### Autor

Nicolaus Heinen  
+49 69 910-31713  
nicolaus.heinen@db.com

### Editor

Barbara Böttcher

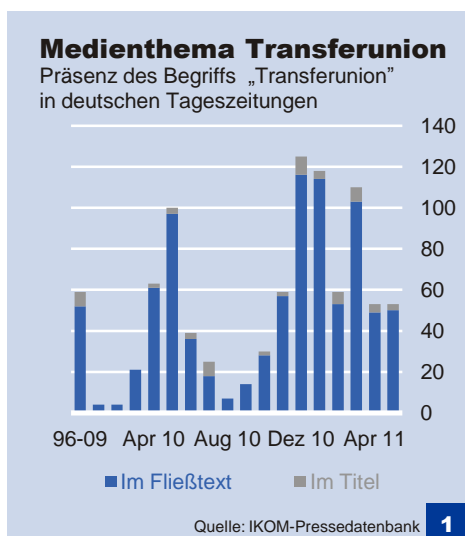
### Publikationsassistentz

Angelika Greiner

Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
Internet: [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

### DB Research Management

Thomas Mayer



### Implizite Transfers – eine Abgrenzung

Binnenmarkt und Währungsunion umfassen nicht nur tatsächliche und potenzielle Transfers: Wirtschaftliche und monetäre Integration verursacht auch implizite Transfers – etwa in Form positiver und negativer Externalitäten, die sich über den Europäischen Binnenmarkt seit Jahren, aber perspektivisch auch über die Eurokrise ergeben.

Da sind zunächst die positiven Externalitäten des europäischen Binnenmarktes, die sich aus den vier Grundfreiheiten ergeben – etwa über Skaleneffekte oder sinkende Transaktionskosten. Ein Beispiel für negative Externalitäten sind Steuergewinneinbußen, die Staaten erleiden könnten, wenn ansässige Investoren Abschreibungen auf Staatsanleihen eines anderen Staates verbuchen – oder wenn Finanzinstitute auf Grund negativer exogener Schocks getroffen werden.

Ein schillernder Begriff macht in Debatten zur Europäischen Wirtschaftspolitik dieser Tage seine Runden: **Die Europäische Transferunion**. Oft wird dieser Begriff plakativ und ohne trennscharfe Definition verwendet. Ebenso wenig wurde bisher der Umfang potenzieller Transfers zwischen Euroländern quantifiziert. Ungeachtet dessen werden aktuelle Rettungsmaßnahmen für notleidende Staaten der Europäischen Währungsunion (EWU) als Vorboten einer Transferunion zwischen den Staaten der Europäischen Union (EU) und EWU gesehen. Die aktuelle Diskussion möchte dieser EU-Monitor zum Anlass nehmen, gegenwärtige und potenzielle Finanzierungsströme zwischen den Mitgliedstaaten von EU und EWU zu quantifizieren und zu bewerten.

Kapitel 1 definiert den Begriff Transferunion und zeigt Möglichkeiten der Bewertung für zwischenstaatliche Transfers auf. Vor diesem Hintergrund quantifiziert und bewertet Kapitel 2 aktuelle Transferleistungen im Rahmen des EU-Haushalts. Die Kapitel 3 und 4 beziffern und beurteilen potenzielle Transferleistungen im Rahmen der Euro-Rettungspakete und des Engagements der Europäischen Zentralbank (EZB). Kapitel 5 vergleicht diese Summen mit Zahlungen, die im Falle eines systematischen Länderfinanzausgleichs zwischen den Euroländern anfallen würden. Kapitel 6 zieht ein Fazit.

## 1. Hintergrund

Der Begriff Transferunion wird nicht immer trennscharf und oft in unterschiedlichen, in der Regel normativen Konnotationen verwendet. Im Mittelpunkt der Kritik steht die Befürchtung dauerhafter, direkter und horizontaler Transfers zwischen den Ländern Europas – in erster Linie zwischen den Ländern der EWU. Dieses Verständnis einer Transferunion soll im weiteren Verlauf der Studie definitorischer Bezugspunkt sein.

Die Debatte bezieht sich somit nicht auf den bereits bestehenden vertikalen **Finanzausgleich aller 27 EU-Mitgliedstaaten** im Rahmen des EU-Haushalts, der, wenn man die Nettobeitragspositionen berücksichtigt, einen horizontalen Effekt hat. Vielmehr wird die mögliche Ausweitung der im letzten Jahr beschlossenen und im laufenden Jahr weiterentwickelten **Rettungspakete der EWU-Länder** kritisiert: So könnten Kredite und Bürgschaften, die Euroländer im Rahmen der Rettungsmechanismen geben, im Falle von Zahlungsschwierigkeiten der Empfängerländer zu dauerhaften Transfers werden. Als Ursache wird i.d.R. die mangelnde Fähigkeit bzw. in Anbetracht möglicher Transfers der mangelnde politische Wille (*Moral Hazard*) einiger EWU-Länder zur Konsolidierung angeführt.

Um die Trennschärfe zu erhöhen, unterscheiden wir im weiteren Verlauf der Studie drei Arten zwischenstaatlicher Transfers.

- **Tatsächliche Transfers** umfassen alle derzeitigen Finanzierungsströme zwischen Mitgliedstaaten von EU und EWU. Sie sind wichtige jährliche Flussgrößen, die sich auf die öffentlichen Finanzen der EU-Mitgliedstaaten auswirken.
- Als **potenzielle Transfers** lassen sich aus heutiger Sicht jene perspektivischen Finanzströme zwischen Mitgliedstaaten definieren, die sich aus den Vereinbarungen zur Rettung der Eurozone seit Mai 2010 – einschließlich des Engagements der EZB im Zuge von Liquiditätsbereitstellung und Marktpflege – ergeben können. Sollten Kredite nicht zurückgezahlt werden bzw. Garantien gezogen werden – etwa im Rahmen einer Umschuldung oder eines freiwilligen Forderungsverzichts von Gläubigern –, ergeben sich Einmaltransfers. Es besteht jedoch das Risiko, dass auf



Externalitäten ergeben sich auch innerhalb der EWU: Eine gemeinsame Geldpolitik führt zu einem einheitlichen Zinsniveau, das nicht den Konjunkturzyklen aller Volkswirtschaften gerecht werden kann – relative Vor- und Nachteile für Konsum und Investitionen entstehen, mit den entsprechenden Implikationen für Wachstum und Beschäftigung.

Ein typisches Beispiel für einen impliziten Transfer ist etwa die Zinskonvergenz zwischen den EWU-Ländern in den ersten zehn Jahren der Eurozone. Frühere Hochzinsländer konnten von niedrigeren Zinsen profitieren, während das reale Zinsniveau für Deutschland zu hoch war.

Da die Darstellung und Analyse der Zusammenhänge impliziter Transfers den Rahmen der Studie sprengen würde, werden wir implizite Transfers allenfalls am Rande ansprechen – und im weiteren Verlauf der Studie ausschließlich tatsächliche, potenzielle und systematische Transfers quantifizieren.

### Zwischenstaatliche Transfers und ein Vorschlag zur ordnungspolitischen Einordnung

Wie können zwischenstaatliche Transfers im Hinblick auf ihre intendierten Ziele eingeordnet werden? Zielführend ist ein Ansatz nach Musgrave (1973), der wirtschaftspolitische Maßnahmen drei Aufgabenfeldern zuweist – der Allokation, der Distribution und der Stabilisierung.

**Allokation** steht für die Schaffung guter Rahmenbedingungen, innerhalb derer freier Wettbewerb stattfinden kann. Dies erfolgt in der Regel über angebotsseitige Politik aber auch, indem Politik effiziente Rahmenbedingungen schafft – etwa über eine Wettbewerbsordnung oder durch die Bereitstellung öffentlicher (sozialer und meritokratischer) Güter. Ein typisches Feld von Allokationspolitik ist die EU-Regionalpolitik – wengleich diese auch distributive Elemente enthält.

**Distribution** bezieht sich auf das Feld der Politik, das die entstandene Wohlfahrt in einem Wirtschaftssystem umverteilt um durch Allokation Benachteiligte zu entschädigen. In der EU wird diese Aufgabe in erster Linie von der gemeinsamen Agrarpolitik wahrgenommen – wengleich diese durch diverse Reformen auch zunehmend allokativen Elemente umfasst.

**Stabilisierung** als dritte Aufgabe der Wirtschaftspolitik um den Konjunkturzyklus zu stabilisieren. In der EU sind es die jüngeren Krisenmechanismen, die Stabilisierung beabsichtigen und aus denen sich potenzielle Transfers ergeben können. In diesem Zusammenhang werden wir sehen, dass zwischen Stabilisierungspolitik und Distribution durchaus Wechselwirkungen bestehen.

Im Laufe der Studie wird auf diese drei Aufgabenfelder immer wieder verwiesen werden.

einmalige Transfers weitere Zahlungen folgen, aus denen am Ende systematische Transfers werden.

- Zu **systematischen Transfers** können tatsächliche und potenzielle Transfers werden, sofern sie im Rahmen eines permanenten Euroländerfinanzausgleichs dauerhaft verankert würden.

### Bereits heute gibt es in der EU zwischenstaatliche Transfers.

Diese sind politisch erwünscht und rechtlich begründet. So nennt Artikel 3 III EU-Vertrag unter anderem den „*wirtschaftlichen, sozialen und territorialen Zusammenhalt und die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten*“ als Ziel der Union. Es werden Maßnahmen finanziert, die den Zielen der Union entsprechen und auf die sich die Mitgliedstaaten im Rahmen der Europäischen Verträge und des europäischen Sekundärrechts<sup>1</sup> geeinigt haben.<sup>2</sup>

**Die ökonomische Ratio** für derzeitige tatsächliche Transfers im Rahmen des EU-Haushaltes leitet sich aus der Geschichte der Union und den Erfordernissen des Europäischen Binnenmarktes ab. Sie umfasst allokativenpolitische und verteilungspolitische Ziele.

- Das enorme wirtschaftliche **Wachstum der Nachkriegszeit** kam vor allen Dingen Städten und Industriezentren zu Gute – ein Grund, Ausgleichsmechanismen in Form von Agrar- und Regionaltransfers zu schaffen, um den benachteiligten ländlichen Raum sowie Peripherie- und Grenzregionen zu unterstützen. Diese Transfers waren verteilungspolitisch motiviert (siehe Kasten zur ordnungspolitischen Einordnung).
- Vor allem die **Erweiterungsrunden nach Süden und nach Osten** führten zu dem politischen Wunsch nach wirtschaftlicher Konvergenz zwischen Regionen und Mitgliedstaaten. Investitionen – vor allen Dingen in Infrastrukturvorhaben – zielen darauf ab, Wachstumsdynamik in Ländern und Regionen mit einer unterdurchschnittlichen Wirtschaftsleistung anzukurbeln. Diese Transfers waren allokativenpolitisch motiviert.

Weiterhin führt die Bereitstellung **europäischer öffentlicher Güter** (z.B. der Europäische Binnenmarkt mit seinen vier Marktfreiheiten) zu positiven Externalitäten – etwa in Form von Skaleneffekten oder sinkenden Transaktionskosten –, die über neue Wachstumsdynamik im Ergebnis auch Einkommens- und Wohlstandsunterschiede ausgleichen.<sup>3</sup> Dies kann man als implizite oder indirekte Transfers bezeichnen (siehe Kasten), die hier aber nicht ausführlicher behandelt werden sollen.

Aus ökonomischer Sicht sind zwischenstaatliche Transfers somit nicht zwingend abzulehnen – sofern sie effizient ausgestaltet sind und an richtiger Stelle gewährt werden. Für den Rest der Studie

<sup>1</sup> Das europäische Sekundärrecht leitet sich aus dem Primärrecht der europäischen Verträge ab. Es umfasst Richtlinien, Verordnungen, Beschlüsse und Empfehlungen.

<sup>2</sup> Im Gegensatz zur Finanzierung von Maßnahmen über den Haushalt ist die Haftung der Mitgliedstaaten für Verbindlichkeiten anderer Mitgliedstaaten untersagt. (vgl. *No Bailout Klausel*, Art. 125 AEUV). Um diese Regelung mit einem dauerhaften Krisenmechanismus vereinbar zu machen, wird Art. 136 AEUV im Laufe des Jahres um einen Absatz ergänzt, der eine wechselseitige Haftungsübernahme im Rahmen des *Europäischen Stabilitätsmechanismus* ESM ab Mitte 2013 gegen strikte Konditionalität ermöglichen soll.

<sup>3</sup> Konkret: Skaleneffekte für Unternehmen; Wohlfahrtsgewinne auf Produkt- und Faktormärkten, Steigerung der totalen Faktorproduktivität und Grenzproduktivität des Kapitals steigen und sorgen für stärkere Kapitalbildung. Der Sachverständigenrat (2005) geht alleine im Falle der EWU von kumuliert 8% Handelsschaffung aus. Badinger (2005) schreibt der Europäischen Integration zwischen 1950 und 2000 jährliche Wachstumseffekte von 0,5% zu.

### EU-Nettopositionen

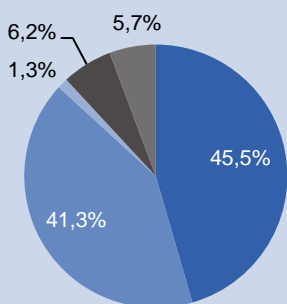
In EUR Mio., 2009 – Operative Salden

BE	-1.663,9
BG	624,2
CZ	1.702,5
DK	-969,5
DE	-6.357,5
EE	573,0
IE	-47,5
GR	3.121,0
ES	1.181,7
FR	-5.872,7
IT	-5.058,5
CY	-2,3
LV	501,5
LT	1.493,3
LU	-100,2
HU	2.719,4
MT	8,6
NL	117,7
AT	-402,1
PL	6.337,1
PT	2.150,7
RO	1.692,5
SI	241,9
SK	542,1
FI	-544,2
SE	-85,6
UK	-1.903,3

Quelle: Europäische Kommission **2**

### EU-Haushalt 2011

Haushaltsposten in EUR Mrd. und %



- Nachh. Wachstum: EUR 64,5 Mrd.
- Nat. Ressourcen: EUR 58,7 Mrd.
- Unionsbürgerschaft, Freiheit, Sicherheit und Recht: EUR 1,8 Mrd.
- EU als globaler Akteur: EUR 8,8 Mrd.
- Sonstiges, Verwaltung: EUR 8,2 Mrd.

Quelle: Europäische Kommission **3**

bietet es sich daher an, die vorgestellten Transfers an ihrem faktischen Erfolg und an ihrer operationalen Effizienz zu messen.

- Der faktische Erfolg der Transfers lässt sich an der Erfüllung der gesetzten Ziele der transferverursachenden Politiken ablesen.
- Operationale Effizienz ist gegeben, wenn zwischenstaatliche Transfers an der richtigen Stelle ankommen und mit geringen Transaktionskosten sowie unter ständigen Effizienzgewinnen in der Zuteilung bereitgestellt werden. Sie ist insbesondere dann erfüllt, wenn zwischenstaatliche Transfers zeitlich begrenzt, zweckgebunden und konditional – d.h. mit Gegenleistungsverpflichtung gewährt werden.

Die tatsächlichen und potenziellen Transfers, die im weiteren Verlauf der Studie dargestellt und bewertet werden, umfassen ein breites Spektrum an Formaten und Zielsetzungen. Nicht alle der oben definierten Effizienzkriterien müssen daher zwingend in gleichem Maße anwendbar sein. Sie helfen jedoch, die einzelnen Transfers hinsichtlich ihrer Effizienz zu bewerten.

## 2. Heutige Transfers in der EU über den EU-Haushalt

In einem ersten Schritt der Bestandsaufnahme untersuchen wir die Höhe heutiger tatsächlicher Transfers über den EU-Haushalt. Zwischen den Mitgliedstaaten der Europäischen Union gibt es keine horizontalen Direkttransfers. Die vertikalen Transfers über den EU-Haushalt haben jedoch eine horizontale Wirkung. Diese kann nachgezeichnet werden, wenn man bewusst und ohne normative Schlüsse zu ziehen zur Veranschaulichung eine Nettotransferperspektive einnimmt.

Die Nettoposition kann unterschiedlich berechnet werden.<sup>4</sup> Wir beziehen uns im Folgenden auf die Methode der Operativen Haushaltssalden der Europäischen Kommission.<sup>5</sup> Eine vereinfachende, aber zielführende Methode zur Darstellung zwischenstaatlicher Transfers teilt die Beträge der Nettozahler nach dem prozentualen Gesamtanteil der Nettoempfänger an den Gesamtempfängern auf. Tabelle 4 bildet die so errechneten Transfers in absoluten Zahlen ab. Auf der vertikalen Achse sind Nettozahler<sup>6</sup> aufgeführt, auf der horizontalen Achse Nettoempfänger. Ein Lesebeispiel zeigt: Die relative Nettoposition Deutschlands und Griechenlands ergab im Jahr 2009 eine effektive horizontale Transferwirkung über den EU-Haushalt in Höhe von EUR 866 Mio.

Nicht nur die Höhe der Zuwendungen ist relevant – auch ihre Zusammensetzung, aus der sich ihre Verwendung im nationalen Umfeld ergibt. Grafik 5 zeigt, dass die Transfers je Mitgliedsland nicht nur unterschiedlich hoch sind, sondern sich auch unterschiedlich

<sup>4</sup> Vgl. Heinen, N. (2011). Nettozahler oder Nettoempfänger? In der EU nur eine Frage der Perspektive? Deutsche Bank Research. Aktueller Kommentar. Frankfurt am Main.

<sup>5</sup> Diese Berechnungsmethodik klammert Verwaltungsausgaben und Traditionelle Eigenmittel aus. Je Land wird der Saldo aus den Ausgaben und dem angepassten nationalen Beitrag gebildet – letzterer entspricht dem prozentualen Anteil eines Landes an den nationalen Beiträgen angewendet auf die Summe der gesamten Ausgaben.

<sup>6</sup> Die Nettozahlerposition Deutschlands variiert bedingt durch konjunkturelle Schwankungen und politische Verhandlungen stark – seit dem Jahr 2000 zwischen EUR 5,9 und 11,5 Mrd. jährlich. Das hat auch Auswirkungen auf die Direkttransfers, die wir über die Nettopositionen ableiten.



### EU-Haushalt 2009: Nettotransfers von Nettozahlern an -empfänger, absolut

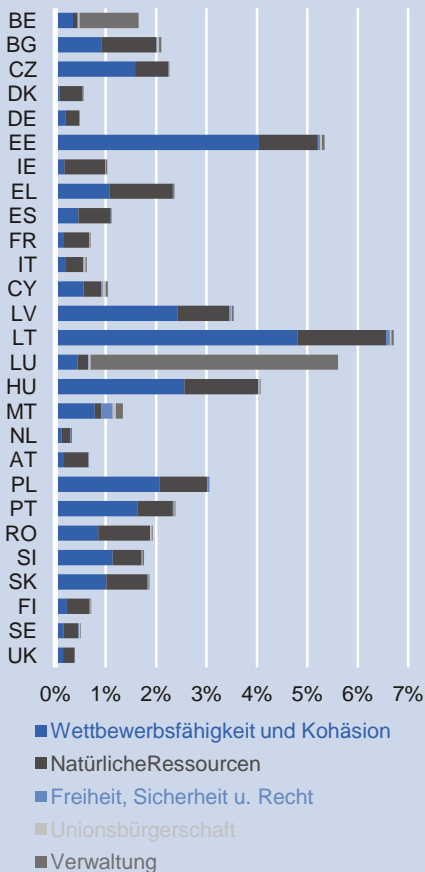
Nettobeiträge von EU-Nettozahlern, anteilig aufgesplittet nach dem Zuwendungsschlüssel aus dem EU-Haushalt an Nettoempfängerländer (EUR Mio.)

	BG	CZ	EE	GR	ES	LV	LT	HU	MT	NL	PL	PT	RO	SI	SK	SK	Summe
BE	45,3	123,6	41,6	226,6	85,8	36,4	108,4	197,4	0,6	8,5	460,0	156,1	122,9	17,6	39,4	34,9	1.705,0
DK	26,4	72,0	24,2	132,0	50,0	21,2	63,2	115,0	0,4	5,0	268,0	91,0	71,6	10,2	22,9	20,3	993,5
DE	173,1	472,2	158,9	865,6	327,8	139,1	414,2	754,2	2,4	32,6	1.757,6	596,5	469,4	67,1	150,4	133,4	6.514,6
FR	159,9	436,2	146,8	799,6	302,8	128,5	382,6	696,7	2,2	30,2	1.623,6	551,0	433,6	62,0	138,9	123,2	6.017,8
IE	1,3	3,5	1,2	6,5	2,4	1,0	3,1	5,6	0,0	0,2	13,1	4,5	3,5	0,5	1,1	1,0	48,7
IT	137,8	375,7	126,5	688,8	260,8	110,7	329,6	600,1	1,9	26,0	1.398,5	474,6	373,5	53,4	119,6	106,1	5.183,5
CY	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,6	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	2,4
LU	2,7	7,4	2,5	13,6	5,2	2,2	6,5	11,9	0,0	0,5	27,7	9,4	7,4	1,1	2,4	2,1	102,7
AT	10,9	29,9	10,1	54,7	20,7	8,8	26,2	47,7	0,2	2,1	111,2	37,7	29,7	4,2	9,5	8,4	412,0
FI	14,8	40,4	13,6	74,1	28,1	11,9	35,5	64,6	0,2	2,8	150,5	51,1	40,2	5,7	12,9	11,4	557,6
UK	51,8	141,4	47,6	259,2	98,1	41,6	124,0	225,8	0,7	9,8	526,2	178,6	140,5	20,1	45,0	39,9	1.950,3

Quellen: Europäische Kommission, DB Research **4**

### Länderfokus unterschiedlich

EU-Mittel als Anteil am BNE (%)



Quelle: Europäische Kommission  
Ohne Heranführungs- und Ausgleichszahlungen **5**

zusammensetzen. So erhalten die osteuropäischen Mitgliedstaaten in der Tendenz höhere Mittelzuweisungen aus dem Posten Wettbewerbsfähigkeit und Kohäsion, während ein Großteil der Transfers an Frankreich, Spanien und Griechenland – gemessen am Bruttonationaleinkommen (BNE)<sup>7</sup> – im Bereich der Landwirtschaft ausgezahlt wird. Dies hat Auswirkungen auf das langfristige Wachstumspotenzial der Empfängerländer. Denn während Mittel der Regionalpolitik in erster Linie die Kohäsion über angebotsseitige – und daher in der Regel wachstumsorientierte – Maßnahmen intendieren, zielen Mittel der Landwirtschaftspolitik noch immer tendenziell auf eine Abfederung des Strukturwandels ab: Wachstumsfördernd sind sie nicht.

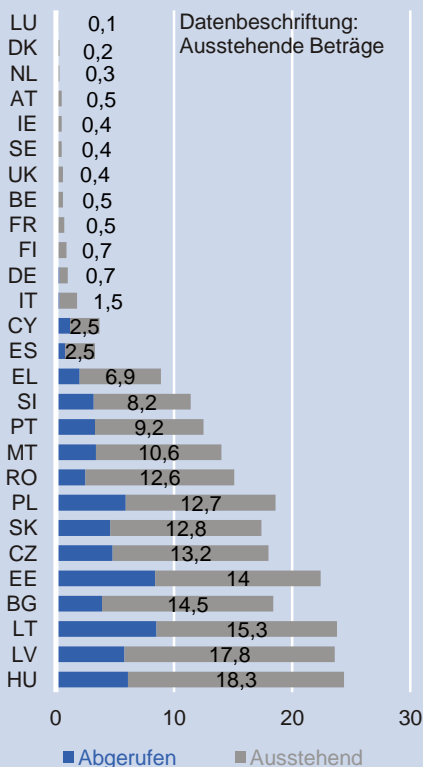
Die Mittelzuweisungen des Haushaltspostens **Wettbewerbsfähigkeit und Kohäsion** sind drei Zielen zugeordnet: Das erste Ziel ist die wirtschaftliche Konvergenz von Regionen und Mitgliedstaaten mit besonders großem Entwicklungsrückstand. Der Europäische Regionalfonds (EFRE) und der Europäische Sozialfonds (ESF) fördern Regionen, deren Bruttonationaleinkommen (BNE) pro Kopf unter 75% des EU-Durchschnitts liegt, mit Kofinanzierungssätzen zwischen 75 und 85% der Projektkosten. Mitgliedstaaten mit einem Pro-Kopf-BNE von weniger als 90% des EU-Durchschnitts fördert der Kohäsionsfonds mit Kofinanzierungssätzen von bis zu 85%. Ein weiteres Ziel ist regionale Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung. EFRE und ESF fördern jene Regionen, die nicht unter das Ziel Konvergenz fallen, mit bis zu 50% der öffentlichen Ausgaben – Randlagenregionen mit bis zu 85%. Das dritte Ziel ist die Europäische Territoriale Zusammenarbeit. Grenzüberschreitende Zusammenarbeit und Vernetzung von Regionen und Unternehmen werden über den EFRE mit bis zu 75% der Gesamtkosten kofinanziert. Im Mittelpunkt dieser allokatonspolitisch geprägten Ziele steht die Annahme, dass wirtschaftliche Integration allein nicht ausreicht, Disparitäten zu verringern. Konvergenz zwischen Mitgliedstaaten und Regionen soll daher über die geeigneten Rahmenbedingungen erreicht werden.

Die **Kofinanzierung** löst das Spannungsverhältnis zwischen intendierter Konditionalität, die Prozesse und Ergebnisse nationaler Wirtschaftspolitik zu steuern sucht, und dem Subsidiaritätsprinzip als

<sup>7</sup> Während das Bruttoinlandsprodukt die Wertschöpfung eines Landes nach dem Inlandskonzept (alle im Inland erbrachten Leistungen) misst, bezieht sich das Bruttonationaleinkommen auf das Inländerkonzept, das die Leistungen aller Wirtschaftssubjekte misst, die zu einem Land gehören.

### Niedrige Absorbtionsquote

Abgerufene und ausstehende Mittel aus Struktur- u. Kohäsionsfonds (2007-13%; BIP)



Quelle: Marzinotto (2011)

6

Leitprinzip europäischer Integration. Vorhaben werden ausschließlich auf nationaler Ebene angestoßen. Um gefördert zu werden, müssen diese Projekte Vorgaben der *Strategischen Leitlinien der Gemeinschaft für Kohäsion, Wachstum und Beschäftigung* erfüllen. Als Vorteil gilt, dass eine derartige Förderung für Konstanz in der nationalen Politik sorgt – denn sie finanziert Projekte langfristig und unabhängig von Wahlzyklen.

Das Prinzip der Kofinanzierung stellt die Union jedoch auch vor besondere Herausforderungen: Nicht alle Mittel werden von den Mitgliedstaaten auch tatsächlich abgerufen. Auch im laufenden Finanzierungszeitraum (2007-2013) muss noch ein großer Teil der zugedachten Mittel für Empfänger der Struktur- und Kohäsionsfonds abgerufen werden. So berechnet Marzinotto (2011), dass in Griechenland der *Reste à Liquider* – also der Abstand zwischen zugedachten und abgerufenen Mitteln – bei 7% des BIP liegt. In Portugal notiert er bei 9,3% und Mittel- und Osteuropa bei über 15%.<sup>8</sup> Grafik 6 zeigt die niedrigen Abrufquoten je Land – allein Ungarn hat im Rahmen dieses Finanzrahmens noch Mittel in Höhe von 18,3% seines BIP ausstehend.

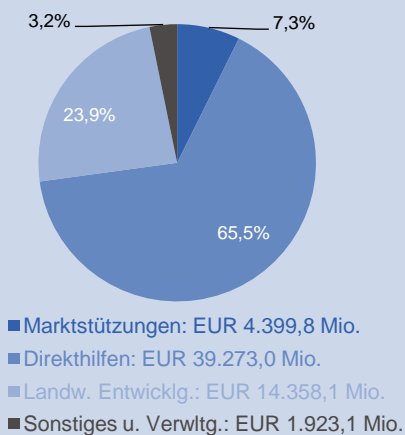
Oft wird kritisiert, dass sich die Vergabemodalitäten der Regional- und Strukturhilfen nicht an den wirtschaftlichen Abschwung im Rahmen der Wirtschaftskrise angepasst haben – fiskalische Konsolidierung der Mitgliedstaaten habe die Möglichkeiten der Kofinanzierung eingeschränkt. Zwar legte die Europäische Kommission im Rahmen des Europäischen Konjunkturpakets fest, dass Projektfinanzierungstranchen der Jahre 2009 und 2010 auch ohne Kofinanzierung ausgezahlt werden konnten. An dem grundsätzlichen Problem der geringen Abrufquoten konnte dies jedoch nichts ändern. Andere Kritiker<sup>9</sup> beklagen die Tendenz zu Betrug im Rahmen des EU-Haushalts: In den letzten zwei Finanzrahmen von 2000 bis 2006 und 2007 bis 2013 wurden allein EUR 8,4 Mrd. seitens der Kommission auf Grund von Betrugsverdacht einbehalten – im Falle von Spanien alleine EUR 2,5 Mrd.

Der **Haushaltsposten Natürliche Ressourcen** verfolgt mit den Ausgaben der Gemeinsamen Agrarpolitik sowie Unterstützungen für die Fischereiwirtschaft klare Umverteilungsziele – sowohl zwischen Steuerzahlern und Agrarwirtschaft als auch zwischen Mitgliedstaaten als Folge unterschiedlicher Bedeutung des Agrarsektors. Da die Gemeinsame Agrarpolitik (GAP) über 98% dieses Haushaltspostens ausmacht, konzentrieren wir uns im Folgenden auf sie.

Über die Luxemburger Beschlüsse der EU Agrarminister von Juni 2003 hat sich die GAP reformiert, um die Osterweiterung der Europäischen Union zu berücksichtigen. Die jüngste Neuerung besteht aus der Loslösung von Direktzahlungen von der Produktionsmenge (sog. Produktprämien) hin zu Betriebsprämien, etwa für Ackerflächen. Die Hilfen für Landwirte unterliegen starker Konditionalität (*Cross Compliance*) – etwa im Bereich des Umweltschutzes sowie der Lebensmittel- und Futtermittelsicherheit. Direktzahlungen werden bei mangelnder Einhaltung dieser Standards gekürzt und einbehalten. Gleichzeitig ist der Umfang der Marktstützungsmaßnah-

### EU stark in Direkthilfen

Ausgaben der GAP in EUR Mio. (2010)



Quelle: Europäische Kommission

7

<sup>8</sup> Marzinotto (2011) führt zwei Gründe an, warum das so ist: 2007 wurde die sogenannte N+2 Regel gelockert, die vorsah, dass Länder den Anspruch auf Gelder verirken, wenn sie diese zugewiesenen Gelder nicht innerhalb von zwei Jahren abrufen. Das hat in einigen Ländern den Abrufdruck verringert. Weiterhin haben einige Mitgliedstaaten Schwierigkeiten, die erforderlichen Eigenleistungen bereitzustellen, um die Mittel im Rahmen der Kofinanzierung abzurufen. Ein geringer fiskalischer Spielraum und mangelnde Verwaltungskompetenz sind Gründe hierfür.  
<sup>9</sup> Etwa Financial Times vom 1. Dezember 2010.



## EU-Haushalt: Einnahmen und Ausgaben

Fünf Einnahmequellen speisen den EU-Haushalt. **Mehrwertsteuer-Eigenmittel** umfassen etwa 11% der Einnahmen. In der Regel werden 0,3 Prozentpunkte des Mehrwertsteuersatzes der Mitgliedstaaten abgeführt – begrenzt durch länderspezifische Deckelungen und Rabatte. **Eigenmittel als Anteil des Brutto-Nationaleinkommens** (BNE) werden in jährlich variablen Sätzen von den Mitgliedstaaten abgeführt. Sie umfassen etwa 75% der Einnahmen. **Traditionelle Eigenmittel** sind Zölle, die etwa 12% der Einnahmen ausmachen – beispielsweise über Agrarabschöpfungen oder Zuckerabgaben. Mitgliedstaaten leiten 75% dieser Einnahmen an die Union weiter. Ein Viertel dürfen sie als Aufwandsentschädigung behalten. Der kleinste Teil von knapp 1% sind **sonstige Einnahmen**, beispielsweise Zinseinnahmen oder Bußgelder. Hinzu kommt der **Haushaltsübertrag** des Vorjahres.

Die **Ausgabenstruktur** des EU-Haushalts unterteilt sich in fünf Posten. Aus dem Posten **Nachhaltiges Wachstum** (45%) speisen sich die Struktur- und Kohäsionsfonds. Der Posten **Natürliche Ressourcen** (41%) umfasst in erster Linie Ausgaben für die Agrar- und Fischereiwirtschaft und Konversionshilfen für den ländlichen Raum. **Sonstige Ausgaben** (6%) umfassen vor allen Dingen Verwaltungsausgaben der EU-Institutionen. Die **Posten EU als globaler Akteur** (6%) und **Unionsbürgerschaft, Freiheit, Sicherheit und Recht** (1%) leisten Zahlungen für Heranführungshilfen, Nachbarschaftspolitik und Entwicklungshilfe sowie für die Gemeinsame Sicherheits- und Verteidigungspolitik und polizeilich-justizielle Zusammenarbeit.

## Positive Effekte von Regional- und Kohäsionspolitik nicht verwunderlich

men – etwa bei Getreide, Zucker oder Rindfleisch – in den letzten Jahren gesunken. So zeigt ein Blick auf Grafik 7, dass ein Großteil der Haushaltsausgaben der GAP durchaus den Direkthilfen und der Entwicklung des landwirtschaftlichen Raums zufließt. Nur etwa 7% wurden für Marktstützungsmaßnahmen aufgewendet.

Die **weiteren Ausgabenposten** des EU-Haushalts – also Verwaltungsausgaben der EU-Institutionen (6%), **EU als globaler Akteur** (6%) und **Freiheit, Sicherheit und Recht** (1%) haben keine verteilungspolitischen Ziele. Sie verfolgen die Schaffung wirksamer Rahmenbedingungen – und damit ein allokatonspolitisches Ziel.

Transfers im Rahmen des EU-Haushalts sind politisch gewollt. Ihr Erfolg ist daher daran zu messen, inwiefern die einzelnen Politikbereiche ihren Zielen gerecht werden. Wirtschaftsintegration im Rahmen der Europäischen Union hat wachstumsfördernde Auswirkungen auf ihre Mitgliedstaaten – das zeigen die offensichtlichen Wachstumseffekte des Binnenmarktes und seiner vier Freiheiten, aber auch die Wohlfahrtseffekte durch europäische öffentliche Güter (z.B. Koordinierung der Wirtschaftspolitik, Standardisierung).<sup>10</sup> Weiterhin verhinderte wirtschaftspolitische Koordinierung in der Krise (Koordinierung der Konjunkturpakete, Schnellbeschluss Eurorettung) größere Verwerfungen an den Kapitalmärkten und begrenzte die negativen Auswirkungen für die Realwirtschaft. Zielkonsistenz ist jedoch bei einem Blick auf die aggregierten Zuweisungen des EU-Haushalts nicht immer ersichtlich: Zu sehr widersprechen sich die Einzelziele der Sektorpolitiken, widersprechen sich allokatonspolitische Ziele und verteilungspolitische Intention. Da sie in einem politischen Prozess zwischen Kommission, Parlament und Mitgliedstaaten jedes Jahr in einem ständigen Prozess neuverhandelt werden, überraschen diese Zielinkonsistenzen nicht. Und so fällt – während die Vorteile europäischer Integration aus volkswirtschaftlicher Sicht unbestritten sind – die Bewertung von Regional- und Kohäsionspolitik sowie der Agrarpolitik gemischt aus.

In der Tat hat die Förderung über die **Regional- und Kohäsionspolitik** positive Effekte gebracht. Die Kommission (2010b) zeigt auf, dass im Zeitraum 2000-2006 das BIP der Ziel-1-Regionen der EU-15 um etwa 10% angehoben werden konnte. Von dieser Entwicklung konnten auch Nettozahlerländer über höhere Exporte profitieren. Angesichts einer in diesem Zeitraum ohnehin hohen Wachstumsdynamik einerseits und der bewegten Summen andererseits überrascht dieser Wert jedoch nicht. Im Speziellen können Investitionen in Infrastruktur- und Qualifizierungsmaßnahmen als Erfolg gewertet werden – zumal der Grenznutzen derartiger Maßnahmen in Bezug auf die gesamte Volkswirtschaft nicht negativ sein kann. Gleichwohl merkt die Kommission (2010b) an, dass nur 34% der Gelder zu positiv bewerteten Ergebnissen führen würden.<sup>11</sup> Zur Regionalpolitik findet Becker et al. (2005), dass von EU-Transfers aus der Regionalpolitik zwar Wachstumseffekte ausgehen, dass das Niveau der Zuzahlungen in 36% aller empfangenden Regionen das optimale, also effizienzmaximierende Niveau, übersteigt und ein Abnehmen der Transfers in 18% der Regionen keinerlei Wachstumseinbußen zur Folge hätte. Es bleibt somit das Urteil, dass

<sup>10</sup> Siehe etwa Badinger (2005), der die Wachstumseffekte der europäischen Integration zwischen 1950 und 2000 auf über 26% beziffert. Crepo Cuaresma et al. (2008) zeigen, dass die bisherige Dauer der EU-Mitgliedschaft eine entscheidende Auswirkung auf die positiven Wachstumseffekte hat, die sich aus der EU-Mitgliedschaft ergeben. Das gilt insbesondere für ärmere Länder.

<sup>11</sup> Evaluierungen sind Sache der Mitgliedstaaten. Es fällt auf, dass Länder Südeuropas eine geringere Rückmeldungquote aufweisen als der EU-Schnitt.

**GAP verfolgt verteilungspolitische Ziele**

Zuwendungen nicht zielgerichtet sind und Konvergenzfortschritte nur sehr begrenzt bedingen. Insbesondere vor dem Hintergrund der Tatsache, dass der Kohäsionsfonds Anpassungen im Vorfeld der Europäischen Währungsunion ermöglichen sollte, ist dieses Urteil enttäuschend.

Im Gegensatz zu den eher allokatonspolitischen Zielen der Regional- und Kohäsionspolitik verfolgt die GAP ein explizites Umverteilungsziel. Allerdings kann angesichts der jüngsten Reformen festgehalten werden, dass die stark distributiven Elemente der GAP in der Tendenz immer weniger marktverzerrend wirken und zunehmend allokatonspolitische Ziele aufweisen. Dies kann jedoch nicht über die Tatsache hinwegtäuschen, dass die GAP als zweitgrößter Haushaltsposten noch immer für Transfers steht, die als verteilungspolitische Maßnahmen keinen wachstumsfördernden Effekt haben.

**Aufholpotenzial bei operationaler Effizienz**

Weiterhin weist der EU-Haushalt als Mechanismus mittelbarer horizontaler Transfers zwischen den Mitgliedstaaten Aufholpotenzial bei der **operationalen Effizienz** auf. Diese wird etwa durch eine mangelnde zeitliche Befristung der Transfers eingeschränkt. Zwar ermöglicht die finanzielle Vorausschau im Siebenjahrestakt eine regelmäßige Neuausrichtung grober Haushaltsposten – insbesondere im Feld der Agrarpolitik ist eine Befristung von Maßnahmen jedoch nicht gegeben. Zweckbindung ist gegeben – etwa durch die Leitlinien der Kohäsionspolitik und die strikte Zuweisung von Mitteln zu den einzelnen Instrumenten der Agrarpolitik. Auch Konditionalität findet immer mehr Einzug in den EU-Haushalt – beispielsweise im Feld der Regional- und Kohäsionspolitik über die Kopplung der Auszahlungen aus Kohäsionsfonds an Einhaltung der Ziele des Stabilitäts- und Wachstumspakts oder über die *Cross Compliance* Bestimmungen im Rahmen der GAP.

**3. Potenzielle Transfers in der EWU über die Rettungsmechanismen**

Neben bestehenden Transfers zwischen den Mitgliedstaaten über den EU-Haushalt zeigt die Wirtschaftskrise eine neue Dimension zwischenstaatlicher Transfers auf, die wir in Kapitel 1 als potenzielle Transfers definiert haben. Die Verschärfung der Eurokrise im Frühjahr 2010 machte die Einrichtung mehrerer Rettungsmechanismen notwendig, die darauf abzielen, Eurostaaten in fiskalischer Schieflage mit vorübergehender Liquidität zu versorgen. Je nach Rettungsmechanismus nutzt man hierzu Kredite der Mitgliedstaaten und des IWF sowie Garantien von Mitgliedstaaten und Kommission, die die Finanzierung zusätzlicher Kredite an notleidende Länder über eine Zweckgesellschaft finanzieren.

**Bilaterale Kredite, ...**

Potenzielle Transfers ergeben sich aus mehreren Quellen:

— Sie ergeben sich bereits in Form von bilateralen Mittelflüssen, die durch zwischenstaatliche Kredite ausgelöst werden. Dies trifft etwa auf die bilateralen Hilfskredite für Griechenland zu. Zu tatsächlichen Transfers werden sie, wenn Kredite nicht zurückgezahlt werden.

**... Kreditlinien und Kreditgarantien ...**

— Eine weitere Art potenzieller Transfers ergibt sich aus Kreditgarantien und Garantien, die von den Euro-Mitgliedstaaten im Rahmen der EU-Rettungsschirme abgegeben wurden. Mittelflüsse finden hier jedoch erst statt, sofern diese Garantien gezogen werden.

**... sind Bestandteile von Griechenlandhilfe und Eurorettungsschirm**

Diese möglichen Transfers werden wir in diesem Kapitel nachzeichnen. Wir unterscheiden im Folgenden zwischen





## EZB-Kapitalschlüssel

	Anteile EZB-Kapital	Garantieanteile ohne GR
BE	3,48%	3,58%
DE	27,13%	27,92%
IE	1,59%	1,64%
ES	11,90%	12,24%
FR	20,38%	20,97%
IT	17,91%	18,42%
CY	0,20%	0,20%
LU	0,25%	0,26%
MT	0,09%	0,09%
NL	5,71%	5,88%
AT	2,78%	2,86%
PT	2,51%	2,58%
SI	0,47%	0,48%
SK	0,99%	1,02%
FI	1,80%	1,85%
GR	2,82%	0,00%

Quellen: EZB, DB Research **8**

### Hilfe für Irland im Profil

Im Falle des Paketes für **Irland** (Dezember 2010) liegen die insgesamt vorgesehenen Unterstützungen bei insgesamt EUR 85 Mrd. Hiervon

- trägt Irland einen eigenen Anteil von EUR 17,5 Mrd. über seinen nationalen Pensionsfonds;
- trägt der IWF EUR 22,5 Mrd.;
- trägt der EFSM EUR 22,5 Mrd. Der effektive Zinssatz der begebenen Anleihen beträgt 2,5%;
- trägt die EFSF EUR 17,7 Mrd. Da die Anleihen, die die Kredite finanzieren, überschuldet sind, beträgt das erforderliche Volumen zu begebender Anleihen EUR 26,5 Mrd. Die Laufzeit der EFSF-Anleihen beträgt 7,5 Jahre – der effektive Zinssatz der Refinanzierung über die EFSF beträgt 2,89%. Irland zahlt für die Hilfen einen Zinssatz von 5,9%.

Im Rahmen der Irlandhilfen fallen weitere potenzielle Transfers von Nicht-Euroländern an, die Mitgliedstaaten der Europäischen Union sind: Das Vereinigte Königreich steuert EUR 3,8 Mrd., Schweden EUR 0,6 Mrd. und Dänemark EUR 0,4 Mrd. an Kreditlinien bei, denn diese drei Länder profitieren von der Stabilisierung Irlands auf Grund enger Finanzmarktverflechtung in besonderem Maße.

Bisher wurden vom EFSM EUR 11,4 Mrd., von der EFSF EUR 3,6 Mrd. (Bürgschaften: EUR 5 Mrd.) und vom IWF EUR 7,2 Mrd. überwiesen.

- dem Hilfspaket für Griechenland (2. Mai 2010).
- dem Eurorettungsschirm – bestehend aus der Kommissionsfazilität EFSM, der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität EFSF und dem Anteil des IWF (9. Mai 2010).
- Perspektivisch: Dem Nachfolgerrettungsschirm ESM, dessen Rahmenvertrag derzeit verhandelt wird.

### 3.1 Potenzielle Kosten der Griechenlandrettung

Am 2. Mai beschlossen die Kommission, die Staats- und Regierungschefs der EWU und der IWF das Hilfspaket für Griechenland. Es umfasst Kreditlinien im Umfang von EUR 110 Mrd. – EUR 30 Mrd. werden davon als Kredite vom IWF bereitgestellt; weitere EUR 80 Mrd. stellen die EWU-Mitgliedstaaten der Kommission zur Verfügung, die diese Kredite dann in Tranchen an Griechenland weiterleitet. Ihr Umfang bemisst sich je Land an dem Anteil der EWU-Länder am EZB-Kapital, wie in Tabelle 8 abgebildet.

Unsere große Übersicht auf Seite 15 zeigt bereits erfolgte und anvisierte Zahlungen an Griechenland und ergänzt diese Angaben um die nationalen Länderanteile. Auffällig ist, dass die nationalen Anteile je Tranche variieren. Somit findet eine anteilige Beteiligung der Mitgliedstaaten nach EZB-Schlüssel nur im Ergebnis statt, nicht jedoch durchweg im Prozess bei den einzelnen Flussgrößen.

Nach der vierten Tranche im März dieses Jahres sind nun EUR 38,4 Mrd. unter dem EU/IWF-Programm an Griechenland geflossen. Während der IWF Vorzugsgläubiger ist, werden die Hilfen der Euroländer an Griechenland zu den Haftungskonditionen institutioneller Anleger vergeben. Dies könnte Implikationen im Falle einer Umschuldung haben, wie später thematisiert werden soll. Die fünfte Tranche des Hilfspaketes wird derzeit verhandelt.

### 3.2 Eurorettungsschirm

Da die griechische Haushaltskrise im Frühjahr 2010 die Funktionsfähigkeit der Märkte für Staatsanleihen fundamental bedrohte, einigten die Staats- und Regierungschefs der Eurozone sich am 9. Mai auf einen zweiten Rettungsmechanismus, der auf die Bereitstellung temporärer Liquidität für Euroländer abstellt. Dieser „Eurorettungsschirm“ besteht aus den drei Elementen: dem Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus EFSM in Trägerschaft der Kommission, der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität EFSF in Trägerschaft der Mitgliedstaaten und weiteren IWF-Hilfen. Auch hieraus leiten sich potenzielle Transfers ab.

#### 3.2.1 Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus EFSM

Ein Bestandteil des Eurorettungsschirms ist der EFSM – es handelt sich hierbei um eine Kreditfazilität der Kommission mit einem Volumen von EUR 60 Mrd., die über den EU-Haushalt garantiert wird. Die EU-Kommission nimmt hierzu am Kapitalmarkt Mittel auf, und die Mitgliedstaaten haften gesamtschuldnerisch nach dem Anteil ihrer Einzahlungen in den jährlichen EU-Haushalt. Ähnlich wurde bereits im Falle der sogenannten Zahlungsbilanzbeihilfen für Nicht-Euroländer wie Lettland, Ungarn oder Rumänien verfahren. Die Übersicht auf Seite 15 zeigt, dass im Rahmen der Rettungspakete für Irland und Portugal bereits EUR 8,4 Mrd. Euro der Kreditlinien abgerufen wurden und EUR 30,1 Mrd. für eine Auszahlung vorgeplant sind.

Der EFSM vergibt Kredite an hilfsbedürftige Länder zu marktnahen Zinsen (vgl. Kasten zu einzelnen Länderprogrammen). Aus den

### Hilfe für Portugal im Profil

Im Falle des Paketes für Portugal (Mai 2011) liegen die insgesamt vorgesehenen Unterstützungen bei insgesamt EUR 78 Mrd. Hier von tragen EFSM, EFSF und IWF jeweils EUR 26 Mrd. Bisher wurden vom EFSM EUR 6,5 Mrd., von der EFSF EUR 5,9 Mrd. (Bürgschaften: EUR 8 Mrd.) und vom IWF EUR 6,1 Mrd. überwiesen. Zur Finanzierung hat die EFSF unter anderem eine 10-Jahres-Anleihe im Umfang von EUR 5 Mrd. (Zinssatz: 3,49%) und eine 5-Jahres-Anleihe im Umfang von EUR 3 Mrd. (Zinssatz: 2,825%) begeben. Die Finanzierungskosten für Portugal sind noch nicht festgelegt worden.

### Stepping-out-Guarantoren scheren bei EFSF-Garantien aus quotaler Haftung aus

### Auch Nicht-EU-Länder haften

Zinszahlungen ergeben sich bei Rückzahlung der Kredite Rückflüsse, die – nach Abzug der Finanzierungskosten – ebenfalls in die Gesamtbilanz mit einbezogen werden. Das Beispiel Griechenland zeigt jedoch, dass Kreditzinsen und Laufzeiten auch angeglichen werden können, wenn ein Land etwa wirtschaftspolitischen Auflagen im Rahmen der Anpassungsprogramme nachkommt.<sup>12</sup> Mögliche Zinsgewinne werden im EU-Haushalt verbucht. Die Übersicht zeigt auch, dass auch Nicht-Euroländer an der Rettung über ihre Haftung über den EU-Haushalt beteiligt werden können.

### 3.2.2 Europäische Finanzstabilisierungsfazilität EFSF<sup>13</sup>

Die EFSF ist eine Zweckgesellschaft luxemburgischen Rechts, deren Gründung auf einem völkerrechtlichen Vertrag beruht. Sie ist mit Garantien der EWU-Mitgliedstaaten ausgestattet. Beantragt ein Euroland Hilfe, so nimmt die EFSF – nachdem ein Hilfsprogramm aufgelegt worden ist – Gelder auf den Kapitalmärkten auf und leitet diese in Form von Kredittranchen an das hilfsbedürftige Land weiter. Ein Sicherheitspuffer ermöglicht die Aufnahme von Geldern zu Triple-A-Konditionen, reduziert jedoch die effektive Interventionskraft der EFSF auf rund EUR 555 Mrd.

Die Übersicht auf Seite 12 zeigt, wie hoch der jeweilige Bürgerschaftsanteil der Länder an der EFSF ist – und wie stark ihre jeweilige Haftung für die bereits existierenden Hilfsprogramme für Irland und Portugal ist. Wir sehen, dass die relativen Anteile der Länder zunehmen, je mehr Länder Hilfe beantragen. Denn sobald ein Land Hilfe beantragt, wird es zum *Stepping Out Guarantor* und muss für sein eigenes, aber auch für zukünftige Hilfsprogramme nicht mehr bürgen. Das bedeutet etwa, dass Portugal zwar noch für das irische Hilfsprogramm haftet, jedoch nicht mehr für möglicherweise noch kommende. Griechenland ist formal zwar Vertragspartner, haftet jedoch nicht mehr – es war der erste *Stepping Out Guarantor*. Innerhalb des Garantierahmens können die abzurufenden Garantien der teilnehmenden Länder also ansteigen und zwar genau um die Differenzsumme des Sicherheitspuffers, der die effektive Interventionskraft von der eigentlichen Garantiesumme trennt.

Ähnlich wie beim EFSM gilt, dass Kredite verzinst werden – mit länderspezifischen Zinssätzen, die bei der Erfüllung wirtschaftspolitischer Auflagen auch angepasst werden können. So liegt der Zinssatz für Irland derzeit bei 5,9%.

### 3.2.3 IWF-Beteiligung

Zusätzlich zu EFSM und EFSF beteiligt sich der IWF an den Hilfspaketen – und zwar anteilig zu jeweils einem Drittel. Daraus resultieren zusätzliche Kreditlinien von bis zu EUR 250 Mrd.<sup>14</sup> Wie unsere

<sup>12</sup> Im Falle Griechenlands wurde die Laufzeit der Hilfsdarlehen auf 7,5 Jahre verlängert und eine Absenkung des Zinsniveaus um 100 Bp. in Aussicht gestellt. Vgl. Schlussfolgerungen der Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets vom 11. März 2011. Anders verhält es sich bei Irland: Eine Absenkung wurde seitens Irland zwar Anfang des Jahres gefordert, auf Grund von Uneinigkeiten in der Anpassung der Unternehmensbesteuerung jedoch von der Gemeinschaft der EWU-Länder nicht weiterverfolgt.

<sup>13</sup> Dieser Absatz gibt den Sachverhalt des gegenwärtigen EFSF-Rahmenvertrages wieder. Im Juli 2011 wird der reformierte Rahmenvertrag unterzeichnet – er sieht einen Garantiefumfang von insg. EUR 780 Mrd. mit einer Übersicherung von über 165% vor. Die EFSF wird auch auf den Primärmärkten Staatsanleihen aufkaufen können. Deutschlands Haftungsanteil erhöht sich von derzeit EUR 119,39 Mrd. auf EUR 211,05 Mrd. – der relative Garantieanteil sinkt etwas auf 27,06%.

<sup>14</sup> Die Unterstützung des IWF bezieht sich anteilig auf effektiv ausgezahlte Kredite von EFSM und EFSF. Durch die ratingbedingte gegenwärtige Beschränkung der effektiven Interventionskraft der EFSF auf EUR 255 Mrd. reduzieren sich die perspektivischen Kreditlinien des IWF auf etwa EUR 157,5 – dies entspricht 50% der



### Ausblick: Der ESM ab 2013

Mit dem Beschluss des Europäischen Rates vom 25. März 2011 haben sich die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union perspektivisch auf einen Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) geeinigt. Mit einer Unterzeichnung ist im Laufe des Juli zu rechnen – die Ratifizierung erfolgt dann in den kommenden Monaten. Der ESM soll als Krisenmechanismus dann an die Stelle von EFSF und EFSM treten. Allerdings erfordert er eine Änderung des AEUV, der eine dauerhafte Kooperation der Euroländer, die eine wechselseitige Haftung umfasst, derzeit noch verbietet.

Der ESM soll ein Gesamtvolumen von EUR 700 Mrd. haben – bestehend aus EUR 620 Mrd. Garantien und abrufbarem Kapital sowie einer Bareinlage i.H.v. EUR 80 Mrd. Dies soll zu einer effektiven Interventionskraft von EUR 500 Mrd. führen. Der Verteilungsschlüssel anteiliger Garantien weicht leicht vom derzeitigen Schlüssel der EFSF ab.

Noch ist der Rahmenvertrag des ESM nicht unterzeichnet. Es zeichnet sich jedoch ab, dass Kredite des ESM an bedürftige Länder Seniorität gegenüber den Anleihen haben werden. Eine mögliche Umschuldung würde somit geringe Konsequenzen haben als unter dem derzeitigen Rettungsschirm, in dem quotale beliehen wurde. Dem ESM gegenüber hat der IWF hingegen höhere Seniorität.

### Operationale Effizienz nur auf den ersten Blick gegeben

### Hauptproblem: Keine Exitperspektive

Übersicht auf Seite 12 zeigt, haften natürlich auch jene Mitgliedstaaten der Europäischen Union, die nicht Mitglied der Eurozone sind, für die Kredite, die vergeben wurden – sowie alle weiteren Mitgliedsländer des IWF über ihre Anteile. Allerdings ist der IWF Gläubiger mit Vorzugsrechten.

Das gegenwärtige Rettungspaket ist die Grundlage für den Nachfolgemechanismus – den Europäischen Stabilitätsmechanismus ESM. Der Kasten geht auf den ESM und die perspektivisch daraus folgenden direkten und indirekten Transfers ein.

### 3.3 Bewertung

Die Bewertung der oben dargestellten potenziellen Transfers zwischen den Euroländern ergibt ein differenziertes Bild. Sicherlich haben die Rettungspakete auf die Eurozone und ihre Peripheriestaaten stabilisierend gewirkt und die Zuversicht von Investoren und Konsumenten gestärkt. Größere Verwerfungen auf den Märkten für Staatsanleihen mit potenziellen negativen Rückschlageffekten für Finanzsysteme und Realwirtschaft der Eurozone wurden verhindert, auch wenn eine kontrafaktische Argumentation in diesem Falle besonders schwerfällt.

Es ist fraglich, ob Zielkonsistenz gegeben ist bei Krediten, die sowohl real- und finanzwirtschaftliche Stabilisierung als auch eine Besserung nationaler Wirtschafts- und Fiskalpolitik über Konditionalität intendieren. Es besteht Grund zur Sorge, dass bei mangelhaft umgesetzter wirtschaftspolitischer Konditionalität *Moral Hazard* zu einer Verwässerung der wirtschaftspolitischen Ziele der Reformprogramme führt – und dass gut gemeinte Stabilisierungsabsicht am Ende den wirtschaftspolitischen Reformkurs konterkariert.

**Operationale Effizienz** ist auf den ersten Blick erfüllt: Ungeachtet des hohen Risikos einer ausbleibenden Rückzahlung finden heutige Finanzierungsströme zwischen den Mitgliedstaaten – zurzeit noch – ausschließlich über Kredite statt. Diese sind im Rahmen bestehender Hilfsprogramme zeitlich befristet – in der Regel bis Mitte 2013. Für die Empfängerländer sind die Kredite kein *Free Lunch*, es findet eine klare Zweckbindung (Liquiditätshilfe) statt. Kredite werden unter strikten Auflagen und somit unter hoher Konditionalität gewährt. Geld wird im Rahmen der Rettungsprogramme erst ausgezahlt, wenn wirtschaftspolitische Bedingungen im Rahmen der Anpassungsprogramme erfüllt sind. Die aktuellen Entwicklungen in Griechenland zeigen jedoch, dass die Konditionalität zunehmend weit ausgelegt wird.

Dieses lückenlos positive Bild hält einem zweiten Blick jedoch nicht stand: So lässt die schlechte haushaltspolitische Lage einiger Länder, denen im Rahmen der Hilfsmaßnahmen geholfen wird, durchaus Zweifel aufkommen, ob gewährte Kredite tatsächlich zurückgezahlt werden und ob damit eine zeitliche Befristung der Hilfen tatsächlich gegeben ist. Auch die Aussicht auf einen dauerhaften Krisenmechanismus verstärkt diese Befürchtungen eher als sie zu zerstreuen. Eine klare Exitperspektive ist derzeit nicht ersichtlich. Angesichts der Tatsache, dass die Politik Hilfsmaßnahmen für Euroländer als „alternativlos“ bezeichnet hat, ist auch die Wirksamkeit der Konditionalität anzuzweifeln: Alternativlosigkeit und Konditionalität schließen sich wechselseitig aus.

effektiven Interventionskraft von EFSF und EFSM. Da die Interventionskraft der EFSF jedoch im Rahmen der EFSF-Reform im Laufe dieses Jahres auf volle EUR 440 Mrd. erhöht werden soll, bleiben wir vorerst bei der Annahme zusätzlicher EUR 250 Mrd. durch den IWF.







## Liquiditätsgeschäfte, SMP und ELA als potenzielle Transfers

### Akzeptanz aller Staatsanleihen als Collateral erhöht Exposure der EZB stark

#### Collaterals und Ratings

Um Zentralbankliquidität nutzen zu können, hinterlegen Geschäftsbanken des Eurogebiets bei der EZB Sicherheiten – so genannte *Collaterals* – in der Regel in Form von Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Verbriefungen.

Gab es bis vor der Krise noch Mindestanforderungen an das Rating derartiger Papiere (mindestens A-), so wurden die Mindestanforderungen im Zuge der Krise auf BBB- gelockert. So können etwa auch griechische Staatsanleihen weiterhin als *Collateral* für Zentralbankliquidität bei der EZB hinterlegt werden – sie sind „zentralbankfähig“, und aus diesem Blickwinkel auch weiterhin für private Gläubiger attraktiv.

Nach der Absenkung der Ratinganforderungen sind weiterhin griechische Staatsanleihen im Depot. Perspektivisch hat die EZB in Aussicht gestellt, dass ab dem kommenden Jahr Staatspapiere mit schlechten Ratings nur gegen eine Sonderzahlung als *Collateral* akzeptiert werden.

## 4. Potenzielle Transfers im Eurosystem

Das dritte Transferelement besteht aus Eventualverbindlichkeiten, die aus den Maßnahmen erwachsen, die die EZB flankierend zu den Rettungspaketen der Eurozone im Mai 2010 aufgestellt hat. Drei Posten stehen im Mittelpunkt unserer Beobachtungen:

- Klassische **Liquiditätsgeschäfte** der EZB, die im Zuge der Krise stark zugenommen haben;
- Marktinterventionen der EZB auf den Märkten für Staatsanleihen im Rahmen ihres **Securities Markets Programmes**;
- die Bereitstellung zusätzlicher Liquidität im Rahmen sogenannter **Emergency Liquidity Assistance**.

Besondere Beachtung im Zusammenhang mit den potenziellen Transfers im Rahmen des Eurosystems verdient die gesamtschuldnerische Haftung der Euroländer: Sollte ein Land beispielsweise durch eine Staatsinsolvenz ausfallen, so steigt der Haftungsanteil der anderen Länder proportional an.

### 4.1 Liquiditätsbereitstellung im Rahmen der EZB-Geldpolitik

Im Zuge ihrer Offenmarktgeschäfte stellt die EZB Geschäftsbanken im Euroraum Liquidität bereit. Seit Beginn der Krise wird auch die Spitzenrefinanzierungsfazilität zunehmend von Geschäftsbanken genutzt, um sich außerhalb des zuweilen schlecht funktionierenden Interbankenmarktes Liquidität zu beschaffen. Grafik 10 zeigt eine beizeiten enorme Ausweitung der Spitzenrefinanzierungsfazilität seit Beginn der Krise im vierten Quartal 2009.

Um die (günstige) Zentralbankliquidität, die per Vollzuteilung den Geschäftsbanken zugänglich gemacht wurde, nutzen zu können, haben Geschäftsbanken des Eurogebiets Sicherheiten (so genannte *Collaterals*) in Form von Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Verbriefungen hinterlegt.

Eventualverbindlichkeiten ergeben sich für die EZB – und damit für die haftenden Mitgliedstaaten der Eurozone – über zwei Kanäle:

1. Falls sich ein Land der EWU zu einer Umschuldung entschließen würde, entstünden der EZB durch den geringeren Wert der Sicherheiten im Portfolio Abschreibungen durch Wertberichtigungen. Diese müssten dann durch die nationalen Zentralbanken der anderen Euroländer aufgebracht werden, und zwar nach dem Kapitalschlüssel der EZB.
2. Würde eine Geschäftsbank im Euroraum zahlungsunfähig, und würden die als *Collateral* hinterlegten Staatsanleihen unter Nennwert notieren, so müssten auch in diesem Fall die nationalen Zentralbanken für mögliche Verluste aufkommen.<sup>15</sup>

Über geringere Zentralbankgewinne würden dadurch unweigerlich auch die Haushalte der Euroländer belastet – wengleich sich die Verluste der Zentralbanken durch die jeweiligen stillen Reserven der nationalen Zentralbanken nicht eins zu eins auf die Haushalte übertragen würden. Staatsanleihen jener Länder, die im Hinblick auf eine mögliche Umschuldung in den letzten Monaten unter verschärfter Beobachtung der Märkte standen, hält die EZB im Umfang von EUR 249 Mrd. in ihren Büchern (vgl. Tabelle 9).

<sup>15</sup> Dies würde nicht gelten, wenn der Bankensektor des umschuldenden Landes eine Rekapitalisierung durch die öffentliche Hand erfahren würde. Dies würde die Verluste der EZB über die Liquiditätsgeschäfte eindämmen und die Verluste nur auf das Engagement im Rahmen des *Securities Market Programmes* (siehe Punkt 4.2) reduzieren.

## Eventualverbindlichkeiten im Rahmen der unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik des ESZB

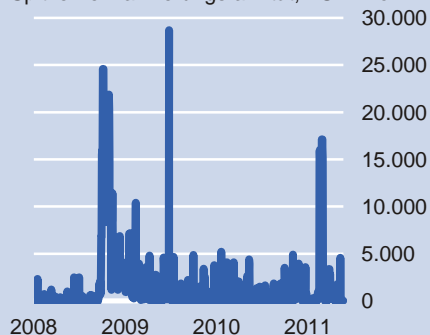
EUR Mrd.; Stand: Februar 2011

	Total	BE	DE	IE	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI	GR	EE
SMP gesamt	74	2,57	20,03	1,17	8,78	15,04	13,2	0,14	0,18	0,07	4,22	2,05	1,85	0,35	0,73	1,33	2,08	0,19
Davon GR	47	1,63	12,72	0,75	5,58	9,55	8,39	0,09	0,12	0,04	2,68	1,30	1,18	0,22	0,47	0,84	1,32	0,12
Davon IE	15	0,52	4,06	0,24	1,78	3,05	2,68	0,03	0,04	0,01	0,85	0,42	0,38	0,07	0,15	0,27	0,42	0,04
Davon PT	12	0,42	3,25	0,19	1,42	2,44	2,14	0,02	0,03	0,01	0,68	0,33	0,30	0,06	0,12	0,22	0,34	0,03
Offenmarkt ges.	249	8,63	67,39	3,95	29,6	50,6	44,5	0,49	0,62	0,22	14,2	6,91	6,23	1,17	2,47	4,46	6,99	0,64
Davon GR	91	3,15	24,63	1,44	10,8	18,5	16,3	0,18	0,23	0,08	5,19	2,53	2,28	0,43	0,90	1,63	2,56	0,23
Davon IE	117	4,06	31,67	1,86	13,9	23,8	20,9	0,23	0,29	0,11	6,67	3,25	2,93	0,55	1,16	2,10	3,29	0,30
Davon PT	41	1,42	11,10	0,65	4,87	8,33	7,32	0,08	0,1	0,04	2,34	1,14	1,03	0,19	0,41	0,73	1,15	0,10
ELA gesamt	85	2,95	23,00	1,35	10,09	17,28	15,18	0,17	0,21	0,08	4,84	2,36	2,13	0,4	0,84	1,52	2,39	0,22
Davon GR	15	0,52	4,06	0,24	1,78	3,05	2,68	0,03	0,04	0,01	0,85	0,42	0,38	0,07	0,15	0,27	0,42	0,04
Davon IE	70	2,43	18,95	1,11	8,31	14,23	12,50	0,14	0,17	0,06	3,99	1,94	1,75	0,33	0,69	1,25	1,97	0,18
Davon PT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summe:</b>	<b>408</b>	<b>14,14</b>	<b>110,4</b>	<b>6,48</b>	<b>48,42</b>	<b>82,92</b>	<b>72,87</b>	<b>0,80</b>	<b>1,02</b>	<b>0,37</b>	<b>23,26</b>	<b>11,32</b>	<b>10,21</b>	<b>1,92</b>	<b>4,04</b>	<b>7,31</b>	<b>11,46</b>	<b>1,04</b>

Quellen: EZB, Schätzungen zu SMP-Länderanteilen und ELA: DB Research **9**

### Volatile Exposure

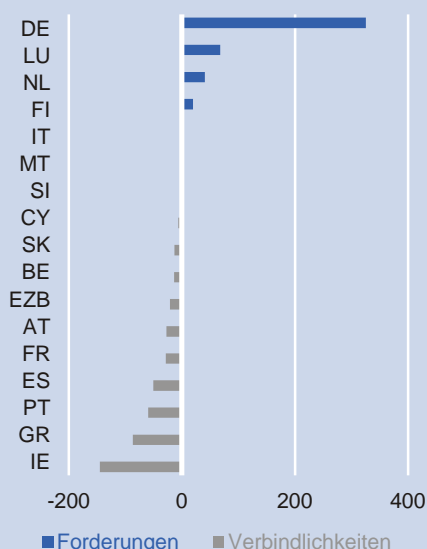
Spitzenrefinanzierungsfazilität, EUR Mio.



Quelle: EZB **10**

### Eurosystem: Target2-Salden

In EUR Mrd., Stand Ende 2010



Quelle: EZB **11**

## 4.2 Securities Market Programme (SMP)

Am 9. Mai 2010 beschloss der EZB-Rat, Staatsanleihen an den Sekundärmärkten aufzukaufen. Seitdem sind im Rahmen des Securities Market Programmes Staatsanleihen im Umfang von über EUR 77 Mrd. aufgekauft worden – ein Großteil davon im Mai und Juni des letzten Jahres. Die EZB hält diese Anleihen bis zum Ende der Laufzeit, und die damit zunächst verbundene Erhöhung der Geldmenge wurde durch Kurzfristender wieder sterilisiert. Die genaue Zusammensetzung des Staatsanleihenportfolios wird seitens der EZB nicht kommuniziert. Tabelle 9 präsentiert daher in den Länderzeilen zum SMP geschätzte Zahlen, denen die unterschiedlichen Aufkaufvolumina in bestimmten Wochen, die für einzelne Länder kritisch waren, zugrunde liegen.

Solange die Staatsanleihen ohne Zwischenfälle im Portfolio der EZB verbleiben, ergeben sich keine Transfers zwischen den Mitgliedstaaten. Anders sieht es jedoch aus, wenn ein Land, dessen Staatsanleihen im Portfolio der EZB liegen, eine Schuldenumstrukturierung durchführen würde. In diesem Falle müsste die EZB vermutlich rekapitalisiert werden – und zwar anteilig nach dem Kapitalschlüssel ihrer Anteilseigner, den Euroländern. Was das für einzelne Euro-Mitgliedstaaten bedeuten würde, kann ebenfalls aus Tabelle 9 abgelesen werden. In diesem Zusammenhang ist allerdings anzumerken, dass die EZB im Rahmen des SMP die Staatsanleihen zu einem unter dem Nennbetrag liegenden Preis gekauft hat. Die Verluste im Rahmen eines Kapitalschnitts, der ja am Nennbetrag ansetzt, dürfen also entsprechend niedriger ausfallen.

## 4.3 Emergency Liquidity Assistance

Unabhängig von der regulären Bereitstellung von Liquidität und dem SMP griffen die Zentralbanken Griechenlands und Irlands auch zu Maßnahmen der *Emergency Liquidity Assistance (ELA)*. In diesem Falle stellen nationale Zentralbanken zusätzliche Liquidität für notleidende Kreditinstitute bereit – in der Regel gegen die Hinterlegung von Sicherheiten.

Zwar trägt die nationale Zentralbank hierbei die alleinige Entscheidungsgewalt und auch das unternehmerische Risiko. Die EZB übernimmt jedoch die Rolle des *Lender of Last Resort* und haftet für



### Target2-Salden als vierte Eventualverbindlichkeit?

Als vierte Quelle möglicher Transfers innerhalb des Eurosystems stehen derzeit auch die Target2-Salden der Zentralbanken der Eurozone im Verhältnis untereinander in der Diskussion.

Bei Target2 handelt es sich um ein Individualzahlungsverkehrssystem für Großbeträge, das im Rahmen grenzüberschreitender Zahlungen innerhalb der Eurozone aktiv wird, sofern diese über die Zentralbanken abgewickelt werden: Wickelt beispielsweise die Bank eines italienischen Importeurs eine Zahlung für ein Produkt aus den Niederlanden über Target2 ab, so entsteht bei der Niederländischen Zentralbank eine Forderung gegen die italienische Zentralbank – der Target2-Saldo der niederländischen Zentralbank wächst, der Target2-Saldo der italienischen Zentralbank sinkt. Die EZB ist zentrale Gegenpartei.

Die Target2-Salden haben sich während der Krise zwischen den EWU-Mitgliedstaaten stark ausgeweitet. Denn während grenzüberschreitende Zahlungen vor der Krise in der Regel auch zwischen Geschäftsbanken abgewickelt wurden, sorgte der Vertrauensverlust im Interbankenmarkt dafür, dass Zahlungen zunehmend über das Target2-System abgewickelt wurden. So stellen sich die unausgeglichene Target2-Salden als Resultante der Leistungsbilanzungleichgewichte in der EWU dar.

Ein weiterer Grund für die Ausweitung der Saldendifferenzen ist in laufenden Refinanzierungsgeschäften zu sehen, im Rahmen derer Geschäftsbanken von Peripheriestaaten zunehmend auf die EZB vertrauen – während Kreditinstitute in Target2-Überschussländern sich auf dem Interbankenmarkt refinanzieren.

Grafik 11 zeigt, dass die Target2-Salden innerhalb der Eurozone stark unausgeglichene sind. So hielt Deutschland Ende des Jahres 2010 gegenüber anderen Ländern – und damit dem Eurosystem – einen Forderungssaldo von EUR 326 Mrd. Wir sehen auch eine Passivposition bei der EZB. Die Bundesbank (2011) hält hierzu fest, dass diese über SMP und Covered Bond Programme der EZB sowie durch Seigniorage-Verbindlichkeiten gegenüber den NZBs und dem Eurosystem entstanden sind.

Es ist strittig, ob es sich bei Target2-Salden um Eventualverbindlichkeiten handelt. Fest steht jedoch, dass nationale Zentralbanken in der Eurozone für Verbindlichkeiten ihrer Partner gesamtschuldnerisch haften. Target2-Salden würden somit allenfalls bei einem Austritt eines Landes aus der EWU Transfers bedingen. Target2-Salden spiegeln also lediglich die Verteilung von Liquidität im Eurosystem wider: Sie stellen jedoch keine eigenen Risiken dar, solange das Eurosystem besteht.

diese neuen Verbindlichkeiten. Da die nationalen Zentralbanken im Eurosystem jedoch gesamtschuldnerisch füreinander haften, überträgt sich auf andere Zentralbanken ein potenzielles Haftungsrisiko, das im Falle eines Forderungsausfalls zu zwischenstaatlichen Transfers führen kann und das daher quantifiziert werden muss. Ein Blick auf die Tabelle zeigt, dass an irische Banken EUR 70 Mrd. im Rahmen der ELA ausgeschüttet wurden. Griechische Banken erhielten EUR 15 Mrd.

### 4.4 Bewertung

Es ist offenkundig, dass Liquiditätsmaßnahmen, SMP und ELA im Sinne der intendierten Stabilisierungsaufgabe größere Verwerfungen an den Märkten für Staatsanleihen und den Interbankenmärkten verhindert haben. Dadurch wurde die Gefahr einer weiteren Finanzkrise mit Übersprungsrisiko für die Realwirtschaft gemindert. Zielkonsistenz ist zwischen den Einzelmaßnahmen gegeben – Liquiditätsmaßnahmen, SMP und ELA ergänzen sich in ihren Zielsetzungen. Dies liegt durchaus in der Natur der Sache: Für ein streng hierarchisches und politisch unabhängiges System wie das Eurosystem ist Zielkonsistenz leichter zu erreichen als in von Mitbestimmung geprägten Bereichen. Kritisch ist jedoch zu bewerten, dass die Informations-, Lenkungs- und Auslesefunktion von Marktpreisen durch erhöhte Liquidität eingeschränkt wurde. Eine Güterabwägung zwischen den intendierten Zielen finanz- und dadurch realwirtschaftliche Stabilisierung und Preistransparenz kann jedoch zu Gunsten des ersten Ziels ausfallen, solange die Maßnahmen vorübergehend sind und Preisstabilität gegeben ist.

Das Ziel der **operationalen Effizienz** ist annähernd erfüllt. Die EZB handelt aus ihrer Unabhängigkeit heraus und gewährt die Unterstützung nach eigenem Ermessen – und im Sinne einer Orientierung an Preisstabilität auch zeitlich begrenzt. Auch wenn es fraglich ist, ob zeitliche Begrenzung der Transfers im Falle anhaltender makroökonomischer Spannungen konsistent verfolgt werden kann, ist eine Exitperspektive deutlicher gegeben als bei vergleichbaren fiskalischen Rettungspaketen. Auch die Zweckbindung der Zuweisungen ist gegeben, da die Mittel als Liquiditätshilfen innerhalb eng abgesteckter Programme zugewiesen werden und innerhalb des geschlossenen Zusammenhangs des Eurosystems verwendet werden. Das geschlossene System der Geldpolitik ist auch der Grund, warum der Aspekt der Konditionalität als notwendige Bedingung zur operationalen Effizienz in diesem Falle entfallen kann. Konditionalität ist durch das enge Korsett der Regelbindung europäischer Geldpolitik gegeben.

### 5. Auf dem Weg in einen Euroländerfinanzausgleich?

Die letzten drei Kapitel haben gezeigt, dass tatsächliche und potenzielle Transfers innerhalb von EU und EWU nicht gering sind. Betrachten wir das Beispiel Deutschland, so sehen wir, dass sich zusätzlich zu den tatsächlichen, jährlichen Transfers über den EU-Haushalt (2009: EUR 6,37 Mrd.) noch weitere potenzielle Einmalzahlungen in Höhe von EUR 144 Mrd. über die Rettungspakete und weitere EUR 110 Mrd. über die gesamtschuldnerische Haftung im Rahmen des Eurosystems hinzugesellen. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass die Transfers über den EU-Haushalt jährlich wiederkehrende Finanzierungsströme sind, während eine Einlösung bereits gewährter Garantien bzw. eine ausbleibende Rückzahlung der Kredite z.B. für Griechenland einen Einmaleffekt auf die Bestandsgröße hätte.

**Tatsächliche und potenzielle Transfers ergeben eine erhebliche Summe, ...**

Angesichts dieser Zahlen wird in der öffentlichen Diskussion oft die Frage gestellt, ob diese potenziellen Transfers am Ende sogar Dimensionen eines Europäischen Finanzausgleichs erreichen könnten. Diese Frage kann nur dann sinnvoll beantwortet werden, wenn man sich verdeutlicht, welche finanziellen Ausmaße ein europäischer Finanzausgleich annehmen könnte.

Unsere Modellrechnung orientiert sich methodisch am Modell von Konrad und Zschäpitz (2011). Diese nehmen zur Vereinfachung an, dass ein europäischer Finanzausgleich – in Analogie zum deutschen Länderfinanzausgleich – an einer Angleichung der europäischen Steuereinnahmen pro Kopf ansetzen könnte. Da die Steuerlastquote auf Grund unterschiedlicher Steuersätze und Bemessungsgrundlagen zwischen den EU-Mitgliedstaaten unterschiedlich ist, wählen wir als Bezugspunkt die Staatseinnahmen pro Kopf – also sämtliche Einnahmen aller Gebietskörperschaften, einschließlich der Einnahmen von Sozialversicherungsträgern. Entsprechend berechnen wir im Folgenden die erforderlichen jährlichen Transfers als Vergleichsgröße, die sich bei einer Nivellierung der staatlichen Pro-Kopf-Einnahmen der Euroländer – bereinigt um Kaufkraft und Staatsquote – auf den Durchschnitt der Eurozone ergeben würden. Ebenso wie Konrad und Zschäpitz (2011) legen wir das Haushaltsjahr 2007 zugrunde, um unsere Berechnung nicht durch die kurzfristige Veränderung der Staatseinnahmen im Zuge der Krise zu verzerren.

**... die jedoch noch lange nicht an das Ausmaß eines Euroländerfinanzausgleichs heranreicht**

Bei einem Vollausgleich auf Jahresbasis würden die Staatseinnahmen über dem Durchschnitt Staatseinnahmen jener Länder unter dem Durchschnitt ausgleichen – ein illusorisches Ziel, wenn man bedenkt, dass Transfers in derartiger Höhe über 30% des BIP Estlands ausmachen würden. Bei einem Vollausgleich müssten innerhalb der Eurozone EUR 137 Mrd. jährlich bewegt werden.

Auf Deutschland kämen in diesem Falle jährliche Zahlungen von über EUR 12 Mrd. zu. Frankreich müsste auf Grund seiner hohen

**Simulation: Nivellierung der Staatseinnahmen in der EWU-17**

Ergebnisse der Ausgleichssimulation (vier rechte Spalten) in EUR Mio.

	Staatseinnahmen pro Kopf in Euro 2007	100% Ausgleich	80% Ausgleich	50% Ausgleich	30% Ausgleich
BE	15.165,60	-12.901,1	-10.320,9	-6.450,5	-3.870,3
DE	12.955,80	-12.139,5	-9.711,6	-6.069,7	-3.641,8
EE	4.354,90	6.550,0	5.240,0	3.275,0	1.965,0
IE	15.967,90	-1.599,1	-1.279,3	-799,6	-479,7
GR	8.105,40	13.257,7	10.606,2	6.628,9	3.977,3
ES	9.645,00	68.371,4	54.697,1	34.185,7	20.511,4
FR	14.749,20	-82.901,4	-66.321,1	-41.450,7	-24.870,4
IT	12.075,70	28.910,1	23.128,1	14.455,1	8.673,0
CY	9.079,00	2.015,5	1.612,4	1.007,8	604,7
LU	31.130,20	-776,5	-621,2	-388,2	-232,9
MT	5.380,20	1.352,4	1.081,9	676,2	405,7
NL	15.861,00	-13.141,8	-10.513,4	-6.570,9	-3.942,5
AT	15.714,80	-7.606,3	-6.085,0	-3.803,1	-2.281,9
PT	6.567,80	25.979,9	20.784,0	12.990,0	7.794,0
SI	7.263,70	5.817,4	4.653,9	2.908,7	1.745,2
SK	3.307,90	21.915,3	17.532,2	10.957,6	6.574,6
FI	17.814,80	-6.654,1	-5.323,3	-3.327,1	-1.996,2
<b>Summe Transferumsatz:</b>		<b>137.719,7</b>	<b>110.175,8</b>	<b>68.859,9</b>	<b>41.315,9</b>

Quellen: Eurostat, DB Research





### Eurobonds: Phantomdebatte oder Zukunftsmusik?

Wann immer die politische Debatte finanzielle Transfers zwischen den Ländern der Eurozone behandelt, kommt in der Regel schnell die Sprache auf so genannte Eurobonds. In diesem Zusammenhang stehen verschiedene Modelle in der Diskussion, denen gemein ist, dass Euroländer mit gemeinschaftlicher Haftung Geld an den Kapitalmärkten aufnehmen – sozusagen als Haftungsgemeinschaft in wirtschaftlicher Normallage.

Befürworter führen folgende Argumente an:

1.) **Höhere Liquidität:** Das große Marktvolumen gemeinsamer Anleihen könnte Liquiditätsprämien senken. Kleinere Mitgliedstaaten der EWU leiden unter hohen Marktliquiditätsspreads, denn in kleineren Ländern ist die Aufnahmefähigkeit des Marktes (Markttiefe) gering. Bonds können nur mit einer großen Geld-Brief-Spanne gehandelt werden.

2.) **Euro als Reservewährung:** Ein hochliquider europäischer Bondmarkt könnte den Euro als Reservewährung attraktiver machen. Auch größere Transaktionen würden sich nicht auf die Preisbildung auswirken.

3.) **Aggregiert niedrigere Zinslast:** Gemeinsame Papiere könnten die Nachfrage nach europäischen Staatspapieren insgesamt begünstigen, was wiederum zu einem Absinken der Zinslast führen könnte.

4.) **Geringeres Risiko einer Staatsinsolvenz:** Gegenseitige Garantien könnten das Risiko eines Staatsbankrottes mindern und größere Verwerfungen an Finanzmärkten verhindern.

Kritiker gemeinsamer Anleihen führen in der Regel zwei Argumente gegen gemeinsame Anleihen an:

1.) **Moral Hazard:** Eine wechselseitige Haftung der Euroländer würde den Druck der Märkte von Problemländern nehmen, der diese in den letzten Monaten erst zur Konsolidierung gezwungen habe. Die Marktzwänge zur Konsolidierung würden für die Euroländer vorerst abnehmen.

2.) **Schlechteres Rating, höhere Zinsen:** Würden die Garantien der Euroländer nach ihrem Anteil am EZB-Eigenkapital bemessen und würden die nationalen Ratings nach diesem Maß gewichtet, so erhielte ein gemeinsamer EWU-Bond ein Rating von AA+. Für Länder mit ursprünglich besserem Rating würden Mehrkosten durch höhere Zinsen entstehen. Alleine für Deutschland ist pro Prozentpunkt Zinsaufschlag mit Mehrkosten im Umfang von EUR 17 Mrd. pro Jahr zu rechnen.

Die Debatte über gemeinsame Anleihen flammt in unregelmäßigen Abständen auf und könnte die europäische Wirtschaftspolitik noch über Jahre begleiten. So hat etwa das Europäische Parlament im Rahmen der Beratungen zum Legislativpaket wirtschaftspolitische Steuerung die Kommission mit einer Untersuchung beauftragt, wie eine (teilweise) Vergemeinschaftung der Finanzierungsseite der EWU-Länder über Anleihen unter gesamtschuldnerischer Haftung umzusetzen wäre.

Staatseinnahmen pro Kopf mit Abstand die größte Summe zahlen. Tabelle 12 zeigt, dass auch geringere Ausgleichsziele, die etwa eine Lückenschließung um 80% bzw. 50% zum Ziel hätten, hohe jährliche Transfersummen umfassen würden.

Die von uns in den Kapiteln 2 bis 4 vorgestellten direkten und potenziellen Transfers reichen natürlich bei weitem nicht an diese Perspektive von Transfers heran. Diese Überlegungen zeigen, dass EU und EWU trotz aktueller und potenzieller Transfers noch weit von den Transfervolumina einer fiskalischen Vollintegration entfernt sind, die bisher nicht quantifizierte Schreckensszenarien einer Transferunion die Öffentlichkeit glauben machen wollen.

## 6. Ausblick und Fazit

Diese Studie ist Bestandsaufnahme und Bewertung tatsächlicher und potenzieller Finanzierungsströme in EU und EWU. Zahlungen, die sich aus potenziellen Transfers im Falle einer Staatsinsolvenz ergeben könnten, sind – abhängig von der intendierten Art der Schuldenumstrukturierung – empfindlich hoch. Sie liegen jedoch unter möglichen Transferzahlungen, die sich im Rahmen eines Euroländerfinanzausgleichs über systematische – d.h. dauerhafte, direkte und horizontale Finanztransfers – ergeben könnten. Von einer derartig definierten Transferunion sind EU und die Eurozone noch weit entfernt.

Gleichwohl gilt es zu überlegen, inwiefern wirtschaftspolitische Präferenzen, ökonomische Notwendigkeiten und rechtliche Einschränkungen künftige Transfers zwischen den EU und EWU Ländern prägen werden.

**Die aktuellen wirtschaftspolitischen Präferenzen** deuten darauf hin, dass sich der Umfang des EU-Haushalts nur graduell ausweiten wird. Gleichzeitig stehen die Chancen gut, dass marktorientierte Elemente innerhalb des EU-Haushaltes künftig eine stärkere Rolle einnehmen werden – und somit die positiven Externalitäten, die von EU-Haushaltsmitteln ausgehen, verstärken werden. Viel spricht dafür, dass zukünftige EU-Haushaltsplanungen eher allokatiospolitisch orientiert sind und weniger verteilungspolitische Ziele verfolgen. Die verteilungspolitisch orientierte Förderung des ländlichen Raums könnte weiter abnehmen.

Die wirtschaftspolitischen Präferenzen orientieren sich derzeit an einer klaren Exit-Strategie für Hilfsprogramme. Es ist jedoch zu überlegen, ob ökonomische Notwendigkeiten nicht bald zu einer Umorientierung führen könnten. Drei Argumente legen nahe, dass sich Transfers zwischen den Mitgliedstaaten der EWU im Rahmen der Rettungsmechanismen verstärken und verstetigen könnten.

— **Makroökonomische Spannungen** werden in der Eurozone allenfalls in der langen Frist abnehmen – vorausgesetzt, die geplanten Maßnahmen zur wirtschaftspolitischen Koordinierung greifen. Bis zu einem möglichen Abbau makroökonomischer Spannungen ist es ein weiter Weg, den einige Peripheriestaaten voraussichtlich nicht ohne Unterstützung gehen können.

— **Wechselseitige Abhängigkeiten zwischen den Euroländern** sind zu groß, als dass man – angesichts weiterhin bestehender Spannungen – von einer perspektivischen Rückabwicklung bestehender potenzieller Transfers sprechen könnte. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund, dass der ESM ab dem Jahr 2013 als dauerhafter Krisenmechanismus etabliert wird und europäische Institutionen der Wirtschaftspolitik bisher noch nie ohne Nachfolgerorganisation aufgelöst wurden.

- **Je kritischer die Lage eines Empfängerlandes, desto stärker ist sein Drohpotenzial**, weitere Transfers zu erhalten, damit die systemische Stabilität der Gemeinschaft nicht aufs Spiel gesetzt wird.

Ein europäischer Finanzausgleich mit dauerhaften, direkten und horizontalen Transfers, steht dennoch nicht auf der Agenda. Haupt-hinderungsgrund sind **rechtliche Einschränkungen** auch nach der Vertragsänderung des Art. 136 AEUV. Dieser besagt, dass Transfers innerhalb der EWU allenfalls im Rahmen eines Krisenmechanismus erfolgen dürfen, der Konditionalität vorsieht. Rechtliche Einschränkungen gibt es weiterhin auch in den nationalen Verfassungen – sowie durch anhängige Klagen vor dem Bundesverfassungsgericht. Auch dies spricht dafür, dass ein europäischer Finanzausgleich mit dauerhaften, direkten und horizontalen Zuweisungen langfristig nicht auf der Tagesordnung steht.

**Einflussfaktoren:  
Wirtschaftspolitische Präferenzen,  
ökonomische Notwendigkeiten  
und rechtliche Einschränkungen**

Wirtschaftspolitische Präferenzen im Wandel, ökonomische Notwendigkeiten und rechtliche Einschränkungen könnten die **politischen Spannungen** im Euroraum künftig weiter befeuern:

- Perspektivisch könnten Länder mit dem größten Anteil an Zahlungen dauerhaft darauf bestehen, die politische Agenda entscheidend mitzuprägen und so die Machtbalance in Europa zu verändern.
- Doch nicht nur zwischenstaatlich, auch auf nationaler Ebene drohen Spannungen. So zeigen die jüngsten Reaktionen Finnlands und der Niederlande auf die Hilfspakete für Portugal und Griechenland, welches große binnenpolitische Konfliktpotenzial in den Kredithilfen für notleidende Länder steckt.

Um politischen Sprengstoff zu entschärfen, wird die Politik daher Sorge tragen müssen, die Rolle der nationalen Legislativen in den Entscheidungsprozessen zu stärken und Elemente der Konditionalität bei Hilfsprogrammen weiter zu stärken. Dies erfolgt nicht nur aus Überlegungen zur direkten Einbindung (und politischer Haftbarmachung) der Vertreter des Wahlvolks. Zumindest in Deutschland ist die stärker intendierte Einbindung der Legislative auch rechtlichen Überlegungen geschuldet. So beziehen sich aktuell anhängige Verfassungsklagen gegen die deutsche Beteiligung an den Rettungspaketen unter anderem auch auf die mangelnde Legitimität der Hilfen, da die Legislative nicht im gebotenen Maße an der Entscheidung beteiligt war.

**Verschiebung des Risikos von der  
technischen auf die politisch-  
konstitutionelle Ebene**

Nicht die Höhe der Finanztransfers alleine, sondern die wirtschaftspolitischen, rechtlichen und vor allem die politischen Herausforderungen, die damit verbunden sind, sind der eigentliche Risikofaktor, der von gegenwärtigen potenziellen Transfers im Rahmen der Rettungsprogramme für europapolitische Stabilität kritisch werden könnte. Die kontroverse Diskussion über Anforderungen an, Höhe und Zielrichtung von zwischenstaatlichen Transfers wird die europäische Wirtschaftspolitik daher noch lange begleiten.

Nicolaus Heinen (+49 69 910 31713, nicolaus.heinen@db.com)



## Literatur

- Badinger, H. (2005). Growth Effects of Economic Integration: Evidence from the EU Member States. *Weltwirtschaftliches Archiv*. Vol. 141. Issue 1. S. 50-78.
- Becker, S, P. Egger und M. v. Ehrlich (2005). Too much of a good thing? On the growth effects of the EU's regional policy. CEPR Discussion Papers, 8043. Centre for Economic Policy Research. London.
- Europäische Kommission (2010a). Finanzbericht 2009. Europäische Kommission. Brüssel.
- Europäische Kommission (2010b). Fünfter Bericht über den wirtschaftlichen, sozialen und territorialen Zusammenhalt. Europäische Kommission. Brüssel.
- Feld, L.P. (2006). Nettozahler Deutschland? Eine ehrliche Kosten-Nutzen-Rechnung. In W. Wessels und U. Diedrichs (Hrsg.). *Die neue Europäische Union: im vitalen Interesse Deutschlands? Studie zu Kosten und Nutzen der Europäischen Union für die Bundesrepublik Deutschland*. Europäische Bewegung Deutschland und Europa Union Deutschland. S. 93 – 113. Berlin.
- Feld, L. P. und J. Schnellenbach (2007). Das Finanzierungssystem der EU und die Nettozahlerdebatte, *Wirtschaftsdienst* 2/87 (2007):114-120.
- Heinen, N. (2011). Nettozahler oder Nettoempfänger? In der EU nur eine Frage der Perspektive? Deutsche Bank Research. Aktueller Kommentar. Frankfurt am Main.
- Konrad, K. und H. Zschäpitz (2011). The future of the Eurozone. In Kürze erscheinend in *ifo Forum*. München.
- Marzinotto, B. (2011). A European fund for economic revival in crisis countries. *Bruegel Policy Contribution*. Brüssel.
- Musgrave, R.A. (1973). *Public Finance in Theory and Practice*. MacGraw-Hill, New York u.a. 1973.
- o.V. (2011). Monatsbericht März. Deutsche Bundesbank. Frankfurt am Main.
- o.V. (2005). Jahresgutachten 2005/2006. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage in Deutschland. Wiesbaden.
- Osterloh, C. (2011). Can Regional Transfers Buy Public Support? Evidence from EU Structural Policy ZEW Discussion Paper No. 11-011. ZEW Mannheim.

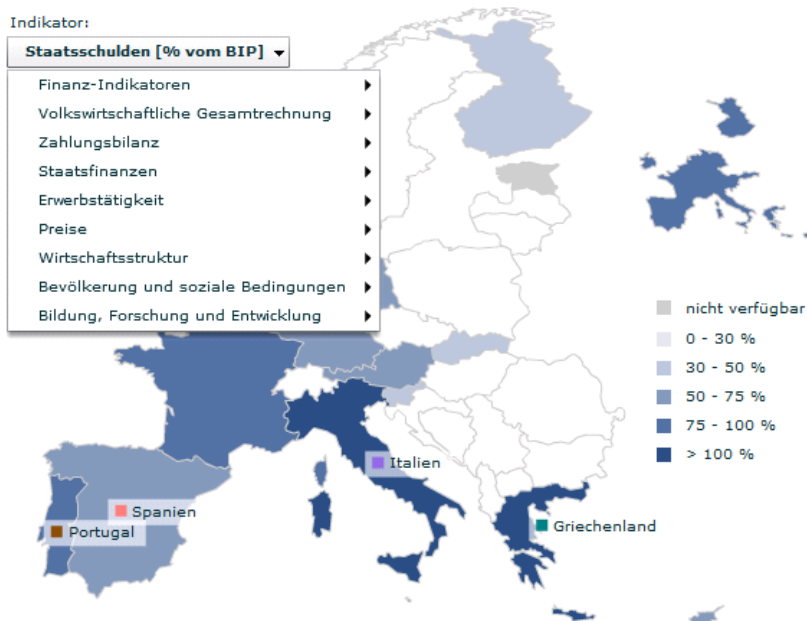


Große Datenmengen effizient darstellen, um wichtige Zusammenhänge schnell zu erkennen – mit den interaktiven Landkarten hat Deutsche Bank Research hierfür eine einzigartige Lösung geschaffen: Alle interaktiven Landkarten bieten Zahlen, Grafiken und Karten, nutzerfreundlich aufbereitet und flexibel in Office-Anwendungen integrierbar.

### Interaktive Landkarte Euroland

Bei der interaktiven Landkarte Euroland mit rd. 120 Zeitreihen vornehmlich von OECD, Eurostat und IHS Global Insight liegt der Fokus auf Zeitreihen aus Konjunktur, Finanzen öffentlicher Haushalte und Gesellschaft.

Hier finden Sie die interaktiven Landkarten: [www.dbresearch.de/imaps-de](http://www.dbresearch.de/imaps-de)



© Copyright 2011. Deutsche Bank AG, DB Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.  
 Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.  
 In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.  
 Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg  
 Print ISSN 1612-0256 / Internet bzw. E-Mail ISSN: 1612-0264