

# Der Staat und seine Gläubiger – Entwicklungen in der Eurozone

von Jenny Preunkert

## I. Einleitung

Der Euro galt in seinen ersten Jahren als Erfolgsgeschichte. Nicht nur waren die Zinsen im gemeinsamen Währungsraum gleich niedrig,<sup>1</sup> auch glichen sich die Lebensstandards innerhalb des gemeinsamen Währungsraums auf hohem Niveau an.<sup>2</sup> Übersehen wurde dabei oft, dass die scheinbare Konvergenz auf zwei unterschiedlichen Wachstumsmodellen beruhte:<sup>3</sup> In den nordeuropäischen exportorientierten Wirtschaften wurde die eigene Wettbewerbsfähigkeit durch Lohnzurückhaltungen und Strukturreformen gesteigert, während die südeuropäischen nachfrageorientierten Euromitglieder Wachstum in erster Linie durch eine Förderung des Binnenkonsums und damit durch eine zunehmende private und/oder staatliche Verschuldung erzielten. Die Finanzkrise hat nun seit dem Jahr 2008 die makroökonomischen Ungleichgewichte und institutionellen Differenzen innerhalb der Eurozone deutlich zutage treten lassen. Gerade der nachfrageorientierte, schuldenbasierte Ansatz stieß an Grenzen. Einige Euromitglieder, namentlich Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern konnten sich nur mit Hilfe der europäischen Partner und des IWF re-finanzieren.<sup>4</sup> Im Zuge der Krise bildete sich eine europäische Krisenpolitik heraus, deren Ziel es ist, in den betroffenen Staaten neben Reformen des Banken- und Finanzsektors das staatliche Schuldenniveau

- 1 Vgl. *Lane, P. R.*: The European Sovereign Debt Crisis, in: *Journal of Economic Perspectives*, 26/3 (2012), 49–68.
- 2 Vgl. *Hodson, D.*: EMU and political union: what, if anything, have we learned from the euro's first decade?, in: *Journal of European Public Policy*, 16/4 (2009), 508–526; *Bearce, D. H.*: EMU: the last stand for the policy convergence hypothesis?, in: *Journal of European Public Policy*, 16/4 (2009), 582–600.
- 3 *Hall, P. A.*: Varieties of Capitalism and the Euro Crisis, in: *West European Politics*, 37/6 (2014), 1223–1243; *Höpner, M./Lutter, M.*: One Currency and Many Modes of Wage Formation: Why the Eurozone Is Too Heterogeneous for the Euro. MPIfG Discussion Paper 14/14, Köln, 2014; *Johnston, A.*: European Economic and Monetary Union's perverse effects on sectoral wage inflation: Negative feedback effects from institutional change?, in: *European Union Politics*, 13/3 (2012), 345–366.
- 4 *Hall, P. A.*, a.a.O., 1230; *Heidenreich, M.*: Eurokrisen und Vergesellschaftung. Die krisenhafte Europäisierung nationaler Fiskalpolitiken. Eine Einführung, in: ders. (Hg.): *Krise der europäischen Vergesellschaftung?*, Wiesbaden, 2014, 1–28.

durch eine öffentliche Haushaltskonsolidierung zu senken und mithilfe von Struktur reformen die Wettbewerbsfähigkeit der Staaten zu erhöhen.

Während die ökonomischen Ursachen der Krise und der Krisenverlauf bereits gut erforscht sind, weiß man wenig über die Beziehungen zwischen den Regierungen und ihren Gläubigern und den daraus resultierenden Abhängigkeiten im europäischen Währungsraum.<sup>5</sup> Aus der Geldsoziologie ist bekannt, dass Kredite die Grundlage für moderne Währungssysteme sind und hier ein enger Zusammenhang zwischen Nationalstaat und Währung besteht.<sup>6</sup> Auch wenn sich die Europasozio logie im letzten Jahrzehnt als wichtiges Forschungsfeld etabliert hat, blieben solche europäischen finanzsoziologischen Fragen bisher unterbeleuchtet. In diesem Artikel soll aufbauend auf bereits vorliegenden geld- und finanzsoziologischen Erkenntnissen ein theoretisches Verständnis dafür entwickelt werden, was das Besondere an den Beziehungen zwischen Regierungen und ihren Gläubigern ist, um daran anschließend zu untersuchen, wie sich diese Kreditbeziehungen im gemeinsamen Währungsraum gestalten und welche Rolle sie bei der Krisenpolitik spielen.

Empirisch wird im ersten Schritt untersucht, wie sich die Beziehungen der Regierungen zu den Gläubigern im gemeinsamen Währungsraum bis zum Ausbruch der Krise gestalteten. Argumentiert wird, dass in Folge der Einführung der gemeinsamen Währung trotz eines defizitär-institutionellen Rahmens auf europäischer Ebene die vormals nationalzentrierten Kreditbeziehungen um eine europäische Dimension ergänzt wurden. Es kann gezeigt werden, dass sich die hier untersuchten Regierungen der Eurozone heute mehrheitlich nicht mehr ausschließlich im Inland, sondern auch im europäischen Ausland verschulden. Anschließend wird der Frage nachgegangen, wie sich diese Kreditbeziehungen in den Krisenstaaten zwischen 2008 und 2013 veränderten und welchen Einfluss die Krise auf die institutionelle Rahmung der Kreditbeziehungen hatte. Die These ist hierbei, dass auch als Reaktion auf die politisch nicht-intendierten Interdependenzen zwischen den europäischen Regierungen und ihren Gläubigern die europäische Krisenpolitik eingeführt und der vormals defizitär-institutionelle Rahmen der Kreditbeziehungen ausgebaut wurde. Gezeigt wird empirisch, dass es in der Krise vor allem die inländischen Gläubiger waren, die den betroffenen Staaten weitere Kredite zur

5 Vgl. dazu *Streeck, W.*: Gekaufte Zeit. Die vertagte Krise des demokratischen Kapitalismus, Frankfurt a.M., 2013, hier 120.

6 Vgl. u. a. *Ingham, G. K.*: The nature of money, Cambridge u. a., 2004; *Cohen, B.*: The geography of money, Ithaca/London, 1998; *Helleiner, E.*: The Making of National Money. Territorial Currencies in Historical Perspective, Ithaca u. a., 2003; *Ganssmann, H.*: Doing Money. Elementary monetary theory from a sociological standpoint, London, 2011.

Verfügung stellten. Allerdings wird auch deutlich, dass die Europäisierung der Kreditbeziehungen Folgen für den institutionellen Rahmen hat. Solange sich Regierungen im Inland finanzieren, tragen inländische Gläubiger das Risiko eines Kreditausfalls und damit die Kosten einer möglichen Staatsinsolvenz. Durch die europäische Verdichtung werden diese Kosten nun im europäischen Raum verteilt. Im Falle einer staatlichen Zahlungsunfähigkeit müssen nun nicht mehr nur inländische, sondern auch europäische Gläubiger um ihr Geld fürchten. Für die europäischen Regierungen und die europäischen Organisationen bedeutet dies, dass die Zahlungsunfähigkeit eines Euromitgliedstaates schwer kalkulierbare Kosten für die gesamte Eurozone birgt.

Untersucht werden die institutionellen Rahmenbedingungen und der soziale Kontext sowie deren Wandel mit der Einführung der gemeinsamen Währung in den elf Gründungsmitgliedern<sup>7</sup> der Eurozone. Alle elf sind hochentwickelte Staaten, die bei der Einführung des Euro einen institutionalisierten nationalen Kreditraum aufwiesen<sup>8</sup> und für die relativ einheitliche und übereinstimmend gute Daten vorliegen. Der im öffentlichen Diskurs besonders wahrgenommene wie umstrittene Fall Griechenland wird ausgeklammert. Zum einen scheint das Land ein Sonderfall zu sein, der eine eigene, gesonderte Untersuchung nötig machen würde, zum anderen liegen für Griechenland keine soliden Daten vor, die eine Analyse erlauben würden.

Zunächst gilt es auf theoretischer Ebene zu klären, von welchen Bedingungen Kreditbeziehungen beeinflusst werden und warum hochentwickelte Staaten bisher vor allem im Inland Schulden machten. Anschließend wird untersucht, welcher institutionelle Rahmen für die Kreditbeziehungen mit der Einführung des Euro auf europäischer Ebene implementiert wurde, wo sich die Mitglieder der Eurozone bis zum Ausbruch der Krise verschuldeten und – wenn dies im Ausland geschah – ob sie globale oder europäische Kreditgeber hatten. In einem weiteren Schritt wird die Krise und ihre Folgen in die Untersuchung aufgenommen und der Frage nachgegangen, welchen Einfluss sie auf die Kreditbeziehungen und den institutionellen Rahmen hatte. Abschließend werden die Ergebnisse zusammengefasst und ein Resümee gezogen.

7 Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal, Spanien.

8 Vgl. *Reinhart, C.M./Rogoff, K.S.*: Dieses Mal ist alles anders. Acht Jahrhunderte Finanzkrisen, München, 2013.

## II. Kredit und Nationalstaat

Nationale Schulden, d. h. Schulden im Inland, gelten gemeinhin als krisenresistenter als Schulden im Ausland.<sup>9</sup> Doch warum dies so ist, bleibt theoretisch meist unbeantwortet. Im Folgenden wird zunächst gezeigt, dass Kreditbeziehungen allgemein nur verstanden werden können, wenn nicht nur die individuelle Kreditwürdigkeit, sondern auch der rechtliche und politische Rahmen sowie der soziale Kontext Berücksichtigung finden. Darauf aufbauend wird rekonstruiert, warum der nationale Raum (bislang) eine spezielle Bedeutung für die Kreditbeziehungen zwischen Regierungen und ihren Gläubigern hat.

Ein Kreditgeschäft zu tätigen bedeutet, dass der Gläubiger in Vorleistung geht und dem Schuldner gegen die Zahlung von Zinsen eine bestimmte Geldsumme für eine bestimmte Zeit überlässt.<sup>10</sup> Die Zinsen sind dabei sowohl eine Risikoprämie wegen des möglichen Verlustausfalls als auch eine Kompensation für den temporären Verzicht auf das Geld.<sup>11</sup> Im Anschluss an *Carruthers* und *Ariovich*<sup>12</sup> sind es vier Kriterien, die das Zustandekommen eines Kreditgeschäfts wie auch seine Konditionen bestimmen:<sup>13</sup> Das erste und auch das bekannteste Kriterium ist die individuelle Kreditwürdigkeit. Nur wenn ein Schuldner von seinem potenziellen Gläubiger als kreditwürdig eingestuft wird, hat er Chancen auf einen (bezahlbaren) Kredit, bzw. es gilt die Faustregel, je höher seine Bonität ist, desto günstiger sind die Kreditkonditionen. Diese ökonomische Einstufung des Schuldners durch den Gläubiger bestimmt aber das Zustandekommen eines Kredits sowie dessen Konditionen nicht allein.

Zweitens beeinflussen die jeweiligen rechtlichen Rahmenbedingungen ein Kreditgeschäft. *Graeber*<sup>14</sup> zeigt eindringlich, dass die Durchsetzung des Prinzips der Rechtsstaatlichkeit Bedingung für das Entstehen nationaler Kreditsysteme jenseits lokaler Kreditgeschäfte war, bei denen man sich gut kannte und enge Beziehungen pflegte.<sup>15</sup> Die Bereitschaft von Gläubigern, ihnen persönlich nicht bekannten Schuldnern finanzierbare Kredite zu gewähren, steigt, wenn staatliche Instanzen

9 Vgl. *ibid.*, a.a.O.

10 Vgl. *Carruthers, B. G.*: From uncertainty toward risk: the case of credit ratings, in: *Socio-Economic Review*, 11/3 (2013), 525–551, hier 525.

11 Vgl. *Preunkert, J./Vobruba, G.*: Die Eurokrise – Konsequenzen der defizitären Institutionalisierung der gemeinsamen Währung, in: *Kraemer, K./Nessel, S.* (Hg.): *Entfesselte Finanzmärkte. Soziologische Analysen des modernen Kapitalismus*, Frankfurt a. M., 2012, 201–223.

12 *Carruthers, B. G./Ariovich, L.*: *Money and credit. A sociological approach*, Cambridge, 2010.

13 Ähnlich auch *Beckert, J.*: The Social Order of Markets, in: *Theory and Society*, 38/3 (2009), 245–269.

14 *Graeber, D.*: *Debt. The first 5,000 years*, Brooklyn u. a., 2011.

15 Analog dazu zeigt *Helleiner, E.*, a.a.O., dass die Einführung eines sicheren Rechtsrahmens erheblich dazu beitrug, dass nationale Währungen lokale Geldformen ersetzen konnten.

garantieren, dass sie die Einhaltung von Verträgen überwachen und die Möglichkeit bereitstellen, in rechtsstaatlich abgesicherten Prozessen gegen Vertragsverletzungen gerichtlich vorzugehen.<sup>16</sup> „Investors evaluate (...) the risks and uncertainty that affect how likely are they to be able to capture that return if they invest in the activity. The latter is essentially a property rights concern of investors (...).“<sup>17</sup> Umgekehrt sinkt in rechtlich instabilen Systemen die Bereitschaft zur Kreditvergabe bzw. werden Kredite nur zu höheren Zinskonditionen vergeben, da für den Gläubiger das Ausfallrisiko steigt.

Drittens ist nicht nur entscheidend, wie stabil die Rechtslage ist und ob es ein klares Regelwerk für die Durchführung und gegebenenfalls Abwicklung von Kreditbeziehungen gibt, sondern auch welche Möglichkeiten der Unterstützung dem Schuldner bei Zahlungsschwierigkeiten zur Verfügung stehen.<sup>18</sup> Kann ein Schuldner bei Zahlungsproblemen die Hilfe von Dritten erwarten, vergrößert dies nicht nur seinen eigenen Handlungsspielraum, sondern verbessert auch seine Kreditkonditionen. Denn der Gläubiger berücksichtigt in diesem Fall bei seiner Risikokalkulation neben der individuellen Kreditwürdigkeit auch die externen Hilfsoptionen. Die Kreditkonditionen und die Stabilität von Kreditbeziehungen werden demnach auch durch externe Krisenhilfen bestimmt bzw. verbessert.

Ein viertes Kriterium ist schließlich der soziale Kontext, d. h. entscheidend bei der Vergabe eines Kredits ist auch, ob neben dem jeweiligen Kreditgeschäft noch weitere Beziehungen und Kontakte zwischen Gläubiger und Schuldner bestehen.<sup>19</sup> „As the adage has it: if you owe the bank £5000, you are in trouble, but if the sum is £50 m, the bank is in trouble.“<sup>20</sup> Wenn beispielsweise eine Hausbank einem großen Unternehmen bereits eine beträchtliche Summe geliehen hat, kann es für die Bank trotz sinkender Bonität des Unternehmens sinnvoll sein, dem Schuldner einen weiteren Kredit zu gewähren, da ein Bankrott ein deutlich größerer Verdienstaufschlag wäre als der neue Kredit. In diesem Fall ist der Kredit weniger mit der

16 Sobel, A.: State institutions, risk, and lending in global capital markets, in: *International Business Review*, 11/6 (2002), 725–752; ders.: National governance and global lending, in: *Journal of International Management*, 9/3 (2003), 287–304.

17 *Ibid.*: National Governance, a.a.O., 289.

18 Vgl. Carruthers, B. G./Stinchcombe, A. L.: The Social Structure of Liquidity: Flexibility, Markets and States, in: *Theory and Society*, 28/3 (1999), 353–382; Carruthers, B. G./Ariovich, L., a.a.O.

19 Vgl. Uzzi, B.: Embeddedness in the Making of Financial Capital: How Social Relations and Networks Benefit Firms Seeking Financing, in: *American Sociological Review*, 64/4 (1999), 481–505; Granovetter, M.: Business Groups and Social Organization, in: Smelser, N.J./Swedberg, R. (Hg.): *The Handbook of Economic Sociology*, 2. Aufl., Princeton u. a., 2005, 429–450.

20 Ingham, G. K., a.a.O., 138.

Kreditwürdigkeit des Schuldners begründet (eher das Gegenteil ist der Fall), sondern mit der Abhängigkeit der Bank von dem Unternehmen. Bei einer solchen Kreditvergabe überwiegt die Hoffnung, dass sich das Unternehmen wieder wirtschaftlich erholt und die Gesamtinvestitionssumme gerettet werden kann. Allerdings steigen mit jedem weiteren Kredit die Abhängigkeit und damit auch das Risiko der Bank, im Falle einer Unternehmensinsolvenz selbst wirtschaftlich ins Straucheln zu geraten. Solche Abhängigkeitsverhältnisse beschränken sich dabei nicht nur auf unmittelbare Gläubiger-Schuldner-Beziehungen. „[A]lthough credit relations are negotiated bilaterally between a lender and a borrower, the interdependencies that arise are usually multilateral. For example, if A lends money to B, and B lends to C, then A is indirectly affected by C’s ability to repay B, even though A may never negotiate with C, or even have knowledge of C. So, although A might manage her relations with B with utmost care and precaution, A remains vulnerable to the actions of others.”<sup>21</sup> Auf eng verflochtenen Finanzmärkten können zwischen den Akteuren auch mittelbare Beziehungen und Abhängigkeiten bestehen, welche sich auch auf die Frage nach einer möglichen Kreditvergabe auswirken. Soziale Beziehungen und die daraus entstehende Abhängigkeit bestimmen demnach das Zustandekommen wie den Verlauf von Kreditgeschäften. Hierbei gilt: Je größer die Abhängigkeit des Gläubigers vom Schuldner ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich der Kreditgeber bei Rückzahlungsschwierigkeiten geduldig zeigt bzw. zu Zugeständnissen bereit ist.

Wer Kreditgeschäfte verstehen will, muss folglich nicht nur die individuelle Kreditwürdigkeit des Schuldners, sondern auch die rechtlichen und politischen Rahmenbedingungen und den sozialen Kontext berücksichtigen. Kreditbeziehungen sind zwar territorial nicht gebunden, allerdings weisen ihr institutioneller Rahmen sowie der soziale Kontext darauf hin, dass ihr Zustandekommen und ihr Fortbestand vom Ausmaß an gemeinsam geteilten Regeln und dem Grad der Nähe geprägt werden. Im nächsten Schritt gilt es nun zu klären, in welcher Beziehung die Regierung, ihre Kreditgeber und der Nationalstaat stehen.

Dass sich Regierungen nicht nur über Steuern, sondern auch durch Schulden finanzieren, ist nichts Neues, gerade Kriege werden traditionell über Schulden bestritten.<sup>22</sup> Mit dem Aufkommen der modernen Nationalstaaten entwickelte sich jedoch im nationalen Kontext ein spezifisches Verhältnis von Regierungen und Gläubigern, das sich von vormalig staatlichen, aber auch von anderen privaten

21 Carruthers, B. G., a.a.O., 528.

22 Vgl. Graeber, D., a.a.O., aber auch Reinhart, C. M./Rogoff, K. S., a.a.O.

Kreditgeschäften unterscheidet.<sup>23</sup> Erstens entstehen nationale Rechtsordnungen, die die Rechtsverbindlichkeiten und rechtlichen Handlungsspielräume von staatlichen Schuldnern und privaten Gläubigern regeln.<sup>24</sup> Im Gegensatz zu früheren Zeiten unterwerfen sich die Regierungen rechtsstaatlichen Prinzipien, wodurch einem willkürlichen Aberkennen von Kreditverträgen durch den jeweiligen Herrscher ein Riegel vorgeschoben wird. Mit dem Aufbau einer Rechtsordnung geht ferner einher, dass der Handel mit Staatsanleihen reguliert wird. Die Regierungen behalten sich das Recht vor festzulegen, ob sie die Staatsanleihen auf den globalen oder doch nur auf den nationalen Finanzmarkt platzieren. Auch haben sie die Möglichkeit, rechtliche Anreize oder auch Verpflichtungen für inländische Finanzinstitute zu definieren, die diese anhalten, die eigenen Staatsanleihen zu kaufen und zu halten. Im nationalen Kontext wird somit traditionell zwischen internationalen und nationalen Kreditgebern differenziert und eine enge Beziehung zwischen Regierung und nationalen Gläubigern gefördert.

Auf politischer Ebene existiert mit der Zentralbank ein Akteur, der nicht nur das Monopol des Notenbankdrucks innehat, sondern der bei Zahlungsschwierigkeiten der Regierung auch zu Hilfe kommen kann.<sup>25</sup> Denn die Zentralbank hat die Möglichkeit, bei staatlichen Finanzierungs- oder Illiquiditätsproblemen Kredite an die eigene Regierung zu vergeben oder Staatsanleihen auf den Finanzmärkten zu kaufen.<sup>26</sup> Sie kann damit in der Rolle als *lender of last resort* für die Regierung dazu beitragen, dass Staatsschuldenkrisen vermieden oder abgemildert werden,<sup>27</sup> denn „[t]he sovereign is at risk of the equivalent of a bank run or bank funding strike – a sovereign debt roll-over strike, sovereign funding strike or ‘sudden stop’.“<sup>28</sup> Mit

23 Davor war die Vergabe von Krediten an Herrscher gerade zur Finanzierung von kriegerischen Auseinandersetzungen ein ebenso lukratives wie riskantes Geschäft. Im Falle eines Sieges warteten reichhaltige Einnahmen und ggf. ein Platz am Hof mit weiteren Einnahmequellen. Verlor oder starb der Herrscher jedoch, drohte ein Totalverlust oder u. U. ein Nachfolger, der sich an die Verträge nicht gebunden sah, vgl. *Graeber, D.*, a.a.O., und *Reinhart, C. M./Rogoff, K. S.*, a.a.O.

24 Die folgenden Ausführungen zu dem Zusammenhang von Rechtsstaat und Kreditgeschäften basieren auf *Reinhart, C. M./Rogoff, K. S.*, a.a.O., und *Bordo, M. D./Schwartz, A. J.*: Charles Goodhart's Contributions to the History of Monetary Institutions, Working Paper 8717, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2002.

25 Vgl. *Ingham, G. K.*, a.a.O.

26 Dass die Zentralbanken Europas bereit sind, der eigenen Regierung in Krisenfällen zu helfen, zeigen *Heine, M./Herr, H.*: Die Europäische Zentralbank. Eine kritische Einführung in die Strategie und Politik der EZB und die Probleme in der EWU, Marburg, 2008, die in diesem Zusammenhang auch darauf verweisen, dass sogar die deutsche Bundesbank in den 1970er Jahren bereit war, zur Abwendung von Krisen Staatspapiere der Bundesregierung zu erwerben.

27 Vgl. *DeGrauwe, P.*: The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets, in: CESifo Economic Studies, 59/3 (2013), 520–535.

28 *Buiter, W./Rahbari, E.*: The European Central Bank as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Eurozone, in: Journal of Common Market Studies, 50 (2012), 6–35, hier 8. Diese Form der Hilfe ist allerdings umstritten. So gilt es als problematisch, wenn die Regierungen diese Form der Kreditbeschaffung

der Zentralbank wurde ein externer Stabilisator geschaffen, dessen Hilfsinstrumente umso größere Wirkung zeigen, je seltener sie zum Einsatz kommen.<sup>29</sup> Parallel und verwoben mit dem Entstehen der modernen Währungen entwickelte sich auf nationaler Ebene ein rechtlicher und politischer Rahmen, der die Kreditbeziehungen zwischen der Regierung und ihren (nationalen) Gläubigern (unter-)stützt.

Auf sozialer Ebene lässt sich in den europäischen Staaten spätestens mit dem Ende des Zweiten Weltkrieges eine nationale Verdichtung der Kreditbeziehungen beobachten; Staatsschulden werden nun im hohen Maße von inländischen Finanzinstituten und/oder Privatpersonen gehalten.<sup>30</sup> Durch diese Engführung wächst die Abhängigkeit der Gläubiger von der Regierung und damit sinkt deren Möglichkeit, in Krisenfällen ohne hohe Kosten und Risiken die Geschäftsbeziehungen zu der eigenen Regierung zu kündigen, wie *Hardie* am Beispiel von Banken als Regierungsgläubigern zeigt: „Banks’ inability to exit can result from their large holdings of government securities, relative both to the size of the market and to their total assets, and from their inability to exit, short of closing completely, their domestic business generally.”<sup>31</sup> Somit ist nicht nur eine Regierung von der Bereitschaft der Kreditgeber abhängig, ihre Schulden immer wieder zu refinanzieren, auch die Gläubiger und deren wirtschaftlicher Erfolg hängen in einem nationalen Verdichtungsraum vom finanziellen Wohlergehen der eigenen Regierung ab.<sup>32</sup>

Moderne nationale Wirtschafts- und Währungsräume<sup>33</sup> sind nach der hier vorgeschlagenen Lesart auch institutionell gerahmte Verdichtungsräume der Kreditbeziehungen zwischen der Regierung und ihren Gläubigern, die von einem hohen Maß an wechselseitiger Abhängigkeit geprägt sind. Eine nationale Verschuldung bedeutet, dass Regierungen sowohl auf rechtliche und politische Interventionsmöglichkeiten zurückgreifen als auch auf die Geduld der eigenen Bevölkerung bauen können. Die wechselseitige Abhängigkeit erhöht die Stabilität, da das Abwehren exogener Krisen im gemeinsamen Interesse ist. Je höher der Grad der nationalen Verschuldung ist, desto krisenresistenter sind die Schuldenbeziehungen.

verstetigen, da in diesem Fall nicht nur die Staatsverschuldung steigt, sondern auch durch die Ausweitung der Geldmenge eine Inflationsgefahr besteht, was langfristig nicht nur die nationale Wirtschaft schädigen, sondern auch die staatliche Kreditwürdigkeit unterminieren kann. Zu einer kritischen Auseinandersetzung mit diesen Einwänden siehe *DeGrauwe, P.*: *The European Central Bank*, a.a.O.

29 Reinhart, C. M./Rogoff, K. S., a.a.O.

30 Vgl. zur Entwicklung der Inlandverschuldung *ibid.*, a.a.O.

31 *Hardie, I.*: How Much Can Governments Borrow? Financialization and Emerging Markets Government Borrowing Capacity, in: *Review of International Political Economy*, 18/2 (2011), 141–167, hier 152.

32 Vgl. auch *Angeloni, C./Wolff, G. B.*: Are Banks affected by their holdings of government debts?, in: *Bruegel Working Paper 7* (2012).

33 *Polanyi, K.*: *The great transformation. The political and economic origins of our time*, Princeton u. a., 2005.

So werden z. B. 90 % der japanischen Staatsschulden von japanischen Gläubigern gehalten, was eine Erklärung dafür ist, warum sich die japanische Regierung trotz einer Verschuldung von über 245 % des nationalen Bruttoinlandsproduktes zu sehr niedrigen Zinsen refinanzieren kann. Zwischen 2006 und 2012 musste die japanische Regierung weniger als 2 %, seit 2012 sogar weniger als 1 % an Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen zahlen<sup>34</sup>, während im selben Zeitraum die US-Regierung zwischen 5 und 2 % Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen aufbringen musste. Gleichzeitig können endogene Probleme die Akteure des nationalen Raums wechselseitig destabilisieren und so einen Prozess in Gang setzen, an dessen Ende das institutionelle Gefüge implodieren kann. Nationale Schuldenkrisen, auch Inlandschuldenkrisen genannt, können nationalen Wirtschaften massiv schaden. Dabei gilt, je höher der nationale Geschlossenheitsgrad, desto höher sind die nationalen Krisenkosten und im desto geringeren Ausmaß werden andere Staaten in Mitleidenschaft gezogen. Nationale Schuldenkrisen erfahren denn auch nur begrenzte oder keine internationale Öffentlichkeit, da andere Wirtschaften kaum oder gar nicht betroffen sind. Dagegen werden ausländische Schuldenkrisen, d. h. der „Zahlungsverzug gegenüber Gläubigern einer Schuld, die unter der Rechtsprechung eines anderen Landes emittiert wurde und die typischerweise (aber nicht immer) auf einer Fremdwährung lautet und deren Gläubiger typischerweise zum größten Teil Ausländer sind“<sup>35</sup>, international stärker beachtet bzw. ihnen gegebenenfalls mit internationaler politischer Hilfe begegnet, da sich die Kosten je nach Krise international verteilen. Somit kann festgehalten werden: Je höher der Grad der nationalen Verschuldung ist, desto größer ist die Krisenresistenz auf der einen Seite, desto geringer fällt aber auf der anderen Seite die internationale Bereitschaft zur Hilfe im Krisenfall aus.

Einen ersten Höhepunkt der Institutionalisierung und einen bisher einmaligen Schließungsgrad erlebten die nationalen Krediträume nach dem Zweiten Weltkrieg in Europa.<sup>36</sup> Mit dem *Bretton Woods*-Abkommen wurde eine globale Währungsordnung geschaffen<sup>37</sup>, innerhalb derer die Regierungen ihre nationalen Märkte regulieren konnten, während internationaler Handel und Finanztrans-

34 Vgl. Informationen der japanischen Zentralbank. Online verfügbar unter <https://www.mof.go.jp/english/jgbs/>.

35 Reinhart, C. M./Rogoff, K. S., a.a.O., hier 59.

36 Allerdings spielte die Differenz von Inland und Ausland bis zum Ende des Zweiten Weltkriegs nur eine untergeordnete Rolle in der politischen wie wissenschaftlichen Debatte, da das Verhältnis von Staat und Markt noch nicht klar definiert war und es daher noch keine klaren Verantwortungszuschreibungen gab. Vgl. dazu *ibid.*, a.a.O.

37 Vgl. *Ingham, G. K.*, a.a.O., 154 f.

aktionen politischen Kontroll- und Regulierungsmechanismen unterlagen.<sup>38</sup> „Kapitalflucht konnte durch Kapitalverkehrskontrollen verhindert oder wenigstens eingedämmt werden; dies schwächte die Verhandlungsmacht der Investoren im Ringen um die Mindestrendite (...)“<sup>39</sup>. Eine Regierung konnte in der Zeit nicht nur die Rechtsordnung für den eigenen nationalen Finanzmarkt, sondern auch den Handlungsspielraum der eigenen Kreditgeber bei der Bestimmung der Kreditkonditionen festlegen (z. B. durch die Festlegung von erlaubten Höchstzinsen oder Regeln zu Mindestreserven). In einigen Fällen nutzten die Regierungen in dieser *era of financial repression* sogar eine Kombination aus hoher Inflationsrate und niedrigen Zinsen, um die eigenen Staatsschulden real zu reduzieren.<sup>40</sup> In der Zeit des *Bretton Woods*-Abkommens entfalteten die nationalen institutionellen Rahmen ihre volle Wirkung, auch nahm, wie oben bereits erwähnt, in Europa die Inlandsverschuldung der Regierungen erheblich zu und verfestigte sich auf einem sehr hohen Niveau.<sup>41</sup> Seit dem Ende von *Bretton Woods* und der Liberalisierung der Finanzmärkte können Finanzmarktakteure global agieren.<sup>42</sup> Gerade die hochentwickelten Staaten gelten dabei als äußerst kreditwürdige Schuldner, die daher leichten Zugang zu den globalen Finanzmärkten haben.<sup>43</sup> Allerdings erwiesen sich die nationalen Kreditbeziehungen als relativ stabil, d. h. die europäischen Regierungen verschuldeten sich auch nach dem Ende von *Bretton Woods* und trotz ihres guten Zugangs zu den globalen Finanzmärkten weiterhin primär im Inland.<sup>44</sup> Damit galt bis zur Einführung des Euro, dass – auch wenn durch die Globalisierung und Europäisierung die nationalen ökonomischen Grenzen gelockert werden und die Nationalstaaten nun „funktional unvollständig“<sup>45</sup> sind – die nationale Verdichtung der Kreditbeziehungen zwischen Regierungen und ihren Gläubigern bestehen blieb. Mit der Einführung des Euro verändern sich nun die institutionellen

38 Vgl. *Aglietta, M./Breton, R.*: Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation, in: *Economy and Society*, 30/4 (2001), 433–466, hier 434.

39 *Streeck, W.*: *Gekaufte Zeit*, a.a.O., 157.

40 Vgl. *Reinhart, C.M./Sbrancia, M.B.*: The Liquidation of Government Debt, NBER Working Paper Series 16893, Cambridge, 2011; *Bordo, M.D./Schwartz, A.J.*: Why Clashes Between Internal and External Stability Goals End in Currency Crises, 1797–1994, NBER Working Paper 5710, Cambridge, 1996.

41 Vgl. *Reinhart, C.M./Rogoff, K.S.*, a.a.O.

42 Vgl. *Pauly, L.*: The Old and the New Politics of International Financial Stability, in: *Journal of Common Market Studies*, 47/5 (2009), 955–975.

43 Vgl. *Sobel, A.*: State institutions, a.a.O.; *ders.*: National Governance, a.a.O.

44 Vgl. *Reinhart, C.M./Rogoff, K.S.*, a.a.O.; *Benzie, R.*: The Development of the international bond market, BIS Economic Papers 32, Basel, 1992. Begründet wird dieses Festhalten an nationalen Kreditbeziehungen damit, dass der nationale Markt den Kapitalbedarf deckt (vgl. *Sobel, A.*: State institutions, a.a.O.; *ders.*: National Governance, a.a.O.) und die Regierungen so weiterhin Kapital von gedulden, da abhängigen Gläubigern in Anspruch nehmen können.

45 *Streeck, W.*: Einleitung: Internationale Wirtschaft, nationale Demokratie, in: *ders. (Hg.)*: Internationale Wirtschaft, nationale Demokratie, Frankfurt a. M. u. a., 1998, 11–46.

Bedingungen. Die nationalen Währungen werden aufgegeben und die staatliche Schuldenpolitik von europäischen Regeln gerahmt; ein europäischer Währungs- und Wirtschaftsraum wird institutionalisiert. Es stellt sich die Frage, wie sich innerhalb des gemeinsamen Währungsraums der institutionelle Rahmen der Kreditbeziehungen gestaltet und ob es zu einer Europäisierung der Kreditbeziehungen kommt.

### III. Implementierung der gemeinsamen Währung und ihre Folgen

Mit der Einführung der gemeinsamen Währung am 01. Januar 1999 wurden nicht nur die Geldpolitik europäisiert und die Fiskalpolitik innerhalb der Eurozone koordiniert<sup>46</sup>, auch die Rahmenbedingungen der hier untersuchten Kreditbeziehungen wurden neu justiert. Im Folgenden werden zunächst die mit der Implementierung des Euro einhergehenden institutionellen Veränderungen untersucht. Darauf aufbauend wird der Frage nachgegangen, ob sich im gemeinsamen Währungsraum eine europäische Verdichtung der Kreditbeziehungen beobachten lässt. Gezeigt wird, dass die Verantwortung für die Bedienung der Staatsschulden zwar in nationaler Hand verblieb. Den europäischen Statuten nach sollten potentielle Kreditgeber die Kreditwürdigkeit der Regierungen individuell bewerten, auch wurde eine europäische Hilfe im Falle von Zahlungsschwierigkeiten ausgeschlossen. Gleichwohl wurden aber auch rechtliche Anreize für die privaten Gläubiger geschaffen, Staatsanleihen anderer Euromitgliedstaaten zu kaufen und zu halten. Daran anschließend wird die These vertreten und empirisch diskutiert, dass die nationale Verflechtung um eine europäische Verdichtung der Kreditbeziehungen ergänzt wurde. In den ersten Jahren der gemeinsamen Währung forcierte der rechtliche Rahmen eine dann auch tatsächlich stattfindende Europäisierung der Kreditbeziehungen, ohne dass es zu einer politischen Rahmung dieser neuen transnationalen Verdichtung kam. Es entsteht ein institutionell-defizitärer europäischer Raum der Kreditbeziehungen zwischen den hier untersuchten Regierungen der Eurozone und ihren Gläubigern.

Auf den ersten Blick spricht wenig dafür, dass der neue europäische Institutionenrahmen aktiv eine Transnationalisierung der Kreditbeziehungen fördert. Fiskalpolitik blieb auch mit der Einführung des Euro eine nationale Angelegenheit, für die die Regierungen die alleinige Verantwortung trugen. Die europäische Rechtssetzung sah vor, dass die Kreditbeziehungen weiterhin nur zwischen den einzelnen

46 Vgl. *DeGrauwe, P.*: Economics of monetary union, 8. Aufl., Oxford, 2009.

Regierungen und ihren Gläubigern bestehen. Die Regierungen sollten sich selbstständig und unabhängig voneinander auf den Finanzmärkten finanzieren, eine Unterstützung durch die Europäische Zentralbank (EZB) oder durch andere Euromitglieder wurde explizit ausgeschlossen.<sup>47</sup> Die Kreditkonditionen sollten sich allein an der fiskalpolitischen und ökonomischen Leistungsfähigkeit der jeweiligen staatlichen Schuldner und nicht an der Eurozone insgesamt orientieren und so die Regierungen disziplinieren.<sup>48</sup> Mit dem Euro wurde ein gemeinsamer Währungsraum geschaffen, in dem sich die Regierungen weiterhin zu Konditionen entsprechend den nationalen Entwicklungen verschulden sollten.

Auf den zweiten Blick zeigt sich jedoch, dass der rechtliche Rahmen durchaus eine Transnationalisierung der Kreditbeziehungen fördert. In dem neuen Währungsraum, in dem alle neuen Staatsanleihen auch in der gemeinsamen Währung herausgegeben werden müssen, sinken nicht nur die Transaktionskosten für Finanzgeschäfte und damit auch für transnationale Kreditbeziehungen. Der neue rechtliche Rahmen schafft auch Anreize für Investoren, transnationale Kreditbeziehungen einzugehen. So darf innerhalb des gemeinsamen Währungsraums nicht mehr zwischen nationalen und internationalen Kreditgebern unterschieden werden, diesbezügliche Differenzierungen und damit Barrieren müssen abgebaut werden.<sup>49</sup> Des Weiteren „erlaubt die Kommission den Banken, Schuldverschreibungen von Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion, und zwar von allen gleichermaßen, als Sicherheit bei sogenannten Repo-Geschäften einzusetzen, auch über die nationalen Grenzen hinweg“<sup>50</sup>. Auch akzeptierte die EZB die Staatsanleihen aller Euromitglieder, ohne zwischen ihnen zu differenzieren, „just as Italian debt for example can be used as collateral by a German bank in the Euro zone. This naturally leads to financial integration, as banks in each country will want to hold debt instruments from several different governments issuers as a way of diversifying their risk with respect to sovereign debt default.“<sup>51</sup> Der neue institutionelle Rahmen ist somit gespalten: Auf politischer Ebene wurden die Gläubiger angehalten, die Regierungen als Schuldner individuell zu bewerten, weshalb auch

47 Vgl. Heine, M./Herr, H., a.a.O.; DeGrauwe, P.: Economics of monetary union, a.a.O.

48 Vgl. *ibid.*: Economics of monetary union, a.a.O.

49 Vgl. Lane, P. R.: The real effects of EMU, in: Journal of Economic Perspectives, 20/4 (2006), 47–66; Galati, G./Tsataronis, K.: The impact of the euro on Europe’s financial markets, in: Financial Markets, Institutions & Instruments, 12/3 (2003), 165–221; Rossi, S.: Financialisation and monetary union in Europe: the monetary-structural causes of the euro-area crisis, in: Cambridge Journal of Regions, Economy and Society, 6/3 (2013), 381–400.

50 Streeck, W.: Gekaufte Zeit, a.a.O., hier 180; vgl. auch Blyth, M.: The sovereign debt crisis that isn’t: Or, How to turn a lending crisis into a spending crisis and pocket the spread, in: ACES Cases, 1 (2014).

51 Bolton, P./Olivier, J.: Sovereign Default Risk and Bank Fragility in Financially Integrated Economies, NBER Working Paper 16899, Cambridge, 2011, hier 4.

explizit auf ein europäisches Krisenmanagement verzichtet wurde. Auf rechtlicher Ebene wurden dagegen nationale Handelsbarrieren abgebaut und Anreize geschaffen, die Staatsanleihen aller Euromitglieder als gleich sichere und hochwertige Sicherheiten zu behandeln. Im nächsten Schritt gilt es nun zu klären, wie sich die Kreditbeziehungen unter solch ambivalenten institutionellen Rahmenbedingungen entwickeln.

Vor der Einführung des Euro verschuldeten sich die Regierungen vor allem im Inland. Die Zahlen der EZB<sup>52</sup> zeigen, dass sich der Anteil an Staatsschulden, der von ausländischen Investoren gehalten wird, von durchschnittlich knapp 27 % im Jahr 1995 und damit vor der Einführung der gemeinsamen Währung auf über 40 % im Jahr 1999 erhöhte. Dieser Trend setzte sich im gemeinsamen Währungsraum fort, im Jahr 2008 und damit vor der Krise wuchs der Anteil auf über 60 % an. Mit der Ausnahme von Luxemburg, wo im gesamten Zeitraum die inländische Verschuldungsquote über 90 % beträgt, verschuldeten sich die Mitglieder der Eurozone bis zum Ausbruch der Krise mehrheitlich im Ausland. Die vorliegenden Daten indizieren damit, dass sich in den Jahren vor der Einführung des Euro und in den ersten Jahren mit einer gemeinsamen Währung der von inländischen Gläubigern gehaltene Anteil an der Schuldenquote verringerte.

Bisher wurde zwischen Inland und Ausland differenziert, wobei offenblieb, wo sich die Regierungen im Ausland verschuldeten. Nun wird geprüft, inwieweit die Zunahme an Kreditgeschäften, die über nationale Grenzen hinweg abgeschlossen wurden, mit einer Verdichtung der Kreditbeziehungen auf europäischer Ebene einherging. Kommt es zu einer Europäisierung der Kreditbeziehungen? Die Daten des *Coordinated Portfolio Investment Survey* (CPIS)<sup>53</sup> erheben seit dem Jahr 2001, aus welchen Staaten die ausländischen Gläubiger von Staaten als Ganzes stammen. Sie deuten an, dass die Mehrheit der ausländischen Investoren aus der Eurozone stammt und diese Entwicklung sich im Lauf der Zeit verstärkt. So stieg der

52 Die Zahlen beruhen auf dem von der EZB bereitgestellten Datensatz *Government Finance Statistics*, hier wird seit dem Jahr 1995 ermittelt, zu welchem Anteil die Schulden der Regierung von Inländern bzw. Ausländern gehalten werden. Online verfügbar unter <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/gov/html/index.en.html>.

53 Daten des CPIS (Stand Dezember 2015) basieren auf einem freiwilligen Berichtssystem der IMF-Staaten darüber. Die Staaten geben hierbei an, in welchen Umfang Finanzakteure des eigenen Landes Schulden anderer IMF-Staaten halten. Die Daten lassen daher eine Differenzierung der ausländischen Gläubiger zu. Da es sich um eine freiwillige Berichterstattung handelt, kann es in einzelnen Jahren durch ein Nichtberichten einzelner europäischer Staaten zu einer Verzerrung der Daten kommen. In der Eurozone berichten prinzipiell alle Mitgliedstaaten. Als Referenzrahmen zur Rekonstruktion der Kreditbeziehungen in der Eurozone wurden die Daten aus den aktuell 19 Eurostaaten berücksichtigt. Die Daten sind mit Vorsicht zu interpretieren, da private und öffentliche Schuldner zusammengefasst werden und der Anteil der Regierungsschulden an den nationalen Gesamtschulden variieren kann.

durchschnittliche Anteil an ausländischen Investoren aus der Eurozone von 58 % im Jahr 2001 auf über 65 % im Jahr 2008. Die Daten lassen sich so interpretieren, dass die Transnationalisierung der Kreditbeziehungen sich auf den Euroraum konzentrierte, weshalb die beobachteten Entwicklungen hier als eine Europäisierung der Kreditbeziehungen verstanden werden.<sup>54</sup> Allerdings kann man den Daten nicht entnehmen, wie sich das Verhältnis von globalen und europäischen Kreditgebern in den 1990er Jahren und damit vor der Einführung des Euro veränderte.

Durch den Euro wurde nicht nur ein gemeinsamer Währungsraum aufgebaut. Mit der Einführung der gemeinsamen Währung veränderten sich die Rahmenbedingungen für Kreditbeziehungen.<sup>55</sup> Es wurden rechtliche Anreize geschaffen, transnationale Kreditbeziehungen einzugehen. Damit einhergeht, dass mit Ausnahme Luxemburgs die Staatsanleihen aus der Eurozone nun verstärkt von ausländischen Investoren gehalten wurden, wodurch es zu einer europäischen Verdichtung der Kreditbeziehungen kam, die rechtlich gerahmt ist. Gleichzeitig wurde auf den Aufbau eines europäischen staatlichen Schuldenmanagements oder zumindest einer europäischen Krisenpolitik verzichtet. Zu klären ist nun, welche Dynamik sich in der Krise aus dem Spannungsfeld aus europäischem Verdichtungsraum und defizitär institutioneller Ordnung entfaltete, und inwieweit eine Rekonstruktion dieser Dynamik dazu beiträgt, die europäische Krisenpolitik zu verstehen.

#### IV. Krise in der Eurozone

Die ersten Jahre des Euro führten zu einer Europäisierung der Kreditbeziehungen. Solange die Banken und Investoren den Regierungen vertrauten und ihre Schuldpapiere erwarben, war es weder wirtschaftlich noch politisch von Bedeutung, wie stabil die Kreditbeziehungen tatsächlich sind und wie der politische Rahmen rund um diese Geschäftsbeziehungen gestaltet ist. Dies änderte sich, als ab dem Jahr 2008 in Reaktion auf die Finanzmarktkrise die Kreditwürdigkeit der Regierungen von den Finanzmarktakteuren re-evaluiert und die Schuldnerqualitäten der Euroregierungen differenziert beurteilt wurden. Die Regierungen von Griechenland, Portugal, Irland, Spanien, in Abstrichen Italien und später Zypern mussten nun deutlich höhere Zinsen zahlen.<sup>56</sup> Griechenland hatte gar Schwierigkeiten, sich überhaupt auf den Kapitalmärkten zu refinanzieren, bei Irland, Portugal, Spanien

54 Zu ähnliche Ergebnissen kommt auch *Lane, P. R.*: The real effects of EMU, a.a.O.

55 Vgl. *Galati, G./Tsaronis, K.*, a.a.O., hier 175.

56 Vgl. *Shambaugh, J.*: The Euro's Three Crises, in: Brookings Papers on Economic Activity, 44/1 (2012), 157–231; *Blyth M.*: Wie Europa sich kaputtspart. Die gescheiterte Idee der Austeritätspolitik, Bonn, 2014.

und Zypern drohte eine mittel- bis langfristige Zahlungsunfähigkeit des Staates bzw. des nationalen Bankensektors, weshalb all diese Staaten die europäische Krisenpolitik in Anspruch nahmen.<sup>57</sup> Im Folgenden gilt es zunächst zu klären, welche Konsequenzen das Misstrauen der Gläubiger für die Kreditbeziehungen der betroffenen und hier untersuchten Regierungen hatte. Analysiert wird dafür, wie sich die Kreditbeziehungen der Programmländer Irland, Portugal und Spanien in der Krise veränderten. Es wird die These vertreten, dass die ausländischen und damit sowohl die nicht-europäischen als auch die europäischen Gläubiger in der Krise nicht bereit waren, den steigenden Kapitalbedarf dieser Regierungen zu decken. Darauf aufbauend wird der Frage nachgegangen, wie sich der institutionelle Rahmen in der Krise veränderte. Es wird argumentiert, dass die Krise den bisherigen Institutionalierungsansatz in Frage stellte und deswegen sowohl in einer politischen Neuausrichtung als auch einer institutionellen Vertiefung des gemeinsamen Währungsraums resultierte. Die Kreditbeziehungen zwischen den Regierungen der Eurozone und ihren Gläubigern werden nun von einem europäischen Rahmen umgeben, der sowohl eine rechtliche als auch eine politische Dimension hat.

Die Daten von *Eurostat* zeigen deutlich, dass in der Krisenhochphase von 2010 bis 2013 der Anteil an ausländischen Investoren in den Programmländern von durchschnittlich 56 % auf unter 16 % fällt, seitdem kann ein Anstieg der Quote für die drei hier untersuchten Staaten beobachtet werden.<sup>58</sup> Die vorliegenden Daten lassen vermuten, dass es entsprechend den theoretischen Annahmen in der Krise vor allem inländische Gläubiger waren, welche der Regierung trotz verschlechterter Bonität beistanden. Ob diese Entwicklung auf „a new wave of ‚financial repression‘“<sup>59</sup> durch die Regierungen zurückgeht, lässt sich anhand der vorliegenden Daten nicht klären. Damit stellt sich nun die Frage, wie sich die Gläubiger aus der Eurozone verhielten. Die Daten des CPIS deuten an, dass sich diese Investoren trotz der Verdichtung und damit der wachsenden Abhängigkeit innerhalb der Eurozone mehr wie internationale denn wie nationale Gläubiger verhielten. Denn die absoluten Zahlen für die Programmländer zeigen, dass sich die Gläubiger aus der Eurozone aus den Staaten zurückzogen. Die Krise führte damit dazu, dass ausländische Gläubiger, sowohl internationale als auch aus der Eurozone, den Programmländern den Rücken kehrten. Allerdings trat in dieser Zeit noch eine weitere

57 Vgl. Preunkert, J./Vobruba, G., a.a.O.; Heidenreich, M., a.a.O.

58 Die hier verwendeten Daten von *Eurostat* mit der Kennziffer „gov\_10dd\_ggd“ sowie weitere Informationen dazu sind online verfügbar unter: [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Structure\\_of\\_government\\_debt](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Structure_of_government_debt).

59 *Merler, S./Pisani-Ferry, J.: Who's afraid of Sovereign Bonds?*, Bruegel Policy Contribution 2012/02, Bruegel, 2011, hier 5.

Gruppe an Kreditgebern auf den Plan.<sup>60</sup>

Damit beginnt die zweite Hälfte der Geschichte. Dieser Teil zeigt, dass sich die europäischen Partner, d. h. die anderen Mitglieder der Eurozone, die Europäische Zentralbank und die Europäische Kommission, aber auch der Internationale Währungsfonds als internationaler Partner als Kapitalgeber zur Verfügung stellten.<sup>61</sup> Konkret bedeutet dies, dass zur unmittelbaren Krisenhilfe zunächst im April 2010 ein einmaliges bilaterales Hilfspaket für Griechenland von den anderen Mitgliedern der Eurozone bereitgestellt wurde. Nachdem schnell klar wurde, dass diese Hilfsmaßnahme nicht ausreichend ist bzw. dass andere Staaten, insbesondere Irland und Portugal, eventuell Unterstützung benötigen, wurden mit der *Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität*, die von den Mitgliedern der Eurozone finanziert wird, dem *Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus*, der sich aus dem europäischen Budget speist, sowie Krediten des IMF eine von Beginn an zeitlich begrenzte Krisenpolitik (2010-2013) eingeführt. Mit den Maßnahmen sollte den Finanzmärkten auf der einen Seite signalisiert werden, dass jedem Euromitglied bei Zahlungsschwierigkeiten politische Hilfe zur Verfügung steht, auf der anderen Seite sollte durch den provisorischen Charakter und die zeitliche Befristung die Einmaligkeit der Situation betont werden. Aus diesen Hilfsmaßnahmen erhielt Irland im November 2010 eine Finanzzusage über maximal 85 Milliarden Euro in Form von Krediten und Sicherheiten; Portugal bekam im April 2011 eine Hilfszusage über maximal 78 Milliarden Euro, auch hier wurden Kredite und Sicherheiten zur Verfügung bzw. in Aussicht gestellt.<sup>62</sup> Nachdem sich abzeichnete, dass auch dieser Ansatz nicht zu einer Beruhigung auf den Finanzmärkten beiträgt, wurde schließlich im März 2011 die Einrichtung eines permanenten Hilfsmechanismus beschlossen und mit dem *Europäischen Stabilitätsmechanismus* (ESM) umgesetzt. Das seit September 2012 in Kraft getretene Krisenmanagement umfasst eine Kapitalgröße von ca. 700 Milliarden Euro, die gespeist werden aus Krediten und Garantien der Euroregierungen, der Kommission und des IMF.<sup>63</sup> Der

60 Vgl. z. B. *Internationaler Währungsfonds*: Global Financial Stability Report 04/2011, Washington D. C., 2011, hier 24; *ders.*: Global Financial Stability Report 04/2012, Washington D. C., 2012, hier 19.

61 Zum Krisenverlauf siehe *Hall, P. A.*, a.a.O.; *Schimmelfennig, F.*: European Integration in the Euro Crisis: The Limits of Postfunctionalism, in: *Journal of European Integration*, 36/3 (2014), 321–337; *Salines, M./Glöckler, G./Truchlewski, Z.*: Existential crisis, incremental response: the eurozone's dual institutional evolution 2007-2011, in: *Journal of European Public Policy*, 19/5 (2012), 665–681; *Preunkert, J./Vobruba, G.*, a.a.O.

62 Neben den hier untersuchten Staaten erhielten im Rahmen der temporären Krisenpolitik erst Griechenland eine Finanzzusage von fast 145 Milliarden Euro und dann Zypern eine von 9 Milliarden Euro. Die Informationen zu einzelnen Hilfsprogrammen wurden der Homepage der *Europäischen Kommission* entnommen, siehe auch [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/assistance\\_eu\\_ms/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/index_en.htm).

63 Vgl. *Eichengreen, B.*: European Monetary Integration with Benefit of Hindsight, in: *Journal of Common*

ESM kann sowohl Regierungen als auch Banken unterstützen. Im Jahr 2012 bekam dann auch die spanische Regierung die Zusage, durch den ESM 100 Milliarden Euro zur Stabilisierung des eigenen Bankensektors zu erhalten.<sup>64</sup> Die vormals strikt definierte Nichtbestandsregel wurde somit im Laufe der Krise mehr und mehr aufgeweicht und stattdessen ein europäisches Krisenmanagement implementiert.

Parallel zu dieser Krisenpolitik wurde auch die EZB aktiv. Zwar interveniert sie weiterhin nicht auf den Primärmärkten, sie verleiht also weiterhin kein Geld direkt an die Regierungen. Jedoch wurde sie mehrfach auf den Sekundärmärkten aktiv, sie kaufte und kauft Staatsanleihen auf den Finanzmärkten. So erwarb sie zur Stabilisierung des Interbankenhandels und dabei auch zur Stabilisierung der Anleihenmärkte im Rahmen des *Securities Markets Programm* (SMP) zwischen Mai 2010 und Februar 2012 private und staatliche Anleihen vor allem von den Hochzinsstaaten. Am Ende des Programms hatte die EZB private und öffentliche Anleihen mit einem Nominalwert von 218 Milliarden Euro (Buchwert 208,7 Milliarden Euro) erstanden, wobei die Schuldner vor allem aus Irland, Italien, Griechenland, Portugal und Spanien kamen.<sup>65</sup> Seit dem Jahr 2012 hat sie sich mit einem weiteren Programm, dem *Outright Monetary Transactions* (OMT), eine zusätzliche Möglichkeit geschaffen, Staatsanleihen auf den Sekundärmärkten zu erwerben. Im Gegensatz zu dem SMP ist hier vorgesehen, Staatsanleihen gezielt von bestimmten Staaten zu erwerben. Diese müssen allerdings um Unterstützung des ESM gebeten haben und bereit sein, sich den Konditionen des ESM zu unterwerfen.<sup>66</sup> Allerdings hat sie das Programm bis heute (Juni 2016) nicht genutzt. Dafür erweiterte sie im Frühling 2015 das bestehende Aufkaufprogramm von Anleihen.<sup>67</sup> Seit März 2015 kauft die EZB monatlich neben privaten auch staatliche Anleihen, die bestimmten Kriterien genügen, von allen Euromitgliedstaaten. Es ist bislang anvisiert, das Programm bis zum Herbst 2016 laufen zu lassen. Die EZB tritt somit weiterhin nicht in direkte Geschäftsbeziehungen mit den Regierungen ein, gleichwohl hat sie als „lender of last resort“<sup>68</sup>

Market Studies, 50/1 (2012), 123–136.

64 Vgl. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/assistance\\_eu\\_ms/spain/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/spain/index_en.htm).

65 *Europäische Zentralbank*: Detail on securities holding acquired under the Securities Market Programme. Press Release, 2013. Verfügbar unter: [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221\\_1\\_en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1_en.html).

66 *Steinberg, F./Vermeiren, M.*: Germany's Institutional Power and the EMU Regime after the Crisis: Towards a Germanized Euro Area, in: *Journal of Common Market Studies*, 54/2 (2016), 388–407.

67 *Dunne, P./Everett, M./Stuart, R.*: The Expanded Asset Purchase Programme – What, What and How of the Euro Area, in: *Quarterly Bulletin Articles*, 7 (2015), 61–71.

68 *Butter, W./Rahbari, E.*, a.a.O.

begonnen, durch Interventionen auf den Finanzmärkten auch die staatlichen Anleihemärkte zu stabilisieren.

Schritt für Schritt wurde entgegen allen vorherigen politischen Äußerungen eine europäische Krisenpolitik eingeführt. Die europäische Hilfe ist dabei nicht nur an bestimmte politische Bedingungen geknüpft, deren Sinnhaftigkeit umstritten ist.<sup>69</sup> Sie kann auch mit *Blyth*<sup>70</sup> als ein Ausdruck der Verantwortungsbeziehungen zwischen den Regierungen, der EZB und dem Finanzsektor interpretiert werden<sup>71</sup> – nur dass es sich in diesem Fall nicht um die Verantwortungsübernahme der Gläubiger gegenüber ihren Regierungen, sondern um die Verantwortung der Regierungen gegenüber ihren nationalen Finanzmarktakteuren handelt.

*„Not because of over-spending but because of their risk as a contagion trigger to other sovereign assets. Given that core Eurozone core banks were stuffed full of periphery bonds (how stuffed is revealed below) any such fire sale would likely spread to Portugal, Ireland, and, it was feared, maybe even Spain and Italy.“*<sup>72</sup>

Durch den Abbau rechtlicher Kapitalbegrenzungen und die neue europäische Regulierung wurde ein europäischer Markt für Staatsanleihen geschaffen, in dem sich die Kreditbeziehungen verdichten. In der Krise zeigte sich nun auf der einen Seite, dass die Regierungen im Gegensatz zu geschlossenen nationalen Währungs- und Krediträumen nicht nur vom Wohlwollen der nationalen, sondern auch der europäischen Investoren abhängen. Auf der anderen Seite bedeutet die Verdichtung auch, dass in dem Fall, in dem sich eine Regierung nicht in der Lage sieht ihre Schulden zu bedienen, nicht nur der eigene Finanzmarkt, sondern auch die Finanzmärkte der europäischen Partner von einer Krise bedroht sind. Die Verantwortung gegenüber dem eigenen Finanzsektor war demnach ein wichtiger Grund für die Bereitschaft, politische Verantwortung für die Zahlungsfähigkeit anderer Euromitglieder zu übernehmen. Ähnliches lässt sich für den Strategiewechsel der EZB sagen: Durch die engen Kreditbeziehungen im gemeinsamen Währungsraum hat die Destabilisierung einzelner Euromitglieder (und mögen sie ökonomisch gesprochen noch so klein sein) schwer kalkulierbare Folgen für den gesamten Währungsraum. Um die Stabilität der Eurozone zu sichern ist die EZB bereit, auf den staatlichen Anleihemärkten zu intervenieren. Beide Stränge der europäischen

69 Vgl. *Streeck, W.*: Gekaufte Zeit, a.a.O.; *Schimmelfennig, F.*, a.a.O.; *Hall, P. A.*, a.a.O.

70 *Blyth, M.*: The sovereign debt crisis that isn't, a.a.O.

71 Zu einer ähnlichen Schlussfolgerung kommen auch *Bieling, H.-J.*: European Financial Capitalism and the Politics of (De-)financialization, in: *Competition and Change*, 17/3 (2013), 283–298, und *Becker, J./Jäger, J.*: Integration in Crisis, in: *Competition and Change*, 16/3 (2012), 169–187.

72 *Blyth, M.*: The sovereign debt crisis that isn't, a.a.O., hier 16.

Krisenpolitik zielen auf eine Stabilisierung der Finanzmärkte ab, indem sie Sicherheit für die Gläubiger schaffen. Jene können die von ihnen gehaltenen Staatsanleihen an die europäischen Partner weiterverkaufen, bzw. sie können darauf vertrauen, dass ihre Forderungen mit Hilfe der anderen Mitglieder der Eurozone bedient werden.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die vorliegenden Daten darauf hindeuten, dass es vor allem inländische Gläubiger waren, welche den steigenden Kapitalbedarf der Krisenstaaten bedienten. Die nationalen Verantwortungsstrukturen zwischen privaten Gläubigern und staatlichen Schuldnern scheinen zu funktionieren. Allerdings lassen sich die vorliegenden Daten auch so interpretieren, dass neben diesen inländischen Kreditbeziehungen noch weitere Verantwortungsbeziehungen in der gemeinsamen Währungszone bestehen und in der Krise ihre Relevanz zeigen. Die anderen Euromitglieder wie auch die europäischen Organisationen drängen auf eine europäische Unterstützung für die betroffenen Staaten, um, so die hier vorgeschlagene Lesart, den eigenen nationalen Finanzsektor zu stützen bzw. den gesamten Währungsraum zu stabilisieren. Die mit der Einführung des Euro entstandene, politisch nicht-intendierte europäische Verflechtung zwischen den Regierungen und ihren Gläubigern wird in der Krise um eine von vielen Politikern nicht gewollte, jedoch auch aus nationalen und europäischen Gründen als notwendig eingestufte politische Zusammenarbeit in der Eurozone ergänzt. Als Reaktion auf die Krise werden politische Strukturen innerhalb der Eurozone institutionalisiert, die so von den Gründern der Eurozone nie vorgesehen waren.

## V. Fazit

Im Zentrum des Beitrags stehen die Beziehungen zwischen den Regierungen der Euromitglieder und ihren Gläubigern. Theoretisch wurde argumentiert, dass die Kreditbeziehungen zwischen Regierungen und ihren Gläubigern mehr sind als nur die Geschäftsbeziehungen zwischen zwei Akteuren. Vielmehr sind sie nur zu verstehen, wenn ihr institutioneller Rahmen und der soziale Kontext berücksichtigt werden. Bislang werden sie vor allem im nationalen Raum gedacht. Hier kommt es zu einer nationalstaatlich gerahmten und forcierten Verdichtung eben dieser Kreditbeziehungen, weshalb die Abhängigkeit zwischen Regierung und ihren Gläubigern sehr hoch und eine wechselseitige Unterstützung im Krisenfall zu erwarten ist. Auf diesen Überlegungen aufbauend wurde gefragt, ob sich die Kreditbeziehungen mit der Einführung des Euro veränderten und was mit ihnen in der Krise geschah.

Bei der Einführung des Euro wurde bewusst auf eine Vergemeinschaftung der Fiskalpolitik und damit der Einführung von Eurobonds verzichtet. Vor dem Ausbruch der Krise trugen zwar die Regierungen die alleinige politische Verantwortung für ihre Staatsanleihen. Damit sollte verhindert werden, dass einzelne Staaten einen nationalen Vorteil aus der gemeinsamen Währung ziehen und mögliche Risiken des Staatshaushaltes auf die Gemeinschaft der Euromitglieder übertragen. Allerdings geht mit der Implementierung der gemeinsamen Währungsunion der Abbau von rechtlichen Kapitalbarrieren und die Schaffung eines europäischen Marktes für Staatsanleihen einher. Bis zum Ausbruch der Krise kam es in zehn der elf hier untersuchten Regierungen zu einer rechtlich gerahmten Europäisierung der Kreditbeziehungen. In der aktuellen Krise deuten die vorliegenden Ergebnisse nicht unbedingt darauf hin, dass die europäischen Kreditbeziehungen auch Verantwortungsbeziehungen zwischen den Gläubigern und den von der Krise betroffenen Regierungen sind. Allerdings zeigt sich, dass die Verdichtung der Kreditbeziehungen zu neuen und politisch nicht-intendierten Verantwortlichkeiten zwischen den Euromitgliedern geführt hat. Auch um den eigenen Finanzsektor zu schützen, waren die Regierungen zu vormals nicht durchsetzbaren Reformen bereit, ergänzt um die Stabilisierung des gemeinsamen Finanzmarkts, mit der die Europäische Kommission und vor allem die EZB die bisherige Praxis in Frage stellten und den europäischen Rechtsrahmen neu interpretierten. Als Reaktion auf die sich ergebende Interdependenz zwischen den Regierungen und ihren europäischen Gläubigern wurde der politische Rahmen der Kreditbeziehungen europäisiert und eine europäische Krisenpolitik eingeführt.

Kam es mit der Einführung des Euro zur Schaffung eines Marktes für Staatsanleihen und zur Europäisierung der Kreditbeziehungen, resultierte die Krise in einer Europäisierung der politischen Verantwortlichkeit. Die Rettungsmaßnahmen und hierbei insbesondere die Ankündigung des Präsidenten der Europäischen Zentralbank, im Zweifelsfall mit erheblichen Mitteln in den Finanzmärkten zu intervenieren, um eine Staatsinsolvenz zu vermeiden,<sup>73</sup> zeigten zumindest in Irland, Portugal, Spanien, aber auch Zypern Wirkung. Seit 2012 sinken die Zinsen für Staatsanleihen mehr oder weniger kontinuierlich, auch können sich alle vier Regierungen mittlerweile ohne Probleme über die Finanzmärkte refinanzieren.

73 Am 26. Juli 2012 kündigte der Präsident der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, Maßnahmen zur Stabilisierung der Krisenstaaten an und bekräftigte dabei die Bereitschaft der Bank, gegebenenfalls enorme Geldsummen dafür auszugeben. „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough“, *Draghi, M.*: Rede auf der Global Investment Conference in London am 26. Juli 2012. Online unter: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

Allerdings lassen sich diese Ergebnisse nicht für die komplette Eurozone verallgemeinern, da Griechenland nach wie vor von der Hilfe der europäischen Partner abhängig ist. Es bleibt daher eine offene Frage, ob die sich in der vorliegenden Analyse andeutende Überwindung der Krise in einigen Staaten auch für die komplette Eurozone zutrifft, und noch wichtiger, ob die Krise mit der eingeschlagenen Krisenpolitik wirklich dauerhaft überwunden werden kann.