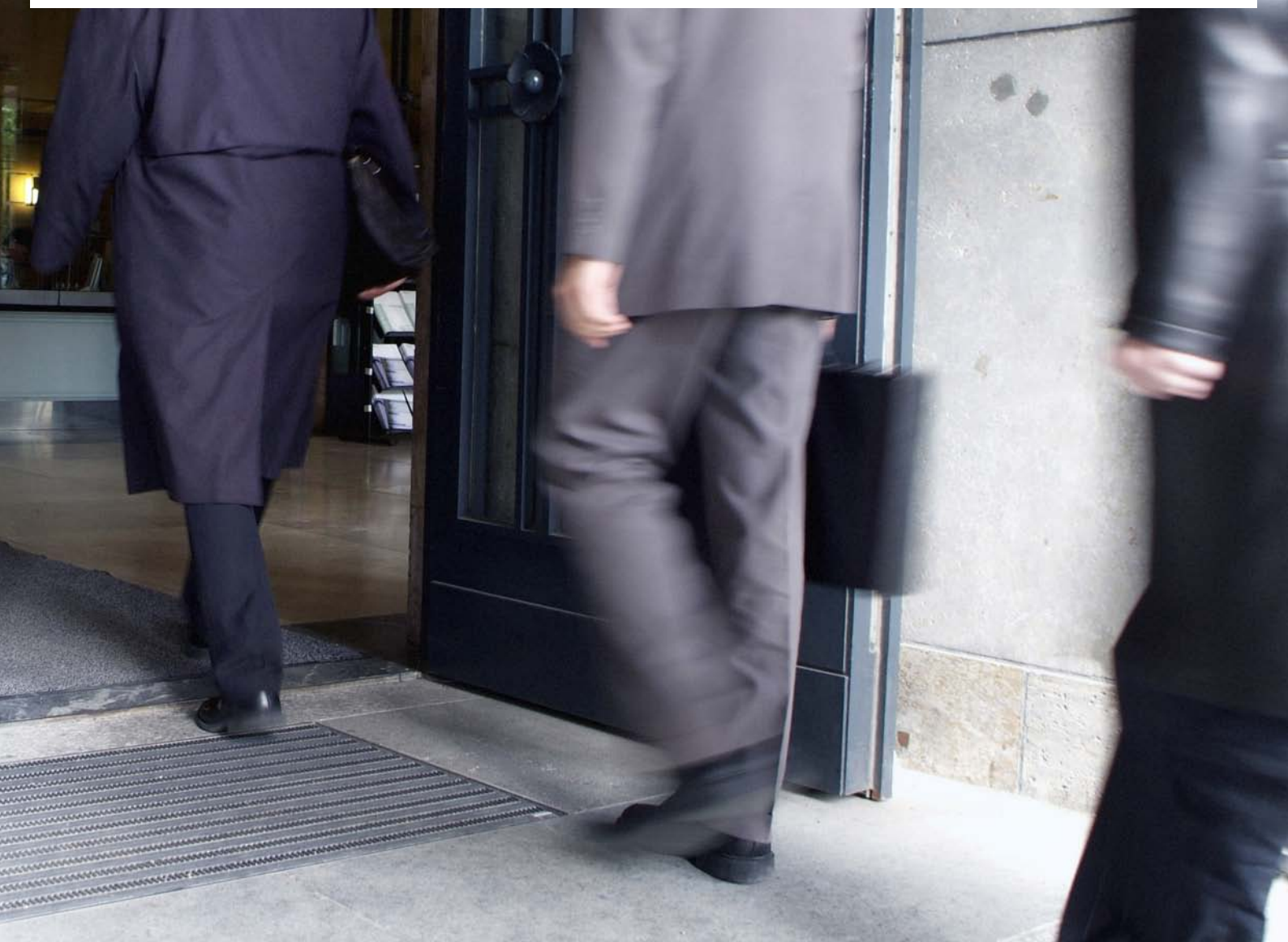




Bundesministerium
der Finanzen



Fiskalpolitische Institutionen in der Eurozone

Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats
beim Bundesministerium der Finanzen

02/2012

Fiskalpolitische Institutionen in der Eurozone

Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats
beim Bundesministerium der Finanzen

Januar 2012



Inhaltsverzeichnis

I.	Ausgangslage	7
II.	Die Reformen zur längerfristigen Stabilisierung der Eurozone	10
2.1	Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes und der makro- ökonomischen Überwachung der Mitgliedstaaten („Economic Governance“)	10
2.2	Der ‚Euro-Plus-Pakt‘	13
2.3	Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM)	15
III.	Das Krisenmanagement seit dem Sommer 2011	18
3.1	Die Beschlüsse des Krisengipfels vom 21. Juli 2011	18
3.2	Die Beschlüsse des Krisengipfels vom 26. Oktober 2011	20
3.3	Die Beschlüsse des Krisengipfels vom 9. Dezember 2011	21
3.4	Weitere Krisengipfel werden folgen	22
IV.	Szenarien für die künftige Entwicklung der Eurozone	23
4.1	Abbau der Hilfen	23
4.1.1	Die Eurozone ohne ein weiteres Bailout von überschuldeten Mitgliedstaaten	23
4.1.2	Die Rolle der Europäischen Zentralbank	27
4.2	Fortsetzung der Kredithilfen in Verbindung mit Stabilitätsprogrammen	28
4.3	Staatliche Insolvenzen und Stabilisierungskredite verbinden? Der Plan eines ‚Europäischen Währungsfonds‘ (EWF)	30
4.3.1	Das Problem der Erwartungsstabilisierung	31
4.3.2	Glaubwürdige Beteiligung privater Gläubiger	31
4.4	Der Euroraum als Transferunion?	33
4.4.1	Makroökonomische Ungleichgewichte	34
4.4.2	Die Europäische Union mit Fiskaltransfers	35
4.4.3	Eine europäische Staatsschuldenagentur	36
4.4.4	Ein europäischer Finanzausgleich	39

V.	Schlussfolgerungen und Empfehlungen: Wiederherstellung fiskalpolitischer Selbstverantwortung in der Eurozone	41
5.1	Ziel der Reform der Eurozone: Die No-Bailout-Regel durch grundlegende Reform des Finanzsektors glaubwürdig machen	43
5.2	Die Bekämpfung der aktuellen Krise	44
5.3	Empfehlungen für die kurze und für die lange Frist	45

Gegenstand der Stellungnahme

In dieser Stellungnahme analysiert der Beirat die fiskalpolitischen Handlungsoptionen in der Verschuldungskrise im Euroraum. Vor dem Hintergrund der bereits erfolgten Reformanstrengungen zur Stabilisierung der Eurozone – der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, dem ‚Euro-Plus-Pakt‘ und vor allem dem Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) – werden mehrere Optionen für die weitere Entwicklung der Eurozone sowie kurz- und langfristige Handlungsoptionen für die Politik analysiert.

I. Ausgangslage

Die Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion haben in den Jahren von 2001 bis 2007 eine sehr unterschiedliche Haushaltspolitik betrieben. Zudem war die wirtschaftliche Entwicklung in den Mitgliedsstaaten sehr verschieden. Einige Staaten verzeichneten eine sehr dynamische Wirtschaftsentwicklung, in deren Verlauf es zum Teil zu nicht nachhaltigen, von spekulativen Blasen geprägten, Preisentwicklungen auf verschiedenen Märkten für Vermögensgüter, besonders Immobilien, kam. Andere Staaten, und namentlich Deutschland, vollzogen in dem gleichen Zeitraum schwierige wirtschaftspolitische Anpassungsprozesse und verzeichneten nur geringe Wachstumsraten und zugleich hohe Kapitalexporte. Sehr unterschiedlich war auch die Entwicklung der Lohnstückkosten und damit der Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen. Während stark steigende Lohnkosten in einigen Mitgliedstaaten die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft immer mehr beeinträchtigt haben, war die Entwicklung in anderen Mitgliedstaaten, vor allem in Deutschland, von Lohnzurückhaltung geprägt. Starke Lohnsteigerungen in einzelnen Mitgliedstaaten sind in einer Währungsunion deshalb problematisch, weil das Instrument der Wechselkursänderung zum Ausgleich eines Verlusts an Wettbewerbsfähigkeit nicht zur Verfügung steht und daher andere, weniger flexible Anpassungsmechanismen, wie etwa Lohnsenkungen oder Arbeitskräftewanderungen, die Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen müssen. Das ist mit erheblichen Verzögerungen und Friktionen verbunden.

Die beschriebenen Divergenzen haben sich ergeben, obwohl die Institutionen zur wirtschafts- und fiskalpolitischen Koordination in der Währungsunion, vor allem der Stabilitäts- und Wachstumspakt, eigentlich dafür sorgen sollten, dass es in den Mitgliedstaaten zu einer konvergenten und stabilitätsorientierten wirtschaftlichen Entwicklung kommt.

Im Zuge der Finanzkrise und der anschließenden weltweiten Wirtschaftskrise sind diese sehr unterschiedlichen Entwicklungen deutlicher zu Tage getreten. Starke Wachstumseinbrüche und eine seither fehlende Wirtschaftsdynamik waren in einigen der Peripheriestaaten der Eurozone die Folge. Die Interventionen des öffentlichen Sektors im Zuge der Finanzkrise, darunter die Garantieübernahmen für Bankinstitute und für andere Teile des privaten Sektors, und die massive, konjunkturpolitisch begründete, kreditfinanzierte Ausgabenpolitik haben die Staatsschuldenproblematik des öffentlichen Sektors in einer Reihe von Eurostaaten deutlich verschärft. Dies und die Rolle des Staates als Garant für erhebliche finanzielle Risiken des privaten und des öffentlich-rechtlichen Bankensektors haben in mehreren Mitgliedsstaaten zu einer Bonitätskrise im Bereich der Staatsverschuldung geführt, im Folgenden auch als Verschuldungskrise bezeichnet. Damit ist eine Situation angesprochen, in der die Bedienung und fristgemäße Rückzahlung der Schulden von den Anlegern in Zweifel gezogen werden, was die Anschlussfinanzierung für auslaufende Schuldtitel und die Ausgabe neuer Anleihen erschwert.

Auf diese Problemlage hat die Europäische Union mit einer in ihrer Geschichte einmaligen Dynamik reagiert. Unter Einschluss des Internationalen Währungsfonds wurden im April und im Mai 2010

bis dahin beispiellose Bürgschaftsprogramme für Staaten der Eurozone aufgelegt, die von Verschuldungskrisen betroffen sind. Mit einem Rahmen von 750 Mrd. Euro für neu ausgegebene Schuldtitel bis 2013, zuzüglich einer Bürgschaft für Staatsschuldtitel in Griechenland in Höhe von 110 Mrd. Euro, wurde versucht, die Bonität der Krisenländer wiederherzustellen und zugleich – nicht zuletzt im Interesse der Banken in den Kernländern der Eurozone – eine Umschuldung zu vermeiden.

Der Erfolg dieser Maßnahmen erwies sich jedoch als begrenzt. Die Risikoprämien für Staatsschuldtitel der Krisenländer fielen zwar zunächst, nachdem die Bürgschaften erteilt wurden – wobei auch die Aufkäufe von Staatsschuldtiteln durch die Europäische Zentralbank eine Rolle gespielt haben dürften. Im Zeitverlauf erreichten und übertrafen die Aufschläge vor allem für griechische Staatsschuldtitel das Niveau vom Mai 2010 aber deutlich, und auch die Risikoaufschläge in anderen Eurostaaten sind zwischenzeitlich erheblich über die Niveaus vom Mai 2010 angestiegen.

Verbunden mit der Einführung von Bürgschaften hat die Europäische Union den meisten Mitgliedsstaaten der Union Sparprogramme verordnet. Besonders drastisch fallen diese Programme in den Ländern aus, die formal von den europäischen Bürgschaften Gebrauch gemacht haben, also in Griechenland, Irland und seit dem April 2011 auch in Portugal. Aber auch in Staaten, die von den Kreditgebern unter besondere Beobachtung gestellt wurden, vor allem Spanien und Italien, wurden umfangreiche Maßnahmen ergriffen. Inzwischen ist in vielen Peripheriestaaten jedoch eine weitere Verschlechterung der wirtschaftlichen Entwicklung eingetreten.

Im Sommer 2011 hat sich die Verschuldungskrise insofern verschärft, als Italien stärker in den Blickpunkt der internationalen Finanzmärkte gerückt ist. Innerhalb kurzer Zeit sind die Refinanzierungskosten Italiens so weit angestiegen, dass die Beteiligung Italiens an der Finanzierung der Kreditvergabe des EFSF in Frage gestellt ist. Vor diesem Hintergrund steigt in den Mitgliedstaaten mit derzeit noch besserer Bonität die Beunruhigung über die mit der Rettungsschirmpolitik einhergehenden finanziellen Risiken. Zwischenzeitlich hatten mit Finnland und Österreich zwei kleinere Länder sogar angekündigt, weitere Kredite für hoch verschuldete Länder in der Währungsunion nur noch gegen weitreichende Sicherungen bereitzustellen. Das hätte die Einräumung einer Vorrangstellung für diese beiden Länder unter allen Gläubigern bedeutet. In diesem Punkt ist zwar eine Lösung gefunden worden, die eine inakzeptable Begünstigung einzelner Länder verhindert und Maßnahmen zur Besicherung auf Finnland beschränkt.¹ Gleichwohl verdeutlicht diese Entwicklung, dass die Bereitschaft der weniger hoch verschuldeten Mitgliedstaaten, Garantien und Kredite zur Stabilisierung anderer Mitgliedstaaten bereitzustellen, begrenzt ist.

Die weiteren Überlegungen in dieser Stellungnahme sind wie folgt strukturiert. Im Abschnitt 2 werden die wichtigsten Elemente der bisher beschlossenen Reformen zur Stabilisierung der Staatsfinanzen in der Eurozone diskutiert. Abschnitt 3 geht auf Modifikationen dieser Reformen und Änderungen in der kurzfristigen orientierten Rettungsschirmpolitik seit dem Sommer 2011 ein. Im Abschnitt 4 werden verschiedene Szenarien zur weiteren Entwicklung der fiskalpolitischen Institutionen in der Eurozone betrachtet. Abschnitt 5 enthält Schlussfolgerungen und Empfehlungen.

1. Siehe hierzu ausführlicher Abschnitt 3.1 (Die Beschlüsse des Krisengipfels vom 21. Juli 2011).

II. Die Reformen zur längerfristigen Stabilisierung der Eurozone

Neben den kurzfristigen Maßnahmen zur Stabilisierung der Staatsfinanzen in der Eurozone in Form der Rettungsschirmpolitik haben die Regierungen der Mitgliedstaaten längerfristig orientierte Reformen für die Lösung der Verschuldungskrise in der Eurozone eingeleitet. Diese Reformen betreffen die folgenden Punkte:

1. Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes und der makroökonomischen Überwachung der Mitgliedstaaten („Economic Governance“),
2. den Euro-Plus-Pakt und
3. den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM).

Die Beschlüsse zum ESM sind zunächst beim Gipfel des Europäischen Rates am 24. und 25. März 2011 vereinbart worden. Beim Gipfel des Europäischen Rates am 21. Juli 2011 wurden diese Vereinbarungen vor dem Hintergrund der sich verschärfenden Verschuldungskrise allerdings modifiziert. Im Folgenden wird zunächst der Beschlussstand vom 24. und 25. März 2011 dargestellt. Die Korrekturen der Gipfel vom 21. Juli 2011 und vom 26. Oktober 2011 werden in den Abschnitten 3.1. und 3.2. erläutert.

2.1 Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes und der makroökonomischen Überwachung der Mitgliedstaaten („Economic Governance“)

Als Konsequenz aus dem Versagen der bisherigen Regeln zur Überwachung und Koordination der Fiskalpolitik hat die Europäische Union diese Regeln reformiert und erweitert. Das beinhaltet Veränderungen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, geht allerdings über den engeren Bereich der fiskalpolitischen Regeln hinaus und betrifft Aspekte wie makroökonomische Ungleichgewichte, beispielsweise Leistungsbilanzungleichgewichte oder Arbeitsmarktprobleme. Die Reformen sind in insgesamt sechs Rechtsakte gefasst (das so genannte Six-pack). Dabei handelt es sich um eine Richtlinie zu den haushaltspolitischen Institutionen in den Mitgliedstaaten sowie um fünf Verordnungen, in denen es um die Überwachung der nationalen Haushalts- und Wirtschaftspolitiken, die Durchsetzung von Korrekturen in diesem

Bereich, die Vermeidung von makroökonomischen Ungleichgewichten, die Durchsetzung von Maßnahmen zur Bekämpfung derartiger Ungleichgewichte sowie um Verfahren bei übermäßigen Haushaltsdefiziten geht.

Zu erwähnen ist hier auch das so genannte 'Europäische Semester', das einen ständigen Austausch der Mitgliedstaaten und der Europäischen Kommission über die Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten vorsieht und es der Kommission ermöglichen soll, nicht nur die Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten zu bewerten, nachdem die Entscheidungen gefallen sind, sondern auf die fiskalpolitischen Entscheidungen einzuwirken.

Die wichtigste Neuerung bei den fiskalpolitischen Regeln besteht darin, dass künftig mehr Gewicht auf den Schuldenstand gelegt werden soll. Zwar galt schon bisher eine Höchstgrenze für den Schuldenstand von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Diese Höchstgrenze ist jedoch zu keinem Zeitpunkt ernst genommen worden. Viele Mitgliedstaaten wurden mit einem weitaus höheren Schuldenstand in die Währungsunion aufgenommen und haben seitdem nie auch nur die Nähe der 60 Prozent-Grenze erreicht. Andere Mitgliedstaaten, darunter auch Deutschland, haben nach ihrem Eintritt in die Währungsunion ihre Verschuldung über die 60 Prozent-Grenze hinaus ausgedehnt, ohne dass es deshalb zu Diskussionen über Sanktionen gekommen wäre.

Damit sich das künftig ändert, ist eine neue Regel eingeführt worden, nach der Länder, deren Schuldenstand über der 60 Prozent-Grenze liegt, den überschüssigen Betrag jedes Jahr um $\frac{1}{20}$, also 5 Prozent, verringern müssen. Das sei anhand des Beispiels Italien erläutert. In Italien liegt die Schuldenstandsquote im Jahr 2012 bei rund 120 Prozent. Bei Anwendung der neuen Schuldenstandregel müs-

ste das Land diese Quote bis 2013 um $\frac{1}{20}$ von 60 Prozent, also drei Prozentpunkte, auf 117 Prozent des Bruttoinlandsprodukts senken. Um das zu erreichen, muss die Neuverschuldung entsprechend angepasst werden. Nach der Herbstprognose 2011 der Europäischen Kommission soll das Bruttoinlandsprodukt Italiens im Jahr 2013 nominal um rund 2,7 Prozent wachsen. Bei dieser Wachstumsrate müsste die Neuverschuldung auf 0,16 Prozent des Bruttoinlandsprodukts beschränkt werden, der Haushalt müsste also fast ausgeglichen sein, um 2013 einen Schuldenstand von 117 Prozent des Bruttoinlandsprodukts zu erreichen.

Wie ist die neue Schuldenstandregel zu bewerten? Grundsätzlich ist es zu begrüßen, dass der Schuldenstand im Rahmen der fiskalpolitischen Koordination in Europa künftig stärker beachtet werden soll. Mit wachsendem Schuldenstand steigt das Risiko, dass ein Mitgliedstaat der Währungsunion das Vertrauen der Kapitalanleger verliert und in finanzielle Schwierigkeiten gerät. Ein hoher Schuldenstand bedeutet auch, dass ein Land im Fall einer Wirtschaftskrise geringere Spielräume für stabilisierende Fiskalpolitik hat. Darüber hinaus kann man positiv vermerken, dass die Schuldenstandregel den Vorteil hat, einfach und transparent zu sein.

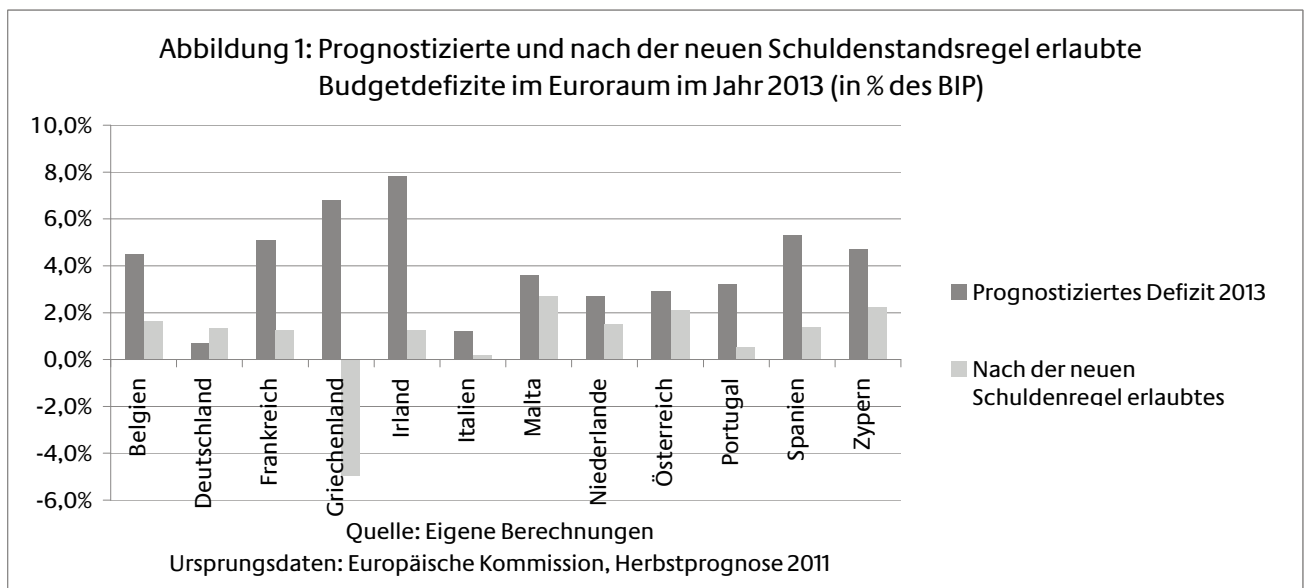
Es ist indes zu befürchten, dass diese neue Regel unter ähnlichen Glaubwürdigkeitsproblemen leiden wird wie die Verschuldungsregeln, die vor der aktuellen Krise in Kraft waren. Zum einen erscheint es derzeit unrealistisch, dass die Mitgliedstaaten die neue Regel einhalten können. Bei Anwendung der neuen Schuldenstandregel ab dem Jahr 2013 wäre beispielsweise für Italien eine Neuverschuldung von fast Null erforderlich – das ist deutlich weniger als der aktuell prognostizierte Wert von 1,2 Prozent, und auch

dieser Prognosewert beruht auf optimistischen Annahmen über Fortschritte in der Haushaltskonsolidierung. Im Jahr 2011 lag die Defizitquote in Italien noch bei 4 Prozent.

Abbildung 1 vergleicht für das Jahr 2013 die nach der neuen Regel zulässigen Defizite mit den prognostizierten Defiziten der Mitgliedstaaten in der Eurozone, deren Schuldenstand über 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts liegt. Es zeigt sich, dass die für 2013 prognostizierten Budgetdefizite in allen Mitgliedstaaten über der nach der Schuldenstandsregel zulässigen Grenze liegen, mit Ausnahme von Deutschland. Einige Mitgliedstaaten verfehlen das Ziel nur knapp, andere hingegen deutlich.

und würden fallen, sofern die Konjunktur sich weiter normalisiert. Ob das eintritt, bleibt allerdings abzuwarten. Vorerst droht für 2012 ein weiterer Wirtschaftsabschwung.

Ein zweites, wichtigeres Problem der neuen Schuldenstandsregel liegt darin, dass sie stark prozyklisch wirkt. Das lässt sich anhand des Beispiels Italien illustrieren. Wie bereits erwähnt wurde, wäre bei einem für das Jahr 2013 prognostizierten Nominalwachstum der italienischen Wirtschaft von 2,7 Prozent derzeit ein Budgetdefizit von 0,16 Prozent des BIP erlaubt. Man nehme nun an, dass die Konjunktur sich schlechter entwickelt und man nur noch von einem nominalen BIP-Wachstum von 1,5 Prozent im Jahr 2013



Hier kann man sicherlich einwenden, die Regel werde deshalb noch nicht eingehalten, weil sie noch nicht in Kraft getreten sei. Gleichwohl wird deutlich, dass der Anspruch der Regel und die fiskalpolitische Realität noch weit auseinanderklaffen. Außerdem sind die Budgetdefizite in Folge der Wirtschaftskrise noch sehr hoch

ausgehen kann. In diesem Fall würde die Schuldenstandsregel vorschreiben, dass für 2012 statt eines Budgetdefizits von 0,16 Prozent des BIP ein Budgetüberschuss von 1,24 Prozent des BIP erreicht werden muss. Die Fiskalpolitik müsste also nicht nur die automatischen Stabilisatoren neutralisieren, sondern massive prozyklisch wir-

kende Maßnahmen ergreifen. Umgekehrt dürfte das Defizit bei einem überraschenden Anstieg des Nominalwachstums auf beispielsweise 4 Prozent auf 1,61 Prozent des BIP ansteigen.

Man muss deshalb damit rechnen, dass Mitgliedstaaten, die gegen die neue Schuldenstandregel verstoßen, gute Argumente anführen können, um sich zu rechtfertigen. Es ist kaum vorstellbar, dass Sanktionen gegen einen Mitgliedstaat ergriffen werden, weil er auf eine Eintrübung seiner Wachstumsaussichten nicht mit massiven Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen reagiert hat. Das erschüttert jedoch die Glaubwürdigkeit der fiskalpolitischen Regeln insgesamt. Es besteht die Gefahr, dass die neuen Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes genau so wenig ernst genommen werden wie die alten Regeln.

Bei den Sanktionsmechanismen ist es zu erheblichen Verschärfungen gekommen. Die bestehen zum einen darin, dass Sanktionen nun bereits dann möglich sein sollen, wenn das mittelfristige Ziel eines ausgeglichenen Haushalts verfehlt wird, nicht erst bei Überschreitung der 3 Prozent-Grenze für das zulässige Defizit. Zum anderen wird es schwieriger, Sanktionsbeschlüsse der Kommission per Ratsbeschluss aufzuhalten. Zu den verschiedentlich geforderten automatischen Sanktionen ist es allerdings nicht gekommen. Bislang war es erforderlich, dass Sanktionen, die von der Europäischen Kommission vorgeschlagen wurden, im Europäischen Rat zumindest durch einfachen Mehrheitsbeschluss unterstützt wurden. Künftig soll eine qualifizierte Ratsmehrheit erforderlich sein, um Sanktionen zu verhindern.

Diese Verschärfung ist zu begrüßen, allerdings lässt sie Mitgliedsstaaten, die Regeln verletzen, noch immer Möglichkeiten, beispielsweise durch Verhandlungen

gen und politische Kompensationsgeschäfte Sanktionen zu verhindern. Selbst wenn man einen Automatismus ablehnt, könnte man die Durchsetzung der Regeln beispielsweise dadurch erleichtern, dass vorgeschlagene Sanktionen nur einstimmig verhindert werden können. Ob sich damit Verletzungen der Schuldenregel vermeiden ließen oder Sanktionen im Fall von Verletzungen tatsächlich zur Anwendung kämen, lässt sich angesichts der Glaubwürdigkeitsproblematik sicherlich immer noch bezweifeln. Immerhin hätte eine solche Änderung aber den Effekt, dass die nationalen Regierungen gegenüber ihrer Wählerschaft nicht argumentieren können, dass eine Anwendung von Sanktionen zwar von ihnen befürwortet worden sei, sich aber keine Mehrheit finden ließ.

2.2 Der ‚Euro-Plus-Pakt‘

Als neues Element der wirtschaftspolitischen Koordination in Europa ist der ‚Euro-Plus-Pakt‘ geschlossen worden.² Diesem Pakt sind neben den Staaten der Eurozone Bulgarien, Dänemark, Lettland, Litauen und Rumänien beigetreten. Alle EU-Mitgliedstaaten sind eingeladen, sich zu beteiligen. Der Pakt verfolgt vor allem das Ziel, die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaften der Mitgliedstaaten zu steigern und ‚schädliche Ungleichgewichte‘ zu vermeiden. Dazu sollen Politiken der Mitgliedstaaten auch in Bereichen koordiniert werden, die eigentlich in die einzelstaatliche Zuständigkeit fallen. Die teilnehmenden Staaten sollen vor allem Maßnahmen ergreifen, die dazu beitragen, die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Industrien zu verbessern, die Beschäftigung zu fördern, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu sichern und den Finanzsektor zu stabilisieren. Die

2. Zum Folgenden vgl. Europäischer Rat vom 24./25. März 2011, Schlussfolgerungen, S. 13ff.

Vereinbarungen erstrecken sich auf fast alle Bereiche der Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik. Sie reichen von der Arbeitsmarktpolitik einschließlich der Gestaltung von Lohnsetzungsinstitutionen über Politiken im Bereich der Systeme der Sozialen Sicherung, der Infrastruktur, der Bildung und der Forschung bis hin zur Steuerpolitik.

Für den Ablauf der Koordination ist vorgesehen, dass jeder Mitgliedstaat jährlich ein Bündel an Politikmaßnahmen vorlegt, das der Erreichung der Ziele des Paktes in dem jeweiligen Land dienen und innerhalb der jeweils folgenden zwölf Monate umgesetzt werden soll. Kommission und Rat sollen diesen Prozess beobachten und bewerten. Maßnahmen zur Durchsetzung des Paktes wie etwa Sanktionen gegen Länder, welche die angekündigten Maßnahmen nicht umsetzen, sind allerdings nicht geplant.

Zur Rechtfertigung des Euro-Plus-Paktes kann man anführen, dass die nationalen Politiken einzelner Mitgliedstaaten in fast allen wirtschaftlich relevanten Bereichen Auswirkungen auf die anderen Mitgliedstaaten haben. Das gilt in besonderer Weise innerhalb der Eurozone. So ist beispielsweise vor dem Hintergrund der Verschuldungskrisen in Spanien und Irland ausführlich diskutiert worden, dass diese Krisen nicht allein oder noch nicht einmal in erster Linie durch fiskalpolitisches Fehlverhalten entstanden sind und auch nicht allein durch Maßnahmen der Fiskalpolitik überwunden werden können. Erforderlich ist hingegen eine Wirtschafts- und Finanzpolitik, die insgesamt zu einer stabilen und wachsenden Wirtschaft führt. Dazu gehört eine Lohnentwicklung, welche die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft nicht untergräbt, und eine angemessene Regulierung und Beaufsichtigung des Finanzsektors.

Man kann also durchaus argumentieren, dass Politiken in Bereichen, die eigentlich allein in der Zuständigkeit der Mitgliedstaaten liegen, grenzüberschreitende Wirkungen haben, die eine Koordination rechtfertigen. Allerdings ist unklar, ob Koordination in allen Fällen zu besseren Ergebnissen führt als der Politikwettbewerb. Hinzu kommt, dass die Koordination im Rahmen des Euro-Plus-Paktes rein freiwillig ist. Mitgliedstaaten, die sich nicht an den Pakt halten, müssen keine Sanktionen befürchten. Auch die Breite der betroffenen Politikbereiche wird die Effektivität des Paktes einschränken. Es besteht zudem die Möglichkeit, dass Mitgliedstaaten zwar Zusagen über Politikmaßnahmen machen, diese Zusagen aber nicht einhalten, weil im Nachhinein dazu keine Anreize bestehen. Dieses Problem der Zeitinkonsistenz der Wirtschaftspolitik betrifft nicht nur freiwillige Maßnahmen, sondern auch solche, die sanktionsbewehrt sind. Es wird daher in den folgenden Abschnitten noch eine wichtige Rolle spielen.

2.3 Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM)

Das dritte Element des Reformpakets ist die Einführung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM).³ Diese Institution soll die Funktion haben, Kredite an Mitgliedstaaten der Eurozone zu vergeben, die in finanziellen Schwierigkeiten sind, sofern dies „unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren.“⁴

Der ESM soll an die Stelle der bestehenden, aber bis 2013 befristeten Institutionen ‚European Financial Stability Facility‘ (EFSF) und ‚European Financial Stabilisation Mechanism‘ (EFSM) treten und noch ausstehende Kredite an Griechenland, Portugal und Irland übernehmen. Der ESM soll in der Lage sein, insgesamt Kredite bis zu einer Summe von 500 Mrd. Euro zu vergeben. Dazu wird er ein gezeichnetes Kapital von 700 Mrd. Euro haben. 80 Mrd. Euro werden von den Mitgliedstaaten direkt als Kapital eingezahlt, der Rest wird in Form von Bürgschaften bereitgestellt. Der auf die einzelnen Mitgliedstaaten entfallende Anteil entspricht der Beteiligung am Kapital der EZB. Die Haftung der Mitgliedstaaten ist auf ihren Kapitalanteil beschränkt. Voraussetzung für eine Kreditvergabe durch den ESM ist ein einvernehmlicher Beschluss aller beteiligten Mitgliedstaaten.⁵

Wie seine Vorgängerinstitutionen soll der ESM seine Kredite unter Auflagen und im Rahmen von makroökonomischen Stabilisierungsprogrammen vergeben und dabei mit dem IWF kooperieren. Die Beschlüsse zum ESM betonen sehr stark die Konditionalität der Darlehen. Mitgliedstaaten, die in finanziellen Schwierigkeiten sind, sollen nur dann Hilfen erhalten, wenn sie sich an die Auflagen halten, die ihnen im Rahmen des makroökonomischen Stabilisierungsprogramms gemacht werden. Allerdings ist offen, was passiert, wenn die Auflagen verletzt werden. Die Drohung, in einem solchen Fall Hilfe zu verweigern, ist nicht glaubwürdig, weil die Konsequenzen einer solchen Weigerung – im Extremfall ein Staatsbankrott des in Schwierigkeiten befindlichen Staats – in der aktuellen Lage auch für die Geberstaaten hohe Kosten mit sich bringen würden. Hier tritt also erneut das im vorangehenden Abschnitt bereits erwähnte Problem der Zeitinkonsistenz der Politik auf. Es werden Sanktionen angedroht, in diesem Fall die Einstellung der Hilfen, aber es ist nicht zu erwarten, dass diese Sanktionen gegebenenfalls auch ergriffen werden. Eine Politik, die auf solchen Drohungen basiert, ist unglaubwürdig, und das verfolgte Ziel – in diesem Fall das Schaffen von Anreizen und Druck, sich an Auflagen zu halten – wird verfehlt.

3. Zum Folgenden vgl. Europäischer Rat vom 24./25. März 2011, Schlussfolgerungen, S. 21ff. (Anlage II).

4. Europäischer Rat vom 24./25. März 2011, Schlussfolgerungen, S. 21.

5. ‚Einvernehmlich‘ bedeutet hier, dass Enthaltungen bei der Abstimmung die Aktivierung nicht verhindern.

6. Die vorgeschlagene Vorrangstellung von Forderungen des ESM wäre nur möglich, wenn die bereits ausstehenden „Alt-Anleihen“ keine Meistbegünstigungsklausel enthalten.

7. Diese Zinskonditionen und Regelungen zur Seniorität der Darlehen und zu Primärmarktkäufen entsprechen den Beschlüssen des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011. Der Gipfel des Europäischen Rates vom 21. Juli 2011 hat diese Regelungen modifiziert, wie im Abschnitt 3.1 erläutert wird.

Die Zinsen für die vom ESM vergebenen Darlehen sollen den Refinanzierungskosten des ESM zuzüglich eines Zuschlags von 200 Basispunkten entsprechen. Für Darlehen, die nach drei Jahren noch nicht zurückgezahlt sind, soll ein weiterer Zuschlag von 100 Basispunkten hinzukommen. Darüber hinaus sollen ESM-Darlehen gegenüber den Forderungen anderer Gläubiger mit Ausnahme des IWF vorrangig sein.⁶ Der ESM kann direkte Kredite vergeben, aber auch Anleihen am Primärmarkt erwerben.⁷

Eine wichtige Neuerung des ESM besteht darin, dass unter bestimmten Bedingungen eine Beteiligung privater Gläubiger an den Kosten staatlicher Verschuldungskrisen explizit vorgesehen ist. Um das zu erleichtern, sollen alle Mitgliedstaaten der Eurozone ab Juli 2013 verpflichtet werden, Anleihen mit mehr als einem Jahr Laufzeit mit standardisierten Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) zu versehen. Zu einer Beteiligung des privaten Sektors soll es im Rahmen des folgenden Verfahrens kommen. Wenn ein Mitgliedstaat der Eurozone Hilfen beantragt, wird geprüft, ob das Land im Rahmen eines makroökonomischen Anpassungsprogramms und mit Hilfe von Überbrückungskrediten des ESM die Tragfähigkeit seiner öffentlichen Finanzen wieder herstellen kann. Wenn diese Prüfung zu einem positiven Ergebnis kommt, erhält das Land Hilfe vom ESM, und der private Sektor muss zunächst keine Einbußen hinnehmen. Kommt die Analyse der wirtschaftlichen Lage hingegen zu dem Ergebnis, dass Überbrückungskredite und ein Anpassungsprogramm allein nicht ausreichen, um die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen

in dem betreffenden Land wieder herzustellen, dann sollen private Gläubiger auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten. Über Art und Ausmaß der Beteiligung privater Gläubiger soll fallweise entschieden werden, abhängig von der finanziellen Situation des betroffenen Landes und den Auswirkungen der Beteiligung auf die Stabilität des Finanzsektors.

Es ist zu begrüßen, dass im Rahmen des ESM eine Beteiligung privater Gläubiger explizit vorgesehen ist. Das ist jedenfalls eine Verbesserung gegenüber einer Situation, in der die privaten Gläubiger davon ausgehen können, dass die Kosten der Überschuldung einzelner Mitgliedstaaten ganz von den Steuerzahlern anderer Mitgliedstaaten getragen werden. Dass privaten Gläubigern bei einer Überschuldung der Kreditnehmer Verluste drohen, ist eine unabdingbare Voraussetzung dafür, dass die Kapitalmärkte in Europa funktionieren und dafür sorgen, dass Kapital in die richtige Verwendung fließt. Die Gläubigerbeteiligung ist auch von zentraler Bedeutung für die Begrenzung der Staatsverschuldung in Europa.

Problematisch ist allerdings, dass die tatsächliche Umsetzung der Beteiligung privater Gläubiger im Einzelfall durch die geplanten Regeln des ESM nur sehr eingeschränkt gewährleistet ist. Das hat im Wesentlichen zwei Gründe. Zum einen wird die Entscheidung darüber, ob es überhaupt zu einer Beteiligung privater Gläubiger⁸ kommt, einem politischen Verhandlungsprozess anvertraut, der anfällig für die Beeinflussung durch Partikularinteressen ist.⁹ Zum anderen kann der ESM allein nicht die Voraussetzungen dafür schaffen, dass eine Beteiligung privater Gläubiger ohne die Gefahr einer

8. Es wird in diesem Zusammenhang meistens von „privaten“ Gläubigern gesprochen – gemeint sind aber alle Gläubiger, also auch bspw. öffentlich-rechtliche Kapitalgeber.

9. Siehe hierzu auch: Zu den Schlussfolgerungen der Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes vom 11. März 2011, Brief des Wissenschaftlichen Beirates beim Bundesministerium der Finanzen vom 18. März 2011.

Destabilisierung der Finanzmärkte durchführbar ist.¹⁰ Um zu erreichen, dass im Ernstfall eine private Gläubigerbeteiligung eine wirtschaftlich und politisch gangbare Alternative ist, muss die Banken- und Finanzmarktregulierung so verändert werden, dass die Gläubigerbeteiligung nicht in eine schwere Finanzkrise führt. Dazu muss auch sichergestellt sein, dass die Versorgung der Wirtschaft des von der Schuldenkrise betroffenen Landes mit Liquidität durch die Beteiligung privater Gläubiger und die damit einhergehende Herabstufung des Landes in den Bewertungen der Ratingagenturen nicht in Frage gestellt wird.

Die Rolle der Finanzmarktregulierung für die Möglichkeit einer Gläubigerbeteiligung ist von besonderer Bedeutung; in sehr ähnlicher Form ist er auch relevant für eine Anwendbarkeit des Restrukturierungsgesetzes auf Banken, da die Banken andernfalls aufgrund ihrer Bedeutung für die Stabilität des Finanzsystems (Systemrelevanz), mit Steuergeldern gestützt werden müssten. In beiden Fällen – Banken und Staaten – muss gewährleistet werden, dass ein ausreichender Teil ihrer ausstehenden Anleihen sich dauerhaft in der Hand von Nichtbanken, in erster Linie von Pensionsfonds, Lebensversicherungen und privaten Haushalten befindet. Soweit Bank- und Staatsanleihen nämlich ihrerseits von Banken gehalten werden, können sie im Rahmen einer Finanzkrise wegen der Furcht vor Ansteckungseffekten in der Regel mit einer Rettung aus Steuermitteln rechnen.

10. Vgl. „Ohne Finanzmarktreforemen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise“, Brief des Wissenschaftlichen Beirates beim Bundesministerium der Finanzen vom Juli 2010.

11. Vgl. hierzu Krahn (2011), FAZ, 16.8.2011, S. 21; oder Krahn und Siekmann (2010).

III. Das Krisenmanagement seit dem Sommer 2011

Im Sommer 2011 hat sich die Krise in der Eurozone durch zwei Entwicklungen verschärft. Erstens konnte die Politik nicht länger ignorieren, was bereits seit dem Beginn der Hilfen an Griechenland im April 2010 erkennbar gewesen war: Dass dieses Land keine realistische Chance haben würde, allein durch Überbrückungskredite und wirtschafts- und finanzpolitische Reformen die Krise zu überwinden. Eine Senkung der Verschuldung durch Schuldenschnitt trat mehr und mehr in den Mittelpunkt der Debatte. Außerdem musste ein neues Hilfspaket für Griechenland organisiert werden, um einen Staatsbankrott abzuwenden. Zweitens hat die Krise sich auf Länder im Kern der Währungsunion ausgeweitet. Das betraf vor allem Italien, aber auch die Bonität Frankreichs und Belgiens wurde zunehmend diskutiert. Auf diese Entwicklungen hat die Politik in Europa mit einer Reihe von Beschlüssen reagiert, von denen einige sich allerdings als recht kurzlebig erwiesen haben.

3.1 Die Beschlüsse des Krisengipfels vom 21. Juli 2011

Vor dem Hintergrund der sich verschärfenden Krise haben die Regierungen der Eurozone bei einem Gipfel am 21. Juli 2011 eine Reihe von Maßnahmen zur weiteren Stabilisierung der Eurozone beschlossen. Dabei handelt es sich zum einen um ein neues Hilfspaket für Griechenland. Zum anderen wurden einige zuvor getroffene Vereinbarungen zur Gestaltung des EFSF und des ESM modifiziert.

Das neue Hilfspaket für Griechenland umfasst neben einer Senkung der von Griechenland zu zahlenden Zinsen, eine Verlängerung der Kreditlaufzeiten und neue Kredite in Höhe von rund 109 Mrd. Euro. Außerdem wurde beschlossen, private Gläubiger zu einem partiellen Forderungsverzicht zu bewegen. Der sollte allerdings auf rein freiwilliger Basis erfolgen. Zwar haben einige Großbanken zugesagt, sich daran zu beteiligen. Die effektive Entlastung, die dadurch erreicht worden wäre, hängt von den Einzelheiten eines derartigen Schuldenverzichts ab; diese sind nicht bekannt gegeben worden. Diskutiert wurde zu diesem Zeitpunkt eine Wertberichtigung von 21 Prozent bei den Banken.

Bei der Gestaltung von EFSF und ESM gab es die folgenden Änderungen:

1. EFSF und ESM können künftig präventiv nicht nur direkte Kredite an Krisenländer vergeben oder Anleihen am Primärmarkt erwerben, sondern auch am Sekundärmarkt Anleihen kaufen, sofern die EZB dies aufgrund außergewöhnlicher Umstände auf den Finanzmärkten für erforderlich hält und die Mitgliedstaaten dem einvernehmlich zustimmen.
2. EFSF und ESM können künftig auch Kredite an Mitgliedstaaten vergeben, die zur Rekapitalisierung von Banken und anderen Unternehmen des Finanzsektors dienen.
3. EFSF und ESM sollen künftig auch vorsorglich tätig werden können, also Mitgliedstaaten Kredite geben können, die den Zugang zu privaten Kapitalmärkten noch gar nicht verloren haben.
4. Es wurde die Möglichkeit geschaffen, Besicherungsvereinbarungen zu treffen, mit denen das Risiko einzelner Mitgliedstaaten aus ihren Garantien für den EFSF abgesichert wird.¹²

Durch die Beschlüsse vom 21. Juli 2011 wurden die Hürden für die Inanspruchnahme von Hilfen deutlich gesenkt. Die Senkung der Zinsen und die massive Laufzeitverlängerung sowie die eventuelle Beteiligung des Privatsektors im Fall Griechenlands machen klar, dass es bei den Krediten nicht allein um Liquiditätshilfen geht, sondern um Hilfen im Falle einer Überschuldung. Die deutlich erweiterten Interventionsbefugnisse des EFSF und des

ESM steigern die Effektivität dieser Institutionen bei der Bekämpfung plötzlicher und akuter Finanzmarktkrisen. Gleichzeitig steigen jedoch die direkten Verlustrisiken der finanziell solideren Mitgliedstaaten, und die Anreize der hoch verschuldeten Mitgliedstaaten, Maßnahmen zur Sanierung ihrer Staatsfinanzen zu ergreifen, werden reduziert. Die Möglichkeit der vorsorglichen Kreditvergabe wirft die Frage auf, ob künftig Staaten geholfen werden kann, ohne dass diese sich einem hinreichend strikten makroökonomischen Anpassungs- und Sanierungsprogramm unterziehen müssen. Unklar ist auch, welche Bedeutung die im März beschlossene Klausel noch hat, nach der Kredite des ESM gegenüber allen Forderungen außer IWF-Krediten Vorrang haben sollen.

Widersinnig ist ferner die neu eingeführte Möglichkeit, einzelnen Mitgliedstaaten eine Besicherung der von ihnen bereitgestellten Garantien zu gewähren. Da der EFSF und der ESM gerade die Funktion haben, dass finanziell solidere Mitgliedstaaten Risiken übernehmen, passen Besicherungsvereinbarungen nicht ins Konzept, weil sie den via EFSF vereinbarten Haftungsschlüssel außer Kraft setzen. Besicherungsvereinbarungen führen zu einer Umverteilung vorhandener Haftungsmasse von der Gruppe aller beteiligten Länder zu der Teilgruppe besicherter Länder. Besicherungen wären höchstens in der Form vertretbar, dass die Hilfen empfangenden Mitgliedstaaten staatliches Vermögen als Sicherheit für die vom EFSF empfangenen Kredite insgesamt – aber nicht für einzelne seiner Mitglieder – bereitstellen. Allerdings stellt sich dabei die Frage, ob dieses Vermögen nicht auch zur Besicherung privater Kredite eingesetzt werden könnte.

12. Nachdem zunächst Finnland und dann auch Österreich Besicherungsvereinbarungen verlangt hatten, sind Besicherungsregeln letztlich auf Finnland beschränkt worden, wie im Folgenden noch erläutert wird.

Der Hintergrund der hier eingeführten Besicherungsklausel ist aber ein anderer. Die finnische Regierung hatte gefordert, dass von der griechischen Regierung liquide Mittel bereitgestellt werden sollen, um Garantien Finnlands im Rahmen des Hilfsprogramms für Griechenland abzusichern. Damit hätte Finnland sich effektiv aus der Haftung für die Griechenlandhilfen zurückgezogen. In Reaktion auf die Forderung Finnlands hatte auch Österreich entsprechende Absicherungen gefordert. Hier deutete sich ein Erosionsprozess an, in dem kleine Mitgliedstaaten sich schrittweise aus der Haftung für die Rettungspakete in der Eurozone zurückziehen drohten. In der Tat sind die Anreize für kleine Mitgliedstaaten, eine solche Strategie zu verfolgen, groß. Denn die Finanzstabilität im Euroraum hat den Charakter eines öffentlichen Gutes; die kleinen Mitgliedstaaten haben individuell die größten Anreize, sich aus der Finanzierung dieses Gutes zurückziehen und sich darauf zu verlassen, dass die großen Mitgliedstaaten das Gut bereitstellen.

Die großen Mitgliedstaaten haben diese Gefahr erkannt und sich den Besicherungsforderungen entgegengestellt. Letztlich hat man sich auf eine Regelung geeinigt, die auf Finnland beschränkt ist und die Vorteile aus der Besicherung eng begrenzt.¹³

Die Beschlüsse des Gipfels vom 21. Juli sind von unabhängigen Beobachtern in so gut wie allen Dimensionen als unzureichend kritisiert worden. Bemängelt wurde zum einen, dass die erweiterten Spielräume des EFSF nicht ausreichen würden, um die Finanzmärkte im Fall

einer weiteren Flucht aus italienischen Staatsanleihen zu stabilisieren. Zum anderen wurde der geplante Forderungsverzicht des privaten Sektors als unzureichend angesehen. In den folgenden Wochen hat sich gezeigt, dass diese Kritik zumindest hinsichtlich der Entlastung für Griechenland berechtigt war. Außerdem kam es seit dem Sommer zu Anzeichen einer konjunkturellen Abkühlung und einer Kapitalflucht aus den hoch verschuldeten Ländern in der Eurozone, die es den dortigen Banken zunehmend erschwerte, sich zu refinanzieren.

3.2 Die Beschlüsse des Krisengipfels vom 26. Oktober 2011

Auf die weitere Verschärfung der Lage in der Eurozone hat die Politik im Oktober 2011 mit einem weiteren Gipfel reagiert, bei dem neue Maßnahmen zur Bekämpfung der Krise beschlossen wurden. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um vier Maßnahmenbündel.¹⁴ Erstens wurde der private Sektor aufgefordert, einem stärkeren Schuldenerlass in Griechenland zuzustimmen. Nach dem bereits genannten, beim Juli-Gipfel diskutierten Wert von 21 Prozent wurde im Laufe des Herbstes von einem Schuldenschnitt in Höhe von 50 Prozent gesprochen. Aber auch hier ist es angesichts ungeklärter Auswirkungen auf die Finanzinstitute in Griechenland und anderen Ländern der Eurozone zu keiner bindenden Entscheidung gekommen.¹⁵

13. Finnland erhält keine vollständige, sondern eine auf 40 Prozent beschränkte Absicherung seiner Garantien. Außerdem muss das Land entsprechend auf 40 Prozent seines Anteils an eventuellen Gewinnen des EFSF verzichten. Darüber hinaus leistet Finnland seine Bareinlage zum ESM früher als andere Mitgliedstaaten. Ferner kommt es zu einer Garantieleistung erst nach Ablauf der EFSF-Hilfe (15-30 Jahre), und die Garantie ist auf den Nominalwert der Schulden bezogen. Zusammengenommen führt diese Garantiezusage damit zu einem vergleichsweise geringen realen Absicherungsbarwert.

14. Vgl. Euro Summit Statement, Brussels, October 26, 2011.

15. Am Zustandekommen einer effektiven, also nicht nur nominalen Beteiligung des Privatsektors muss daher gezweifelt werden.

In Kombination mit weiteren staatlichen Hilfskrediten und Reformen soll dies Griechenland in die Lage versetzen, seine Staatsschuldenquote bis zum Jahr 2020 auf 120 Prozent zu senken. Das ist der Wert der Verschuldungsquote, den Griechenland am Anfang der aktuellen Krise aufwies. Insofern bleiben Zweifel, ob dieser Plan das Land stabilisieren kann.

Zweitens wurde beschlossen, eine massive Rekapitalisierung des Bankensektors zu erzwingen. Erreicht werden sollte damit zum einen, dass die Versorgung der Wirtschaft mit Krediten durch die Banken aufrechterhalten bleibt und es nicht zu einer durch Kreditverknappung verursachten Rezession kommt. Zum anderen sollte der Bankensektor in die Lage versetzt werden, Schocks zu absorbieren, unter anderem die mit einer Restrukturierung der griechischen Staatsschulden verbundene Belastung. Darüber hinaus sollte das allgemeine Vertrauen in die Stabilität des Bankensektors in der Eurozone gestärkt werden.

Drittens wurde vereinbart, eine ‚Hebelung‘ des EFSF zu ermöglichen. In den Gipfelbeschlüssen werden zwei Varianten der Hebelung erwähnt: zum einen die Schaffung eines speziellen Finanzierungsinstruments („special purpose vehicle“), das eine Kombination der EFSF-Mittel mit Kapital privater Investoren vorsieht. Zum anderen wird die Option erwähnt, mit den Mitteln des EFSF Kreditausfallversicherungen für private Investoren bereitzustellen. Die Beschlüsse sind kritisiert worden, weil sie die Ausfallrisiken für die Steuerzahler im Vergleich zu der Mittelverwendung zur direkten Kreditvergabe an Krisenstaaten massiv erhöhen, die Transparenz der Hilfsmaßnahmen reduzieren und die Kosten der Refinanzierung des EFSF in die Höhe treiben. Man muss allerdings sehen, dass der EFSF ohne

Hebelung von Befürwortern massiverer Kapitalmarktinterventionen dafür kritisiert worden war, dass er nicht genug Kapital bereitstelle. Die Hebelung kommt dieser Kritik entgegen.

Das vierte Maßnahmenbündel besteht in Veränderungen in der Organisation der Politikkoordination in Europa. Vor allem soll es künftig mindestens zweimal jährlich Gipfel der Staaten der Eurozone geben, außerdem soll die Eurogruppe durch einen Präsidenten vertreten werden. Darüber hinaus wurde eine Reihe von weiteren Maßnahmen verkündet, beispielsweise soll die Kommission Haushaltsentwürfe der Mitgliedstaaten regelmäßig analysieren und kommentieren, außerdem sollen alle Mitgliedstaaten in ihre nationalen gesetzlichen Regeln die Verpflichtung aufnehmen, den Staatshaushalt auszugleichen. Die Fiskalregeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sollen also in die nationalen fiskalischen Institutionen und Gesetze eingefügt werden.

3.3 Die Beschlüsse des Krisengipfels vom 9. Dezember 2011

Es ist schnell deutlich geworden, dass auch die im Oktober 2011 beschlossenen Maßnahmen nicht ausreichten, um die Lage in der Eurozone zu stabilisieren. Deshalb haben die Regierungen der Mitgliedstaaten sich am 8. und 9. Dezember 2011 zu einem weiteren Krisengipfel getroffen. Bei diesem Gipfel sind im Wesentlichen zwei Maßnahmenpakete verabschiedet worden, allerdings ohne die Zustimmung von Großbritannien.¹⁶ Zum einen wurden zusätzliche Regeln für eine noch intensivere Aufsicht über die Fiskalpolitik der

16.Vgl. European Council, Statement by the Euro Area Heads of State or Government, Brussels, December 9, 2011.

Mitgliedstaaten vereinbart. Unter anderem sollen alle EU-Mitgliedstaaten Schuldenranken in ihre Verfassungen aufnehmen, nach denen die Neuverschuldung nicht mehr als 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts betragen darf. So soll die Fiskaldisziplin in Europa dauerhaft gestärkt werden.

Zum anderen wurden Maßnahmen mit dem Ziel der kurzfristigen Stabilisierung der Krisenstaaten getroffen. Im Kern handelt es sich um eine Ausweitung der Rettungsschirmpolitik, die durch eine vorgezogene Einführung des ESM schon im Sommer 2012 sowie eine Erweiterung der für Hilfskredite verfügbaren Mittel mit Unterstützung des IWF erreicht werden soll. Die Umsetzung im Detail steht noch aus.

3.4 Weitere Krisengipfel werden folgen

Es ist absehbar, dass auch die Beschlüsse aus dem Dezember 2011 in den nächsten Monaten ergänzungsbedürftig sein werden. Vor diesem Hintergrund werden schon seit längerer Zeit Maßnahmen diskutiert, welche in ihrer Dimension deutlich über die bisherige Rettungsschirmpolitik hinausgehen. Dazu gehören vor allem die von der Kommission vorgeschlagenen Eurobonds, im Kommissionskonzept als ‚Stabilitätsbonds‘ bezeichnet.¹⁷ Immer lauter wird auch die Forderung, dass die Europäische Zentralbank sich je nach Marktlage an der Finanzierung der Staatshaushalte beteiligt. Zwar werden diese Maßnahmen hauptsächlich gefordert, um die akute Krise zu bekämpfen. Dabei sollte jedoch bedacht werden, dass sich mit diesen Maßnahmen der ordnungspolitische Rahmen der Eurozone dauerhaft und unter Umständen unumkehrbar ändern würde.

Bevor man solche Schritte in Erwägung zieht, muss Klarheit darüber bestehen, wie der ordnungspolitische Rahmen der Eurozone auf Dauer gestaltet sein soll. Andernfalls besteht die Gefahr, dass es unter dem Druck der Krise zu Entscheidungen kommt, die irreversibel sind und die fiskalpolitischen Institutionen der Eurozone so verändern, dass die Stabilität der öffentlichen Finanzen in der Währungsunion dauerhaft in Frage gestellt ist. Im folgenden Abschnitt werden daher verschiedene Szenarien für die langfristige Gestaltung der fiskalpolitischen Institutionen in der Eurozone analysiert.

17. Vgl. European Commission (2011): Green Paper: Feasibility of Stability Bonds, Brussels, November 23, 2011.

IV. Szenarien für die künftige Entwicklung der Eurozone

4.1 Abbau der Hilfen

4.1.1 Die Eurozone ohne ein weiteres Bailout von überschuldeten Mitgliedstaaten

Das vorangegangene Kapitel hat die Maßnahmen dargestellt, welche die Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion, die Europäische Kommission, die Europäische Zentralbank und der Internationale Währungsfonds seit April 2010 ergriffen haben, um potentielle Gefahren der Staatsschuldenkrise für den Bestand der Gemeinschaftswährung und die Funktionstüchtigkeit und Stabilität des Finanzsektors abzuwenden. Vorrangiges Ziel der bisherigen Maßnahmen war es, die Zahlungsunfähigkeit eines oder mehrerer Mitgliedsländer der Währungsunion zu verhindern.

Die Fortsetzung der gegenwärtigen Politik ist indessen keineswegs unvermeidlich. Die bisher eingesetzten Instrumente EFSM und EFSF sind zeitlich bis 2013 befristet. Auch der Aufkauf von Staatsanleihen durch die EZB muss als eine vorübergehende Maßnahme begriffen werden – jedenfalls dann, wenn die

EZB ihre Unabhängigkeit erhalten, besser: zurückgewinnen, und sich nicht systematisch in den Dienst der Staatsfinanzierung stellen lassen will. Der ESM, der den EFSM und die EFSF ablösen wird, soll zwar eine permanente Einrichtung werden. Die bisherigen Vereinbarungen zum ESM schließen aber explizit Regeln für die Umschuldung insolventer Staaten in der Eurozone ein.

Trotz all der bisher unternommenen Anstrengungen, die Zahlungsunfähigkeit einzelner Mitglieder der Eurozone auszuschließen, muss man sich deshalb mit der Möglichkeit und den Konsequenzen einer solchen Zahlungsunfähigkeit gedanklich befassen. Das gilt umso mehr, als die bisherigen Maßnahmen die Zahlungsunfähigkeit einzelner Mitglieder der Eurozone zwar aufgeschoben, aber nicht dauerhaft abgewendet haben. Das trifft insbesondere für Griechenland zu, für das ein partieller, sogenannter ‚freiwilliger‘ Forderungsverzicht ja bereits vereinbart wurde.

Auch die in Artikel 125 AEUV kodifizierte sogenannte No-Bailout-Klausel hätte eher die Inkaufnahme der Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedslandes der Eurozone nahegelegt als umfassende Kredithilfen von anderen Ländern der Eurozone. Artikel 125 Absatz 1 AEUV bestimmt, dass weder die Union für die Verbindlichkeiten einzelner Mitgliedstaat-

ten haftet, noch einzelne Mitgliedstaaten für die Verbindlichkeiten anderer Mitgliedstaaten haften. Artikel 125 Absatz 2 AEUV bestimmt zudem, dass der Rat erforderlichenfalls auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Parlaments die Definitionen für die Anwendung der in Artikel 125 (sowie den Artikeln 123 und 124) AEUV vorgesehenen Verbote näher bestimmen kann. Artikel 125 AEUV ist deshalb überwiegend als eine Regel interpretiert worden, die die wechselseitige Haftung oder das Eintreten der Mitgliedstaaten der Europäischen Union für die Verbindlichkeiten anderer Mitgliedstaaten nicht nur nicht erfordert, sondern sogar verbietet. Rückgriffe auf Artikel 122 Absatz 2 AEUV als Rechtfertigung sind allerdings umstritten.¹⁸

Warum ist es dennoch zu einem umfassenden Bailout gekommen? Vordergründig scheint die Sorge um die Stabilität des Euro eine große Rolle gespielt zu haben. Indessen ist der Außenwert des Euro in den vergangenen drei Jahren nicht auffällig oder gar besorgniserregend gefallen. Zwar kam es im Frühjahr 2010 zu einer Abwertung des Euro relativ zum US-Dollar. Diese Kursbewegungen dürften aber eher eine tendenzielle Überbewertung des Euro als Folge der fortgesetzten Aufwertungen in den Jahren 2005 bis 2008 korrigiert haben. Sie dürften weniger ein Zeichen für eine sich ankündigende Währungskrise infolge des europäischen Schuldenproblems gewesen sein.

Stärker scheint der Bailout durch die Sorge motiviert worden zu sein, die Zahlungsunfähigkeit eines Mitglieds der Eurozone könne eine neue, möglicherweise noch viel schwerere Finanzkrise

auslösen als jene Krise, die nach dem Zusammenbruch der Lehman Bank im September 2008 entstanden war. Diese Sorge war sicherlich berechtigt. Zwar haben jene Länder innerhalb der Eurozone, die bislang Kredithilfen in Anspruch genommen haben, ausnahmslos einen eher kleinen Anteil am Weltsozialprodukt, und es mangelt nicht an Beispielen von Ländern vergleichbarer wirtschaftlicher Größe, die in jüngerer Zeit zahlungsunfähig geworden sind, ohne dass es deshalb zu einer länderübergreifenden Finanzkrise gekommen wäre. Indessen waren viele europäische Banken im Frühjahr 2010 noch so stark in Anleihen der betreffenden Staaten engagiert, dass man mit einer Insolvenz privater Banken auch in anderen Ländern der Eurozone rechnen musste, sollte ein Mitgliedsland der Eurozone seine Staatsschulden nicht mehr bedienen können. Über den Umweg eines Staatsschulden-Bailouts wurden die Banken demnach davor geschützt, aufgrund von Forderungsausfällen in eine existenzbedrohende Schieflage zu geraten. Diese Strategie bedeutet freilich, dass die Gemeinschaft der Steuerzahler den privaten Gläubigern der insolvenzbedrohten Staaten der Eurozone zwar die zum Teil ansehnlichen Renditen beließ, sie aber von den daran gekoppelten Risiken befreite.

Es stellt sich die Frage, wieso man den Umweg über Kredithilfen für insolvenzbedrohte Staaten gehen musste, um den Finanzmarkt vor Zusammenbrüchen privater Banken zu schützen. Wäre nicht ein Rettungsschirm über den Banken statt über den Staaten die konsequentere, weil ursachengerechtere Lösung gewesen? Diese Frage stellt sich sowohl aus einer

18. Art 122 AEUV Abs. 2 lautet: „Ist ein Mitgliedstaat aufgrund von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Ereignissen, die sich seiner Kontrolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht, so kann der Rat auf Vorschlag der Kommission beschließen, dem betreffenden Mitgliedstaat unter bestimmten Bedingungen einen finanziellen Beistand der Union zu gewähren. Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament über den Beschluss.“

Effizienz- als auch aus einer Gerechtigkeitsperspektive. Aus Effizienzperspektive begründet ein Rettungsschirm über insolvenzbedrohten Staaten ein doppeltes Moral-Hazard-Problem. Sowohl auf der Kreditnachfrage- als auch auf der Kreditangebotsseite entstehen dadurch verzerrte Anreize. Bei den Staaten begünstigt ein Rettungsschirm die Neigung zum exzessiven Schuldenmachen und bei den privaten Gläubigern (Banken) die Neigung, Kredite zu leichtfertig zu vergeben. Ein Rettungsschirm direkt über den Banken statt über den Staaten hätte zumindest das Problem verzerrter Anreize in der Kreditnachfrage entschärft. Vermutlich hätte er zudem die Belastung von privaten Gläubigern mit Verlusten von Kreditausfällen erleichtert. Jene Banken, die aufgrund von Kreditausfällen zahlungsunfähig zu werden drohten, hätte man mit Mitteln des Rettungsschirms rekapitalisieren und zugleich die bisherigen Anteilseigner entsprechend haftbar machen können. Eine solche Strategie hätte zum einen den Vorteil gehabt, die Gemeinschaft der Steuerzahler weniger stark zu belasten und wäre unter Gerechtigkeitsaspekten wohl eher akzeptabel gewesen als die jetzige Begünstigung der privaten Gläubiger. Zum anderen wäre vermutlich im Vorfeld der Krise die Kreditvergabe weniger großzügig gewesen, wenn die Banken damit hätten rechnen müssen, bei Schuldnerausfällen haften zu müssen.

Kritiker dieser Lösung argumentieren, dass die zur Stabilisierung des Finanzsektors im Fall eines Staatsbankrotts erforderlichen Informationen beispielsweise über

Verflechtungen unter den Banken durch Kreditausfallversicherungen zum Zeitpunkt des Ausbruchs der Staatsschuldenkrise nicht in hinreichendem Maß zur Verfügung standen. Umso wichtiger ist die Folgerung, diese Informationen zukünftig in geeigneter Form zugänglich zu machen.¹⁹ Es besteht die Möglichkeit, die Kredithilfen an Staaten in ihrer jetzigen Form zumindest nach 2013 einzustellen und in den dann insolventen Staaten der Eurozone Umschuldungen vorzunehmen. Es liegt dazu eine Reihe von Vorschlägen vor, wie solche Umschuldungen bewerkstelligt werden können, ohne dass eine neuerliche Finanzkrise ausgelöst wird.²⁰ Bei allen Unterschieden im Detail sehen diese Vorschläge in der einen oder anderen Weise vor, die Mittel aus dem Rettungsschirm, die jetzt zur Finanzierung defizitärer öffentlicher Haushalte in den von Insolvenz bedrohten Staaten der Eurozone verwendet werden, bereitzustellen, um den Bankensektor sowohl in dem akut bedrohten Land als auch in den Gläubigerländern nach einer Staatsinsolvenz zu stabilisieren.

Dabei ist freilich zu beachten, dass auch die Strategie einer Konzentration von Rettungsmaßnahmen auf die Stabilisierung des Bankensystems mit erheblichen ökonomischen Problemen behaftet ist. Zum einen sind dazu genaue Informationen über die Betroffenheit der verschiedenen Banken und ihre Verflechtungen untereinander erforderlich. Dieses Problem kann die Politik im Prinzip lösen, indem die Bankenaufsicht ausgebaut und international besser abgestimmt wird.

19. Die Bedeutung dieser Verflechtungsrisiken für die Systemstabilität sind erkannt; so befassen sich mit dieser Thematik Arbeitsgruppen u.a. bei der FSB und der EZB, ebenso ist es ein Kernthema der neugeschaffenen Aufsichtsbehörde ESRB, und es hat in Form der Bankenabgabe Eingang in das Restrukturierungsgesetz vom 1. Januar 2011 gefunden.

20. Siehe z.B. Sinn, H.-W. und K. Carstensen (2010), Ein Krisenmechanismus für die Eurozone, ifo Schnelldienst, Sonderausgabe vom 23. November 2010; Fuest, C. (2011), Ein Vorschlag für einen Krisenbewältigungsmechanismus in der Eurozone nach 2013, ifo Schnelldienst 3/2011; oder Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2011), Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten Nr. 01/11.

Zum anderen stellen sich Anreizprobleme. Die Stabilisierung des Bankensystems mag zwar mit einer Haftung der Bankenaktionäre einhergehen. Die Fremdkapitalgeber bleiben allerdings üblicherweise ungeschoren. Dadurch entsteht ein Anreiz, bei der Kreditvergabe an Banken hohe Risiken einzugehen und die Fremdkapitalfinanzierung der Eigenkapitalfinanzierung vorzuziehen. Darüber hinaus bedeuten steuerfinanzierte Rettungsschirme für den Finanzsektor letztlich eine Subventionierung dieses Sektors, die unerwünscht ist und die Ressourcenallokation verzerrt.

Um diesem Anreizproblem wirksam zu begegnen, ist es letztlich erforderlich, die Regulierung des Finanzsektors so zu ändern, dass Banken die Belastungen, die durch Staatsbankrotte entstehen können, ohne Hilfen des Staates absorbieren können. Nur wenn dies gelingt, werden für die Akteure an den Finanzmärkten die richtigen Anreize gesetzt. Dadurch gelten auch für die Fiskalpolitiken der einzelnen Mitgliedstaaten die richtigen Anreize. Wenn Käufer von Staatsanleihen und Gläubiger von Banken, die Staatsanleihen kaufen, damit rechnen müssen, ihr Geld unter Umständen zu verlieren, wird die Kreditvergabe an Staaten künftig deutlich risikobewusster erfolgen.²¹

Der Beirat sieht es als langfristiges Ziel der Reformen in der Eurozone an, zu einem Zustand zu gelangen, in dem die No-Bailout-Klausel wieder greift und die Mitgliedstaaten für ihre Staatsschulden selbst verantwortlich sind. Das ist aber nur erreichbar, wenn glaubwürdig ist, dass im Fall einer Überschuldung eines Mitgliedstaates die Gläubiger haften müssen und nicht auf die Hilfe der Steuerzahler anderer Mitgliedstaaten hoffen können. Nur

dann werden die Kapitalmärkte ihre Funktion der Disziplinierung der nationalen Verschuldungspolitik effektiv erfüllen.

Eine solche Haftungsregel ist allerdings nur dann glaubwürdig, wenn ihre Anwendung nicht zu einer Banken- und Finanzkrise führt. Ob eine solche Krise droht, hängt entscheidend von der Rolle des Bankensektors bei der Finanzierung der Staatsverschuldung ab. Banken investieren auf eigene Rechnung in ganz erheblichem Umfang in Staatsschuldtitel. Sie hielten zum Jahresende 2010 Staatsschuldtitel im Umfang von 2.746 Mrd. Euro, was etwa 35 Prozent der Staatsverschuldung im Euroraum entspricht.²² Dieses teilweise über das Gesamtvolumen des Eigenkapitals hinausgehende Engagement verschärft die Krisenanfälligkeit der Banken im Fall der Umschuldung eines Mitgliedsstaats des Euroraums und beschädigt die Glaubwürdigkeit einer Haftungsregel für private Gläubiger. Großzügige Regelungen zur Eigenkapitalunterlegung für Investitionen in Staatsschuldtitel, einfache Refinanzierungsmöglichkeiten durch Beleihung der Staatsschuldtitel bei der Europäischen Zentralbank und die Wahrscheinlichkeit, dass die Umschuldung eines in Finanznot geratenen Staats über einen Bailout abgewendet wird, lenken die Kreditvergabe der Banken in diesen Geschäftsbereich.

Die Herstellung von Glaubwürdigkeit für eine private Gläubigerbeteiligung erfordert daher eine umfangreiche Reform der Banken- und Finanzmarktregulierung. Diese müsste die Robustheit und Schockabsorptionsfähigkeit des Finanzsystems insgesamt steigern – beispielsweise durch eine deutliche Erhöhung der Eigenkapitalausstattung sowie

21. Siehe z.B. Krahn, J.P. und H. Siekmann (2010), *Rettungsstrategie ohne Moral Hazard – Versuch eines Gesamtkonzepts zur Bankkrisenvermeidung*, White Paper, House of Finance Policy Platform, Februar 2010.

22. Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), Verantwortung für Europa wahrnehmen, Jahresgutachten 2011-2012, S. 81.

Maßnahmen, die es Banken weniger attraktiv erscheinen lassen, sich in so starker Weise in der Finanzierung von Staatsschulden zu engagieren. Aus diesem Grund spielt die Finanzmarktregulierung für die Überwindung der Staatsschuldenkrise in der Eurozone eine Schlüsselrolle, wie der Beirat in seinem Brief vom Juli 2010 erläutert hat.²³

4.1.2 Die Rolle der Europäischen Zentralbank

Den Kredithilfen vorausgehend und inzwischen parallel dazu hat die Europäische Zentralbank die Finanzmärkte gestützt, indem sie ihre Standards für die Qualität von Staatsanleihen in Wertpapierpensionsgeschäften herabgesetzt hat und zudem seit geraumer Zeit Anleihen der Staaten aufkauft, die von Insolvenz bedroht sind oder in Zahlungsschwierigkeiten zu geraten drohen. In Griechenland und Irland refinanzieren sich die privaten Banken faktisch allein über die EZB, der Zugang zum Interbankenmarkt ist ihnen ganz oder zum großen Teil verschlossen.

Die EZB trägt damit dazu bei, dass Kapitalströme in der Eurozone, die bislang über den Interbankenmarkt abgewickelt wurden, aufrechterhalten bleiben, obwohl die privaten Banken in den von Insolvenz bedrohten Staaten der Eurozone vom Interbankenmarkt entkoppelt worden sind.

Man mag es begrüßen, dass die EZB jene Lücke geschlossen hat, die sich im Interbankenmarkt seit Beginn der Finanzkrise auftut. Immerhin bleiben dadurch nicht nur die finanziellen, sondern auch die realwirtschaftlichen Ströme in der Eurozone erhalten. Allerdings stellt sich

die Frage, ob das Aufrechterhalten dieser Kapitalströme im gegenwärtigen Umfang sinnvoll ist. Vieles deutet darauf hin, dass manche realwirtschaftliche Transaktion in der Eurozone, nicht zustande käme, wenn die Beteiligten die vollen Kosten der Transaktion ins Kalkül ziehen müssten. Da das Kreditausfallrisiko von der EZB (und damit letztendlich von den Steuerzahlern in der Eurozone) übernommen wird, müssen die Gläubiger nicht die Unsicherheit der Gegenleistung für ihre eigene Leistung in Rechnung stellen, und Transaktionen finden zu Preisen statt, die nicht die vollen Kosten abbilden. Das führt zu ineffizienten Kapitalströmen innerhalb der Eurozone.

Kapitalströme zwischen Volkswirtschaften lassen sich anhand von Leistungsbilanzsalden messen. In der Tat sind die Leistungsbilanzsalden der einzelnen Mitgliedsländer der Eurozone in jüngerer Zeit vermehrt ins öffentliche Blickfeld gerückt. So wurde im Zusammenhang mit der europäischen Schuldenkrise insbesondere von französischer Seite wiederholt gefordert, die europäischen Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen, besonders Deutschland, sollten wirtschaftspolitische Maßnahmen ergreifen, um diese Überschüsse abzubauen. Diese Forderung beruht auf der Annahme, ein Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse in den Überschussländern führe zugleich zu einem Abbau der Leistungsbilanzdefizite in den Defizitländern in der Eurozone. Das muss jedoch nicht der Fall sein, da alle Länder der Eurozone auch mit Ländern außerhalb der Eurozone Handel treiben. Ein Blick auf die Leistungsbilanzsalden lohnt sich gleichwohl, wenn es darum geht, die Rolle der EZB für die Kapitalströme in der Eurozone zu erhellen.

23. „Ohne Finanzmarktreformen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise“, Brief des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen an den Minister Dr. Schäuble vom Juli 2010.

Zunächst einmal gilt, dass Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen Forderungen gegenüber dem Ausland aufbauen und Länder mit Leistungsbilanzdefiziten Verbindlichkeiten. Entsprechend bedeutet ein Leistungsbilanzüberschuss für das betreffende Land einen Kapitalabfluss und ein Leistungsbilanzdefizit für das betreffende Land einen Kapitalzufluss. Der Kapitalfluss zwischen Überschuss- und Defizitländern ist für sich genommen nicht schlecht. Im Gegenteil: Sowohl die Überschussländer als auch die Defizitländer profitieren, sofern funktionierende Finanzmärkte das zwischen den Ländern fließende Kapital in bestmögliche Verwendungen lenken.

Herrschen freilich auf den Finanzmärkten Fehlanreize,²⁴ so ist nicht gewährleistet, dass das durch den Kapitalfluss bewirkte günstige Kreditangebot in den Defizitländern sowohl für die Kreditgeber in den Überschussländern als auch für die Kreditnehmer in den Defizitländern vorteilhafte Wirkungen entfaltet. In Griechenland hat das günstige Kreditangebot einen exzessiven schuldenfinanzierten Konsum begünstigt; in Irland hat es eine durch Hypothekenschulden aufgeblähte spekulative Blase im Immobilienmarkt entstehen lassen, deren Platzen zunächst den irischen Bankensektor und in der Folge den irischen Staat in eine finanzielle Notlage gebracht hat.

Die Finanzmärkte haben auf die Fehlentwicklungen in beiden Ländern schließlich reagiert. In der Folge sind die Zinsmargen für die Anleihen und Kreditversicherungen griechischer und irischer Banken gestiegen. Sie wurden von den Anlegern als schlechte Risiken identifiziert.

Dass die EZB hier in die Lücke gesprungen ist und die intermediäre Funktion griechischer und irischer Banken ersetzt hat, begünstigt die Fortsetzung von Kapitalströmen, die in diesem Umfang nicht entstanden wären, hätten die Akteure in privaten Märkten die vollen Risiken des Erwerbs von Forderungen als Gegenleistung für erbrachte Leistungen in Rechnung gestellt.

Es besteht die Gefahr, dass die EZB dauerhaft in die Rolle gerät, umfangreiche Kapitalströme in die Krisenländer zu lenken.²⁵ Erforderlich ist jedoch ein graduel- ler Abbau dieser Kapitalströme, denn anders kann die Verschuldungskrise nicht überwunden werden.

4.2 Fortsetzung der Kredit- hilfen in Verbindung mit Stabilitäts- programmen

Der bisherige Umgang mit der europäischen Schuldenkrise spricht dafür, dass die Regierungen der Eurozone zögern, hochverschuldete Länder wie Griechenland oder Portugal dazu zu veranlassen, Umschuldungen in einem Umfang vorzunehmen, der zu einer tragfähigen Situation führt. Das Brüsseler Rettungspaket für Griechenland vom 21. Juli 2011 und noch mehr die Beschlüsse des Euro-Gipfels vom 26. Oktober 2011 enthalten zwar Elemente für eine freiwillige Beteiligung privater Gläubiger an einer Umschuldung. Aber selbst wenn sich die Gläubiger, wie nun in Aussicht gestellt, auf einen

24. Fehlanreize können sich etwa dadurch ergeben, dass durch einen gemeinsamen Rettungsschirm aller Länder der Eurozone sich die Zinsniveaus der Länder auch dann angleichen, wenn ihre individuellen Ausfallrisiken tatsächlich unterschiedlich sind.

25. Indessen wird in Teilen der Wirtschaftswissenschaften eine Rolle der EZB als lender of last resort nicht nur im privaten Bankensystem, sondern auch im Markt für Staatsanleihen explizit befürwortet. Siehe dazu De Grauwe, P. (2011), The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Market, CESifo Working Paper No. 3569.

Verzicht in Höhe von 50 Prozent ihrer Forderungen einlassen, dürfte es Griechenland nur mit drastischen Sparmaßnahmen in Kombination mit einschneidenden Strukturveränderungen gelingen, im Laufe des kommenden Jahrzehnts einen Schuldenstand von 120 Prozent des BIP zu erreichen.²⁶ Für eine dauerhafte Stabilisierung des Landes reicht das kaum aus. Es ist absehbar, dass Griechenland unter diesen Umständen dauerhaft von Kredithilfen abhängig bleiben wird.

Mit den fortgesetzten Kredithilfen innerhalb der Eurozone verbindet sich die Hoffnung, dass sich die insolvenzbedrohten Staaten aus der Schuldenkrise befreien können, wenn ihnen nur genügend Zeit gegeben wird, ihre öffentlichen Haushalte zu sanieren. Diese Hoffnung beruht darauf, dass die Kredithilfen gekoppelt werden mit umfassenden Stabilitätsprogrammen in den Ländern, die diese Hilfen in Anspruch nehmen. Entsprechend werden die bislang gewährten Hilfen von den Regierungen auch nicht als Transfers gewertet, sondern als Kredite, die einschließlich Zinsen zurückerstattet werden sollen.

Die Berechtigung dieser Hoffnung darf freilich bezweifelt werden. Griechenland beispielsweise wird trotz bereits eingeleiteter Konsolidierungsmaßnahmen auch im Jahr 2011 voraussichtlich noch ein staatliches Budgetdefizit von 8,9 Prozent des BIP aufweisen.²⁷ Selbst das Primärdefizit wird voraussichtlich noch rund 1 Prozent des BIP betragen.²⁸ Die ordentlichen öffentlichen Einnahmen des griechischen Staates reichen mit anderen Worten nach wie vor nicht aus, um die Primärausga-

ben²⁹, geschweige denn zusätzlich noch die Zinsverpflichtungen zu finanzieren. Zudem wird Griechenland im Jahr 2011 voraussichtlich noch ein Leistungsbilanzdefizit von 9,9 Prozent des Bruttoinlandsprodukts aufweisen.³⁰ Staat und privater Sektor nehmen mit anderen Worten noch immer deutlich mehr an Gütern und Diensten in Anspruch als sie selbst produzieren.

Zwar dürfte es in Griechenland noch erhebliches Potenzial für die Steigerung der administrativen und wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit geben. Das Ausschöpfen dieses Potenzials erfordert aber, dass wettbewerbswidrige Strukturen aufgebrochen werden, hinter denen starke und einflussreiche Interessengruppen stehen. Selbst wenn es einer Regierung gelingen sollte, entsprechende Reformen umzusetzen, so bleibt doch gerade im Fall Griechenland immer noch sehr zweifelhaft, ob das Land jemals in eine Lage versetzt werden kann, die bereits angehäuften Staatsschulden aus eigener Kraft zu bedienen. Erschwerend kommt hinzu, dass die jetzt eingeleiteten Konsolidierungsschritte in Griechenland zunächst kontraktive Effekte auf die wirtschaftliche Aktivität auslösen und deshalb zumindest kurzfristig die Finanzkraft des Landes noch weiter mindern. In den anderen Krisenländern ist die Situation weniger dramatisch, aber die grundlegenden Probleme sind ähnlich.

Gelingt es jenen Staaten der Eurozone, die gegenwärtig Kredithilfen erhalten, indessen nicht, ihre öffentlichen Haushalte zu stabilisieren, und schreckt man zugleich vor weiteren Entlastungen in

26. Siehe dazu die „Erklärung der Staats- und Regierungschefs zum Euro-Gipfel am 26. Oktober 2011“.

27. Vgl. Europäische Kommission (2011), Herbstprognose 2011, Brüssel.

28. Vgl. IMF (2011), Fiscal Monitor, Washington, D.C.

29. Primärausgaben sind die öffentlichen Ausgaben eines Jahres bereinigt um Zinsen auf Staatsschulden und andere Ausgaben im Zusammenhang mit Finanzierungstransaktionen der öffentlichen Hand.

30. Vgl. Europäische Kommission (2011), Herbstprognose 2011, Brüssel.

Form von Umschuldungen zurück, so droht eine andere, insgesamt sehr viel gefährlichere Entwicklung. Die hochverschuldeten Staaten der Eurozone werden dann auch längerfristig an den Finanzmärkten kein neues Geld erhalten. Sie müssen ihre defizitären Staatshaushalte daher weiterhin mit Krediten finanzieren, die durch den über der Eurozone aufgespannten Rettungsschirm abgesichert werden. Für die Inanspruchnahme der Kredithilfen werden sich diese Staaten weiterhin zu Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen verpflichten müssen. Die dadurch ausgelösten kontraktiven Effekte werden das Wirtschaftswachstum dieser Länder weiterhin negativ beeinflussen. Diese Staaten sind nicht mehr im Stande, originäre staatliche Funktionen wie die ausreichende Versorgung mit öffentlichen Gütern und Dienstleistungen zu erfüllen. Ihre Volkswirtschaften sind gekennzeichnet durch anhaltend geringes oder sogar negatives Wirtschaftswachstum, hohe Arbeitslosigkeit, ausbleibende Investitionen und kaum funktionierende Finanzmärkte.

Diese Entwicklung dürfte durch Auswanderung noch verstärkt werden. Die dauerhafte mangelnde wirtschaftliche Prosperität wird besonders junge, gut ausgebildete Menschen in den hochverschuldeten Staaten dazu bewegen, einen Arbeitsplatz im Ausland zu suchen. Innerhalb der Europäischen Union sind solchen Wanderungsbewegungen inzwischen praktisch keine Grenzen mehr gesetzt und in Griechenland gibt es bereits Anzeichen dafür, dass die junge, gut ausgebildete Bevölkerung von diesen Möglichkeiten Gebrauch macht. Dass die hochverschuldeten Staaten der Eurozone durch eine Kombination von Kredithilfen und Konsolidierungsprogrammen wirtschaftlich gesunden, wird noch unwahrscheinlicher, wenn die jungen, gut ausgebilde-

ten Menschen diese Staaten verlassen.

Diese Entwicklung an seiner Peripherie dürfte auch das Zentrum der Eurozone beeinträchtigen. Die mit den Kredithilfen verbundenen Kapitalströme vom Zentrum der Eurozone in die Peripherie werden private Ersparnisse absorbieren, die andernfalls für Investitionen zur Verfügung gestanden hätten. Zugleich werden von der Peripherie, wenn man von Wanderungsbewegungen ins Zentrum absieht, keine positiven Wachstumsimpulse mehr ausgehen. Damit droht auch das Zentrum der Eurozone in die Wachstumsschwäche seiner Peripherie einbezogen zu werden. Je stärker die Entwicklung in den Problemstaaten auch das Wachstum im Zentrum der Eurozone beeinträchtigt, desto mehr werden auch die öffentlichen Haushalte in den bislang solventen Staaten der Eurozone in eine Schieflage geraten. In letzter Konsequenz könnte die Entwicklung von Problemstaaten in der Peripherie der Eurozone die Zahlungsfähigkeit der Eurozone insgesamt bedrohen.

4.3 Staatliche Insolvenzen und Stabilisierungskredite verbinden?

Der Plan eines „Europäischen Währungsfonds“ (EWF)

Eine viel diskutierte Alternative zu einer endlosen Fortführung der Kombination aus Hilfskrediten und makroökonomischen Anpassungsprogrammen würde darin bestehen, Kredite auf die Fälle zu beschränken, in denen einzelne Mitgliedstaaten Liquiditätsprobleme haben, aber im Prinzip solvent sind. Bei Mitgliedstaa-

ten, die nicht nur vorübergehende Liquiditätsprobleme aufweisen, sondern überschuldet sind, würde hingegen ein Schuldenschnitt angestrebt, mit dem private Gläubiger an den Kosten der Überschuldungskrise beteiligt werden. Dieser Schuldenschnitt würde mit weiteren Krediten kombiniert. Die Arbeitsweise einer Institution, die diese Strategie umsetzt, könnte sich an der Vorgehensweise des IWF orientieren. Im Folgenden wird sie deshalb als Europäischer Währungsfonds (EWF) bezeichnet. Der im Abschnitt 2 bereits diskutierte ESM weist ähnliche Merkmale auf, allerdings auch Unterschiede, die im Folgenden noch diskutiert werden.

4.3.1 Das Problem der Erwartungsstabilisierung

Zunächst gibt es zwei grundlegende ökonomische Argumente, die sich zu Gunsten eines EWF anführen lassen. Das erste Argument beruht auf dem Problem multipler Gleichgewichte in Kapitalmärkten. Die Frage, ob ein Land seine Schulden bezahlen kann, hängt nicht nur von wirtschaftlichen Fundamentaldaten wie etwa aktuellem Schuldenstand und Budgetdefizit ab, sondern auch davon, ob die Investoren an den Kapitalmärkten erwarten, dass das Land seine Schulden zurückzahlt. Wenn die Erwartungen pessimistisch sind, werden die Investoren hohe Zinsen verlangen, die das Land dann tatsächlich in die Überschuldung zwingen. Sind Investoren hingegen optimistisch, dann werden sie dem betreffenden Land zu guten Konditionen Kredite geben, und in Folge der guten Kreditkonditionen kann das Land seine Schulden auch bedienen. Natürlich entstehen pessimistische Erwartungen über die Schuldentragfähigkeit in einem Land nicht, wenn die Fundamen-

taldaten eindeutig solide sind. Aber in Grenzfällen kann ein Stimmungsumschwung darüber entscheiden, ob ein Land in die Überschuldung abgleitet oder nicht. Die Idee eines EWF besteht nun darin, die Erwartungen in solchen Grenzfällen in Richtung eines optimistischen Gleichgewichts zu stabilisieren und bei einer vorübergehenden Verunsicherung der privaten Investoren betroffenen Mitgliedstaaten Liquiditätshilfen zu geben.

4.3.2 Glaubwürdige Beteiligung privater Gläubiger

Das zweite Argument für eine derartige Institution setzt an der Überlegung an, dass eine Beteiligung privater Investoren an den Kosten der Überschuldung einzelner Mitgliedstaaten nur dann möglich ist, wenn hinreichende Vorkehrungen dafür getroffen sind, dass diese Beteiligung nicht zu einer Finanzmarktkrise mit unkalkulierbaren Folgen führt. Wie bereits erläutert wurde, wäre es dringend wünschenswert, die Banken- und Finanzmarktregulierung so zu verändern, dass der Finanzsektor robust genug ist, um die Folgen eines Schuldenschnitts zu absorbieren, ohne dass eine Finanzkrise droht. Derzeit hat der Finanzsektor diesen Grad an Robustheit jedoch nicht, und es sieht auch nicht so aus, als würde dieser Zustand in den nächsten Jahren erreicht.

Hierbei ist zu beachten, dass die angesprochene „Robustheit“ des Finanzsektors keineswegs nur die regulatorischen Vorgaben für die Kapitalausstattung der Banken betrifft, wie sie im Rahmen von Basel III gerade verschärft werden. Die Fähigkeit des Finanzsektors zur Absorption eines Schuldenschnitts hängt in erster Linie von der Intensität der Vernetzung zwischen den Banken des Finanzsystems ab. Je mehr die nicht-einlagengesicherten

Verbindlichkeiten der Banken ihrerseits von Banken gehalten werden, umso weniger wird es gelingen, einen Schuldenschnitt tatsächlich durchzuführen. Der Grund hierfür liegt wiederum in der Tatsache, dass ein Schuldenschnitt bei Bank A unmittelbar den Wert der Aktiva jener Banken vermindert, die Forderungen gegenüber Bank A halten. Schon die Befürchtung, dass solche Interbankbeziehungen existieren, kann eine Übertragung von krisenhaften Entwicklungen auf Eigen- und Fremdkapitalmärkte auslösen.

Als Folge dieser drohenden Ansteckungseffekte ist der Staat typischerweise gezwungen, rettend einzugreifen. Um diese ungewollten Staatseingriffe zu verhindern, müssen die Marktteilnehmer davon ausgehen können, dass alle Banken in ausreichendem Umfang „haircut“-fähige Gläubiger besitzen, also Gläubiger, für die ein plötzlicher Forderungsverlust aufgrund eines Schuldenschnitts keine Ansteckungseffekte gegenüber weiteren Banken auslöst. Derartige „haircut“-fähige Gläubiger sind demnach Personen oder Institutionen, die nicht selbst Teil des Bankensystems sind, und die deshalb in der Lage sind, einen gefährlichen Ansteckungsprozess zu stoppen („circuit-breaker“). Zu ihnen gehören in erster Linie Pensionsfonds und Lebensversicherungen. Beide sind Kapitalsammelstellen,

deren Verbindlichkeiten über Jahrzehnte laufen, und denen es möglich ist, einen plötzlich erlittenen Verlust über Jahre und Jahrzehnte gestreckt an die eigenen Gläubiger und Anleger weiterzugeben.³¹

Ein Finanzsystem mit ausreichend großen Verbindlichkeiten gegenüber derartigen „haircut“-fähigen Kapitalsammelstellen und privaten Haushalten kann man als robust bezeichnen. Die Herbeiführung und Erhaltung eines solchen robusten Finanzsystems ist Teil einer „guten“ Finanzmarktarchitektur und –aufsicht.³² Dieser „Robustifizierungsgedanke“ lässt sich auch auf Staaten und das Halten von Staatsanleihen übertragen. Auch hier ist sicherzustellen, dass es in ausreichendem Maße „haircut“-fähige Halter von Staatsanleihen gibt, damit wiederum das Finanzsystem „robust“ ist.³³ Zu diesen gehören vorrangig Versicherungen und Pensionskassen sowie private Sparer. Tatsächlich beteiligen sich aber Banken als Gläubiger in besonderem Umfang an der Staatsschuldenfinanzierung. Solange solche Finanzinstitute im Falle einer drohenden Insolvenz wegen der damit verbundenen systemischen Risiken doch durch den Staat gerettet werden müssten, ist eine private Gläubigerbeteiligung nicht glaubwürdig. Eine Rückführung der Beteiligung der monetären Finanzinstitute an der Finanzierung der Staatsschulden ist deshalb anzustreben. Dafür könnte es

31. Außerdem ist die Fähigkeit zur zukünftigen Leistungserfüllung bei Lebensversicherern und Pensionsfonds nicht so eng an die fortlaufende Neufinanzierung gebunden, wie dies bei Intermediären mit positiver Fristentransformation (d.h. bei Banken) der Fall ist.

32. Regulierung und Überwachung der Robustheit in diesem Sinne ist eine noch unerfüllte Anforderung an eine gelungene Finanzmarktregulierung.

33. Diese Ausführungen machen zugleich deutlich, dass die Finanzmarktaufsicht Kenntnis über die Identität der Besitzer von Bank- und Staatsanleihen (und ggfs. weiteren Passivpositionen) besitzen muss, um eine qualifizierte Einschätzung der Robustheit vornehmen zu können. Die vielfältigen internationalen Initiativen zur Erstellung und Unterhaltung einer Risikolandkarte, in welcher Verknüpfungen zwischen Banken und deren Refinanziers vermerkt sind, ist daher ebenfalls eng verbunden mit der Realisierung robuster Finanzmarktstrukturen. Die herausragende Initiative zur Erstellung einer Risikolandkarte findet sich in den USA, wo im Rahmen der Dodd-Franks-Gesetzgebung ein „Office of Financial Research“ geschaffen wird, das sich mit erheblichem Budget um die Sammlung und Analyse der benötigten Finanzmarktdaten kümmern wird, vgl. <http://www.treasury.gov/initiatives/Pages/ofr.aspx> sowie das Vorläuferinstitut „National Institute of Finance“ <http://www.ce-nif.org/>.

nötig sein, die erwünschten Anleihehaltungsstrukturen ggf. auf dem Verordnungswege sicherzustellen.

Eine signifikante Verminderung der Rolle von Banken bei der Finanzierung von Staatsdefiziten wird nur über einen längeren Zeitraum zu erreichen sein. Im Sinne einer Liquiditätsfazilität kann ein EWF eine stützende Rolle übernehmen. Ebenso kann ein EWF die Finanzmärkte im Fall eines staatlichen Schuldenschnitts durch die Bereitstellung von Liquidität stabilisieren. In diesem Fall dient die Kreditvergabe nicht dazu, einen Schuldenschnitt abzuwenden, sondern ihn überhaupt zu ermöglichen. Die eigentliche Funktionsvoraussetzung im Sinne der beschriebenen Robustifizierung des Bankensystems wird dabei vorausgesetzt.

Die Kreditvergabe eines EWF wäre zudem mit Auflagen verbunden, vor allem dann, wenn es sich nicht nur um kurzfristige Liquiditätshilfen, sondern um längerfristige Zusagen zur Beseitigung struktureller Defizite handelt. Gerade letztere sind im Kontext einer längerfristigen Stabilisierung der Eurozone von besonderer Bedeutung, weil es um den Abbau realwirtschaftlicher Ungleichgewichte geht.³⁴ Damit nähert sich ein EWF auch von der Aufgabenstellung einer Strukturhilfe her dem IWF an.

Den potentiell positiven Wirkungen eines EWF stehen allerdings signifikante Nachteile und Risiken gegenüber. Erstens schafft der EWF die mit Hilfen einhergehenden Anreizprobleme nicht aus der Welt. Die Anreize für die nationale Finanzpolitik, die Verschuldung zu begrenzen, werden reduziert. Es wird lediglich erreicht, dass die privaten Investoren damit rechnen müssen, Verluste zu erleiden, wenn sie allzu sorglos Kredite an hoch verschuldete Staaten vergeben. Die Anreize für private Investoren sind im

Vergleich zu einer Situation ohne jegliche Hilfen immer noch verzerrt, aber besser als in einer Situation, in der sie durch Rettungsschirme vor jeglichen Verlusten bewahrt werden.

Zweitens besteht die Gefahr, dass bei der ohnehin schwierigen Analyse der finanziellen Lage eines Landes, das Hilfen beantragt, erheblicher Druck ausgeübt wird, unweigerlich vorhandene Interpretationsspielräume dahingehend zu nutzen, dem Land lediglich vorübergehende Liquiditätsprobleme zu attestieren, nicht aber eine Überschuldung. Lehrreich ist in diesem Kontext die von IWF, Europäischer Kommission und EZB noch bis in den Sommer 2011 hinein vertretene Diagnose, Griechenland sei in der Lage, nach einem Anpassungsprogramm seine Schulden zu bedienen. Für jeden auch nur annähernd neutralen Beobachter war offensichtlich, dass diese Diagnose unrealistisch war.

4.4 Der Euroraum als Transferunion?

In Abschnitt 4.1 (Abbau der Hilfen) wurde der Weg skizziert, auf dem die Eurozone zu einer Situation zurückkehren könnte, wie sie durch den Artikel 125 des AEUV angelegt war, und die dem Subsidiaritätsprinzip genügt. In dieser Situation sollten Mitgliedsstaaten in ihrer Haushaltspolitik weitgehend autonom entscheiden, dann aber Schieflagen ihrer Haushalte auch einzelstaatlich verantworten. Das zentrale Instrument für die Durchsetzung dieses Prinzips von Autonomie und Verantwortung ist ein glaubwürdiges Verfahren für eine Umschuldung von Mitgliedsstaaten, die sich nicht mehr aus eigener Kraft an den Kapitalmärkten refinanzieren können.

34. Die Unterstützung struktureller Reformen in Ländern der Eurozone könnte auch eine andere Institution übernehmen, wie es weiter unten am Beispiel einer Europäischen Staatsschuldagentur erläutert wird.

Eine denkbare Alternative zu dieser Lösung ist die Schaffung von Institutionen, die auf europäischer Regierungsebene Entwicklungen verhindern, die zu einer Schieflage der Haushalte einzelner Staaten führen können, und die im Falle der drohenden Schieflage diese korrigieren.

Diskutiert werden in diesem Zusammenhang die Verlagerung der Staatsverschuldung weg von den Einzelstaaten hin zur europäischen Regierungsebene und eine deutliche Ausweitung der zwischenstaatlichen Transfermechanismen, wie sie bereits heute in Gestalt der Strukturpolitik der Europäischen Union vorhanden sind. Auch eine Kombination beider Elemente ist denkbar.

Diese Vorschläge werden mit bestehenden makroökonomischen Ungleichgewichten innerhalb Europas begründet, und sie werden propagiert unter dem Stichwort der „Solidarität“ innerhalb Europas.

4.4.1 Makroökonomische Ungleichgewichte

Bereits im ersten Abschnitt zur Ausgangslage wurde dargestellt, dass die Mitgliedstaaten sich nach Eintritt in die Währungsunion zum Teil sehr unterschiedlich entwickelt haben. Diese divergente Entwicklung wurde in den Krisenjahren seit 2007 durch einen massiven Wachstumseinbruch in den bis dato prosperierenden Volkswirtschaften der Eurozone beendet. Dort setzte eine schwere Rezession ein. In Deutschland war der Wachstumseinbruch vergleichsweise gering und von kurzer Dauer. Er war gefolgt von einer Phase weit überdurchschnittlichen Wachstums mit hohen Exportüberschüssen, die zumindest zum Teil der relativen Unterbewertung des Euro geschuldet ist.

Zugleich, und teilweise als Folge dieser Entwicklungen, hielt der Kapitalexport aus Deutschland in diese Peripheriestaaten weiter an.

Solche Unterschiede in den wirtschaftlichen Entwicklungen spiegeln sich auch in den öffentlichen Haushalten wider. Einige der in der ersten Phase der Währungsunion boomenden Volkswirtschaften konnten in dieser Wachstumsphase ohne eine besonders restriktive Konsolidierungspolitik ihre Staatsschuldenquoten deutlich abbauen. Das ist besonders sichtbar in Ländern wie Spanien oder Irland. Einige dieser Staaten haben indes eine so generöse Haushaltspolitik betrieben, dass sie selbst trotz des überhitzten Wachstumsklimas keine Erfolge in der Konsolidierung ihrer Haushalte zu verzeichnen hatten. Das gilt insbesondere für Griechenland. Deutschland hingegen hat trotz respektabler Konsolidierungsversuche in der Zeit der Währungsunion auch in der Haushaltspolitik an Boden verloren. Die Schuldenquote der öffentlichen Haushalte ist in der Zeit von 2000 bis 2007 von 59,7 auf 64,9 Prozent gestiegen. Sie hat in der Zeit von 2007 bis 2010 weiter auf 83,2 Prozent zugelegt.³⁵ Man kann diese divergierenden Entwicklungen als das Ergebnis von demokratisch legitimierten und von Bürgern der Einzelstaaten insofern gewünschten Politikentscheidungen begreifen. Unter der Perspektive der Subsidiarität würde man die daraus resultierenden Probleme dann an die Einzelstaaten rückverweisen. Diese Sichtweise wurde in Abschnitt 4.1 (Abbau der Hilfen) erörtert.

Manche Beobachter sehen die makroökonomischen Ungleichgewichte indes eher als Ergebnis eines Zufallsprozesses, der auch die Startbedingungen und unveränderliche Charakteristika in den Einzelstaaten der Eurozone bestimmt. Aus dieser zweiten Sichtweise resultiert der

35. Europäische Kommission (2011), Eurostat-Datenbank, <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do> (Stand 31. August 2011).

Ruf nach europäischer Solidarität: Solidarische Ausgleichsmechanismen dienen demnach dazu, einen Versicherungsgedanken umzusetzen. Eine Versicherung verteilt die zufälligen Vermögensschäden Einzelner auf die Mitglieder des Kollektivs der Versicherten um und verringert auf diese Weise das Risiko der einzelnen Mitglieder. Über die Probleme einer solchen Versicherung wird in Abschnitt 4.4.4 (Ein europäischer Finanzausgleich) noch zu sprechen sein.

4.4.2 Die Europäische Union mit Fiskaltransfers

Eine stark zentralisierte Europäische Union mit Fiskaltransfers orientiert sich an einem zentralistischen Staatsgedanken. In einem in Haushaltsfragen zentralstaatlich organisierten Europa werden die Entscheidungen über staatliche Einnahmen und Ausgaben und über Staatsschulden auf der europäischen Regierungsebene getroffen. Im Extremfall liegen alle Budgetrechte bei einer zentralen europäischen Entscheidungsinstanz. Diese trägt über Finanzausweisungen und eine sorgfältige Kontrolle über die Verausgabung der Mittel in den Einzelstaaten dafür Sorge, dass es in den einzelnen Gliedstaaten zu einer angemessenen öffentlichen Versorgung kommt. Sie vermeidet gleichzeitig, dass sich in den Gliedstaaten hohe Schulden aufbauen, die letztendlich von der zentralstaatlichen Ebene bzw. aus deren Budget gedeckt werden müssten. Die zentralstaatliche Instanz kann dann einzelwirtschaftliche Schocks in den Mitgliedsstaaten durch ihre Budgetpolitik ausgleichen und zugleich opportunistisches fiskalisches Verhalten unterbinden, beispielsweise die Aufnahme hoher Schulden, die auf die Gemeinschaft abgewälzt werden könnten. Zur Vermeidung von

makroökonomischen Ungleichgewichten würde es dabei wohl nicht ausreichen, allein die Budgetpolitik in Europa zu zentralisieren. Eingriffe in die Systeme sozialer Sicherung und in die arbeitsmarktpolitischen Institutionen wären ein logischer nächster Schritt hin zu einem zentralistischen Staatsgebilde.

Eine solche Staatsform könnte idealtypisch den Solidaritätsgedanken umsetzen und gleichzeitig Fehlanreize von Einzelstaaten entgegenwirken. Dass eine solche Konzeption funktionsfähig sein kann, beweist das Beispiel Frankreichs.

Das heutige Europa ist erkennbar weit entfernt von einem solchen Zentralstaat. Der Weg dorthin, mag er wünschbar sein oder nicht, enthält auch hohe Hürden. Zu diesen Hürden gehören verfassungsrechtliche Probleme. Das in Deutschland unter der „Ewigkeitsgarantie“ stehende Prinzip des Föderalismus beispielsweise macht eine Umsetzung eines Europäischen Zentralstaats mit einem reinen Verwaltungsföderalismus unmöglich. Abgesehen von solchen Gründen darf auch bezweifelt werden, dass die Umsetzung des Europäischen Zentralstaats politisch möglich wäre, selbst unter Vernachlässigung bestehender institutioneller oder verfassungsrechtlicher Hürden. Stattdessen stehen in der Politik einige konkrete Institutionen zur Diskussion, die solche zentralstaatlichen Elemente beinhalten. Zu diesen gehört die Idee einer europäischen Staatsschuldenagentur, die in verschiedenen Varianten unter dem Stichwort „Eurobonds“ diskutiert wird. Ebenfalls in der politischen Diskussion ist die deutliche Ausweitung finanzpolitischer Kompetenzen auf europäischer Ebene, beispielsweise durch die Schaffung von Steuerkompetenz auf europäischer Regierungsebene für eine ergiebige europaweite Steuer, in Verbindung mit einer erheblichen Ausweitung des innereuropäischen Systems von Finanztransfers.

4.4.3 Eine europäische Staatsschuldenagentur

Seit dem Beginn der europäischen Währungsunion treten öffentliche Gebietskörperschaften innerhalb der Eurozone an die Kreditmärkte heran und nehmen unabhängig voneinander durch den Verkauf von Staatsschuldtiteln Kredite auf. In den ersten Jahren bis zur Zuspitzung der Finanzkrise waren die Finanzierungsbedingungen der Schuldenagenturen in Europa dabei sehr ähnlich. Erst in den vergangenen Jahren, und im Zuge der aufkeimenden Staatsschuldenkrise fielen die Finanzierungsbedingungen für einzelne Mitgliedsstaaten immer deutlicher auseinander. Die diversen kleinen und großen nationalen und regionalen Schuldenagenturen könnten durch die Schaffung einer zentralen europäischen Schuldenagentur ersetzt oder ergänzt werden. Dies wird von verschiedenen Seiten immer wieder vorgeschlagen. Elemente einer gemeinsamen Schuldenagentur enthält auch der vom Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in seinem Jahresgutachten 2011/12 formulierten Vorschlag eines – allerdings als befristete Übergangslösung angelegten – Tilgungsfonds.³⁶

Die einzelnen Vorschläge zur Einführung einer Europäischen Staatsschuldenagentur unterscheiden sich dabei in wesentlichen Punkten. Zu diesen Punkten gehören die Fragen, welcher Autonomiegrad den einzelnen Gebietskörperschaften zugemessen wird bei der Bestimmung ihres aktuellen Schuldenvolumens, welche möglichen Unterschiede in den Refinanzierungskosten den einzelnen Gebietskörperschaften in Abhängigkeit von ihrem jeweiligen Schuldenvolumen

zugemessen werden und welche Haftungsregeln für die unterschiedlichen Teile der Staatsschulden gelten sollen. Diese Ausgestaltungsfragen haben erheblichen Einfluss auf (1) die Funktionsweise einer europäischen Schuldenagentur, (2) Umverteilungseffekte zwischen den Gebietskörperschaften, und (3) Anreizeffekte für die Gebietskörperschaften, was die Solidität ihrer Haushaltspolitik angeht. Übergangsfragen stellen sich ferner, was die Integration der bestehenden Staatsschulden innerhalb einer europäischen Schuldenagentur angeht.

Der aus theoretischer Sicht weitestgehende Vorschlag überträgt alle bestehenden Staatsschulden an die europäische Schuldenagentur, weist allen beteiligten Gebietskörperschaften die gleichen Zinssätze zu und etabliert einen Haftungsverband unter den beteiligten Staaten für alle alten und neuen Schulden. Diese haften gesamtschuldnerisch. Der Vorschlag belässt das Budgetrecht, also die Frage nach der Höhe der Neuverschuldung indes den einzelnen Gebietskörperschaften. An diesem Vorschlag lassen sich die Vorteile und Nachteile einer europäischen Schuldenverwaltung am eindringlichsten studieren.

36. Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), Verantwortung für Europa wahrnehmen, Jahresgutachten 2011-2012, S. 109ff.

> Dieser Vorschlag führt unmittelbar zu einer Vereinheitlichung der Kreditkonditionen aller beteiligten Staaten. Die Bonität von Staaten mit maroden Staatsfinanzen und die Bonität von Staaten mit gesünderen Staatsfinanzen gleichen sich völlig an. Die Refinanzierungskosten der ersten Staatengruppe verringern sich, die Kosten der zweiten Gruppe erhöhen sich. Innerhalb nur weniger Jahre schlagen diese veränderten Kosten auf das Gesamtvolumen der Zinskosten der Staaten durch und führen zu einer massiven Umverteilung der Staatsschuldenlasten innerhalb der Eurozone.

> Kapitalanleger betrachten die Staatsschuldtitel einer europäischen Schuldenagentur als perfekte Substitute, da das Rückzahlungsrisiko angesichts der Haftungsgemeinschaft der Schuldner unabhängig davon geworden ist, in welchen Mitgliedsstaat der betreffende Kredit fließt. Für ihr Käuferverhalten wird die Bonität einzelner Mitglieder irrelevant. Nur die Bonität der Eurozone als Ganzes ist für ihre Zinsforderungen relevant. Damit nehmen die Käufer wichtige Informations- und Steuerungsfunktionen im Markt für Staatsschuldtitel nicht mehr wahr.

> In der Konsequenz dieses Käuferverhaltens entstehen für die Mitglieder des Haftungsverbands falsche Anreize zur Verschuldung. Ein Mitgliedsstaat, der eine höhere Staatschuld erwägt, verringert damit die Bonität aller Staaten der Eurozone. Er internalisiert dabei nur jenen Anteil der Bonitätsverringering, der seine eigenen Staatsschulden trifft. Die Bonitätsverringering verteuert auch die Staatskredite der anderen Mitgliedsstaaten.

Diese Kostenerhöhung bleibt im einzelstaatlichen Kalkül unberücksichtigt. So entstehen Fehlanreize, und diese gelten für alle Mitgliedsstaaten, auch die solideren Mitglieder. Die Fehlanreize werden indes am deutlichsten für Mitgliedsstaaten, die bereits Schulden angehäuft haben, die ihre eigene Tragfähigkeit übersteigen. Diese Staaten wären bei einer einzelstaatlichen Schuldenverwaltung vom Kapitalmarkt bereits abgeschnitten. Bei einer europäischen Schuldenverwaltung hätten sie solange weiter Zugang zum Kapitalmarkt, solange die Gemeinschaft selbst noch über eine hinreichende Bonität verfügt, und zwar zu den gleichen Konditionen aller anderen Mitglieder der Gemeinschaft.

Da sich ein überschuldeter Einzelstaat definitionsgemäß nicht aus eigener Kraft aus der Überschuldung befreien kann, entsteht die paradoxe Situation, dass sich dieser Einzelstaat immer weiter verschulden kann, bis die Staatengemeinschaft als Ganzes ihre Kreditwürdigkeit am Kapitalmarkt eingebüßt hat oder vorzeitig mit Transfers zur Hilfe gekommen ist.

> Fraglich ist auch, wie glaubwürdig eine gemeinschaftliche Haftung für die Kredite einer gemeinsamen europäischen Staatsschuldenagentur tatsächlich ist. Dies würde sich erweisen, wenn eine größere Zahl der Mitgliedsstaaten im Zuge der wachsenden Gesamtverschuldung an die Grenze ihrer finanziellen Belastung gelangt.

Die Befürworter einer europäischen Schuldenagentur sind sich der Anreizprobleme durchaus bewusst. Sie schlagen deshalb Regulierungsvorschriften vor, die dem Moral Hazard und daraus resultierenden Fehlentwicklungen entgegen wir-

ken sollen. Zu diesen Vorschriften gehören die Einschränkung des Kreditrahmens von Einzelstaaten und die Zuweisung der tatsächlichen Grenzkosten der Finanzierung zusätzlicher Schulden in Abhängigkeit von der relativen Verschuldungslage des Mitglieds. Ließen sich solche Regulierungselemente wirklich glaubwürdig implementieren, dann könnten die größten der skizzierten Fehlentwicklungen verhindert werden. Diese europäische Regulierung würde dann letztlich nur die Marktmechanismen zur Regulierung der Staatsverschuldung ersetzen, die durch die Schaffung der europäischen Schuldenagentur ausgehebelt werden.

Die Glaubwürdigkeitsproblematik solcher Regulierungsinstrumente stellt indes in der Praxis ein kaum zu überwindendes Problem dar. Schon innerhalb Deutschlands zeigt das Verschuldungsverhalten verschiedener Bundesländer, welche Sprengkraft die Anreizproblematik für die einzelstaatliche Kreditaufnahme hat. So hat sich in den vergangenen Jahrzehnten beispielsweise in Bremen trotz erheblicher Entschuldungshilfen in den Jahren von 1994 bis 2004 und trotz andauernder Finanzspritzen seit Auslaufen dieses Programms im Jahre 2004 eine Verschuldung auf Länderebene aufgebaut, die jenseits dessen liegen dürfte, was Bremen aus eigener Kraft für die Sanierung seiner Haushalte aufbringen kann. Diese exorbitante Verschuldung hat sich keinesfalls verdeckt und heimlich aufgebaut, sondern sie erfolgte unter den Augen der Öffentlichkeit und der Politik. In den Jahren, in denen hohe Zahlungen für die Haushaltssanierung geflossen sind, und in denen diese Zahlungen an Bedingungen geknüpft waren, was ihre Verwendung angeht, hat sich die Verschuldungssituation dennoch nicht verbessert. Die hohe Verschuldung Bremens zu hervorragenden Kreditbedin-

gungen war nur möglich, weil auf nationalstaatlicher Ebene über das Prinzip der Bundestreue eine bundesstaatliche Haftungsgarantie für Kredite des Bundes und der Länder bestand. Die Erfahrungen aus Deutschland sind nicht gerade ermutigend für die Frage, ob eine Regulierung der nationalstaatlichen Verschuldung innerhalb Europas angesichts eines gemeinsamen Haftungsverbunds der Eurostaaten gelingen kann.

Diese Erfahrungen mit einem via Haftungsverbund vereinheitlichten Finanzmarkt sind zugleich eine Warnung hinsichtlich einer leichtfertigen Ausdehnung dieses Haftungsverbunds über die deutschen Grenzen hinweg auf die gesamte Eurozone. Überlegenswert erscheinen Alternativen, die an die Stelle eines Transfers mittels Zinssubventionierung einen expliziten Transfer bei gleichzeitig segmentierten Finanzmärkten setzen. Konkret bedeutet diese Alternative, dass Schuldenpolitik national verankert bleibt, und dass zugleich, wie oben erläutert, für ein „robustes“ Finanzierungsgefüge gesorgt wird. Auf diese Weise werden die Anreizprobleme eines Haftungsverbundes weitgehend vermieden. Die im Rahmen eines Währungsraums aber notwendigen oder gewollten Struktur- und Entwicklungsprogramme werden mittels direkter Transfers aus einem zentralen Budget der EU (oder eines EWF) geleistet. Dabei ist zu beachten, dass es bei der jetzigen Diskussion um die richtige Ausgestaltung europäischer Institutionen keineswegs um die Frage pro-oder-contra Transferunion geht, sondern dass es allein um die optimale Gestaltung der Institutionen im Hinblick auf stabile Finanzmärkte, unter Einschluss der öffentlichen Finanzen, geht und gehen kann.

In der Diskussion einer europäischen Schuldenagentur spielt auch die Frage möglicher Liquiditätseffekte einer sol-

chen Institution eine Rolle: Durch die Vereinheitlichung der unterschiedlichen Staatsschuldtitel der Eurozone komme es zu einer Verbreiterung des Markts. Europäische Staatsschuldtitel würden so im internationalen Vergleich attraktiver für Kapitalgeber im Vergleich zu den nationalstaatlichen Schuldverschreibungen. Von dieser Verbilligung für frische Kredite würden alle Mitglieder profitieren, auch die, deren Bonität in der Ausgangssituation besser ist als nach einer Vergemeinschaftung der Haftungsrisiken für Schulden in der Eurozone. Dieses Argument hat einen richtigen Kern. Bezweifeln muss man aber, dass der Effekt quantitativ von Bedeutung ist.

4.4.4 Ein europäischer Finanzausgleich

Statt oder neben einer Vergemeinschaftung der Staatsschulden besteht die Möglichkeit, dass die Europäischen Staaten versuchen, die Unterschiede in den makroökonomischen Entwicklungen durch direkte Transfers auf der Ebene der Staatsfinanzen zu kompensieren. Auch in der Vergangenheit gehörte es zu den offiziellen Leitlinien der Europapolitik, wirtschaftliche Unterschiede zwischen wirtschaftlich starken und schwachen Mitgliedern oder Regionen durch Subventionen (beispielsweise im Rahmen des Kohäsionsfonds) über das EU-Budget wenigstens teilweise anzugleichen. Vorbilder hierfür gibt es erneut in Deutschland. Hier wird seit Jahrzehnten ein Finanzausgleich zwischen Gebietskörperschaften gepflegt, dessen Rechtfertigung in der Angleichung der Lebensverhältnisse liegt. Durch klugen Einsatz eines Transfers von Mitteln, so die Idee, könnte die Wirtschaftskraft der schwächeren Regionen gestärkt

werden. Das so induzierte Wachstum der Volkswirtschaften würde zugleich die öffentlichen Einnahmen stärken, und auch hoch verschuldete Mitglieder der Eurozone könnten so aus ihren Staatsschuldenproblemen herauswachen.

Solche Mechanismen lassen sich sowohl als permanente wie auch als temporäre Einrichtungen denken. Eine temporäre Variante dieses Vorschlags findet sich bereits in den Vereinbarungen vom Juli 2011 im Sinne eines Marshall-Plans für Griechenland.

Tatsächlich hat ein solcher Finanzausgleichsmechanismus eine große Attraktivität. Konsolidierungsanstrengungen in der Gestalt von harschen Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen in wirtschaftlichen Krisenzeiten können solche Krisen mitunter verschärfen. Krisenhilfen könnten solche sich selbst verstärkende Krisenprozesse deshalb vermeiden helfen. Und soweit große makroökonomische Schocks die Mitglieder der Eurozone weitgehend unabhängig voneinander und als exogene Ereignisse treffen, haben Finanzausgleichsmechanismen vorteilhafte Versicherungseigenschaften für alle Mitgliedsstaaten. Weniger vorteilhaft sind derartige Mechanismen, wenn makroökonomische Schocks über die Volkswirtschaften der Eurozone überwiegend hoch korreliert sind, oder wenn wirtschaftliche Schwächen einzelner Volkswirtschaften keine zufälligen Prozesse sind.

Versicherung innerhalb eines Versicherungskollektivs basiert auf dem Prinzip, dass nur einige Mitglieder des Kollektivs von einem Schadenereignis getroffen werden. Durch die Versicherung erfolgen dann Zahlungen von denen, die keinen Schaden erleiden, an jene, die von einem Schadenereignis getroffen werden. Soweit die makroökonomischen Schocks alle Mitgliedsstaaten gleichzeitig und in

ähnlicher Weise treffen, schafft ein System der Finanzausgleichszahlungen keine gegenseitige Versicherung zwischen den Mitgliedern. Untersuchungen aus der Zeit vor der Währungsunion zeigen, dass das Potential für gegenseitige Versicherung innerhalb Europas durch die Schaffung einer fiskalischen Union gering ist.³⁷ Die Möglichkeiten einer gegenseitigen Versicherung gegenüber Schocks stoßen somit an enge Grenzen. Zudem weist der Autor der in der Fußnote genannten Studie darauf hin, dass für jedes Mitglied Ausgleichsmöglichkeiten über die Zeit und über den Konjunkturzyklus bestehen und damit die Möglichkeit der „Selbstversicherung“ der Staaten. Die Finanz- und Wirtschaftskrise erscheint geradezu als ein Beispiel für einen symmetrischen Schock. Dass dieser so unterschiedliche Auswirkungen in den verschiedenen Teilen der Eurozone hatte, hängt vermutlich weniger mit dem Schock selbst zusammen als mit den Unterschieden in den Wirtschaftssystemen, die diesen Schock verarbeiten mussten. Hier zeigt sich deutlich der verhaltenstheoretische Nachteil eines Finanzausgleichssystems: Es verringert die Anreize für Mitglieder, das eigene Wirtschaftssystem schockresistent zu machen.

Zur Beurteilung der Wirksamkeit eines Finanzausgleichsmechanismus ist auch die Erfahrung mit dem Finanzausgleich in Deutschland nützlich. Im deutschen System des Finanzausgleichs werden die Pro-Kopf-Einnahmen der Länderhaushalte annähernd ausgeglichen – sieht man einmal von verschiedenen Sonderregeln ab. Trotz dieses massiven Transfervolumens herrschen zum Teil immer noch große Unterschiede hinsichtlich der Wirtschaftskraft und des Status der öffentlichen Finanzen der Länder. Wer über die möglichen Anreizwirkungen des Finanz-

ausgleichs in Deutschland nachdenkt, den überrascht diese Entwicklung nicht. Länder wie das Saarland oder Bremen beispielsweise könnten versuchen, ihre Wirtschaftskraft zu stärken und dadurch ihre Haushalte zu sanieren. Würde ihnen das gelingen, müssten sie künftig mehr in den Finanzausgleich einzahlen und würden weniger aus diesem erhalten. Die Einführung vergleichbarer Transfersysteme innerhalb der Europäischen Union würde ganz ähnliche Probleme aufwerfen.

Gelegentlich wird darauf hingewiesen, dass eine Ausweitung der Transferzahlungen innerhalb Europas nur ein ohnehin seit langem bestehendes Instrument der Integration fortschreibt und weiterentwickelt. In diesem Zusammenhang sollte man den Umfang eines möglichen Transfermechanismus mit den existierenden Ausgleichsmechanismen vergleichen, die über das Budget der Europäischen Union fließen. Diese Nettotransfers bewegen sich in einer Größenordnung von weniger als 25 Mrd. Euro jährlich. Ein Ausgleichsmechanismus, der die bestehenden Pro-Kopf-Unterschiede in den Einnahmen der öffentlichen Haushalte in Europa auch nur zur Hälfte ausgleicht, wurde auf der Basis der Daten des Jahres 2007 auf 445 Mrd. Euro pro Jahr geschätzt.³⁸ Das ist ein Mehrfaches des gesamten derzeitigen EU-Budgets. Netto-Umverteilung zwischen den EU-Staaten in dieser Größenordnung würde die EU vor völlig neuartige Herausforderungen stellen. Viel spricht dafür, dass solche Transfervolumina erhebliche politische Sprengkraft für die Europäische Union als Ganzes entfalten könnten.

38. Vgl. Konrad, K.A. und H. Zschäpitz (2011), The Future of the Eurozone, CESifo Forum 2/2011, S. 46-49.

V. Schlussfolgerungen und Empfehlungen: Wiederherstellung fiskalpolitischer Selbstverantwortung in der Eurozone

Wie in den vorangehenden Abschnitten erläutert wurde, steht die Eurozone vor Reformen ihrer fiskalpolitischen Institutionen, die weit reichende Auswirkungen haben. Im Kern laufen diese Reformen auf die Wahl zwischen zwei diametral entgegengesetzten institutionellen Arrangements hinaus. Diese Arrangements unterscheiden sich in zwei Dimensionen, wie durch Abbildung 2 illustriert wird: Die erste Dimension ist die Frage der Haftung für die Staatsschulden. Die zweite Dimension ist die Entscheidungsgewalt über die Verschuldungspolitik.

Abbildung 2: Logik der fiskalpolitischen Arrangements in der Eurozone

		Entscheidungsgewalt über die Verschuldungspolitik	
		dezentral	zentral
Haftung für Staatsschulden	No-Bailout-Regel gilt, Ausschluss der Solidarhaftung	Eurozone mit fiskalpolitischer Selbstverantwortung	-
	Solidarhaftung	-	Eurozone mit zentralistischer Fiskalpolitik

Die Kombination aus dezentraler Entscheidungsgewalt über die Verschuldungspolitik und No-Bailout-Regel, also einem Ausschluss der Solidarhaftung, entspricht dem, was bei der Gründung der Währungsunion beabsichtigt war. Dies wird in Abbildung 2 als Arrangement einer Eurozone mit fiskalpolitischer Selbstverantwortung bezeichnet. Im Abschnitt 4.1.1 (Die Eurozone ohne ein weiteres Bailout von überschuldeten Mitgliedstaaten) wurde erläutert, dass ein Ordnungsrahmen, der auf fiskalpolitischer Selbstverantwortung beruht, dauerhaft stabile Staatsfinanzen in der Eurozone gewährleisten kann.

Eine Kombination aus dezentraler Kontrolle der Verschuldungspolitik und Solidarhaftung ist kein tragfähiges Arrangement. Jeder Staat hätte die Möglichkeit und den Anreiz, sich auf Kosten anderer zu verschulden. Ein solches Arrangement führt geradewegs in die kollektive Überschuldung der gesamten Eurozone. Deshalb sind Vorschläge wie beispielsweise die von der Europäischen Kommission in ihrem Grünbuch geforderte Einführung von Eurobonds³⁹ (als ‚stability bonds‘ bezeichnet) oder die Festlegung auf deren Einführung in naher Zukunft abzulehnen. Sie bieten keine überzeugende Antwort auf die Frage, wie die Anreize der Mitgliedstaaten zur Eindämmung der Verschuldung aufrechterhalten werden sollen.

Das dem Konzept der Eurozone mit fiskalpolitischer Selbstverantwortung diametral entgegenstehende Konzept wäre die Kombination aus zentraler Entscheidungsgewalt über die Verschuldungspolitik und Solidarhaftung, in Abbildung 2 als Eurozone mit zentralistischer Fiskalpolitik bezeichnet. Wie im Abschnitt 4.4 (Der

Euroraum als Transferunion?) erläutert wurde, wirft das Konzept einer Eurozone mit zentralisierter Kontrolle über die Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten und gemeinsamer Haftung schwer wiegende ökonomische und politische Probleme auf. Dieses Konzept bietet keinen überzeugenden Weg zur Lösung der wirtschaftlichen Probleme in der Währungsunion. Es trägt in sich vielmehr den politischen Zündstoff für ein Auseinanderfallen Europas.

Die Kombination aus zentraler Verschuldungsgewalt und Ausschluss der Solidarhaftung ist insofern problematisch, als die entscheidende Rechtfertigung für die zentrale Kontrolle über die Verschuldung – die Gefahr, dass einzelne Mitgliedstaaten sich auf Kosten anderer verschulden können – ohne Solidarhaftung nicht gegeben ist. Entscheidungsgewalt und Entscheidungsverantwortung fallen auch in diesem Fall auseinander.⁴⁰ Der Beirat ist deshalb der Auffassung, dass es in der Eurozone auf absehbare Zeit dabei bleiben wird und bleiben sollte, dass trotz möglicher vertiefter fiskalpolitischer Koordinierung die Verantwortung für die Fiskalpolitik letztlich auf der Ebene der Mitgliedstaaten verbleibt.

Wenn die Währungsunion das Prinzip der dezentralen Verantwortung für die Fiskalpolitik aufrechterhalten will, ist allerdings zu klären, wie künftig verhindert werden kann, dass einzelne Mitgliedstaaten in Finanzkrisen geraten und Kosten der Überschuldung auf andere Mitgliedstaaten abwälzen, wie es in der aktuellen Krise geschehen ist.

39. Vgl. European Commission (2011): Green Paper: Feasibility of Stability Bonds, Brussels, November 23, 2011.

40. Man kann durchaus der Auffassung sein, dass auch ohne Solidarhaftung gemeinsame Verschuldungsregeln in der Eurozone sinnvoll sind, weil sie der Politik in den einzelnen Mitgliedstaaten helfen, im politischen Prozess die Verschuldungsneigung zu begrenzen.

5.1 Ziel der Reform der Eurozone: Die No-Bailout-Regel durch grundlegende Reform des Finanzsektors glaubwürdig machen

Das aus ökonomischer Sicht vorzugswürdige institutionelle Arrangement für die künftige Eurozone verbindet das Prinzip der Selbstbestimmung mit dem Prinzip der Eigenverantwortung. Es entspricht dem, was bei der Gründung der Währungsunion beabsichtigt war. Das erfordert, dass die No-Bailout-Regel gilt, jeder Mitgliedstaat also allein für die Bedienung seiner Staatsschulden verantwortlich ist. Jegliche Hilfen von anderen Mitgliedstaaten, auch in der Form zwischenstaatlicher Vereinbarungen über Rettungsschirme, sind in diesem Arrangement ausgeschlossen. Mitgliedstaaten, die in finanzielle Schwierigkeiten geraten, müssen sich beim IWF um Hilfen bemühen oder mit den Gläubigern in bestehenden Foren wie dem Londoner und dem Pariser Club oder eventuell neu zu schaffenden, aber nicht von der EU oder der Eurozone kontrollierten Foren in Verhandlungen treten und gegebenenfalls eine Umschuldung oder einen Schuldenschnitt vereinbaren.

Dieses Arrangement kann nur dann funktionieren, wenn das Prinzip der Eigenverantwortung zur Anwendung kommt, also nur dann, wenn die Insolvenz eines Mitgliedstaats in Verbindung mit dem Verzicht auf zwischenstaatliche Hilfen in Europa eine glaubwürdige Situation darstellt. Wie der Beirat bereits in sei-

nem Brief zur zentralen Rolle der Finanzmarktreformen bei der Überwindung der Verschuldungskrise im Euroraum⁴¹ erläuterte, ist diese Glaubwürdigkeit die wichtigste Voraussetzung dafür, dass eine staatliche Schuldenkrise nicht zugleich eine massive Finanzkrise auslöst. Das ist nur dann gewährleistet, wenn der Finanzsektor robust genug ist, die Insolvenz eines Mitgliedslandes der Eurozone zu absorbieren.

Um das zu gewährleisten, sind weitreichende Reformen der Finanzmarkt- und Bankenregulierung erforderlich. Hierzu gehören eine deutlich höhere Eigenkapitalausstattung der Banken und Veränderungen der Rahmenbedingungen des Bankgeschäfts insgesamt, die Banken zu einer vorsichtigen Bepreisung von Risiken veranlassen und ein Geschäftsmodell unattraktiv machen, das darauf basiert, dass negative Schocks im Finanzsektor durch staatliche Rettungsaktionen absorbiert werden. Es ist ferner notwendig, das Geschäft der Staatenfinanzierung stärker von den Banken auf Marktteilnehmer zu verlagern, deren Schockabsorptionsfähigkeit größer ist und denen keine Systemrelevanz zufällt, beispielsweise Versicherungen, Pensionsfonds und private Kleinanleger. Ein erster Schritt in diese Richtung bestünde darin, Investitionen in Staatsanleihen risikoadäquat mit Eigenkapital zu unterlegen. Außerdem müssen die Mitgliedstaaten daran gehindert werden, ihre Banken und andere Finanzinstitutionen durch Gesetze oder informellen Druck zum massenweisen Erwerb und Halten von heimischen Staatsanleihen zu zwingen. Diese Maßnahmen mögen zwar die Zinskosten für Staaten in der Normallage leicht erhöhen. Aber die Anpassung der Finanzierungskosten wäre ein gewünschter Effekt, weil die Finanzierungskosten dann die tatsächlichen Kos-

41. Vgl. „Ohne Finanzmarktreformen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise“, Brief des Wissenschaftlichen Beirates beim Bundesministerium der Finanzen vom Juli 2010.

ten besser widerspiegeln würden. Der Rückzug der Banken aus der Staatsfinanzierung würde die Staatsfinanzierung nicht grundsätzlich gefährden. Banken würden andere Bereiche finanzieren, beispielsweise den Mittelstand. Und diese geänderte Investitionspolitik würde dort Investitionen anderer Anleger verdrängen, deren Investitionsströme dann in die Staatsfinanzierung umgelenkt würden. All dies erfordert Änderungen der Finanzmarktregulierung,⁴² die weit über das hinausgehen, was derzeit im Rahmen von Basel III vorgesehen ist.

Dieser Weg hätte große Vorteile. Die Staatsverschuldung würde wirksam begrenzt – zumindest würde die ohnehin ausufernde Staatsverschuldung nicht noch zusätzlich durch staatliche Regulierung subventioniert. Weder Regierungen noch Banken oder sonstige Investoren an den Finanzmärkten dürften damit rechnen, dass im Fall finanzieller Probleme eines Mitgliedstaates in der Währungsunion mit Steuergeldern aus anderen Mitgliedstaaten Rettungsschirme aufgespannt werden. Daher hätten Investoren entsprechende Anreize, bei der Kreditvergabe sehr sorgfältig auf die Bonität der Schuldner zu achten.

Vorteilhaft wäre an dieser Lösung außerdem, dass die Funktionsfähigkeit dieser Art von Währungsunion nicht davon abhinge, ob Regeln des Stabilitätspaktes oder andere Vereinbarungen zur Politikkoordination eingehalten werden oder nicht. Die Einhaltung dieser Regeln litt in der Vergangenheit unter erheblichen Glaubwürdigkeitsproblemen, die sich auch nicht durch ein geändertes Regelwerk wirksam beseitigen lassen. Würden die Regeln eingehalten, wäre das sicherlich hilfreich. Aber wenn einzelne Mitgliedstaaten die Regeln nicht einhal-

ten, führt das in einer Situation mit nationaler Eigenverantwortung nicht dazu, dass andere Mitgliedstaaten die Kosten einer eventuellen Überschuldung unfreiwillig mittragen müssen. Darüber hinaus entfielen Konflikte, die dadurch entstehen, dass sich die Regierungen der Hilfe leistenden Staaten aufgefordert fühlen, den Regierungen der Hilfe empfangenden Staaten Vorschriften über eine disziplinierte Fiskalpolitik zu machen. Die Ausgestaltung der Fiskalpolitik bliebe den einzelnen Mitgliedstaaten überlassen, weil sie deren Konsequenzen, einschließlich des eventuellen Ausbleibens von wirtschafts- und finanzpolitischen Reformen, in erster Linie selbst zu tragen hätten.

Der derzeitige Zustand der Eurozone, sowohl was die Lage der Staatsfinanzen als auch die des Finanzsektors angeht, ist weit von einem Zustand entfernt, wie er hier beschrieben ist. Gleichwohl ist es wichtig, bei der Handhabung der Krise klare Vorstellungen darüber zu haben, wie die Eurozone langfristig institutionell gestaltet werden soll. Der Beirat empfiehlt dringend, das in diesem Abschnitt beschriebene institutionelle Arrangement als bestmögliche Orientierung für die langfristige Gestaltung der Währungsunion ins Auge zu fassen.

5.2 Die Bekämpfung der aktuellen Krise

Bei allen Vorteilen der beschriebenen Zielsetzung, die fiskalpolitische Eigenverantwortung in der Eurozone wieder herzustellen, stellt sich die Frage, wie ein geordneter Übergang vom Status Quo hin zu einer Situation mit hinreichend robustem Finanzsektor und weniger hoch verschuldeten Mitgliedstaaten erreicht wer-

42. Vgl. hierzu die Ausführung zur Robustifizierung des Bankensektors in Abschnitt 4.3 (Staatliche Insolvenzen und Stabilisierungskredite verbinden? Der Plan eines ‚Europäischen Währungsfonds‘ (EWF)).

den kann. Bislang hat die Politik in der Eurozone versucht, die akute Verschuldungskrise mit den Mitteln der Rettungsschirmpolitik unter Kontrolle zu bringen. Ergänzend hat die EZB im Markt für Staatsanleihen interveniert. Durch das Übergreifen der Krise auf weitere Mitgliedstaaten erscheint es fraglich, ob die Rettungsschirmpolitik ohne eine massive Erweiterung der verfügbaren Mittel weiterhin eine zentrale Rolle im Krisenmanagement spielen kann. Wenn eine Verbesserung der Mittelausstattung des EFSF nicht verfolgt wird, sind andere Instrumente erforderlich, sofern ein Schuldenschnitt vermieden werden soll.

Hier stehen erstens verstärkte Interventionen der EZB im Markt für Staatsanleihen und zweitens die Einführung von Eurobonds im Mittelpunkt der aktuellen Debatte. Interventionen der EZB werden vor allem in Deutschland mit großer Skepsis betrachtet und werfen in der Tat erhebliche Probleme auf. Die EZB hat kein Mandat zur Finanzierung von Staatshaushalten, sie unterliegt keiner direkten demokratischen Kontrolle, und es besteht die Gefahr, dass der Aufkauf von Staatsanleihen zu Inflation führen kann, wenn er ein verträgliches Maß überschreitet.

Die Interventionen der EZB können aber grundsätzlich kurzfristiger Natur sein und jederzeit beendet werden. Eurobonds dagegen dürften von ihrer Konzeption her dauerhafter Natur sein. Selbst wenn sie offiziell als temporäres Mittel zur Krisenbekämpfung konzipiert werden, dürfte ihre Einführung im politischen Prozess nur schwer revidierbar sein. Ein weiterer Vorteil der EZB-Interventionen gegenüber Eurobonds liegt darin, dass sich mit ersteren Zinsdifferenzen aufrechterhalten lassen, diese bei Eurobonds zwar theoretisch möglich, in den meisten Vorschlägen aber nicht vorgesehen und im politischen Prozess wohl kaum durch-

zusetzen sind. Deshalb spricht der Beirat sich dafür aus, kurzfristig das Krisenmanagement im Rahmen der Kombination aus Rettungsschirmpolitik und EZB-Interventionen, verbunden mit Auflagen und Sanierungsprogrammen für die betroffenen Staaten, fortzusetzen.

5.3 Empfehlungen für die kurze und für die lange Frist

1. Der Beirat spricht sich dafür aus, dass die Bundesregierung bei allen Bemühungen zur Überwindung der Verschuldungskrise im Euroraum stets das langfristige Ziel verfolgt, in der Eurozone wieder einen Zustand herzustellen, in dem die No-Bailout-Klausel sowohl auf Banken- wie auch auf Staatenebene beachtet wird. Das erfordert deutlich robustere Finanzmärkte und Banken als dies gegenwärtig der Fall ist. Insofern ist es von zentraler Bedeutung, die Reform der Finanzmarkt- und Bankenregulierung vor dem Hintergrund der Staatsverschuldungsproblematik zu betrachten und sie entsprechend zu gestalten.

2. Um dieses Ziel zu erreichen, ist es erforderlich, zwischen Maßnahmen zur kurzfristigen Krisenbekämpfung und langfristig orientierten Weichenstellungen zu unterscheiden. Es gilt zu verhindern, dass Maßnahmen, die mit dem Ziel der kurzfristigen Krisenbekämpfung ergriffen werden, die fiskalpolitische Disziplin in der Eurozone langfristig untergraben. Deshalb sollten alle Maßnahmen des kurzfristig orientierten Krisenmanagements so ausgestaltet sein, dass sie glaubwürdig reversibel sind.

3. Die Einführung von Eurobonds als Mittel zur kurzfristigen Krisenbekämpfung ist abzulehnen, weil sie den Weg zur Wiederherstellung der fiskalpolitischen Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten in der Eurozone auf Dauer verbauen würde.

4. Unabhängig davon, welche Maßnahmen die EZB kurzfristig zur Bekämpfung der akuten Krise ergreift, sollte sie auf keinen Fall ein dauerhaftes Mandat erhalten, je nach Marktlage als Finanzier für Staatshaushalte in der Eurozone aufzutreten.

Verzeichnis der Mitglieder des Wissenschaftlichen Beirat beim Bundesministerium der Finanzen

Prof. Dr. Kai A. Konrad (Vorsitzender)	München
Prof. Dr. Thiess Büttner (Stellv. Vorsitzender)	Nürnberg-Erlangen
Prof. Dr. Dieter Brümmerhoff	Rostock
Prof. Dr. Werner Ehrlicher	Freiburg/Br.
Prof. Dr. Lars P. Feld	Freiburg/Br.
Prof. Dr. Lutz Fischer	Hamburg
Prof. Dr. Nicola Fuchs-Schündeln	Frankfurt/M.
Prof. Dr. Clemens Fuest	Oxford/UK
Prof. Dr. Heinz Grossekkettler	Münster/W.
Prof. Dr. Günter Hedtkamp	München
Prof. Dr. Klaus Dirk Henke	Berlin
Prof. Dr. Johanna Hey	Köln
Prof. Dr. Bernd Friedrich Huber	München
Prof. Dr. Wolfgang Kitterer	Köln
Prof. Dr. Jan Pieter Krahn	Frankfurt/M.
Prof. Dr. Gerold Krause Junk	Hamburg
Prof. Dr. Alois Oberhauser	Freiburg/Br.
Prof. Dr. Rolf Peffekoven	Mainz
Prof. Dr. Dieter Pohmer	Tübingen
Prof. Dr. Helga Pollak	Göttingen
Prof. Dr. Wolfram F. Richter	Dortmund
Prof. Dr. Ulrich Schreiber	Mannheim
Prof. Dr. Hartmut Söhn	Passau
Prof. Dr. Christoph Spengel	Mannheim
Prof. Dr. Klaus Stern	Köln
Prof. Dr. Marcel Thum	Dresden
Prof. Dr. Christian Waldhoff	Bonn
Prof. Dr. Alfons Weichenrieder	Frankfurt/M
Prof. Dr. Dietmar Wellisch	Hamburg
Prof. Dr. Wolfgang Wiegand	Regensburg
Prof. Dr. Berthold Wigger	Karlsruhe
Prof. Dr. Horst Zimmermann	Marburg/Lahn

Stand: Juli 2011

■ **HERAUSGEBER:**

Bundesministerium der Finanzen
Referat Öffentlichkeitsarbeit
Wilhelmstraße 97
10117 Berlin

Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats
beim Bundesministerium der Finanzen

Titelfoto: Ilja C. Hendel

Berlin, Januar 2012



Diese Druckschrift wird im Rahmen der Öffentlichkeitsarbeit des Bundesministeriums der Finanzen herausgegeben. Sie wird kostenlos abgegeben und ist nicht zum Verkauf bestimmt. Sie darf weder von Parteien noch von Wahlwerbern oder Wahlhelfern während eines Wahlkampfes zum Zwecke der Wahlwerbung verwendet werden. Dies gilt für Landtags-, Bundestags- und Kommunalwahlen. Mißbräuchlich ist insbesondere die Verteilung auf Wahlveranstaltungen, an Informationsständen der Parteien sowie das Einlegen, Aufdrucken oder Aufkleben parteipolitischer Informationen oder Werbemittel. Untersagt ist gleichfalls die Weitergabe an Dritte zum Zwecke der Wahlwerbung. Unabhängig davon, wann, auf welchem Weg und in welcher Anzahl diese Schrift dem Empfänger zugesagt ist, darf sie auch ohne zeitlichen Bezug zu einer Wahl nicht in einer Weise verwendet werden, die als Parteinahme der Bundesregierung zugunsten einzelner politischer Gruppen verstanden werden könnte.