

Matthes, Jürgen

**Article — Published Version**

## Euro-Rettungsschirm: Bilanz nach fünf Jahren

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Matthes, Jürgen (2015) : Euro-Rettungsschirm: Bilanz nach fünf Jahren, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 95, Iss. 6, pp. 422-428, <https://doi.org/10.1007/s10273-015-1842-7>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/111344>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

### Terms of use:

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Jürgen Matthes\*

## Euro-Rettungsschirm: Bilanz nach fünf Jahren

Seit fünf Jahren werden Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern durch Hilfsprogramme des Euro-Rettungsschirms unterstützt. Nun ist es an der Zeit, um Bilanz zu ziehen und aufzuzeigen, ob der Rettungsschirm (vor allem in seiner permanenten Form) sinnvoll konzipiert ist und ob die Hilfsstrategie dieser neuen Institution erfolgreich war. Hierfür analysiert der Autor die ökonomischen Anpassungserfolge der Programmländer.

Am 7. Juni 2010 begann der Euro-Rettungsschirm seine Arbeit vor dem Hintergrund der Griechenlandkrise und drohender Ansteckungseffekte auf den Euroraum. Innerhalb weniger Wochen gegründet, wurde der institutionellen Euro-Governance die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) hinzugefügt, die als temporäre Einrichtung nur bis Juni 2013 Hilfen vergeben konnte. Im Oktober 2012 trat der permanente Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) in Kraft. Griechenland, Irland, Portugal und Zypern erhielten dreijährige Hilfsprogramme, Spanien ein eineinhalbjähriges Bankenhilfsprogramm.

Der Rettungsschirm füllt im Regelwerk des Euroraums eine institutionelle Lücke.<sup>1</sup> Die Gründungsväter der Euro-

päischen Währungsunion (EWU) hatten nicht ausreichend Vorsorge dafür getroffen, dass ein Staat ungerechtfertigt durch überernervöse Finanzmärkte in die Zahlungsunfähigkeit gedrängt und damit in einen formellen Staatsbankrott („default“) gezwungen werden kann. Dies ist im Zuge von Ansteckungseffekten, sich selbst verstärkenden Zinsspiralen oder sich selbst erfüllenden Prophezeiungen möglich.<sup>2</sup> Der Rettungsschirm kann eine solche Entwicklung grundsätzlich verhindern.<sup>3</sup>

### Konditionalität als neue Säule des institutionellen Regelwerks

In der deutschen Debatte wurde zuweilen befürchtet, der mögliche Zugang zu Hilfskrediten würde Moral-Hazard-Probleme schaffen,<sup>4</sup> d.h. es würden Anreize für eine leichtfertige Inanspruchnahme entstehen. Durch die faktische Aushebelung der No-Bailout-Klausel stehe zudem keine ausreichende Drohung mehr zur Verfügung, um eine zu laxen Fiskalpolitik zu sanktionieren. Diese Ansichten verkennen jedoch eine wichtige polit-ökonomische Dimension, die bei der Beurteilung des Rettungsschirms aber eine zentrale Rolle spielt. Bei Inanspruchnahme eines Hilfsprogramms muss sich die jeweilige Regierung zugleich auf ein Reformprogramm einlassen und einen

\* Dieser Artikel ist eine gekürzte und teilweise überarbeitete Fassung von J. Matthes: Fünf Jahre Euro-Rettungsschirm: Eine Bilanz, IW Policy Paper, Nr. 12, Köln 2015.

1 Die Frage nach den Vor- und Nachteilen des Rettungsschirms sowie der Konzeption des ESM hat zu einer intensiven und kontroversen Debatte geführt. Vgl. u.a. A. Belke: Dauerhafter Rettungsmechanismus (ESM): drohender Teufelskreis, in: ifo Schnelldienst, 64. Jg. (2011), Nr. 11, S. 6-9; C. Fuest: Will the reform of the institutional framework restore fiscal stability in the Eurozone?, in: CESifo Forum, 12. Jg. (2011), Nr. 2, S. 34-39; W. Schäuble, J. Stark, C. Fuest, C. Fahrholz, M. Eilfort, V. Mertins: EU-Rettungsschirm: folgt der Einstieg in eine Transferunion?, in: ifo Schnelldienst, 64. Jg. (2011), Nr. 3, S. 3-20; M. Bijlsma, S. Vallee: The Creation of euro area financial safety nets, Bruegel working paper, Nr. 2012/09, Brüssel 2012; S. Homburg: Retten ohne Ende, Gastbeitrag, in: FAZ vom 28.7.2012, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/schuldenkrise-retten-ohne-ende-11832561.html> (8.5.2015); J. Matthes: Maßnahmen gegen die Euro-Schuldenkrise auf dem Prüfstand: Warum im Sommer 2011 alles anders wurde, IW Policy Paper, Nr. 6, Köln 2012; C. M. Buch: From the stability pact to ESM – what next?, in: A. R. Dombret (Hrsg.): Stability of the financial system: illusion or feasible concept?, Cheltenham u.a.O. 2013, S. 127-158; M. C. Kerber: Der europäische Stabilitätsmechanismus ist eine Hydra, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg. (2013), H. 7, S. 455-461, <http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2013/7/der-europaeische-stabilitaetsmechanismus-ist-eine-hydra/> (4.6.2015); K. A. Konrad: Haftungsrisiken und Fehlanreize aus ESM und OMT-Programm, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg. (2013), H. 7, S. 431-439, <http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2013/7/bundesverfassungsgericht-und-krisenpolitik-der-ezb-stellungnahmen-der-oeconomien/#res0> (4.6.2015); B. Preisl: Europa: Eindämmung der Krise, und dann?, in: Wirtschaftsdienst, 94. Jg. (2014), H. 2, S. 2-5, <http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2014/13/europa-eindaemmung-der-krise-und-dann/> (4.6.2015).

2 V. Grossmann: Wirkungen und Nebenwirkungen des EU/IWF-Rettungsschirms für verschuldete Euroländer, in: Wirtschaftsdienst, 91. Jg. (2011), H. 3, S. 179-185, <http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2011/3/wirkungen-und-nebenwirkungen-des-euiwf-rettungsschirms/> (4.6.2015); J. Matthes, M. Demary: Überschreitet die EZB mit ihren Staatsanleihekäufen ihr Mandat?, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg. (2013), H. 9, S. 607-615, <http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2013/9/ueberschreitet-die-ezb-ihr-mandat/> (4.6.2015).

3 Allerdings erscheint das Finanzvolumen des ESM als zu klein, um Italien mit seinem hohen Schuldenvolumen von über 2100 Mrd. Euro im Rahmen eines konventionellen dreijährigen Programms zu stützen. Doch mit einer Kombination verschiedener ESM-Instrumente mag selbst Italien für eine gewisse Zeit vor dem Druck des Finanzmarktes abgesichert werden, zumal die ESM-Hilfe durch OMT-Käufe der EZB flankiert werden könnte.

4 Siehe dazu unter anderem C. B. Blankart: Goldgräber bedrohen Euroland, in: D. Meyer (Hrsg.): Die Zukunft der Währungsunion: Chancen und Risiken des Euros, Berlin 2012, S. 291-295; S. Homburg, a.a.O.; K. A. Konrad, a.a.O.

Reformvertrag (Memorandum of Understanding – MoU) unterschreiben. Mit diesem Konditionalitätsprinzip geht die regelmäßige Überprüfung des Reformprogramms durch die EU-Kommission, die Europäische Zentralbank (EZB) und den Internationalen Währungsfonds (IWF) einher. Von einem positiven Urteil dieser Troika (inzwischen und im Folgenden „die Institutionen“ genannt) hängt die Auszahlung regelmäßiger Tranchen der Hilfskredite ab. Dies bedeutet für das betroffene Land de facto einen partiellen Souveränitätsverlust, der politisch sehr abschreckend wirkt. Regierungspolitiker haben demnach einen starken Anreiz zu vermeiden, dass ihnen die politische Verantwortung für eine derart ungünstige Entwicklung gegeben wird.

Verschiedene Beispiele verdeutlichen dies: Die italienische und die spanische Regierung sträubten sich in der akuten Krisenphase ab Mitte 2011 stark, ein vollständiges Hilfsprogramm zu beantragen, obwohl Märkte und Medien zeitweise davon ausgegangen waren, dass dies nur noch eine Frage des Wann und nicht mehr des Ob wäre.<sup>5</sup> Dass Hilfs- und Reformprogramme politisch gesehen nicht attraktiv sind, belegen darüber hinaus Irland und Portugal. Beide Länder haben starke Anstrengungen unternommen, um einen vollständigen Ausstieg aus dem Hilfsprogramm zu erreichen, statt nach dem Ende des regulären Programms eine vorsorgliche Kreditlinie für eine Übergangszeit zu beantragen. Für Spanien gilt Ähnliches: Die Regierung in Madrid zahlt die Hilfskredite für den Bankensektor schneller zurück als sie müsste.

Als weiteres Merkmal seiner institutionellen Relevanz erleichtert der Rettungsschirm den Umgang mit reformunwilligen Staaten<sup>6</sup> und stärkt damit das Konditionalitätsprinzip. Reformunwillige Krisenstaaten können für den Fall, dass die Finanzhilfen eingestellt werden und ihr Land in der Folge in eine tiefe Krise abgleitet, sehr viel weniger mit Ansteckungseffekten auf andere Euroländer drohen, da diese durch den Rettungsschirm (und die EZB) eingedämmt werden.

Die bisherige Erfahrung zeigt, dass die Sorge vor zu starken Fehlanreizen von Hilfsprogrammen weitgehend unbegründet ist. Vielmehr ist die Abschreckungswirkung eines Reformprogramms offensichtlich erheblich. Das Konditionalitätsprinzip kann somit als Ergänzung der (geschwächten) No-Bailout-Regel, deren Effektivität schon vor Beginn der EWU angezweifelt wurde, angesehen werden. Damit ist es eine unverzichtbare Säule des neu-

**Jürgen Matthes**, Dipl.-Volkswirt, leitet das Kompetenzfeld Internationale Wirtschaftsordnung und Konjunktur am Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

en institutionellen Regelwerks des Euroraums,<sup>7</sup> die es zu verteidigen gilt.

In zweierlei Hinsicht drohen jedoch gewisse Gefahren.<sup>8</sup> Erstens erscheinen manche Formulierungen im ESM-Vertrag und in einigen Ausführungsrichtlinien sehr vage. Dies betrifft neben der Schuldentragfähigkeitsprüfung und einer Privatsektorbeteiligung vor allem die Konditionalität bei einigen Zusatzinstrumenten wie den vorsorglichen Kreditlinien, Sekundärmarktinterventionen und direkten Bankenhilfen. Zweitens gibt es im Europäischen Parlament seit einiger Zeit Bestrebungen, den ESM in die EU-Gemeinschaftsmethode zu integrieren und auch die Institutionen einer stärkeren politischen Kontrolle zu unterwerfen. Bei beiden Vorschlägen ist jedoch Vorsicht geboten, da durch eine stärkere Politisierung des ESM und der Institutionen eine Aufweichung der Konditionalität droht. Für die Aufstellung von Reformvorschlägen und vor allem für die Überprüfung der vertraglich vereinbarten Reformen ist eine gewisse Unabhängigkeit und Regelorientierung unverzichtbar. Dies kann durch die Einbindung von EZB und IWF eher erreicht werden, als wenn die stärker politisch agierende EU-Kommission und das Europäische Parlament hauptverantwortlich für diese Aufgaben wären.

### Vorkehrungen gegen die politische Autonomisierung des ESM

Bei der Konzeption des ESM wurde befürchtet, dass seine Entscheidungsträger eine zu große politische Autonomie erhalten könnten.<sup>9</sup> Auf diese Weise hätte das Prinzip der Konditionalität aufgeweicht und vor allem Deutschland möglicherweise zu überbordenden Hilfeleistungen verpflichtet werden können. Einem solchen Vorgehen sind jedoch in zweierlei Hinsicht enge Grenzen gesetzt:

5 Spanien hat wie erwähnt nur ein Hilfsprogramm für seine Banken erhalten, wobei sich die Konditionalität nur auf den Finanzsektor bezog.  
6 Siehe dazu J. Matthes, T. Schuster: Zum Umgang der Europäischen Währungsunion mit reformunwilligen Eurostaaten, in: ifo Schnelldienst, 68. Jg. (2015), Nr. 4, S. 13-18.

7 Auch das Staatsanleihekaufprogramm OMT (Outright Monetary Transactions) beruht auf dem Konditionalitätsprinzip, denn es kann nur für ein Land aktiviert werden, das sich in einem ESM-Programm befindet, wenngleich das Ausmaß der Konditionalität hier nicht klar definiert ist.

8 Siehe dazu ausführlicher J. Matthes: Fünf Jahre Rettungsschirm ..., a.a.O.

9 Diese Befürchtung ist indirekt auch für die EFSF relevant. Denn die Führung des ESM führt administrativ die Geschäfte der EFSF weiter und bestimmt damit auch über den Umgang mit den Programmländern, die EFSF-Hilfskredite erhalten haben.

1. Die Abstimmungsregeln im ESM-Gouverneursrat sehen vor, dass fast alle wichtigen Entscheidungen entweder einstimmig, mit einer qualifizierten Mehrheit von 85% (bei einem Eilverfahren) oder mit einer normalen qualifizierten Mehrheit von 80% der gewichteten abgegebenen Stimmen zu fällen sind.<sup>10</sup> Dabei orientieren sich die Stimmgewichte der ESM-Mitglieder an ihren EZB-Kapitalanteilen. Deutschland hat demnach einen Stimmanteil am ESM von rund 27% (und an der EFSF von rund 29%). Die Bundesrepublik hat somit auch bei Entscheidungen mit qualifizierter Mehrheit de facto ein Vetorecht.
2. Der deutsche Vertreter im ESM-Gouverneursrat – der deutsche Finanzminister – ist durch ein deutsches ESM-Begleitgesetz an die Weisungen des Deutschen Bundestages gebunden.

Damit ist die Governance des ESM vom deutschen Parlament direkt kontrollierbar. Zudem kann (und sollte) der deutsche Einfluss dazu genutzt werden, das Konditionalitätsprinzip gegebenenfalls auch bei ESM-Zusatzinstrumenten strikt auszulegen und so der Gefahr einer Aufweichung vorzubeugen.

Eine gewisse Einschränkung der Gestaltungshoheit des deutschen Parlaments kann sich beim ESM ergeben, wenn hoher zeitlicher Handlungsdruck besteht. Doch zeigt die Erfahrung, dass durchweg substantielle Reformprogramme unterzeichnet wurden und bei deren Umsetzung das Konditionalitätsprinzip zwar nicht immer strikt ausgelegt, aber auch nicht wesentlich aufgeweicht wurde. Das gilt derzeit auch für Griechenland: Die Eurostaaten beharren hier zu Recht auf einer substantiellen Reformliste, obwohl die neue griechische Regierung dies bislang verweigert und sich dabei auf ihr Wahlmandat beruft.

### Finanzielle Risiken für Deutschland

Die Absicherung solventer Staaten vor einer ungerechtfertigten Zahlungsunfähigkeit hat ihren Preis. Wegen der Tiefe der Euro-Schuldenkrise sind durch die Vergabe der Hilfskredite des Rettungsschirms erhebliche finanzielle Risiken für die europäischen und deutschen Steuerzahler

entstanden (vgl. Tabelle 1).<sup>11</sup> Dieses Haftungsrisiko bleibt – trotz der Deaktivierung der EFSF mit Blick auf Neukredite ab Juni 2013 – noch auf lange Zeit erhalten, da die Rückzahlungsfristen für die vergebenen EFSF-Hilfskredite verlängert wurden. Der gewichtete Durchschnitt der Kreditlaufzeiten beträgt bei Irland und Portugal derzeit rund 21 Jahre und bei Griechenland rund 31 Jahre. Darüber hinaus sind auch die finanziellen Risiken zu berücksichtigen, die durch die bilateralen Kredite an Griechenland, die Vergabe von Hilfskrediten des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) und des IWF sowie die Staatsanleihekäufe der EZB im Rahmen des Securities-Markets-Programms (SMP) entstanden sind.

Die damit insgesamt verbundenen hohen potenziellen Haftungsrisiken lassen sich allerdings etwas relativieren:

- Teilweise wurde der Eindruck vermittelt, die Risiken des Rettungsschirms könnten ins Uferlose wachsen. Doch ist durch Artikel 8 (5) des ESM-Vertrags deutlich festgelegt, dass die deutsche Haftungsgrenze im ESM in keinem Fall die Grenze von 190 Mrd. Euro überschreiten darf. Diese Vorschrift wurde – auf Drängen des Bundesverfassungsgerichts – durch eine völkerrechtlich verbindliche gemeinsame Erklärung aller ESM-Mitglieder explizit bestätigt. Die EFSF, auf die das Gros der Hilfskredit entfällt, darf zudem keine weiteren Kredite vergeben.
- Sollte ein Programmland bei einem normalen Hilfsprogramm seinen Schuldendienst nicht vollständig leisten oder gar einen Schuldenschnitt realisieren, dürfte es nur zu einem Teilausfall der Kreditsumme kommen.<sup>12</sup>
- Die ehemaligen Programmländer Irland, Spanien und Portugal sind ökonomisch inzwischen auf einem gu-

<sup>11</sup> Zwischenzeitlich und vor allem vor der Gründung des ESM wurde in Deutschland eine kontroverse Debatte über die damit verbundenen finanziellen Risiken und deren Kontrollierbarkeit durch Regierung und Parlament geführt. Vgl. W. Schäuble, J. Stark, C. Fuest, C. Fahrholz, M. Eilfort, V. Mertins, a.a.O.; S. Homburg, a.a.O.; K. Herrmann: Unüberschaubare Haftung der europäischen Krisenpolitik: bisherige Entwicklung und zukünftige Maßnahmen, Karl-Bräuer-Institut des Bundes der Steuerzahler e.V., KBI kompakt, Nr. 5, Berlin 2012; M. C. Kerber: Noch tragbar? Versuch einer konsolidierten Erfassung der Eurorettungsrisiken, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg. (2012), H. 11, S. 737-745, <http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2012/11/versuch-einer-konsolidierten-erfassung-der-eurorettungsrisiken/> (4.6.2015); M. C. Kerber: Der europäische Stabilitätsmechanismus ist eine Hydra, a.a.O.; K. A. Konrad, a.a.O. Diese Diskussion – so überaus skeptisch sie zuweilen auch geführt wurde – hat zweifellos mit dazu beigetragen, dass die schließlich getroffenen Vorkehrungen des ESM diese Befürchtungen sehr weitgehend entkräftet haben.

<sup>12</sup> Bei dem ESM-Instrument einer direkten Bankenrekapitalisierung wäre das Ausfallrisiko dagegen deutlich größer, da der ESM Anteilseigner kriselnder, aber lebensfähiger Banken wird. Daher ist der Kreditvergaberahmen bei diesem Instrument insgesamt auf maximal 60 Mrd. Euro begrenzt.

<sup>10</sup> Eine wichtige Ausnahme bildet die Entscheidung, im Fall eines Verlusts des ESM Kapital von den Mitgliedstaaten abzurufen. Diese Entscheidung würde gegebenenfalls mit einfacher Mehrheit getroffen und wäre zahlungswirksam für den Bundeshaushalt. Doch zuvor wären einstimmige Entscheidungen nötig, um das Hilfsprogramm zu ermöglichen und Hilfen auszuzahlen. Die geringe Mehrheitsanforderung, die einen Verlustausgleich beim ESM relativ einfach umsetzbar machen soll, dient der Sicherung einer hohen Bonität des ESM (und damit günstigen Finanzierungsbedingungen), indem sie aus Sicht der Finanzmärkte eine mögliche politische Unsicherheit reduziert.

**Tabelle 1**  
**Die Programme von EFSF und ESM bis März 2016**

| Programmland  | Zeitraum   | Finanzvolumen                              |  |
|---------------|--|--|--|
|               |  | Zugesagt                                   | Ausgezahlt                                 |
| Griechenland* | 2. Paket: März 2012 bis Juni 2015<br>(EFSF und IWF)                          | 174 Mrd. Euro*<br>davon 145 Mrd. Euro EFSF | 143 Mrd. Euro*<br>davon 131 Mrd. Euro EFSF |
| Irland        | Dez. 2010 bis Dez. 2013<br>(EFSF, EFSM, IWF, bilaterale Kreditgeber, Irland) | 68 Mrd. Euro**<br>davon 26 Mrd. Euro EFSF  | 68 Mrd. Euro**<br>davon 26 Mrd. Euro EFSF  |
| Portugal      | Mai 2011 bis Juni 2014<br>(EFSF, EFSM und IWF, zu fast gleichen Teilen)      | 80 Mrd. Euro<br>davon 26 Mrd. Euro EFSF    | 77 Mrd. Euro<br>davon 26 Mrd. Euro EFSF    |
| Spanien       | Juli 2012 bis Jan. 2014 (ESM)  | 100 Mrd. Euro                              | 41 Mrd. Euro***                            |
| Zypern        | Mai 2013 bis Q1 2016<br>(ESM und IWF)  | 10 Mrd. Euro<br>davon 9 Mrd. Euro ESM      | 6,1 Mrd. Euro<br>davon 5,7 Mrd. Euro ESM   |

\* Griechenland: 1. Hilfspaket (Greek Loan Facility) umfasste bilaterale Kredite, von denen nach Angaben des Bundesministeriums der Finanzen (BMF) insgesamt 73 Mrd. Euro und durch die Eurozone 53 Mrd. Euro ausgezahlt wurden; zu IWF-Hilfen für Griechenland abweichende Angaben des BMF und der EU-Kommission aufgrund unterschiedlicher Zurechnung der IWF-Hilfen zu erstem und zweitem Hilfspaket. \*\* Inklusive Irlands Eigenbeitrag beläuft sich das Gesamtvolumen auf 85 Mrd. Euro. \*\*\* Spanien hat davon bereits rund 3 Mrd. Euro, vorwiegend vorzeitig, zurückgezahlt.

IWF-Hilfen: Leichte Abweichungen der Angaben von BMF und EU-Kommission aufgrund unterschiedlicher Umrechnungskurse Euro/SZR; Rückzahlung von IWF-Krediten bis Ende März 2015 nach BMF-Angaben: Irland: 15,7 von 19,5 Mrd. SZR; Portugal: 5,1 von 22,9 Mrd. SZR.

Quelle: eigene Zusammenstellung mit Daten von BMF, EFSF, EU-Kommission.

ten Weg. Auf dieser Basis haben Portugal und Irland in erheblichem Umfang IWF-Kredite vorzeitig zurückgezahlt, Spanien in kleinerem Volumen ESM-Kredite. Griechenland bleibt jedoch mit einem großen Volumen erhaltener Hilfskredite ein Problemfall.

- Anders als die EFSF, auf die freilich der Großteil der Hilfskredite entfällt, hat der ESM den Status eines bevorzugten Kreditgebers (Seniorität) und erhält im Fall einer Staatsinsolvenz vor anderen Gläubigern (außer dem IWF) Rückzahlungen.<sup>13</sup>

Mit Blick auf mögliche Verluste für die Hilfsgeberländer wurde auch kontrovers diskutiert, dass die Zinssätze der Hilfskredite an Griechenland, Irland und Portugal verringert und die Rückzahlungsfristen verlängert wurden. Es wurde kritisiert, dass dies finanzmathematisch einem Schuldenschnitt gleichkommt, weil der Barwert der Hilfskredite sinkt. Diese Sichtweise ist rein rechnerisch nachvollziehbar, verkennet aber den eigentlichen Sinn der Hilfskredite. Sie sind nicht dazu gedacht, dass die Geberländer damit einen Zinsgewinn machen (der in der Tat durch diese Zugeständnisse reduziert wurde). Vielmehr geht es darum, dass die Geberländer mit den Hilfskrediten keine Verluste machen. Dies ist jedoch weiterhin der Fall, da EFSF und ESM – bei im Detail leicht unterschiedlichen Regelungen – mit ihren Zinsvorgaben für die Hilfskredite

sicherstellen, dass ihre eigenen Finanzierungs- und Verwaltungskosten gedeckt sind.<sup>14</sup>

### Erfolgsbilanz der Programmländer Irland, Spanien und Portugal

Abschließend wird geprüft, ob die Rettungsstrategie insgesamt als erfolgreich zu bewerten ist. Dabei wird der Frage nachgegangen, ob die Hilfs- und Reformprogramme mit dazu beigetragen haben, die Programmländer wieder wirtschaftlich gesunden zu lassen.<sup>15</sup> Der Fokus liegt hier auf Irland, Spanien und Portugal, die nach Programmen wieder erfolgreich an die Finanzmärkte zurückkehrten. Nicht im Detail betrachtet werden Griechenland, da hier die politische und ökonomische Situation derzeit schwer kalkulierbar erscheint,<sup>16</sup> und Zypern, das sich noch mitten im Reformprogramm befindet.

14 Eine Zinsstundung im griechischen Hilfsprogramm hat die griechische Staatsschuld erhöht.

15 Siehe zu früheren Bewertungen J. Pisani-Ferry A. Sapir, G. B. Wolff: EU-IMF assistance to euro-area countries: an early assessment, Bruegel blueprint, Nr. 19, Brüssel 2013; J. Matthes: Krisenländer: Relevanz von Strukturreformen für Wachstum und Währungsraum, in: Wirtschaftsdienst, 95. Jg. (2015), H. 2, S. 106-113, <http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2015/2/krisenlaender-relevanz-von-strukturreformen-fuer-wachstum-und-waehrungsraum/> (4.6.2015).

16 Das griechische Reformprogramm, das bis zu den Neuwahlen auf einem relativ guten Kurs war, ist durch die neue Regierung infrage gestellt worden. Die damit verbundenen Irritationen führten dazu, dass sich die Wirtschaftsaussichten für 2015 und das deutlich verbesserte Vertrauen der Wirtschaftsakteure wieder merklich verschlechterten. Dies ist umso bedauerlicher, da der Reformkurs im Jahr 2014 Früchte zu tragen begann. Vgl. J. Matthes: Krisenländer ..., a.a.O. Es bleibt abzuwarten, ob die griechische Regierung willens und in der Lage sein wird, den Reformkurs in hinreichender Solidität weiterzuführen.

13 Dies gilt allerdings nicht für das ESM-Bankenrettungsprogramm für Spanien, da es noch bei der EFSF verhandelt und später auf den ESM übertragen wurde. Für eine Diskussion über die Implikationen der Seniorität siehe z.B. A. Belke, a.a.O.



Die Abschlussberichte der Programme von Irland, Spanien und Portugal zeigen zwar in jedem Fall noch einen verbleibenden ökonomischen Anpassungsbedarf,<sup>17</sup> doch stellen sie deutlich heraus, dass diese drei Länder in der Gesamtbewertung trotz teilweise großer Herausforderungen die Reformbedingungen sehr weitgehend erfüllt haben:

- Irland wird für seine sehr gute Programmperformanz gelobt.<sup>18</sup>
- In Spanien wurde das Programm zur grundlegenden Überholung der Governancestruktur des Bankensektors vollständig umgesetzt und zeigt deutliche Erfolge.<sup>19</sup> Darüber hinaus wird hervorgehoben, dass Spanien auch von den Strukturreformen profitiert, die über den Bankensektor hinaus jenseits des Reformprogramms von der spanischen Regierung ergriffen wurden.
- Portugal wird dafür gelobt, dass es im Rahmen einer „soliden“ Programmumsetzung ehrgeizige Reformen in allen wichtigen Sektoren der Volkswirtschaft vorgenommen hat.<sup>20</sup>

In diesen drei Ländern waren während der Programmlaufzeit Regierungen an der Macht, die sicherlich nicht jeder einzelnen Reformvorgabe zustimmten, aber doch grundsätzlich davon überzeugt waren, dass ihr Land von einem breit angelegten Reformkurs profitieren würde. Teilweise haben sie auch den Reformdruck von außen konstruktiv genutzt, um unpopuläre Reformen besser durchzusetzen.

Zur deskriptiven empirischen Evaluierung der Fortschritte der Programmländer werden im Folgenden Indikatoren aus diesen Bereichen verwendet: Wachstum und Arbeitslosigkeit, Staatshaushalt, Leistungsbilanz und Wettbe-

werbsfähigkeit, Verschuldung des Privat- und Finanzsektors sowie Regulierungsindikatoren. Diese Indikatorgruppen umfassen die größten Problembereiche, die während der Krisen relevant waren und die daher für eine Krisenüberwindung entscheidend sind. Die Bewertung basiert auf ausführlichen Datentabellen für jedes einzelne Programmland.<sup>21</sup>

Es stellt sich die Frage, wie eine qualitative Evaluierung des Fortschritts trotz der Indikatorenvielfalt zu einem aggregierten Überblick zusammengeführt werden kann. Hier wird dieses Ziel mittels einer schematischen Einordnung verfolgt. Dabei wird für jeden einzelnen betrachteten Indikator zwischen einer Bewertung des Zustands (relativ zum Durchschnitt des Euroraums) und der Veränderung (relativ zum Zeitpunkt des Programmeintritts oder gegebenenfalls relativ zum schlechtesten Wert der Vorjahre) unterschieden. Für diese beiden Bewertungsdimensionen sind jeweils drei Ausprägungen möglich, sodass sich eine schematische Matrix aus neun Feldern ergibt (vgl. Tabelle 2). Von links unten nach rechts oben wird die Bewertung demnach tendenziell besser. Die Zuordnung der einzelnen Indikatoren zu einem der neun Felder ist als Tendenzaussage zu verstehen; besonders starke Ausprägungen in die jeweilige Richtung sind gesondert gekennzeichnet.

Unter Berücksichtigung dieser Einschränkungen legen die tabellarischen Übersichten eine recht deutliche Reihenfolge bei den ökonomischen Anpassungserfolgen der drei genauer betrachteten Länder untereinander nahe. Zudem belegen sie das deutlich bessere Abschneiden dieser drei Länder im Vergleich zu Griechenland und Zypern, deren Übersichten hier nachrichtlich aufgezeigt werden:

- Irland schneidet am besten ab und ist in vielen Bereichen am weitesten fortgeschritten. Besonders beeindruckt das rasante Wachstum des realen BIP und der Binnennachfrage. Gleiches gilt für die deutlichen Leistungsbilanzüberschüsse und die hervorragende Exportperformance der vergangenen Jahre. Auch die Arbeitslosigkeit ist deutlich zurückgegangen und lag 2014 sogar bereits leicht unter dem Durchschnitt des Euroraums. Weiterer Anpassungsbedarf besteht jedoch noch im Bereich der strukturellen Konsolidierung und der Rückführung von Staats-, Privatsektor- und Auslandsverschuldung.
- In Spanien zeigt sich die Konjunktur auch auf einem guten Weg, die Wachstumsprognosen wurden immer wieder nach oben korrigiert. Positiv ist hier vor allem,

17 Siehe J. Matthes: Fünf Jahre Rettungsschirm ..., a.a.O. für einen knappen Überblick über die jüngsten Überwachungsberichte nach dem Programmende („post programme surveillance“). Diese Überwachung soll die Kreditrückzahlungen durch die Programmländer sicherstellen. Dazu prüft die EU-Kommission zusammen mit der EZB zweimal jährlich die wirtschaftliche Lage der Programmländer und mahnt gegebenenfalls korrektive Maßnahmen an – bis mindestens 75% des gesamten Kreditvolumens zurückgezahlt sind. Auch der ESM nimmt an diesem Monitoring im Rahmen seines eigenen Frühwarnsystems teil und wird es fortführen, bis alle Rückzahlungen erfolgt sind.

18 European Commission: Economic Adjustment Programme for Ireland, Autumn 2013 Review, European Economy Occasional Paper, Nr. 167, Brüssel, Dezember 2013.

19 European Commission: Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutions in Spain, Fifth Review, European Economy Occasional Paper, Nr. 170, Brüssel, Januar 2014.

20 European Commission: The Economic Adjustment Programme for Portugal 2011-2014, European Economy Occasional Paper, Nr. 202, Brüssel, Oktober 2014.

21 Vgl. dazu J. Matthes: Fünf Jahre Euro-Rettungsschirm ..., a.a.O.

Tabelle 2

**Ökonomische Anpassungserfolge der Programmländer Irland, Spanien, Portugal, Griechenland und Zypern**

|                     |                       | Negativ  | Veränderung<br>Neutral   | Positiv   |
|---------------------|-----------------------|--|--|---|
| <b>Irland</b>       |                       |  |  |   |
| Zustand             | Besser                |  | Produktmarktregulierung<br>Arbeitsmarktregulierung<br>Unternehmensgründung                                     | BIP-Wachstum (+), Binnennachfragewachstum (+),<br>Leistungsbilanz (+), Exportperformance (+),<br>Finanzsektorverschuldung   |
|                     | Nähe EWU-Durchschnitt |  |  | Arbeitslosenquote, Staatsdefizit,<br>Preisliche Wettbewerbsfähigkeit  |
|                     | Schlechter            |  | Staatsschuldenquote*<br>Privatsektorverschuldung<br>Nettoauslandsvermögen*                                     | Konjunkturbereinigtes Staatsdefizit   |
| <b>Spanien</b>      |                       |  |  |   |
| Zustand             | Besser                |  |  | BIP-Wachstum, Binnennachfragewachstum,<br>Wirtschaftsstimmung, Leistungsbilanz,<br>Exportperformance, Produktmarktregulierung,<br>Arbeitsmarktregulierung         |
|                     | Nähe EWU-Durchschnitt | Staatsschuldenquote  |  | Konjunkturbereinigtes Staatsdefizit,<br>Preisliche Wettbewerbsfähigkeit,<br>Privatsektorverschuldung, Unternehmensgründung  |
|                     | Schlechter            |  | Nettoauslandsvermögen  | Arbeitslosenquote (-)*, Staatsdefizit,<br>Finanzsektorverschuldung  |
| <b>Portugal</b>     |                       |  |  |   |
| Zustand             | Besser                |  | Finanzsektorverschuldung   | Binnennachfragewachstum, Wirtschaftsstimmung,<br>Leistungsbilanz, Exportperformance (+),<br>Produktmarktregulierung, Unternehmensgründung                         |
|                     | Nähe EWU-Durchschnitt |  | Privatsektorverschuldung   | BIP-Wachstum, Konjunkturbereinigtes Staatsdefizit,<br>Preisliche Wettbewerbsfähigkeit,<br>Arbeitsmarktregulierung   |
|                     | Schlechter            | Staatsschuldenquote<br>Nettoauslandsvermögen   |  | Arbeitslosenquote*<br>Staatsdefizit   |
| <b>Griechenland</b> |                       |  |  |   |
| Zustand             | Besser                |  | Privatsektorverschuldung   | Konjunkturbereinigtes Staatsdefizit, Leistungsbilanz,<br>Arbeitsmarktregulierung  |
|                     | Nähe EWU-Durchschnitt |  |  | BIP-Wachstum, Binnenachfragewachstum,<br>Wirtschaftsstimmung, Staatsdefizit,<br>Preisliche Wettbewerbsfähigkeit,<br>Produktmarktregulierung, Unternehmensgründung |
|                     | Schlechter            | Staatsschuldenquote (-)<br>Nettoauslandsvermögen   | Arbeitslosenquote (-)*<br>Exportperformance  | Finanzsektorverschuldung  |
| <b>Zypern</b>       |                       |  |  |   |
| Zustand             | Besser                |  |  | Wirtschaftsstimmung<br>Finanzsektorverschuldung   |
|                     | Nähe EWU-Durchschnitt |  | Unternehmensgründung   | Leistungsbilanz<br>Preisliche Wettbewerbsfähigkeit  |
|                     | Schlechter            | Arbeitslosenquote<br>Staatsdefizit (-)<br>Staatsschuldenquote<br>Nettoauslandsvermögen (-) | BIP-Wachstum<br>Binnennachfragewachstum<br>Konjunkturbereinigtes Staatsdefizit<br>Privatsektorverschuldung (-) |   |

Bewertung des Zustands: mit Daten von 2014 oder 2013; relativ zum Durchschnitt des Euroraums; fette Schreibweise: starke Ausprägung des Zustands; (+) oder (-) bedeuten besonders starke Ausprägung des Zustands in die jeweilige Richtung. Bewertung der Veränderung: im Vergleich zum Eintritt in das Programm und zum schlechtesten Wert der letzten Jahre. \* Bewertung im Vergleich zum Höchststand zeigt Fortschritte, aber beim Vergleich zum Stand am Programmbeginn zeigt sich noch eine negativ zu bewertende Veränderung.

Quelle: eigene Bewertung und Darstellung auf Basis der Datentabellen in: J. Matthes: Fünf Jahre Euro-Rettungsschirm: Eine Bilanz, IW Policy Paper, Nr. 12, Köln 2015, S. 40-44, <http://www.iwkoeln.de/studien/iw-policy-papers/beitrag/juergen-matthes-fuenf-jahre-euro-rettungsschirm-228706>.

dass sich die Binnennachfrage – trotz weiterhin relativ hoher (aber deutlich zurückgeführter) Privatsektorsverschuldung – recht dynamisch entwickelt. Die Wirtschaftsstimmung ist nach wie vor sehr gut, sodass der Aufschwung noch an Breite gewinnen dürfte. Dies wird dazu beitragen, dass die immer noch sehr hohe Arbeitslosigkeit weiter rasch abnimmt. Auf Basis einer guten Exportperformance (und gestiegener preislicher Wettbewerbsfähigkeit) hat sich die Leistungsbilanz deutlich verbessert, auch wenn hier angesichts eines wieder anziehenden Importzuwachses noch weitere Verbesserungen nötig sind, um die negative Nettoauslandsvermögensposition (Auslandsverschuldung) sinken zu lassen. Auch die Staatsschuldenquote gilt es zu stabilisieren, wozu neben dem besseren Wirtschaftswachstum auch ein stärkerer Abbau des noch relativ hohen Staatsdefizits beitragen muss.

- Portugals Wirtschaft wächst wieder, wenngleich noch weniger dynamisch als die irische oder spanische. Positiv ist auch hier, dass die Binnennachfrage im Vergleich zum Euroraum 2014 überdurchschnittlich gestiegen ist. Die Arbeitslosigkeit liegt mit rund 14% noch relativ hoch, ist aber, begünstigt durch Strukturreformen,<sup>22</sup> bereits deutlich zurückgegangen und dürfte dies angesichts verbesserter Wachstumsperspektiven weiterhin tun. Ebenfalls zu würdigen ist die sehr gute Exportperformance der vergangenen Jahre, die neben einer gestiegenen preislichen Wettbewerbsfähigkeit wesentlich dazu beigetragen hat, dass der Leistungsbilanzsaldo inzwischen positiv ist. Wie in Spanien ist auch hier noch mehr Fortschritt nötig, um die hohe und gestiegene Auslandsverschuldung (Nettoauslandsvermögensposition) zu verbessern. Ähnliches gilt für die hohe Staatsschuldenquote und die weiter nötige fiskalische Konsolidierung sowie für die Privatsektorsverschuldung. Die Finanzsektorsverschuldung, die leicht gesenkt wurde, lag zuletzt zwar

niedriger als im Euroraum. Doch sind die Unternehmensverschuldung und die notleidenden Kredite noch recht hoch.<sup>23</sup>

## Fazit

Mit der Einführung des Euro-Rettungsschirms wurde eine institutionelle Lücke im Regelwerk der EWU geschlossen, um zu verhindern, dass übernervöse Finanzmärkte einen solventen Staat in die Zahlungsunfähigkeit drängen können. Das Konditionalitätsprinzip – also die Bindung von Finanzhilfen an Reformen – verhindert vielfach befürchtete Fehlanreize und wirkt in der Praxis wegen des damit verbundenen Souveränitätsverlusts deutlich abschreckend. Es ist damit eine wichtige Säule des reformierten EWU-Regelwerks, die es gegen eine zu laxen Auslegung vager Vorschriften beim ESM und auch gegen Versuche einer stärkeren Politisierung durch das Europäische Parlament zu verteidigen gilt.

Die finanziellen Risiken durch die Hilfskredite von EFSF und ESM sind erheblich, können jedoch nicht wie zuweilen befürchtet immer weiter ausufern. Zentral ist in diesen Zusammenhängen, dass Deutschland im ESM-Gouverneursrat bei fast allen wichtigen Entscheidungen ein Veto-Recht hat und der deutsche Vertreter dort nicht ohne Weisung des Deutschen Bundestages abstimmen darf.

Die Strategie des Rettungsschirms hat sich als weitgehend erfolgreich erwiesen. Insgesamt zeigen vor allem Irland, Spanien und Portugal, dass ein entschlossener Reformkurs – unterstützt durch das Hilfs- und Reformprogramm des Rettungsschirms – die Volkswirtschaften nach tiefen Krisen wieder auf den richtigen Weg gebracht hat. Griechenland bleibt aber weiterhin ein problematischer Sonderfall.

22 J. Matthes: Krisenländer ..., a.a.O.

23 European Commission: Post-Programme Surveillance for Portugal, Autumn 2014 Report, European Economy Occasional Paper, Nr. 208, Brüssel, Dezember 2014.

## Title: *The Euro Rescue Fund After Five Years: Taking Stock*

**Abstract:** *The euro rescue fund fills an institutional gap in the architecture of EMU, as it can prevent solvent euro countries from being pushed into default. An important pillar of this architecture is the principle of conditionality, which conditions financial support on a reform programme. This principle has to be safeguarded against attempts to strengthen political influence over the ESM and other rescue institutions. Taking stock, the prescribed rescue and reform strategy has proven broadly successful in Ireland, Spain and Portugal. While challenges remain regarding public and private debt levels, all three countries now benefit from solid (and in some cases dynamic) growth in GDP, domestic demand and exports after having implemented substantial reforms.*

**JEL Classification:** E02, F45, O52