

Milbradt, Georg et al.

Article

»Pakt für den Euro«: Kann mit dem Maßnahmenpaket die Europäische Union die Euro-Schuldenkrise überwinden?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Milbradt, Georg et al. (2011) : »Pakt für den Euro«: Kann mit dem Maßnahmenpaket die Europäische Union die Euro-Schuldenkrise überwinden?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 64, Iss. 09, pp. 3-22

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/164946>

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.

»Pakt für den Euro«: Kann mit dem im März beschlossenen Maßnahmenpaket die Europäische Union die Euro-Schuldenkrise überwinden?

Die EU-Staats- und Regierungschefs haben sich beim EU-Gipfel Ende März auf ein Maßnahmenpaket zur Überwindung der Euro-Schuldenkrise geeinigt. Zu den Maßnahmen gehören ein neuer Pakt für mehr Wettbewerbsfähigkeit, eine Schärfung des Euro-Stabilitätspakts und die Finanzausstattung des dauerhaften milliardenschweren Euro-Rettungsschirms ab 2013. Kann der Beschluss über die Rettungspakete den Euro dauerhaft stabilisieren?

Weiter auf falschem Kurs

Die Schuldenkrise hat deutlich gemacht, dass entgegen den Ankündigungen zu Beginn der EWU die für eine Währungsunion notwendige dauerhafte Konvergenz wichtiger volkswirtschaftlicher Größen (z.B. Inflation, Produktivität, Lohnstückkosten) in einigen Euroländern (nachfolgend pauschal als GIPS-Länder bezeichnet) nicht erreicht werden konnte. Der Euro führte zwar zunächst zu einer weitgehenden Konvergenz der Zinsniveaus auf deutschem Niveau, was Kapitalströme von den Stabilitätsländern in die GIPS-Länder in einem Ausmaß zuließ, das nicht nur sinnvolle und rentable Investitionen in diesen Ländern ermöglichte, sondern darüber hinaus in erheblichem Maße Fehlinvestitionen und öffentliche und private Konsumausgaben, die zu einer kaum tragbaren Verschuldung der öffentlichen Hand und/oder des privaten Sektors führte und die jeweiligen Bankensysteme ernsthaft gefährdete. Die Kapitalströme induzierten erhebliche außenwirtschaftliche Ungleichgewichte und den Verlust der Wettbewerbsfähigkeit einiger GIPS-Länder. Die nationalen Regierungen förderten mit ihrer Politik die Fehlentwicklungen sogar.

Dieses Auseinanderlaufen der Wirtschaftsentwicklung kann zum Auseinanderbrechen einer Währungsunion oder zu moralischen Versuchungen in dieser führen, sich durch Brechung der Regeln zu Lasten der regeltreuen Mitglieder Vorteile zu verschaffen. Dann entsteht eine so nicht gewollte Transferunion.¹

Diese Gefahr sollte durch drei Schutzmechanismen verhindert werden:

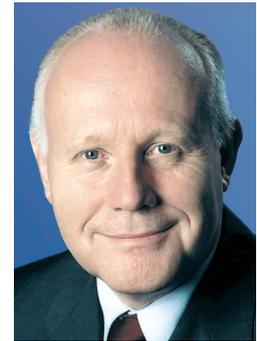
1. Obergrenzen für das jährliche Staatsdefizit und den Stand der Staatsschulden durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP),

2. einen generellen Haftungsausschluss, um ein stabilitätsorientiertes Verhalten der Mitgliedstaaten über Zinsunterschiede und Verweigerung des Zugangs zu den Kapitalmärkten bei Fehlverhalten zu erzwingen und
3. eine politisch unabhängige EZB, die allein der Erhaltung der Preisniveaustabilität verpflichtet ist und Staatsdefizite nicht finanzieren sollte.

Bekanntlich haben alle drei Mechanismen versagt oder wurden außer Kraft gesetzt.

Die nicht sanktionsbewehrte **Obergrenze für die Staatsschuld** wurde von Anfang an nicht ernst genommen. Die **Defizitobergrenze** wurde häufig verletzt. Trotzdem kam es in keinem Fall zu einer Sanktion, da hierüber nach politischen Kriterien der EcoFin-Rat entscheidet, in dem die Sünder und vor allem potenzielle Sünder mitstimmen.

Als 2009 die Fehlentwicklungen und die damit verbundenen Ausfallrisiken den Kapitalmärkten bewusst wurden, kam es zu einer Gegenreaktion mit stark ansteigenden Zinsspreads und drohenden Insolvenzen einiger Länder. Mit der Begründung einer spekulativen Attacke auf diese Länder und der Rettung des Euro wurde der **Haftungsausschluss** durch die Hilfsmaßnahmen von April/Mai 2010 für Griechenland als Einzelfall und dann generell außer Kraft gesetzt und im Prinzip umgekehrt, allerdings auf drei Jahre befristet. Die Euroländer und die EU selbst gewährten den gefährdeten Staaten mit



Georg Milbradt*

* Prof. Dr. Georg Milbradt, Technische Universität Dresden, ehemaliger Ministerpräsident des Freistaats Sachsen und Forschungsprofessor des ifo Instituts.

¹ Natürlich ist die Europäische Union selbst auch eine Transferunion. Allerdings sind diese Transfers in Art und Höhe beschlossen worden und richten sich nach objektiven Kriterien, zum Beispiel einem unterdurchschnittlichen BIP pro Kopf begünstigter Region.

Unterstützung des IWF Kredite in bisher nicht denkbaren Volumina oder stellten sie in Aussicht. Als Gegenleistung wurden »strenge Auflagen« vereinbart, die die Ungleichgewichte beseitigen und die Rückzahlung der Kredite sichern sollten.

Die EZB verletzte ihre Regeln, als sie massenhaft Staatspapiere der GIPS-Länder aufkaufte und deren Banken nicht ausreichend besicherte Kredite in großen Umfang gewährte, um die Hilfsmaßnahmen der Eurostaaten zu unterstützen.

Die Erfahrungen der letzten zwölf Monate haben gezeigt, dass es sich nicht um kurzfristige, spekulativ verstärkte Liquiditätskrisen handelte, sondern zumindest im Falle Griechenland auch um eine Insolvenz. Die Märkte lagen mit ihren Einschätzungen richtiger als die Politik, auch wenn Überreaktionen nicht ausgeschlossen werden können. Die vor einem Jahr ergriffenen Maßnahmen haben die Probleme weiter verschärft. Sie enthalten offenkundige Mängel, so dass neben einer zeitlichen Verlängerung und Erhöhung der Hilfen Verbesserungen und Ergänzungen der bisherigen Mechanismen diskutiert werden.

Nach den Beschlüssen des EcoFin-Rats und des Europäischen Rats im März 2011 sollen die temporären Hilfen durch einen permanenten und in der Summe gegenüber der EFSF aufgestockten Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) abgelöst werden. Zu diesem Zweck wird auch Artikel 136 AEUV ergänzt:²

Danach können Mitgliedsländer in Not Finanzmittel des ESM-Fonds erhalten, die dieser über verbürgte Kredite und eingezahlte Barmittel der anderen Euroländer finanziert. Eine Ergänzung durch IWF-Mittel ist vorgesehen. Die Kredite sollen an strenge Auflagen für die Nehmerländer gebunden werden. Eine Beteiligung privater Gläubiger ist nicht zwingend vorgeschrieben und wird im Einzelfall festgelegt, abhängig vom Ergebnis einer Schuldentragfähigkeitsanalyse und von den Auswirkungen auf die Finanzstabilität des Euroraumes. CAC-Klauseln sind für Staatspapiere ab 2013 vorgeschrieben. Der ESM erhält jetzt wie der IWF auch Vorrang vor privaten Gläubigern, was sinnvoll ist.

Ein verschärfter SWP und ein neuer Euro-plus-Pakt (zunächst als Pakt für den Euro bezeichnet) sollen den ESM begleiten. Die noch vom Europäischen Parlament zu billigenden Änderungen des SWP enthalten präventive Maßnahmen (Verfahren schon bei einem Defizit von unter 3% des BIP, wenn mittelfristig jedoch ein Haushaltsausgleich

nicht erzielt wird) und sollen das Verfahren bei einer Überschreitung der 3%-Defizitgrenze verschärfen. Die 3%-Grenze wird ergänzt um eine verbindliche Abbauregel bei einem Schuldenstand von über 60% und das gesamte Verfahren auf sechs Monate gestrafft. Sanktionsbeschlüsse (nicht die Einleitungsbeschlüsse) unterliegen nicht mehr der qualifizierten Mehrheit im EcoFin-Rat, sondern der umgekehrten qualifizierten Mehrheit, d.h. der Vorschlag der Kommission gilt, wenn er nicht durch einen Beschluss des Rats mit qualifizierter Mehrheit aufgehoben wird.

Außerdem soll ein Verfahren zur Überwachung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte anhand von ausgewählten Indikatoren eingeführt werden. Dieses Verfahren beinhaltet auch Sanktionen bei wiederholtem Verstoß gegen vom Rat beschlossene Empfehlungen, ist jedoch wesentlich flexibler als das Defizitverfahren.

Der neue Euro-Plus-Pakt soll eine bessere Abstimmung zwischen den Wirtschaftspolitiken der Euroländer ermöglichen, um die Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung zu fördern sowie die Finanzstabilität und die öffentlichen Finanzen zu stärken. Der neue Pakt ist weder ein verbindlicher völkerrechtlicher Vertrag, der von den Parlamenten zu ratifizieren ist, wie z.B. die Errichtung des ESM, noch enthält er irgendwelche Sanktionen bei Verstößen. Er ist nur eine Absprache zwischen den beteiligten Staats- und Regierungschefs, auf deren Basis sich diese zu bestimmten wirtschafts- und finanzpolitischen Maßnahmen verpflichten können. Die letztlich folgenlose Überwachung erfolgt daher durch die Staats- und Regierungschefs. Die Kompetenz der Mitgliedstaaten und ihrer Parlamente bleibt uneingeschränkt bestehen.

Die verabredeten Maßnahmen werden die Probleme in der Eurozone nicht lösen. Zwar versuchen die SWP-Vorschläge nicht wie bisher in erster Linie an einem exzessiven Staatsdefizit anzuknüpfen, sondern haben auch andere wichtige Probleme, wie z.B. Schuldenstand, private Verschuldung, Wettbewerbsfähigkeit und außenwirtschaftliches Ungleichgewicht, im Auge, was ein Fortschritt ist. Alle wesentlichen Maßnahmen unterliegen weiter einem politischen Verfahren mit den bekannten Schwächen. Die zugrunde liegende Vorstellung ist politisch naiv, die EU und die Geberländer könnten als Ultima Ratio dauerhaft eine Art Protektorat über die Hilfeempfänger ausüben, um sie auf den Weg der Tugend zu zwingen. Wir haben keine bundesstaatliche EU-Exekutive, die demokratisch von einem europäischen Staatsvolk legitimiert ist, sondern einzelne souveräne Staaten mit gewählten Parlamenten, gegen die sich Brüssel im Extremfall nicht durchsetzen kann, wenn es das überhaupt will. Auch der neue SWP kann die in ihn gesetzten Hoffnungen nicht erfüllen.

Hingegen wird die Non-Bail-out-Klausel, die eine Korrektur über die Märkte ermöglichte, nun auch juristisch dauerhaft

² »Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilitätsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Eurowährungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen.«

außer Kraft gesetzt. Der Kern des vorgeschlagenen Maßnahmenpaketes ist eine Erhöhung der Hilfen durch andere Mitgliedstaaten mit dem neuen ESM, wohingegen die Beteiligung privater Gläubiger nur im Einzelfall aufgrund einer politischen Entscheidung vorgesehen wird. Eine Haftung der Privaten ist aber die Voraussetzung, dass die Märkte funktionieren, über sie Zinsspreads die Kapitalströme steuern und so Ungleichgewichten und Fehlentwicklungen entgegenwirken. Gerade wenn man das totale Bail-out-Verbot als unglaubwürdig oder als nicht sinnvoll ansieht, so darf man bei einer dauerhaften Regelung auf eine verbindliche Einbeziehung der Privaten nicht verzichten.

Der Hinweis auf die Stabilität des Euroraums lässt aber befürchten, dass im Regelfall gerade keine Haftung privater Gläubiger vorgesehen ist; denn Banken und Versicherungen aus der Eurozone und insbesondere aus den betreffenden Ländern sowie mittlerweile auch die EZB³ halten in großem Umfang GIPS-Staatsschulden. Daher ist zu befürchten, dass nicht die Geberländer den Hilfeempfängern die notwendigen »strengen« makroökonomischen Korrekturmaßnahmen auferlegen, sondern die Hilfeempfänger strenge Auflagen vermeiden, später abmildern oder gar umgehen können, weil die Geberländer die Insolvenz noch mehr fürchten als die Hilfeempfänger.

Die europäische Politik wird ohne das Korrektiv Markt bei größeren und schon länger bestehenden Fehlentwicklungen die notwendigen Korrekturen kaum durchsetzen, den notwendigen Sanierungsprozess bis zum Ende durchziehen und den übermäßigen Kapitalimport stoppen können.

Für die Länder, deren internationale Wettbewerbsfähigkeit sich erheblich verschlechtert hat, besteht zudem ein politisches Dilemma. Da eine äußere Abwertung im Euroraum und damit eine schnelle Lösung des außenwirtschaftlichen Problems unmöglich ist, bleibt nur eine innere Abwertung, also ein schmerzhafter Schrumpfungsprozess mit einer deutlichen Senkung von Preisen und Löhnen. Eine solche Politik ist allenfalls mittelfristig erfolgreich. Aber sie steht kurzfristig mit der gleichzeitig notwendigen Haushaltssanierung im Konflikt, da die Steuereinnahmen zurückgehen und die Sozialausgaben steigen.

Die Hoffnung vieler Europapolitiker, das Problem der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit sowie der übermäßigen staatlichen und privaten Defizite in erster Linie über Wachstum zu lösen, ist kurz- und mittelfristig eine Illusion und führt in die Irre. Dafür sind die Fehlentwicklungen schon zu groß. Natürlich benötigen diese Länder dringend mehr Innovation und Produktivität sowie Strukturreformen, was aber Zeit braucht. Zur Lösung der heutigen Probleme und der auf-

gelaufenen Defizite wird das auf absehbare Zeit kaum beitragen. Es wäre schon viel erreicht, wenn zukünftige Fehlentwicklungen vermieden würden.

In Griechenland z.B. sind trotz rigoroser (so die offizielle Darstellung) Sparanstrengungen und Strukturreformen das Staatsdefizit weiter viel zu hoch und die Wettbewerbsfähigkeit zu niedrig ohne Aussicht auf nachhaltige Erfolge in der Zukunft. Die Schuldenquote steigt unvermindert weiter. An eine Rückkehr an die internationalen Kapitalmärkte oder gar an eine Rückzahlung der Hilfen ist nicht zu denken. Daher wird eine Umschuldung unvermeidlich. Wenn man eine nennenswerte private Beteiligung noch erreichen will, muss man schnell handeln.

Die von einer Umschuldung betroffenen Banken in den Geberländern und die EZB sind für eine Ausdehnung der Hilfen und gegen eine schnelle Umschuldung und üben Druck auf die Regierungen mit dem Hinweis auf eine sonst drohende neue Bankenkrise aus. Gerade daher ist es unverständlich, dass die deutsche Regierung sich nicht umgehend um eine schnelle und ausreichende Rekapitalisierung des deutschen Bankensystems bemüht, um sich diesem Druck zu entziehen. Dieser Weg ist allemal billiger als die Konsequenzen einer verzögerten Umschuldung oder eines späteren Schuldenerlasses durch die Geberländer. Die stabilitätsorientierten Länder zahlen an die Sünder, was die Stabilitätskultur unterminiert. Die Gefahren des Moral Hazard liegen auf der Hand. Nicht der Euro ist in Gefahr, sondern das Geld der Steuerzahler.

Bezeichnenderweise ist in den vielen Vorschlägen aus der Politik die fatale Rolle der EZB nicht thematisiert worden. Bis kurz vor der Krise wurden die Staatsdefizite und das außenwirtschaftliche Defizit durch private Kapitalexporte, z.B. aus Deutschland, finanziert. Jetzt werden private Kapitalexporte durch öffentliche ersetzt – zum einen über die Rettungsschirme und für die breitere Öffentlichkeit unbemerkt über die EZB, die nicht nur in großem Umfang GIPS-Staatsanleihen ankauft und als vollwertige Sicherheit beleihet, sondern auch sonst die GIPS-Banken überproportional mit Zentralbankgeld versorgt. Zum anderen kommen noch weitere umfangreiche Kredite der nationalen Notenbanken an das jeweilige Banksystem (»emergency liquidity assistance«) hinzu.

Die Summen, die von den europäischen und nationalen Zentralbanken über Ankäufe, Beleihungen und sonstige Kredite finanziert werden, sind bisher wesentlich größer als die tatsächlichen Hilfen über die offiziellen Rettungsschirme. Die EZB betreibt keine Geldpolitik im klassischen Sinne, sondern eine Finanzierung von Staaten und Banken in großem Stil unter dem Vorwand angeblich nicht funktionierender Kapitalmärkte. Sie ist als Hauptgläubiger selbst erpressbar geworden und verzögert oder behindert die not-

³ Nach Schätzungen soll die EZB mehr als 25% der externen griechischen Staatsschulden halten.

wendigen Korrekturen, um zu einem Abbau der Ungleichgewichte zu kommen.

Solange die EZB und die nationalen Notenbanken die GIPS-Banksysteme und damit das Außenhandelsdefizit und den Kapitalabzug der Privaten geräuschlos finanzieren, haben die Defizitstaaten auch kein allzu großes Interesse, die Ungleichgewichte zu bekämpfen und marode Banken zu restrukturieren oder zu rekapitalisieren, da die Notenbankkredite billiger sind und keinen Auflagen unterliegen wie das Geld aus den Rettungsschirmen. Die niedrigen Zinsen und der unbegrenzte Zugang zur Notenbank haben das noch verstärkt. Je mehr aber nun die EZB und die nationalen Notenbanken selbst zum Finanzier werden, einen desto größeren Druck üben sie später aus, damit die Staaten unter die offiziellen Rettungsschirme schlüpfen und diese Hilfen die von den Notenbanken gewährten Kredite an die Banken über eine Rekapitalisierung ablösen.

Die Notenbanken finanzieren heute faktisch die späteren offiziellen Hilfen aus den Geberländern vor, ohne dass diese überhaupt zugestimmt haben. Hinzu kommt, dass im Gegensatz zum ESM die Stimmverteilung im EZB-Rat eklatant von den Haftungsverhältnissen abweicht. Damit wurde und wird aber die Position der Geberländer weiter geschwächt und dem Moral Hazard Vorschub geleistet. Die EZB wird mehr und mehr zum Problemfall. Ihre Struktur und ihre Kompetenzen müssen dringend neu definiert werden.

Zwingend erforderlich sind Regelungen, um die indirekte Finanzierung der GIPS-Staaten zu verhindern und die Liquiditätsversorgung der GIPS-Banken auf ein normales Maß zu beschränken, also vor allem auf einer vollen Absicherung zu bestehen. Außerdem sollten alle Banken gezwungen werden, die notwendigen Abschreibungen auf Staatspapiere gemäß den Marktkursen und auf gefährdete Forderungen insbesondere im Immobiliensektor unverzüglich vorzunehmen. Die bisherigen Stresstests verschleiern nur das Problem fehlender Bankenstabilität.

Der Euro-Plus-Pakt enthält viele richtige Absichtserklärungen, ist aber kein Beitrag zur Lösung der eigentlichen Probleme. Er ist der Rest von ehemaligen sehr weitreichenden und richtigen Vorschlägen der deutschen Seite zur Stabilisierung der Währungsunion. Bekanntlich enthielt die deutsche Verhandlungsposition Forderungen wie z.B. automatische Sanktionen, Ausschluss der Sünderländer bei Abstimmungen im Defizitverfahren, keine Vergrößerung der Rettungsschirme (ursprünglich sogar keine Verlängerung), zwingende Beteiligung privater Gläubiger an Umschuldungen zumindest nach 2013, Austritt oder Ausschluss aus dem Euroraum als Ultima Ratio sowie die dazu erforderlichen Vertragsänderungen. Herausgekommen ist das Gegenteil. Es wurden keine Änderungen der Verträge vereinbart, die die

Geberländer stärken und die Ungleichgewichte wirklich bekämpfen, sondern nur eine Änderung, die den fatalen Vertragsbruch durch Bail-out für die Zukunft legalisiert.

Der Euro-Plus-Pakt ist soweit verwässert worden, dass er aus Sicht der GIPS-Länder unschädlich ist, aber unserer Regierung ermöglicht, mit wohlklingenden Formulierungen einen Verhandlungserfolg vorzutäuschen und das fast vollständige Nachgeben in Kernanliegen zu verdecken. Von einer wirklichen Stabilisierung des Euroraums sind wir weiter denn je entfernt und nähern uns in großen Schritten der Transferunion.



Joachim Starbatty*

Die Interventionsspirale in der Eurozone

Das Theorem der Interventionsspirale

Zur Rettung des Euro hasten Politiker von Konferenz zu Konferenz und schnürten Hilfspaket auf Hilfspaket. Diese Entwicklung wird einen zentralen Platz in einem künftigen Lehrbuch für liberale Wirtschaftspolitik einnehmen. Ludwig v. Mises, bedeutender Denker eines unverfälschten Liberalismus, hat das Theorem der Interventionsspiralen bei einem politischen Eingriff in den Preismechanismus entwickelt. Eine solche Interventionsspirale lässt sich in der Europäischen Währungsunion (EWU) beobachten. Die Politik hofft, dass der auf dem Euro-Gipfel am 24./25. März 2011 beschlossene Rettungsschirm diese Spirale zu einem Stillstand bringe. Viele Beobachter befürchten dagegen, dass es sich bloß um eine weitere Drehung der Interventionsspirale handele.

Das verstopfte Wechselkursventil

Mit der Gründung der EWU wurde ein zentraler Preis- und Informationsmechanismus ausgeschaltet – der Wechselkurs. Wenn sich die Konkurrenzfähigkeit zwischen Handelspartnern unterschiedlich entwickelt, drückt sich das in einer Verschiebung der Wechselkurse aus. Bewegliche Wechselkurse sind ein Ventil, um die unterschiedliche Qualität nationaler Wirtschaftspolitiken auszudrücken. So hat es in der Vergangenheit auch innerhalb der Europäischen Gemeinschaft starke Währungsverschiebungen gegeben. Seit 1960 ist der Wert der italienischen Lira gegenüber der D-Mark bis zum Beginn der Europäischen Währungsunion (1. Januar 1999) auf ein Fünftel geschrumpft, der Wert des französischen Franc auf ein Drittel. Wenn Länder sich zu einer Währungsunion zusammenschließen, dann müssen sich Inflationsraten und wirtschaftliche Leistungsfähigkeit in die

gleiche Richtung entwickeln. Andernfalls bricht die Währungsunion auseinander, oder politische Interventionen, die in aller Regel auf Transfers hinauslaufen, müssen die politische Blockade des Wechselkursventils kompensieren.

Den Architekten der Währungsunion war diese Alternative bewusst: Es sollten nur solche EU-Staaten Mitglieder der Währungsunion werden können, die zuvor bei Inflationsbekämpfung und Zügelung der staatlichen Verschuldung nachgewiesen hatten, dass sie den Herausforderungen einer Stabilitätsgemeinschaft gewachsen seien. Auch sollten die nationalen Wechselkurse für mindestens zwei Jahre ohne Auf- oder Abwertung in einem Wechselkursverbund verblieben sein. Die Erfüllung dieser Konvergenzkriterien als Eintrittsbillet sollte eng und strikt ausgelegt werden; das Gegenteil war der Fall. Es ist bekannt, dass Griechenland sich den Eintritt in die Währungsunion aufgrund manipulierter Statistiken erschlichen hat. Dies war den politisch Verantwortlichen – entgegen anderslautender offizieller Verlautbarungen – von Anfang an bekannt; sie haben darüber hinweggesehen, weil die Griechen sonst hätten öffentlich machen können, dass auch andere Mitgliedstaaten ihre Bilanzen verschönert hätten – Stichwort: »kreative Buchführung«. Insofern startete die Europäische Währungsunion von Anfang an als eine Gemeinschaft der Ungleichen.

Verhängnisvolle Euro-Dividende

Die Mitgliedschaft in der Währungsunion war wegen der erhofften Euro-Dividende so begehrt. Bislang waren die Zinsen, die Regierungen für Platzierung von Staatsanleihen zahlen mussten, stark unterschiedlich. In den Aufwertungsländern waren sie niedrig, in den Abwertungsländern waren sie hoch, teilweise sogar zweistellig. Mit dem Eintritt in die Währungsunion erbten sie alle das niedrige deutsche Zinsniveau; die stabilitätsorientierte Geldpolitik der Bundesbank hatte hierfür gesorgt. Die erhoffte Euro-Dividende gab es tatsächlich. Die »Spreads« (Spreizungen), die die Risiken zwischen den jeweiligen nationalen Anleihen signalisieren, sanken auf ein Minimum. Sind sie nur schwach ausgeprägt, dann wird das mögliche Ausfallrisiko als gering eingeschätzt. Vergrößern sich die Spreads, dann rechnen die Anleger mit einem höheren Ausfallrisiko und wollen dafür mit einem höheren Zins entschädigt werden. In einer Währungsunion wird also der Zins als ein zweiter zentraler relativer Preis außer Kraft gesetzt. Dann wächst in den Ländern, die zuvor zweistellige Zinsen zu zahlen hatten, sowohl die private wie die öffentliche Verschuldungsbereitschaft.

Entsprechendes gilt auch für die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB). Wenn das Währungsgebiet heterogen ist – Stagnationsländer wie seinerzeit Frankreich, Italien und Deutschland auf der einen Seite, Boomländer wie die Staaten der Euro-Peripherie auf der anderen Sei-

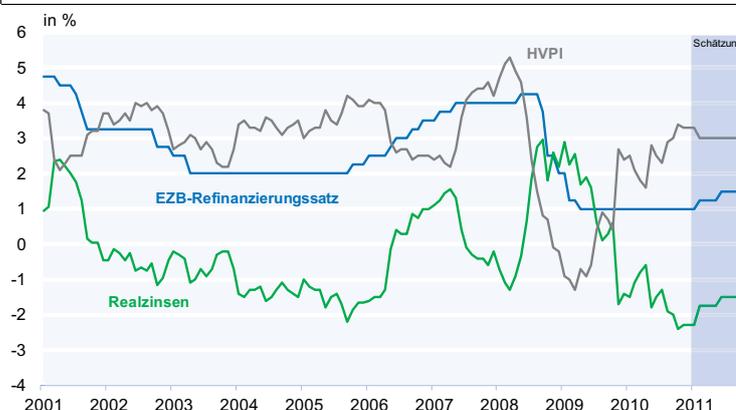
* Prof. Dr. Dr. h.c. Joachim Starbatty (em.) der Universität Tübingen, ist Vorsitzender der Aktiongemeinschaft Soziale Marktwirtschaft.

te –, dann befindet sich die EZB in einem Dilemma: Niedrige Zinssätze für die stagnierenden Länder oder höhere Zinsen für die Boomstaaten. Da die EZB ihre Politik an den Stagnationsländern ausgerichtet hatte, waren die Zinsen für die Peripheriestaaten zu niedrig. Da hier der Preisanstieg deutlich höher als im EU-Durchschnitt war, lag für diese Länder der Refinanzierungssatz bei der EZB unter Berücksichtigung der Preissteigerungsrate sogar im negativen Bereich. Dies gilt im Zeitraum 2002–2006 für alle Staaten, die jetzt Schwierigkeiten haben, die Finanzierung ihrer Staatsaufgaben über Kapitalaufnahme zu decken: Portugal, Irland, Griechenland und Spanien. Die beiden Diagramme zeigen dies beispielhaft für Irland (vgl. Abb. 1) und Spanien (vgl. Abb. 2). In allen diesen Ländern fiel der Zins als Selektionskriterium aus. Als Konsequenz haben alle diese Länder ein dreifaches Problem:

- private und öffentliche Überschuldung,
- eine Fehlentwicklung der volkswirtschaftlichen Produktionsstruktur,
- Verlust der internationalen Wettbewerbsfähigkeit.

In diesen Zeiten reichlicher Liquiditätsversorgung drängten Banken ihren Kunden Kredite geradezu auf. Besonders stark schlug die faktische Null-Zins-Politik auf die Immobilienmärkte durch. Preissteigerungen schreckten hier nicht ab, sondern lockten Spekulanten geradezu an. Der Bausektor mitsamt den vor- und nachgelagerten Industrien wurde überproportional ausgeweitet. Der so genährte Boom spülte dann hohe Steuereinnahmen in die öffentlichen Kassen; aufgrund dieser Scheinblüte blieb die Staatsverschuldung relativ niedrig – wie in Irland und Spanien. In diesen Boomzeiten lösten sich auch die Lohnsteigerungen von der

Abb. 2
Entwicklung der Realzinsen in Spanien



Quelle: Datastream; Berechnungen des Autors.

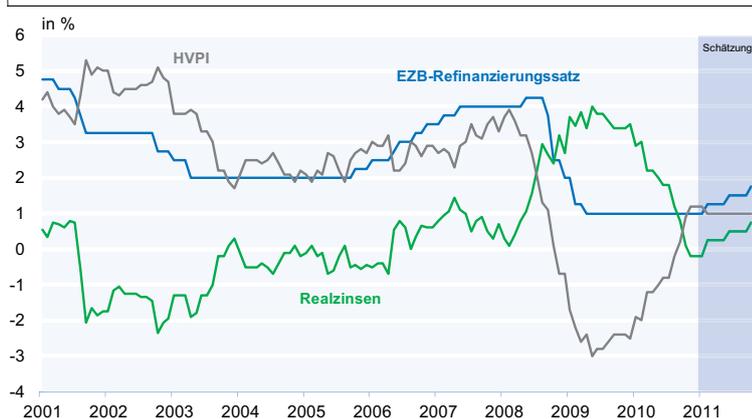
Produktivitätsentwicklung; die Lohnstückkosten stiegen überproportional stark an, und die internationale Konkurrenzfähigkeit ging verloren.

Macht oder ökonomisches Gesetz?

Der Dreiklang – Überschuldung, Fehlentwicklung der volkswirtschaftlichen Produktionsstruktur, Verlust internationaler Wettbewerbsfähigkeit – ist in einem System stabiler Wechselkurse nicht unbekannt. In einigen Volkswirtschaften Südostasiens, die ihre Währungen an den Dollar gebunden hatten, ist es Ende des letzten Jahrhunderts wegen des reichlichen Kapitalzustroms aus Japan, USA und Europa ebenfalls zu Blasenbildungen und zum Verlust internationaler Wettbewerbsfähigkeit gekommen. Abwertungen dieser Währungen haben diese Länder aber wieder wettbewerbsfähig werden lassen; heute sind sie geachtete Mitspieler im internationalen Globalisierungskonzert. Auch im System von Bretton Woods und noch im Europäischen Währungssystem waren Abwertungen möglich und erwünscht, um fundamentale Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz zu bereinigen. Bei flexiblen Wechselkursen hätten sich solche Ungleichgewichte gar nicht erst aufstauen können.

In genau dieser Situation befinden sich die überschuldeten und international nicht mehr wettbewerbsfähigen Staaten der Euro-Peripherie. Aus diesem Grund war sich die Deutsche Bundesregierung zunächst unsicher, ob es für die überschuldeten Staaten nicht besser wäre, aus der Währungsunion auszusteigen. Damit hätten Wechselkurse und Zinsen wieder die zentrale Rolle eingenommen, die sie vor der Währungsunion gespielt haben. Da es sich hier um eine Weichenstellung handelt – politische Orientierung am

Abb. 1
Entwicklung der Realzinsen in Irland



Quelle: Datastream; Berechnungen des Autors.

ökonomischen Gesetz oder politische Außerkraftsetzung des ökonomischen Gesetzes –, wird die schwankende Position der Bundesregierung vor dem Beschluss, die No-Bail-out-Klausel des Lissabon-Vertrags zu schleifen, ausführlich dokumentiert. Zur ökonomischen Vorteilhaftigkeit eines Ausscheidens Griechenlands aus der Währungsunion hat Finanzminister Schäuble ausgeführt (Spiegel-Interview, 16/2010, S. 101):

Frage: »Sie haben ja einmal gesagt, die EU müsse auch die Möglichkeit bekommen, in letzter Konsequenz ein Land aus der Währungsunion auszuschließen.«

Schäuble: »Das wäre konsequent. Sehen Sie: Warum muss Griechenland derzeit für seine Anleihen höhere Zinsen zahlen als Litauen, obwohl die beiden Länder hohe Schulden machen? Die Antwort liegt darin, dass Griechenland seine Währung nicht abwerten kann, weil es Mitglied der Eurozone ist. Deshalb wäre es vernünftig, wenn Euroländer im Notfall aus der Währungsunion ausscheiden könnten.«

Bundeskanzlerin Angela Merkel hat diese Position Schäubles im Deutschen Bundestag – unter Beifall der Koalitionsfraktionen – aufgegriffen (17. Wahlperiode, 30. Sitzung, 17. März 2010, S. 2719):

»Er (Bundesfinanzminister Schäuble) hat Vorschläge gemacht, dass wir für die Zukunft ein Vertragswerk bekommen, aufgrund dessen es als Ultima Ratio sogar möglich ist, ein Land aus dem Euroraum auszuschließen, wenn es die Bedingungen langfristig immer wieder nicht erfüllt. Sonst kann man nicht zusammenarbeiten. (Beifall bei der CDU/CSU und der FDP). Wie müssten wir die Verträge entwickeln, damit man mit einer solchen Situation umgehen kann? Auch bei Griechenland muss jetzt gelten, dass die Stabilitätsgemeinschaft im Vordergrund steht und dass wir nicht eine vorschnelle Hilfe leisten, die uns langfristig überhaupt nicht weiterbringt, sondern den Euro immer weiter schwächt.« (Beifall bei der CDU/CSU und der FDP).

Was schließlich den Meinungsumschwung der Deutschen Bundesregierung bewirkt hat, ist bisher nicht dokumentiert. Mit Sicherheit wird es intensive Kontakte zwischen dem französischen Staatspräsidenten und der Bundeskanzlerin gegeben haben. Nach einem Ausscheiden Griechenlands aus der Währungsunion wäre eine Umschuldung für in Griechenland engagierte französische und deutsche Banken mit hohen Verlusten verbunden gewesen. Womöglich haben daher auch deutsche Banken interveniert. Schließlich erklärte sich die Bundesregierung bereit, sich an einem Rettungspaket – Kredite in Höhe von 110 Mrd. Euro für drei Jahre – zu beteiligen. Es war inzwischen allgemeine politische Meinung geworden, dass die finanzielle Rettung Griechenlands alternativlos sei. Auch der Präsident der EZB, Jean-Claude

Trichet, hat auf die Frage, ob nicht ein Ausscheiden Griechenlands aus der Währungsunion möglich und notwendig sei. Geantwortet (Spiegel-Interview, 20/2010, S. 79):

»Nein, das kommt nicht in Frage. Wenn ein Land in die Währungsunion eintritt, teilt es mit den anderen Ländern ein gemeinsames Schicksal.«

Man hätte vom Präsidenten einer Zentralbank, die zur Erhaltung der Geldwertstabilität verpflichtet ist, eine Aussage dergestalt erwarten müssen, dass diese Problematik im Lichte der Bewahrung der Eurozone als einer Stabilitätsgemeinschaft gesehen werden müsse. Trichets Antwort zeigt, dass er politische Vorgaben, welcher Art auch immer, dem gesetzlichen Stabilitätsauftrag vorschaltet. Damit wurde selbst vom EZB-Präsidenten die Sperre gegen die Einmündung der versprochenen Stabilitätsgemeinschaft in eine Haftungs- und Transferunion – die No-Bail-out-Klausel – beiseite geräumt. Danach war jedes Land entsprechend dem Subsidiaritätsprinzip für die Solidität seiner Staatsfinanzen selbst verantwortlich: Weder die Gemeinschaft noch ein Mitgliedstaat treten für die finanziellen Verpflichtungen eines anderen Mitgliedstaates ein (Art. 125 Lissabon-Vertrag).

Der Vertragsbruch

Die Griechenland-Hilfe war aber erst der Beginn. In Brüssel trafen sich die Regierungs- und Staatschefs, um im Rahmen eines Galadiners den Vertrag über die Griechenlandhilfe zu unterzeichnen. Dann soll, so wird berichtet, EZB-Präsident Jean-Claude Trichet im Rahmen einer After Dinner-Speech »Charts« präsentiert haben, die den Zusammenbruch der Finanzwelt für den kommenden Montag erwarten ließen. Offensichtlich war die darauf folgende Aussprache turbulent. Über deren Verlauf, über Motive und Austausch der Argumente gibt es keine offiziellen Aufzeichnungen, die uns Bürgern Auskunft geben könnten.¹ Aber das Ergebnis ist bekannt: Ein Rettungsschirm in Höhe von 750 Mrd. Euro wurde aufgespannt, an dem der Internationale Währungsfonds (IWF) mit 250 Mrd. Euro und die Mitgliedstaaten der Eurozone mit 500 Mrd. Euro beteiligt sind. Zusätzlich hatte sich Trichet bereit erklärt, marode Staatsanleihen aufzukaufen. Was sich in jener Nacht abgespielt hat, war wohl die Folge eines von langer Hand geplanten und sorgfältig vorbereiteten Coups des französischen Staatspräsidenten. Er hat sich vor der Presse gerühmt, 95% des Abschlusskommunikés stammten aus der französischen Vorlage.

Pierre Lellouche, französischer Staatssekretär für europäische Angelegenheiten, und Christine Lagarde, französische

¹ Vgl. hierzu: Roland Vaubel, Die Politische Ökonomie der Bail-out-Politik in der Eurzone (unveröffentlichtes Manuskript, März 2011).

Finanzministerin, haben unumwunden eingeräumt, die Politik habe mit dem Aufspannen des Rettungsschirms den Lissabon-Vertrag gebrochen.² Dass im Verlaufe der Interventionsspiralen der Boden einer Rechtsgemeinschaft verlassen wird, wiegt schwer. Politiker müssen sich an selbst gesetzte Regeln halten, damit Rechtssicherheit gewahrt bleibt. Derzeit wandelt sich die Europäische Union (EU), von einer europäischen Rechtsgemeinschaft in eine Hau-Ruck-Gesellschaft mit nicht überschaubaren Kollateralschäden. Diese Methode hat die Eurozone auf die schiefe Bahn gebracht; die Politik kann nicht beliebig Halt machen. Also folgt eine weitere Drehung auf der Interventionsspirale. So ist auf dem Gipfel der Euroländer am 24./25. März 2011 der für vorübergehende Schwächephasen gedachte und gegen spekulative Attacken von außen aufgespannte Rettungsschirm in eine permanente Einrichtung umgewandelt worden. Er dient jetzt zur Rettung konkursiter Euroländer. Sein Volumen ist auf 1 000 Mrd. Euro aufgestockt worden, und Staatsanleihen überschuldeter Staaten können unmittelbar angekauft werden. Die sich daraus ergebenden finanziellen Verpflichtungen für die einzelnen Mitgliedstaaten berechnen sich nach einem bestimmten Schlüssel, der dem nationalen Anteil am Eigenkapital der EZB entspricht. So entfallen auf Deutschland 27%, auf Frankreich 20%. Dieser Anteil steigt, wenn weitere Mitgliedstaaten unter dem Schirm Schutz suchen müssen.

Die Interventionsspirale dreht sich weiter

Im Zuge der Interventionsspirale wird auch die Prärogative nationaler Parlamente unterminiert. EU-Institutionen und IWF zwingen die überschuldeten Länder, in kürzester Zeit wettzumachen, was sie jahrzehntelang versäumt haben. Die Entmündigung der nationalen Finanz- und Wirtschaftspolitik der Schuldnerstaaten und die Entnationalisierung des vornehmsten parlamentarischen Rechts, die Hoheit über das nationale Budget, drehen die Interventionsspirale weiter. In Zeiten der Rezession, wo die Nachfrage überall wegbricht, werden diese Länder gezwungen, Steuern zu erhöhen, Ausgaben zu kürzen und Subventionen zu streichen. Was langfristig richtig ist, stößt sie jetzt noch tiefer in die Rezession hinein. Die Rating-Agenturen stufen sie zurück, weil das ökonomische Fundament und damit die Basis für Steuereinnahmen unterminiert werden.

² In einem Interview mit der Financial Times (28. Mai 2010) erläuterte Lelouche die Überzeugung der französischen Regierung, dass der jüngst beschlossene Rettungsschirm (Emergency Stabilisation Scheme) auf eine fundamentale Revision der Regeln der EU hinauslaufe und ein Sprung in Richtung einer Wirtschaftsregierung für die Eurozone sei. Der Minister sagte: »It is an enormous change. It explains some of the reticence. It is expressly forbidden in the treaties by the famous no bail-out clause. De facto, we have changed the treaty.« – Die französische Finanzministerin, Lagarde, führte aus, dass die Hilfskredite und der Rettungsschirm für die Eurostaaten gegen den Lissabon-Vertrag verstießen: »Wir sind über die bestehenden Regeln hinausgegangen«. Lagarde begründete den Vertragsbruch damit, dass man Griechenland helfen müssen. »Griechenland, das ist Euroland, das ist der Euro.«

In einer solchen Situation befindet sich auch Spanien. Die Wahrscheinlichkeit, dass es unter den Schirm schlüpfen muss, ist real. Auch über Irland wurde vor Jahresfrist gesagt, es sei mit Griechenland nicht vergleichbar, da der Staat nicht überschuldet sei. Freilich sind sich die verantwortlichen Politiker in Brüssel, Berlin und Paris dieser Gefahr bewusst, sonst hätten sie nicht darauf gedrängt und schließlich eingewilligt, den Schutzschirm um 250 Mrd. Euro aufzustocken. Da Spanien das achtfache Gewicht von Irland hat, wäre das Volumen des Schirms sogar nach der Aufstockung vollständig absorbiert. Den Bürgern wird weisgemacht, dass bloß Garantien und Bürgschaften für die Ausleihung von Krediten gestellt würden; Deutschland profitiere sogar von den Zinszahlungen der Griechen. Der Volksmund weiß es besser: »Wer bürgt, wird gewürgt.« Die Konflikte mit den nationalen Parlamenten sind vorprogrammiert.

Deutschland wird allgemein als Zahlmeister der Eurozone gesehen. Zwar entfällt auf die deutsche Regierung und damit auf die Gesamtheit der Steuerzahler der größte Anteil, aber jedes Land wird entsprechend seinem wirtschaftlichen Gewicht herangezogen. In jener Nachtsitzung hat Sarkozy nicht nur Angela Merkel, sondern auch die eigene Volkswirtschaft über den Tisch gezogen, zumal die wirtschaftliche Lage in Deutschland besser ist als in Frankreich: Die Wachstumsrate ist höher, die Arbeitslosenquote niedriger, und die deutsche Exportindustrie profitiert von jedem Konjunkturaufschwung in der Weltwirtschaft, während der französische Anteil am Welthandel sinkt. Die finanziellen Lasten einer Transferunion drücken Frankreich schwerer als Deutschland. Daraus lässt sich folgern: Die »wahren Franzosen« werden die finanziellen Verpflichtungen Frankreichs zur Rettung überschuldeter Eurostaaten zum zentralen Thema im Kampf um das französische Präsidentschaftsamt machen; der permanente Rettungsschirm ist bloß eine weitere Etappe auf einer sich weiter drehenden Interventionsspirale.



Andreas Haufler*

Das Dilemma des Europäischen Stabilisierungsmechanismus

Am 24./25. März 2011 haben die Staats- und Regierungschefs des Euroraums ein Maßnahmenpaket verabschiedet, das eine grundlegende Reform der Europäischen Währungsunion darstellt. Den Kern dieses »Paktes für den Euro« bildet der Europäische Stabilisierungsmechanismus (ESM), mit dem ein dauerhafter Rettungsschirm für die Mitgliedstaaten des Euroraums eingerichtet wird. Der ESM soll ab Juli 2013 die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) ersetzen und verstetigen, die im Juni 2010 für die Dauer von drei Jahren eingerichtet wurde. Das Gesamtvolumen des ESM beträgt 700 Mrd. Euro, von denen 80 Mrd. Euro durch Bareinlagen der Euromitgliedstaaten abgedeckt werden und 620 Mrd. Euro durch Bürgschaften und Garantien (»abrufbares Kapital«).¹ Unter Berücksichtigung eines Liquiditätspuffers, mit dem die Bestnote AAA für die Bewertung der gemeinschaftlich aufgenommenen Kredite gesichert wird, ergibt sich damit ein Kreditvolumen von 500 Mrd. Euro, das die Eurostaatengruppe an notleidende Mitglieder verleihen kann. Wie ist dieser dauerhafte Rettungsschirm aus ökonomischer Sicht zu bewerten, und wo liegen seine Probleme?

Um eine solche Bewertung vornehmen zu können, ist zunächst ein kurzer Rückgriff auf die makroökonomische Theorie notwendig (vgl. De Grauwe 2011). Ein zentrales Merkmal einer Währungsunion ist, dass ein einzelnes Land keine Kontrolle über sein Geldangebot hat und daher auch bei kurzfristigen Liquiditätseingüssen für die Refinanzierung seiner Staatsschuld ausschließlich auf den internationalen Kapitalmarkt angewiesen ist. In dieser Situation können multi-

ple Gleichgewichte auftreten, die ausschließlich von den Erwartungen der Investoren abhängen. Auch ein grundsätzlich solventes Land wird dann in die Staatsinsolvenz getrieben, wenn internationale Investoren pessimistische Erwartungen haben und entsprechend hohe Risikoprämien verlangen. Dieses ineffiziente Gleichgewicht kann durch temporäre, supranationale Liquiditätshilfen verhindert werden, die stattdessen zu einem »guten« Gleichgewicht mit niedrigeren Zinsen und Bedienung aller Staatsschulden führen. Hier gewinnen daher alle Akteure durch die temporäre Bereitstellung von supranationalen Krediten. Fundamental anders ist die Situation bei einem Land, dessen Staatsschuld untragbar geworden ist, so dass die Staatsinsolvenz das einzige (langfristige) Gleichgewicht darstellt. In diesem Fall führen internationale Hilfskredite nicht zu Effizienzgewinnen, sondern haben reine Umverteilungseffekte. Die Notkredite erlauben es dem insolventen Land, seine Schulden noch für einige Zeit zu bedienen. Davon profitieren die Gläubiger, die Zinsen mit hohen Risikoprämien erhalten, während die Steuerzahler der Kredit gebenden Länder entsprechende Verluste erleiden, wenn die unvermeidbare Insolvenz letztlich eintritt.

Diese – stark vereinfacht wiedergegebenen – Ergebnisse bedeuten zweierlei. Sie zeigen zuerst, dass der Europäische Stabilisierungsmechanismus ein grundsätzlich sinnvolles und wichtiges Instrument ist, um den Ländern des Euroraums in Liquiditätskrisen beizustehen und »unnötige« Staatsinsolvenzen mit ihren hohen Kosten für die betroffenen Länder, aber auch für die gesamte Eurozone, zu verhindern. Die Ergebnisse zeigen aber auch, dass es entscheidend ist, streng zwischen grundsätzlich solventen und insolventen Ländern zu trennen. Es kann versucht werden, diese Trennung bereits ex ante durch bestimmte Kennzahlen der Staatsschuld festzulegen, aber dies wird in vielen Fällen nicht zu einem eindeutigen Ergebnis führen. Wichtig ist deshalb, dass diese Trennung auch ex post durch zwei Mechanismen erreicht werden kann (vgl. Kopf 2011, 11–14). Zum einen müssen die Hilfskredite zeitlich strikt limitiert sein, zum anderen muss im Insolvenzfall die Bedienung der internationalen Hilfskredite Vorrang haben vor der Bedienung der Ansprüche privater Gläubiger.

Grundsätzlich sind diese Bedingungen in den Vereinbarungen zum ESM erfüllt. Die Trennung zwischen Liquiditäts- und Solvenzrisiken erfolgt aufgrund einer Schuldentragfähigkeitsanalyse, die gemeinsam von Europäischer Kommission, Internationalem Währungsfonds und Europäischer Zentralbank vorgenommen wird. Kredite werden zeitlich begrenzt vergeben und sind an die Bedingung geknüpft, dass der Kredit nehmende Mitgliedstaat ein Programm zur Haushaltskonsolidierung und zu wirtschaftlichen Reformen durchführt. Schließlich ist die Beteiligung privater Investoren an den Kosten einer Umschuldung grundsätzlich vorgesehen. Für alle Staatsanleihen der Eurozone, die ab Mitte 2013 ausgege-

* Prof. Dr. Andreas Haufler ist Leiter des Seminars für Wirtschaftspolitik an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

¹ Auf Deutschland entfallen dabei (entsprechend seinem Anteil am EZB-Kapital) gut 27% des ESM-Volumens, also rund 22 Mrd. Euro an Bareinlagen und Garantien in Höhe von etwa 170 Mrd. Euro.

ben werden, werden Collective Action Clauses eingeführt, die im Falle einer Solvenzkrise des ausgebenden Staates die Koordination zwischen den Gläubigern erleichtern, indem mit qualifizierter Mehrheit eine für alle Gläubiger bindende Reduktion der Forderungen an den Schuldnerstaat (verlängerte Laufzeiten, geringere Zinsen oder ein partieller Forderungsverzicht) beschlossen werden kann. Schließlich wird die Bedienung von ESM-Krediten im Falle einer Staatsinsolvenz Vorrang vor der Bedienung der Forderungen privater Gläubiger haben.

Allerdings wird schon jetzt deutlich, dass die Durchführung einer Umschuldungsvereinbarung unter Beteiligung privater Gläubiger auch davon abhängig gemacht werden wird, ob hiervon eine Gefährdung der Finanzstabilität im Euroraum ausgehen kann. Dies zeigt sich aktuell am Beispiel Griechenlands. Die griechische Staatsschuld liegt inzwischen bei 140% des Bruttoinlandsprodukts, und sie ist im letzten Jahr weiter gestiegen, trotz aller von der EU eingeforderten und überwachten Spar- und Reformmaßnahmen. Nach den Einschätzungen der meisten Marktbeobachter und Analysten ist Griechenland faktisch insolvent und wird sich ohne Schuldenerleichterungen nicht in absehbarer Zeit aus dem Kreislauf von Sparmaßnahmen, sinkendem Sozialprodukt, geringeren Steuereinnahmen und weiter steigender Staatsschuldenquote befreien können. Dennoch halten EU Kommission, IWF und EZB in ihrer Schuldentragfähigkeitsanalyse an der Solvenz Griechenlands bislang fest. In den Äußerungen führender Repräsentanten der europäischen Institutionen geht gleichzeitig hervor, dass diese Bewertung stark von der Sorge getrieben wird, dass mit einem partiellen Forderungsverzicht der Gläubiger Griechenlands unkalkulierbare Risiken für das europäische Banken- und Finanzsystem entstehen. Diese Sorgen sind auch sicherlich nicht von der Hand zu weisen. So sind unter den Gläubigern auch Finanzinstitute, die ihrerseits angeschlagen sind – nicht zuletzt die griechischen Banken, die etwa 20% der griechischen Staatsschuld halten – und die von einem Umschuldungsverfahren Griechenlands massiv betroffen wären. Es ist durchaus möglich, dass diesen Banken selbst wieder mit Krediten ausgeholfen werden muss, wenn sie im Zuge einer Umschuldung Wertberichtigungen in größerem Umfang vornehmen müssen. Darüber hinaus könnte eine Umschuldung zum Beispiel Griechenlands auch die Kreditkonditionen für andere Eurostaaten – insbesondere für Spanien und Italien – verschlechtern und damit schlimmstenfalls auch diese Länder unter den Rettungsschirm zwingen.

Mit der – durchaus begründeten – Berücksichtigung kurzfristiger, makroökonomischer Risiken schwimmt aber die Grenze zwischen zeitlich klar begrenzten Liquiditätshilfen an einzelne Euromitgliedstaaten und der Finanzierung eines grundsätzlich insolventen Staates. Hier wird ein fundamentales Dilemma des ESM (wie auch der jetzigen EFSF) deutlich, das sich durch die Doppelfunktion er-

gibt, neben der Kreditvergabe an überschuldete Mitgliedstaaten auch die Finanzmarktstabilität im Euroraum zu garantieren. Im Vergleich dazu hat der Internationale Währungsfonds zwar grundsätzlich ähnliche Aufgaben, die Interdependenz zwischen den beiden Aufgabenbereichen ist aber in der Eurozone durch die hohen Kreditbeträge und die starke Verflechtung des europäischen Finanzsektors ungleich stärker.

Wenn aus Sorge um die möglichen Auswirkungen einer Staatsinsolvenz für die Stabilität des europäischen Finanzsystems Umschuldungen jedoch immer weiter hinausgeschoben oder sogar ganz ausgeschlossen werden, so hat dies eine Reihe negativer, langfristiger Folgen. Zunächst steigt offensichtlich das Volumen der notwendigen ESM-Hilfskredite, die überschuldeten Eurostaaten, denen ein Schuldenschnitt verwehrt wird, gewährt werden müssen. Weiterhin wird auch die Bevölkerung der Schuldenstaaten nicht auf Dauer hinnehmen, dass sie eigene Sparbeiträge erbringen soll, ohne dass dies zu einer Verbesserung der nationalen Verschuldungssituation führt. Dies kann dazu führen, dass auch die Konditionalität der Hilfskredite immer weiter aufgeweicht wird, um Proteste und Unruhen in der betroffenen Bevölkerung zu vermeiden. Von hier ist der Weg nicht mehr weit zu einer Transferunion, in der durchgreifende Reformen und Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung nicht dauerhaft durchsetzbar sind und die Kredite an hoch verschuldete Euroländer verstetigt werden müssen (vgl. Sinn 2010).

Schließlich werden private Investoren zu einem spekulativen Engagement in die Staatsanleihen hoch verschuldeter Eurostaaten animiert, wenn diese ausreichende Risikoaufschläge bieten und die Investoren gleichzeitig auf einen Bail-out durch die Eurostaatengemeinschaft vertrauen. Gleichzeitig entsteht zumindest für die großen Finanz- und Versicherungsinstitute der Anreiz, die Folgen eines möglichen Haircuts für private Gläubiger für das europäische Finanzsystem besonders drastisch und abschreckend darzustellen. Wenn in dieser Situation die europäische Politik Staatsinsolvenzen und Umschuldungen um jeden Preis vermeiden will und entsprechend die Kredite aus dem ESM immer weiter aufstockt, dann führt dies neben der Umverteilung zwischen den Mitgliedstaaten des Euroraums auch zu einer systematischen Umverteilung von den Steuerzahlern der Euromitgliedstaaten zu den privaten Investoren in riskante Staatsanleihen. In der Summe können diese Entwicklungen dazu führen, dass sie die Solidarität der solventen Länder politisch wie ökonomisch überfordern und damit letztlich das Fundament der Europäischen Union untergraben.

Es sollte betont werden, dass dies nur mögliche Szenarien sind, die in dieser Form nicht eintreten müssen. Gleichwohl sind die geschilderten Risiken in der Doppelfunktion des ESM angelegt. Das Dilemma des ESM könnte dabei we-

sentlich entschärft werden, wenn es durch eine durchgreifende und international koordinierte Reform der Bankenregulierung gelänge, das Risiko systemischer Finanzkrisen nachhaltig zu reduzieren. Dennoch wird unter den Bedingungen des Euroraums bei der Entscheidung über eine Staatsinsolvenz ein Zielkonflikt zwischen kurzfristiger Finanzmarktstabilisierung und dem Risiko langfristiger Fehlentwicklungen nie völlig auszuschließen sein. Ein Europäischer Stabilitätsmechanismus, der eine zielgenaue und allgemein akzeptierte Rolle bei der Liquiditätshilfe für seine Mitglieder spielen kann, muss daher die Freiheit haben, vom Instrument der Umschuldung im Krisenfall auch wirklich Gebrauch machen zu können. Das ist der Grund, warum deutsche Ökonomen ein möglichst stark institutionalisiertes Verfahren der Staatsinsolvenz in der Eurozone fordern (vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim BMWi 2010; Haufler et al. 2011). Eine einseitige Festlegung auf das Ziel, kurzfristige Finanzmarktkrisen zu verhindern, birgt dagegen das Risiko einer schleichenden Umwandlung des ESM, bei der aus einem temporären Hilfsmechanismus in akuten Krisensituationen eine Dauerfinanzierung hoch verschuldeter Mitgliedstaaten wird, mit potenziell gravierenden langfristigen Folgen für den Zusammenhalt der Europäischen Union.

Literatur

De Grauwe, P. (2011), »The Governance of a Fragile Eurozone. Economic Policy«, CEPS Working Document, 4. Mai, Center for European Policy Studies.

Haufler, A., B. Lucke, M. Merz und W.F. Richter (2011), »Plenum der Ökonomen: Stellungnahme zur europäischen Schuldenkrise«, Oekonomenstimme, 24. Februar, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2011/02/plen-um-der-oekonomen-stellungnahme-zur-europaeischen-schuldenkrise/>.

Kopf, Ch. (2011), »Restoring Financial Stability in the Euro Area«, CEPS Policy Brief No. 237, 15. März, Center for European Policy Studies.

Sinn, H.-W. (2010), »Euro-Krise«, *ifo Schnelldienst* 63(10), Sonderausgabe. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft (2010), *Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union*, 26. November, <http://www.bmw.de/BMWi/Redaktion/PDF/Publikationen/Studien/gutachttext-ueberschuldung-staatsinsolvenz-in-der-eu-wissenschaftlicher-beirat,property=pdf,bereich=bmw,sprache=de,rwb=true.pdf>.



Volker Grossmann*

Warum der Euro-Rettungsschirm mehr Risiken als Chancen birgt

Grundzüge des Euro-Rettungsschirms

Der jüngste Beschluss der Finanzminister der Eurostaaten im März 2011 hat den provisorischen, im Jahr 2013 auslaufenden Euro-Rettungsschirm vom Mai 2010 sowohl permanent ausgestaltet als auch erweitert. Allein der Europäische Rettungsfonds (ESM) beinhaltet nun Bürgschaften in Höhe von 620 Mrd. Euro und eine Bareinzahlung von 80 Mrd. Euro (gestreckt über fünf Jahre bis 2017). Deutschland allein haftet im Rahmen des ESM mit 190 Mrd. Euro. Die gesamte Haftungssumme des Euro-Rettungsschirms beträgt laut Sinn (2011) sogar über 1 500 Mrd. Euro, falls man den Griechenland-Rettungsplan, EU-Nothilfe, Kauf von Staatsanleihen der Europäischen Zentralbank (EZB), die TARGET2-Verbindlichkeiten der Notenbanken der sog. GIPS-Staaten (Griechenland, Irland, Portugal und Spanien) gegenüber der Deutschen Bundesbank und die IWF-Haftungssumme von 250 Mrd. Euro hinzurechnet. Neben Griechenland und Irland hat Anfang April 2011 nun auch Portugal Hilfen aus dem Rettungsschirm beantragt, entgegen monatelanger Beteuerungen, dass dies nicht passieren wird.

Mögliche Motive

Zunächst einmal ist zu fragen, welches Ziel der Rettungsfonds eigentlich verfolgt bzw. verfolgen könnte. Die offizielle Begründung scheint zu sein, die »Stabilität des Euro« zu gewährleisten. In diesem Zusammenhang wird auf mögliche »Spekulationen« gegen den Euro verwiesen. Zudem ging es darum, »Liquiditätsprobleme« verschuldeter Länder mit Krediten zu überbrücken.

* Prof. Dr. Volker Grossmann lehrt an der Universität Freiburg/Schweiz, Department für Volkswirtschaftslehre, und ist Netzwerkmitglied bei CESifo, München; Institut zur Zukunft der Arbeit (IZA), Bonn.

Beide Motivationen sind zweifelhaft. Selbst im turbulenten Mai 2010, in der die Grundlage des Rettungsfonds gelegt wurde, war der tiefste Eurokurs noch immer auf einem Stand von etwa 1,20 US-Dollar/Euro. Dieser Wert hat noch Anfang 2004 einen historischen Höchststand markiert und ist auch nicht durch die erst jetzt für die Finanzmärkte als Problem erkannte Schuldensituation der USA zu erklären. Zudem sollte eine Eurokrise darin erkennbar sein, dass die Zinssätze auf Staatsanleihen aller Euroländer sich erhöhen. Während die Zinsen für Staatsanleihen aus Griechenland, Irland und Portugal tatsächlich in die Höhe schossen, blieben jedoch die Zinssätze für deutsche und französische Staatsanleihen im Sommer 2010 sogar noch unter dem Niveau vor der Finanzkrise 2007–2009 (vgl. Sinn und Carstensen 2010) – ganz wie es nach den Zinssenkungen und Liquiditätsspritzen der EZB als Reaktion auf die Finanzkrise zu erwarten war. Selbst Zinssätze auf spanische Staatsanleihen haben sich kaum verändert. Eine Eurokrise bzw. ein möglicher Flächenbrand, der sich angeblich an den GIPS-Staaten entzünden könnte, sieht anders aus.

Liquiditäts- oder Solvenzprobleme?

Bleibt also die Frage, ob der Rettungsfonds Spekulationen auf den Euro eindämmen kann. Dabei ist zunächst zu diskutieren, ob es sich bei den zweifelslos in einer Schuldenkrise befindlichen GIPS-Staaten um Liquiditäts- oder Solvenzprobleme handelt. Ein Land ist insolvent, wenn selbst bei Zugrundelegen eines weitestgehend risikolosen Zinssatzes (etwa dem Zinssatz auf deutsche Staatsanleihen) der Barwert der zukünftig maximal zu erzielenden Budgetüberschüsse eines Staates den derzeitigen Bestand an Staatsschulden übersteigt. Im Falle der GIPS-Staaten ist unglücklicherweise leicht vorstellbar und mit Hilfe einiger plausibler Annahmen leicht verifizierbar, dass diese Bedingung erfüllt ist. Dabei ist zu beachten, dass Erhöhungen der Steuersätze oder Senkung der Staatsausgaben für öffentliche Infrastrukturprojekte, Forschungsförderung oder Bildung potenziell adverse Wachstumseffekte haben. Somit ist selbst bei bestem Willen der Politik, Haushaltsüberschüsse zu erzielen, das Sanierungspotenzial limitiert. Dazu kommen Grenzen hinsichtlich dessen, was den Bürgern der GIPS-Staaten zumutbar ist. In der Tat scheinen diese einen Staatsdefault mit Nachdruck zu bevorzugen, falls die Alternative weit reichende Kürzungen im Staatshaushalt sind. Die wiederholten gewaltsamen Ausschreitungen in Athen seit Mai 2010 bei Protesten gegen Sparprogramme der Regierung haben die politischen Grenzen der Haushaltskonsolidierung schmerzhaft deutlich gemacht.

Wenn also die Staatsverschuldung eine gewisse Höhe erreicht hat und das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf eines Landes kein hohes Trendwachstum aufweist, ist eine Insolvenz

unvermeidlich. Eine solche Situation scheint im Falle von Griechenland und Portugal gesichert – der Investitionsboom ist nach Platzen der Immobilienblase in der Tat vorüber und die Wachstumschancen scheinen gering.

Irland hätte ein weitaus größeres Wachstums- und somit Konsolidierungspotenzial. Dort ist aber bekanntermaßen das marode – und bedauernswerterweise nun staatlich garantierte – Bankensystem für die besorgniserregende Schuldensituation verantwortlich. Die (implizite) irländische Staatsverschuldungsquote ist dadurch vermutlich deutlich höher als in Griechenland und Portugal.

Spanien hat nicht nur aufgrund der Staatsverschuldung strukturelle Probleme, die sich an der gewaltigen Arbeitslosigkeit ablesen lassen. Paradoxerweise hat gerade der Euro dazu beigetragen, notwendige Strukturreformen in Spanien zu verzögern. Der Euro hat, durch die Verringerung des Währungsrisikos, in Spanien zu niedrigen Zinsen geführt und ausländisches Kapital angezogen. Dadurch wurde ein beispielloser Bauboom ausgelöst, der die strukturellen Arbeitsmarktprobleme Spaniens temporär überdeckt hat. Während die Arbeitslosenquote in Spanien vor Einführung des Euro fast 20% betrug, ist sie innerhalb eines Jahrzehnts bis zum Jahre 2008 auf gut 8% gesunken, liegt jetzt nach Platzen der Immobilienblase jedoch wieder bei etwa 20% (siehe stats.oecd.org). Wenn die Finanzmärkte nun also auch spanische Staatsanleihen für riskant halten sollten, hat dies ebenso wie hinsichtlich der anderen GIPS-Staaten einen fundamentalen Grund.

Mit anderen Worten: Die entscheidende Frage ist, ob bei den GIPS-Staaten eine Erwartung einer 100%igen Rückzahlung der Staatsschulden überhaupt noch rational sein kann oder ob diese Länder gemäß obiger Definition tatsächlich als insolvent angesehen werden müssen. Sparprogramme schaffen kein Wachstum, im Gegenteil, wie also soll der gewaltige Schuldenberg abgetragen werden?

Spekulative Attacken

Trotzdem kann es aber, trotz völliger Rationalität der Finanzmarktakteure, »spekulative Attacken« geben, zumindest auf die Anleihen einzelner Staaten und in folgendem Sinne. Es kann rational sein, für einen gegebenen Schuldenstand, Wachstumspotenzial und staatlichen Finanzierungsbedarf einen hohen oder geringen Rückzahlungsanteil des Nennwertes einer Staatsanleihe zu erwarten. Wenn ein hoher Rückzahlungsanteil erwartet wird (d.h. die Erwartung ist optimistisch), resultiert eine geringe Risikoprämie für Staatsanleihen. Da in diesem Fall geringe Zinsen auf zukünftige Staatsschulden bezahlt werden müssen, ist der Barwert der maximal zu erzielenden staatlichen Budgetüberschüsse hoch. Somit ist es rational und möglicherweise selbst-

erfüllend, einen hohen Rückzahlungsanteil zu erwarten. Bei einem geringen erwarteten Rückzahlungsanteil (d.h. die Erwartung ist pessimistisch) hingegen werden die Finanzmarktakteure eine hohe Risikoprämie auf die betreffenden Staatsanleihen fordern. Die resultierende, hohe Schuldenlast lässt dann ebenso den geringen Rückzahlungsanteil als rationale Erwartung zu. Man kann also von multiplen rationalen Erwartungsgleichgewichten hinsichtlich des erwarteten Rückzahlungsanteils sprechen. Unter einer »spekulativen Attacke« kann man nun verstehen, dass ein geringer Rückzahlungsanteil erwartet wird, obwohl rationalerweise auch ein hoher Rückzahlungsanteil erwartet werden könnte. Eine formale Darstellung des Argumentes findet sich in Grossmann (2011).

Eine Aussicht auf einen Transfer der Staatengemeinschaft zugunsten eines hoch verschuldeten Staates kann bei Vorliegen multipler Erwartungsgleichgewichte sowohl den erwarteten Rückzahlungsanteil marginal erhöhen, als auch im besten Fall eine Änderung von pessimistischen zu optimistischen Erwartungen erzeugen. Der Euro-Rettungsschirm könnte also erfolgreich sein in dem Sinne, dass die Risikoprämien für Anleihen hoch verschuldeter Staaten sinken. Falls der in Aussicht gestellte Transfer hoch genug ist, könnte es sogar wieder rational sein, für ein eigentlich insolventes Land wieder die volle Rückzahlung der Staatsschulden zu erwarten.

Rhetorik zur Einflussnahme auf Erwartungen

Allerdings gilt das Argument dieser »positiven« Wirkung des Rettungsfonds nur dann, wenn es sich tatsächlich um einen Transfer an einen insolventen Staat handelt, also nicht um einen Kredit, der zurückgezahlt werden muss. Nach offizieller Maßgabe der EU-Finanzminister handelt es sich beim Euro-Rettungsschirm jedoch im Bedarfsfall um »Liquiditätshilfe«, bei der sich die Geberländer angeblich sogar noch einen Zinsgewinn versprechen. Nehmen wir jedoch einmal an, dass beispielsweise Griechenland tatsächlich insolvent ist. Dann kann der Rettungsfonds nur in dem Falle die Zinslast für den griechischen Staat reduzieren, wenn die Finanzmärkte von einem Transfer und nicht von einem Kredit ausgehen – da nur ein Transfer den Default noch verhindern kann. Die EU-Politiker der Geberländer stehen also vor der Aufgabe, ihren Bürgern weißzumachen, es handele sich nur um Kredithilfen, gleichzeitig aber bei den Finanzinvestoren keinen Zweifel zu lassen, dass im Schadensfalle ein Transfer, also ein Geschenk, geleistet wird. In diesem Zusammenhang lässt sich beobachten, wie sehr EU-Politiker derzeit betonen, eine Umschuldung Griechenlands sei völlig ausgeschlossen und hätte dramatische Folgen für die Eurozone als Ganzes. Damit soll den Finanzmärkten einerseits signalisiert werden, dass Transfers in hohem Maße geleistet wer-

den. Andererseits soll der Bevölkerung kommuniziert werden, der Rettungsschirm sei »alternativlos« (das Unwort des Jahres 2011!). Ansonsten drohe eine neue Bankenkrise und der Verfall des Euro.

Warum der Rettungsfonds den Euro erst gefährdet

Nur wenn die Erwartungen auf den Finanzmärkten bei Vorliegen multipler Erwartungsgleichgewichte nachhaltig beeinflusst werden, lässt sich ein massiver Zinsanstieg bei Staatsanleihen und somit ein schneller Default in den GIPS-Ländern noch verhindern. Es stellt sich allerdings die Frage, ob dies wünschenswert ist. Das jetzt von den EU-Finanzministern in Aussicht gestellte Geschenk scheint so teuer für Geberländer wie Deutschland und Frankreich, dass die Staatsverschuldung auch dort zu einem Riesenproblem zu werden droht. Daher kann der Euro gerade wegen der »Rettung« der GIPS-Staaten unter einen Druck kommen, der sich bei Realisierung ihrer Insolvenz nie ergeben hätte. Grund ist das verringerte Wachstumspotenzial in Deutschland und Frankreich, welches sich aufgrund nötiger, höherer Steuern und/oder geringerer Staatsausgaben für Bildung, Forschung und Infrastruktur ergibt. Wenn auch die Geberländer hochverschuldet sind, dann ist der Euro wirklich am Ende. Das wäre dann aber, bedauerlicherweise, für die Geberländer das geringste Problem. Der Rettungsfonds setzt schlicht vor allem die Wachstumschancen Deutschlands und Frankreichs aufs Spiel. Dies nur, um andere Länder (im besten Fall) davor zu bewahren, zugeben zu müssen, dass sie insolvent sind. Dieses Szenario sollte selbst bei den betreffenden Besitzern der faulen Staatspapiere – allen voran großen Finanzinstituten – keine Freude auslösen, auch wenn es dort bereits als selbstverständlich erachtet werden mag, dass wieder einmal andere die Zehne ihrer riskanten Kreditvergabe zahlen.

Alternativen und deren Wirkungen

Alternativ könnte man ein geordnetes Insolvenzverfahren entwerfen. Ein solches Verfahren würde dann eingeleitet, wenn nach vorab festgelegter Prüfung einer unabhängigen Expertenkommission festgestellt wurde, dass ein Land insolvent ist. Dies sollte leichter sein, als es zunächst den Anschein hat. Man benötigt nicht viel mehr als Schätzungen über den Mix von Steuersätzen und Staatsausgaben, der den Barwert der staatlichen Budgetüberschüsse maximiert sowie eine Einschätzung der politisch zumutbaren Einsparungen, v.a. im Bereich der Bildungs- und Sozialausgaben.

Falls es trotz fehlender Evidenz für eine Insolvenz zu Turbulenzen auf den Markt für Staatsanleihen einzelner Länder

kommen sollte, könnte ein Liquiditätsfonds greifen. Dieser sollte jedoch Kredite mit recht kurzen Laufzeiten vergeben. Bei einer wider Erwarten später eintretenden Insolvenz sollten diese Kredite dann bevorzugt bedient werden. Falls einzelne Finanzinstitute durch einen Staatsdefault in Schwierigkeiten geraten sollten, könnten ihnen ebenso Liquiditätshilfen unter strengen Auflagen gewährt werden.

Ein solches Konzept würde – im Gegensatz zum jetzigen Rettungsschirm – das Moral-hazard-Problem auf den Finanzmärkten angehen. Bislang scheinen große Finanzinstitute damit zu rechnen, dass allzu große Risiken im Schadensfall von der Allgemeinheit übernommen werden. Dies führt zu enormen Fehlanreizen und kann die weiterhin hohen Eigenkapitalrenditen im Finanzsektor erklären. Der Rettungsschirm verstärkt dieses Problem auf den Märkten für Staatsanleihen noch. Wenn hingegen klar wäre, dass zumindest für Fehlinvestments im Bereich der Staatsanleihen keine Garantien mehr abgegeben werden, haben nicht nur die Anleger Anreize, genauer hinzuschauen. Auch Staaten wissen, dass sie langfristig vernünftige Finanzierungspläne vorlegen müssen, wenn sie in den Genuss frischen Kapitals kommen möchten.

Eine Bankenkrise ist bei einer Umschuldung hoch verschuldeter Staaten hingegen aufgrund der hohen Streuung von Staatsanleihen nicht zu erwarten. Zudem dürften sich viele Banken einem Großteil riskanter Staatspapiere bereits entledigt haben. Falls wider Erwarten eine Großbank in Schwierigkeiten kommen sollte, gibt es zweifelsohne genügend, in der letzten Finanzkrise bewährte Mittel von Liquiditätshilfen. Der Preis für dieses Konzept ist möglicherweise eine in obigem Sinne definierte spekulative Attacke auf Staatsanleihen einzelner Eurostaaten. Dies ist aber immer noch besser als ein Ruin Deutschlands durch den Rettungsschirm.

Fazit

Der nun permanente Euro-Rettungsschirm rettet den Euro nicht. Im Gegenteil, er bringt ihn erst in Gefahr, aufgrund der enormen Risiken für die Geberländer. Und alles nur deshalb, um eine drohende Insolvenz der GIPS-Länder zu verschleiern. Dass die Zinssätze der GIPS-Länder in Schach gehalten werden konnten durch den Rettungsfonds ist mitnichten ein Beweis dafür, dass das Rettungspaket die Stabilität des Euro gewährleisten kann. Wie hier argumentiert wurde, ist diese Tatsache schlicht Ausdruck dessen, dass der Finanzmarkt Transferzahlungen für möglich hält. Banken und andere Finanzmarktakteure haben die Nachricht dankbar aufgenommen, dass der Steuerzahler abermals für ihre Fehlinvestments aufkommen soll. Deutschland und Frankreich würden damit potenziell in Zukunft ebenfalls an den Rand des Ruins gebracht.

Dazu wird es allerdings wohl nicht kommen, da direkte Milliardentransfers für deutsche und französische Politiker politischer Selbstmord bedeuten würde. Der aktuelle Rechtsruck in Finnland ist ein Warnzeichen, welches nicht überhört werden wird. Einige Finanzinstitute werden das wissen und eine Umschuldung der GIPS-Staaten bereits antizipieren. Man kann aber davon ausgehen, dass Großbanken alles daran setzen, um derzeitige Praxis der EZB auszunutzen, Staatsanleihen hoch verschuldeter Eurostaaten aufzukaufen (bislang im Umfang von fast 80 Mrd. Euro). Dadurch werden Transfers von gering- an hochverschuldete Euroländer an allen Parlamenten vorbei geleistet, zugunsten großer Finanzinstitute.

Literatur

- Grossmann, V. (2011), »Wirkungen und Nebenwirkungen des EU/IWF-Rettungsschirms für verschuldete Euro-Länder«, *Wirtschaftsdienst* 91(3), 179–185.
 Sinn, H.-W. (2011), »Tickende Zeitbombe«, *Süddeutsche Zeitung*, 2. April.
 Sinn, H.-W. und K. Carstensen (2010), »Ein Krisenmechanismus für die Euro-Zone«, *ifo-Schnelldienst*, Sonderausgabe, 23. November 2010.



Markus Ferber*

Keine Solidarität ohne strenge Auflagen

Die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union haben auf dem Gipfel im März als Reaktion auf die Wirtschaftskrise die größte Reform in der Geschichte der Währungsunion beschlossen. Damit soll die gegenwärtige Krise beendet werden, dabei helfen künftigen Krisen besser vorzubeugen und dazu beitragen die wirtschaftliche Stabilität in Europa auf langfristige Sicht zu stärken.

Der Europäische Rat verabschiedete jedoch nicht nur den Euro-Plus-Pakt, sondern darüber hinaus wurden ein umfassendes Maßnahmenpaket für mehr Finanzstabilität der Eurozone und die Vertragsänderung zur Errichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) angenommen. Das Zusammenspiel des ESM, des Euro-Plus-Paktes und der Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspakts wird insgesamt dazu beitragen in den Mitgliedstaaten die Konsolidierung der Staatshaushalte voranzutreiben, eine stärkere wirtschaftspolitische Koordinierung der Nationalstaaten zu erwirken und darüber hinaus schnellere Sanktionsmöglichkeiten bei Verstößen als bisher zu ermöglichen.

Somit spiegelt einerseits das beschlossene Gesamtpaket zur Reform der Eurozone die Solidarität mit finanzschwachen Eurostaaten wider, andererseits erhöhen die Beschlüsse auch den Druck auf finanzschwache Eurostaaten, ihre Haushalte zu konsolidieren und wieder wettbewerbsfähig zu werden. Insgesamt waren die Beschlüsse des Gipfels ein wichtiges stabilisierendes Signal an die weltweiten Finanzmärkte, dass die Eurozone trotz aller Unkenrufe handlungsfähig ist und die Finanzkrise endgültig überwunden werden kann.

Mit dem verabschiedeten »Euro-Plus-Pakt«, an dem sich die 17 Eurostaaten und sechs Nicht-Eurostaaten beteiligen,

sollen künftig wirtschaftliche Ungleichgewichte durch die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit vermieden werden. Hauptanliegen ist es, alle Governance-Elemente zur besseren Erreichung der Ziele der Europa-2020-Strategie zusammenzuführen. Damit soll im Hinblick auf eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit und ein höheres Maß an Konvergenz die wirtschaftliche Säule der Wirtschafts- und Währungsunion gestärkt werden und vor allem die prioritären Politikbereiche, die der Förderung der Wettbewerbsfähigkeit, Beschäftigung und der Stärkung der Finanzstabilität dienen und in nationalstaatliche Zuständigkeit fallen, dadurch abgedeckt werden. Bereiche wie die Lohnpolitik oder Renteneintrittsalter bleiben jedoch auch weiterhin in nationaler Zuständigkeit. Durch die freiwillige engere Abstimmung in der Sozial-, Steuer- und Haushaltspolitik soll die Eurozone insgesamt wettbewerbsfähiger und weniger krisenanfällig werden. Konkret werden sich die 17 Eurostaaten und die sechs Nicht-Eurostaaten gemeinsame Ziele bei Haushalt, Renten und Steuern setzen. Auf Ebene der Staats- und Regierungschefs werden künftig nationale Verpflichtungen vereinbart werden. Bei der Festlegung der Ziele werden sich die Mitgliedstaaten an den Leistungsstärksten innerhalb der EU orientieren und ihre Partner vor wichtigen Wirtschaftsreformen konsultieren. Die Verfolgung der Ziele soll dann mit den politischen Instrumenten der Mitgliedstaaten erfolgen. Durch ein jährliches Monitoring wird die Erfüllung der Verpflichtungen auf politischer Ebene von den Staats- und Regierungschefs auf Grundlage eines Berichts der Kommission überprüft werden. Diese Form der tieferen Abstimmung ist ein sinnvoller Schritt, wenn es darum geht, einheitliche Regelungen für die Verschuldung einzuhalten und die Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Volkswirtschaften in den Euroländern zu beobachten und gegebenenfalls eingreifen zu können. Die stärkere wirtschaftspolitische Koordinierung untereinander wird gemeinsam von den Regierungen aller Nationalstaaten im Rat der Europäischen Union geleistet werden.

Auf wirtschaftliche Fehlentwicklungen oder externe Schocks wie eine Finanz- und Wirtschaftskrise müssen die Staaten dennoch weiterhin flexibel und mit Rücksicht auf nationale Besonderheiten reagieren können. Eine makroökonomische Feinsteuerung mit Maßnahmen die jeglichem Ungleichgewicht entgegentreten, wäre der falsche Schritt gewesen. Damit wären z.B. Exportüberschüsse oder Spielräume zur Lohnerhöhung in den einzelnen Mitgliedstaaten beschränkt gewesen. Mit der starken Rolle der Kommission bei der Überwachung der Erfüllung der Verpflichtungen ist der Europäische Rat auch auf eine zentrale Forderung des Europäischen Parlaments eingegangen.

Dennoch wurden aus dem ursprünglichen Papier eine Reihe wichtiger Punkte, die zur Bewertung der wirtschaftlichen Konvergenz der einzelnen Mitgliedstaaten notwendig sind, herausgestrichen und der Pakt damit erheblich abgemildert. Zudem hängt der Pakt juristisch in der Luft. Weder

* Markus Ferber, MdEP, ist Vorsitzender der CSU-Europagruppe.

das Europäische Parlament noch die nationalen Parlamente werden ausreichend an den Maßnahmen und Entscheidungen beteiligt sein. Deshalb stellt sich die Frage, wie durch den Euro-Plus-Pakt eine neue Politik entstehen soll, die keine demokratische Legitimation besitzt?

Die Stabilität des Euro hängt von der Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts ab, in dem sich alle Staaten zu solider Staatsfinanzierung verpflichtet haben. Denn die Eurozone wird nur dann bestehen können, wenn es ein politisches sowie institutionelles Bekenntnis aller Beteiligten gibt, dass das Stabilitätsziel unabdingbar für die gemeinsame Währung ist. In der Vergangenheit gab es offensichtlich zu wenige Anreize die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts einzuhalten. Darum konnte die Überschuldung einzelner europäischer Staaten nicht verhindert werden und die Instrumente die bisher eingesetzt wurden – wie die strukturpolitischen Maßnahmen oder Stabilitätskriterien – die zur ökonomischen Angleichung der Mitgliedstaaten hätten führen sollen, haben nicht gegriffen. Im Gegenteil, sie führten dazu, dass sich die ökonomischen Spannungen zwischen den Mitgliedstaaten eher noch vergrößerten. Zudem hat sich gezeigt, dass nicht in allen Euroländern die gleiche Stabilitätskultur vorhanden ist. In Zukunft wird es über die Einhaltung der Regelungen im Einzelnen hinaus vor allem darum gehen, in den Mitgliedstaaten das gemeinsame Verständnis für die Stabilitätskultur in der EU zu stärken.

Schon im Vorfeld des Gipfels im März wurden die Schritte zur Stärkung der wirtschafts- und finanzpolitischen Steuerung in der EU eingeleitet. Bereits am 15. März haben sich die EU-Finanzminister auf eine gemeinsame Ausrichtung zu den sechs Gesetzesvorschlägen, dem so genannten Governance Package der Kommission geeinigt. Damit konnte die Ratspräsidentschaft die Verhandlungen mit dem EU-Parlament aufnehmen, um bis Juni eine gemeinsame Lösung zu finden. Die Staats- und Regierungschefs hatten den Juni 2011 als Ziel für eine zügige Verabschiedung der Gesetzesvorschläge zur Economic Governance festgelegt. Das Gesetzespaket hat zum Ziel, die Haushaltsdisziplin in den Mitgliedstaaten und die Überwachung der nationalen Wirtschaftspolitiken zu stärken. Vier der sechs Gesetzesvorschläge beziehen sich auf die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Sie sind u.a. darauf abgestimmt die Haushaltspolitiken der Nationalstaaten genauer zu beaufsichtigen, indem sie Bestimmungen für den nationalen Haushaltsrahmen einführen und Durchsetzungsmaßnahmen für die Staaten vorsehen, die gegen die Verpflichtungen verstoßen. Die beiden weiteren Vorschläge dienen der Vertiefung der wirtschaftspolitischen Überwachung. Mit dieser Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes drohen den Defizitsündern künftig nicht nur Geldstrafen, wenn die jährliche Neuverschuldung 3% der Wirtschaftsleistung übersteigt, sondern auch wenn die Gesamtverschuldung über 60% der Wirtschaftsleistung liegt. Außerdem wurde eine verpflichtende Schuldentrückführung festgelegt. Das bedeutet einen Ab-

bau der Differenz zwischen Schuldenstand und Referenzwert von 60% des BIP um $\frac{1}{20}$ pro Jahr. Außerdem geht mit der Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspakts auch eine Verschärfung des Sanktionsmechanismus einher. Sanktionen sollen früher und gradueller erfolgen als bisher. Deshalb dringt das Europaparlament bei der Reform des EU-Stabilitätspaktes auf halbautomatische Sanktionen. In der Abstimmung zu den sechs Gesetzgebungsdossiers zur wirtschaftspolitischen Koordinierung und strengeren Haushaltsdisziplin votierte der Wirtschafts- und Währungsausschuss unter anderem für den ursprünglichen Vorschlag der EU-Kommission für mehr Automatismus beim Defizitverfahren. Den politischen Ermessensspielraum der Finanzminister muss eingeschränkt werden. Die Ablehnung von Sanktionen sollte einer qualifizierten Mehrheit im Rat bedürfen.

Zudem wurde auf dem Gipfel die Vertragsänderung zur Einrichtung des ESM unterzeichnet. Dieser wird ab 2013 als Krisenfonds den aktuellen Euro-Rettungsschirm EFSF (Europäische Finanzstabilitätsfazilität) ablösen. Bei der genauen Ausgestaltung, die bis Juni 2011 angestrebt wird, ist es von besonderer Bedeutung die Vergabe von Krediten aus dem künftigen Euro-Rettungsfonds an strikte Regeln zu knüpfen. Allen muss klar sein, dass der ESM nur nach scharfen Auflagen für die Wirtschafts- und Haushaltspolitik des betreffenden Eurolandes Kredite vergeben wird. Finanzielle Solidarität und strenge Auflagen gehen Hand in Hand. Den geforderte Prüfauftrag an die EU-Kommission zur Machbarkeit von Eurobonds ist deshalb kritisch zu bewerten. Denn gemeinsame Euro-Anleihen bleiben immer eine Verschleierung der wirklichen Haushaltsdisziplin. Und sie nehmen die Motivation zur Haushaltskonsolidierung. Sie wären das falsche Mittel zur Stabilisierung des Euro. Das Übel muss an der Wurzel gepackt werden. Und die heißt Verschuldung. Eine nachhaltige Rückführung der Verschuldung aller Euroländer ist die beste Medizin für den Patienten Euro. Man sollte nicht darüber nachdenken, wie man am besten Schulden finanziert, sondern darüber, wie man sie vermeidet.

Im weiteren Verlauf erwarte ich eine rasche Einigung zwischen dem Europaparlament und dem Rat über die Gesetzgebung zur wirtschaftspolitischen Koordinierung und zur Reform des Stabilitätspaktes. Allen Seiten muss klar sein, dass es ein Solidaritätsinstrument wie den Euro-Rettungsschirm nur dann geben kann, wenn gleichzeitig das Schuldenmachen glaubwürdig bestraft werden kann. Das Europäische Parlament wird bei der anstehenden Ausgestaltung der Regeln für die Eurozone darauf achten, dass der Stabilitäts- und Wachstumspakt sowohl in der Prävention wie auch bei den Sanktionen scharf angewendet wird. Mit den angestrebten Reformen wachsen dem Stabilitäts- und Wachstumspakt dann wieder Zähne.



Lüder Gerken*

Weg in die Schuldenunion

Am 24. März 2011 einigten sich in Brüssel die Staats- und Regierungschefs der EU-Mitgliedstaaten auf die Eckdaten für einen Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und auf einen Euro-Plus-Pakt. Erreichen wollen sie so eine dauerhafte Stabilisierung der Eurozone. Die Vereinbarungen vom 24. März lösen jedoch die Probleme der Eurozone keinesfalls. Im Gegenteil: Mit ihnen wurde die letzte Gelegenheit versäumt, die – ohnehin fragwürdige – Abschaffung des Bail-out-Verbots wenigstens an rigide realwirtschaftliche Reformprogramme für die maroden Volkswirtschaften vor allem Südeuropas zu koppeln. Die Anpassung dieser Volkswirtschaften rückt damit in weite Ferne. Dies verschärft die Probleme, die die Existenz des Euro bedrohen, zusätzlich. Dabei geht es nicht allein um die ausufernde Staatsverschuldung in den betroffenen Ländern. Die tiefer liegenden Probleme sind realwirtschaftlicher Natur: Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion umfasste bereits bei ihrer Gründung kein optimales Währungsgebiet. Die Auswahl der Gründungsmitglieder erfolgte nach politischen Erwägungen; die zum Teil stark divergierenden ökonomischen Rahmenbedingungen der verschiedenen Volkswirtschaften wurden ignoriert.

Seit Jahren weisen die südeuropäischen Volkswirtschaften Leistungsbilanzdefizite auf. Wesentlicher Grund dafür ist, dass ihre Waren- und Dienstleistungsimporte die Exporte fortwährend übersteigen. Die resultierenden Leistungsbilanzdefizite wurden in der Vergangenheit mit der Aufnahme von Krediten auf dem internationalen Kapitalmarkt finanziert. Per saldo kam dieses Geld aus den Ländern mit Kapitalüberschüssen wie Deutschland. Die Kapitalüberschüsse dieser Länder sind das Korrelat von Leistungsbilanzüberschüssen.

Um ihre Kredite zurückzahlen zu können, müssten die Länder, die bisher Nettokapitalimporteure waren, ihrerseits Leis-

tungsbilanzüberschüsse erzielen. Zumindest kurz- bis mittelfristig ist dies nicht möglich. Denn die Volkswirtschaften dieser Länder zeichnen sich gegenüber den Leistungsbilanzüberschussländern durch eine zum Teil deutlich niedrigere gesamtwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit aus. Es bestehen mit anderen Worten erhebliche realwirtschaftliche Ungleichgewichte, insbesondere infolge stark unterschiedlicher Lohnstückkosten. Solange diese Unterschiede fortbestehen, divergiert auch die gesamtwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit. Entsprechend entstehen jedes Jahr neue Leistungsbilanzdefizite und benötigen die betroffenen Länder jedes Jahr neue Kredite. Der Schuldenberg steigt ständig weiter an.

Dieser Befund verdeutlicht: Die Verschuldungsprobleme in der Eurozone erstrecken sich nicht nur auf die ohne Frage bedenkliche Verschuldung der Staatshaushalte in den betroffenen Ländern. Dies ist nur ein Teilaspekt. Letztlich und übergreifend geht es um Verschuldung der Volkswirtschaften insgesamt.

Bei flexiblen Wechselkursen ergäbe sich ein automatischer Ausgleich der Leistungsbilanzungleichgewichte durch Aufwertung der Währungen der Überschussländer und Abwertung der Währungen der Defizitländer. Mit der Einführung des Euro wurde dieser Ausgleichsmechanismus außer Kraft gesetzt. Hierin liegt ein fundamentaler Unterschied zwischen der Schuldenkrise in der Eurozone und früheren Schuldenkrisen in Amerika und Asien.

Ausgelöst durch die Finanz- und Wirtschaftskrise, letztlich aber als Ergebnis der fortschreitenden realwirtschaftlichen Ungleichgewichte, ist die Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer in den leistungsschwachen Ländern seit 2010 massiv gesunken bis verlorengegangen. Ohne weitere Kapitalimporte fehlt diesen Ländern die Möglichkeit, Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren.

Der Ausfall der Privatanleger wurde allerdings seit Beginn der Finanzkrise durch Zahlungsströme über die jeweiligen nationalen Zentralbanken ausgeglichen – eine Entwicklung, auf die jüngst Hans-Werner Sinn hingewiesen hat.

Um die beschriebenen Probleme zu lösen, haben sich am 24. März 2011 die Staats- und Regierungschefs der EU auf einen Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und einen Euro-Plus-Pakt verständigt; außerdem soll der Stabilitäts- und Wachstumspakt reformiert werden, worüber derzeit allerdings noch kontrovers verhandelt wird. Mit dem ESM will man insolvente Staaten vor der Insolvenz bewahren, indem diesen unter auszuhandelnden Bedingungen Kredite gewährt werden. Mit dem Euro-Plus-Pakt will man die bestehenden realwirtschaftlichen Ungleichgewichte abbauen, um eine Aktivierung des ESM von vornherein zu vermeiden.

* Prof. Dr. Lüder Gerken ist Vorsitzender der Stiftung Ordnungspolitik und des Centrums für Europäische Politik in Freiburg im Breisgau sowie Honorarprofessor an der Jacobs University in Bremen.

Zunächst zum Euro-Plus-Pakt. Er wird die in ihn gesetzten Erwartungen nicht erfüllen. Die Problemdiagnose trifft zu: In den notleidenden Staaten besteht dringender Bedarf an grundlegenden realwirtschaftlichen Reformen wie der Senkung der Lohnstückkosten und der Modernisierung der Sozialsysteme.

Verschleppungen können nicht hingenommen werden. Nur bei zügigen Reformen besteht die Aussicht, dass der ESM nicht einschreiten muss. Grundlegende Reformen sind aber schmerzhaft und beim Wähler unpopulär. Es liegt daher im rationalen Interesse der Regierungen der leistungsschwachen Länder, solche Reformen möglichst hinauszuzögern oder ganz zu vermeiden. Dies gilt umso mehr, wenn Aussicht auf Hilfe durch die übrigen Eurostaaten besteht.

Es war daher durchaus problemgerecht, dass die Bundesregierung im Vorfeld der Entscheidungen vom 24. März einen »Pakt für Wettbewerbsfähigkeit« gefordert hatte und ihre Zustimmung zum ESM an die Bedingung knüpfen wollte, dass ein solcher Pakt beschlossen wird. Er sollte die Regierungen der notleidenden Staaten zu einschneidenden Reformen zwingen und so die betroffenen Volkswirtschaften wettbewerbsfähig machen, was Voraussetzung für einen Abbau der Leistungsbilanzdefizite ist. Es kam anders. Der Europäische Rat hat sich statt auf einen »Pakt für Wettbewerbsfähigkeit« auf einen »Euro-Plus-Pakt« verständigt. Schon der Verzicht auf den ursprünglichen Namen verdeutlicht, was sich hinter ihm verbirgt. Wettbewerbsfähig wird er die betroffenen Volkswirtschaften nicht machen.

Denn statt einer Verpflichtung zu konkreten Reformen enthält er unverbindliche, diffuse Absichtserklärungen. Man setzt auf politischen Gruppendruck, indem die Regierungen sich gegenseitig Reformen versprechen wollen. Dies ist jedoch nicht zielfördernd. Die Mehrheit der beteiligten Regierungen hat kein Interesse an grundlegenden Reformen, so dass auch die nötige politische Gruppendynamik nicht in ausreichendem Maße entstehen wird.

Zwar haben die Staats- und Regierungschefs beschlossen, dass sie sich verpflichten wollen, erforderliche Maßnahmen zur Erreichung bestimmter Ziele zu ergreifen. Allerdings sind diese Ziele sehr unbestimmt: Die Wettbewerbsfähigkeit der leistungsschwachen Staaten soll nur »gefördert« werden, nicht etwa herbeigeführt. Es soll nur ein »weiterer Beitrag« für tragfähige öffentliche Finanzen geleistet werden. Die teilnehmenden Staaten müssen sich zudem nur in dem Maße zu Reformen verpflichten, das sie selbst vorschlagen.

Mit welchen konkreten Maßnahmen diese Reformen durchgeführt werden sollen, entscheidet die jeweilige Regierung. In kaum zu überbietender Deutlichkeit betont der Euro-Plus-

Pakt mehrfach, dass dies »in der Verantwortung jedes einzelnen Landes« liegt. Der Gruppe der Eurostaaten ist es also verwehrt, sich hier einzubringen. Die im Pakt als wichtig bezeichneten Faktoren muss der einzelne Staat bei seiner Politikwahl nur »prüfen«. Er soll sich zwar »an den Leistungsstärksten messen«, darf gleichzeitig aber seinen »jeweiligen konkreten Problemen Rechnung tragen«.

Mit dem Euro-Plus-Pakt können folglich reformunwillige oder -unfähige Staaten nicht zu grundlegenden Reformen gezwungen werden. Hinzu kommt, dass der Euro-Plus-Pakt reformwillige Staaten bei der Durchführung von Reformen behindern kann. Denn er verpflichtet jede Regierung, bevor sie eine Reform durchführt, die übrigen Staaten vorab zu konsultieren. Dies schränkt naturgemäß insbesondere die leistungsstarken Volkswirtschaften ein. Sie müssen ihre Reformen in Zukunft mit den leistungsschwachen Staaten abstimmen. Der angestrebte politische Gruppendruck in Verbindung mit der praktizierten Brüsseler Konsensdiplomatie droht daher zu politischen Kompromissen zu führen, in denen sich die leistungsschwachen Staaten zu etwas mehr Reformen und die leistungsstarken Staaten zu etwas weniger Reformen verpflichten werden.

Für die Einleitung der nötigen grundlegenden Reformen wird der Euro-Plus-Pakt folglich nicht sorgen können. Damit bleibt der ESM auf sich allein gestellt. Doch er kann dieser Aufgabe – aus mindestens sieben Gründen – ebenfalls nicht gerecht werden.

Erstens reicht er nicht weit genug: Er soll Eurostaaten, die sich nicht mehr zu für sie tragbaren Zinskosten am Kapitalmarkt refinanzieren können, Darlehen gewähren, ist also auf die Probleme staatlicher Verschuldung ausgerichtet. Die Leistungsbilanzdefizite, die die grundlegendere Ursache für die Verwerfungen in der Eurozone sind, kann man jedoch allein durch einen Abbau der Staatsdefizite nicht lösen. Sie erfordern durchgreifende realwirtschaftliche Reformen.

Zweitens können einer um ESM-Hilfe ersuchenden Regierung Reformen erst auferlegt werden, wenn letztlich das Kind bereits in den Brunnen gefallen ist: Der Bail-out durch den ESM ist als Ultima-ratio-Hilfe konstruiert. Der ESM darf Finanzhilfen erst gewähren, wenn die Kreditwürdigkeit des betroffenen Staates bereits so weit erodiert ist, dass er sich am privaten Kapitalmarkt nicht mehr zu Konditionen refinanzieren kann, die für ihn tragbar sind.

Drittens erhöht der ESM den Anreiz, notwendige, in der Bevölkerung aber unbeliebte Reformen hinauszuzögern oder gar nicht erst zu ergreifen. Denn der betroffene Staat kann darauf bauen, dass der ESM ihm Kredit zu unter dem Marktzins liegenden Konditionen gewährt und ihn so vor der sonst drohenden Insolvenz bewahrt. Dies verringert die Reformbereitschaft.

In welchem Maße der ESM den Anreiz zu Reformen beeinträchtigt, hängt von den Auflagen ab, die dem hilfebedürftigen Staat als Gegenleistung für ESM-Kredite auferlegt werden. Diese Auflagen sollen, so die Vereinbarung vom 24. März, »streng« sein. Doch wie wird die politische Praxis aussehen? Als oberstes Ziel wurde dem ESM auferlegt, die Eurozone gegen Instabilität zu sichern. Diese Instabilität tritt aber genau dann ein, wenn ein Eurostaat insolvent wird. Die Gemeinschaft der Eurostaaten kann es sich daher gar nicht erlauben, die erbetene ESM-Hilfe zu versagen: In diesem Fall würde der Fall eintreten, den der ESM gerade verhindern soll.

Dadurch wird – viertens – die Verhandlungsmacht der hinter dem ESM stehenden Garantiländer geschwächt, diejenige der hilfebedürftigen Staates gestärkt. Wie die jüngsten Erfahrungen bei den Verhandlungen mit Griechenland, Irland und Portugal belegen, wird der hilfebedürftige Staat die Vorgabe von Reformauflagen möglichst abzuschwächen suchen. Inwieweit ihm dies gelingt, hängt nicht zuletzt von seiner Größe ab und davon, wie viele Staaten ebenfalls hilfebedürftig sind oder in absehbarer Zeit zu werden drohen. Je größer die Zahl der notleidenden Staaten, desto größer ist deren Verhandlungsmacht und desto eher wird es ihnen gelingen, »strenge« Auflagen zu verhindern.

Zwar ist fünftens vorgesehen, dass sich an Rettungsmaßnahmen des ESM auch der Internationale Währungsfonds beteiligen soll, der noch am ehesten strenge Auflagen machen kann, da die tatsächlich und potenziell hilfebedürftigen Staaten in ihm keinen dominierenden Einfluss besitzen. Allerdings soll der IWF nur »nach Möglichkeit« einbezogen werden. Das heißt, der ESM kann auch dann Finanzhilfe gewähren, wenn der IWF seine Beteiligung ablehnt, weil die Auflagen nicht ausreichend »streng« sind.

Der ESM schafft somit Fehlanreize, die die Wahrscheinlichkeit seiner Inanspruchnahme mittelfristig sogar noch vergrößern. Mit ihm lassen sich die realwirtschaftlichen Ungleichgewichte, die in der Eurozone bestehen, nicht beseitigen.

Befürworter des ESM machen sechstens geltend, dass ESM-Hilfen nur gewährt würden, wenn dies für die Stabilität der Eurozone unabdingbar sei. Diese Bedingung ist jedoch nur eine scheinbare. Die Entwicklungen im Vorfeld des Bail-outs Griechenlands machen deutlich, dass selbst der Kollaps einer der kleinsten Volkswirtschaften der Eurozone diese existentiell gefährden kann, indem sich eine Staatsschuldkrise zu einer internationalen Bankenkrise entwickelt. Diese Gefahr wird auch in Zukunft bestehen, solange »systemrelevante« Banken – zumindest in der Wahrnehmung der Politik – existieren, solange mit anderen Worten das Too-big-to-fail-Problem nicht gelöst wird. Ansätze auf europäischer Ebene, dieses Problem anzugehen, drohen im San-

de zu verlaufen, auch wenn die Europäische Kommission in Kürze dazu einen Vorschlag machen will. Daher werden die Garantiländer des ESM das Vorliegen einer den Euro existentiell gefährdenden Krise feststellen, sobald eine Staatsinsolvenz droht, und dem betroffenen Land ESM-Hilfen gewähren.

Siebtens schließlich übergeht das Konstrukt des ESM, so wie es am 24. März beschlossen wurde, einen der zentralen Grundsätze der marktwirtschaftlichen Ordnung, nämlich Walter Euckens sechstes konstituierendes Prinzip der Haftung. Friedrich August von Hayek sprach vom Prinzip der Eigenverantwortung für die selbst getroffenen wirtschaftlichen Entscheidungen. Aus diesem Grundsatz folgt, dass Anleger, die in ausfallgefährdete Staatsanleihen investieren und dafür hohe Risikoprämien erhalten, bei Forderungsausfall den Kapitalverlust selbst zu tragen haben und nicht auf Alimentierung durch den Steuerzahler rechnen dürfen. Die Vereinbarung der Staats- und Regierungschefs verzichtet jedoch auf die konsequente Durchsetzung dieses Grundsatzes. Private Gläubiger sollen nur »je nach Einzelfall« und »von Fall zu Fall« beteiligt werden.

Kommt die »Schuldentragfähigkeitsanalyse«, die vor der Gewährung von ESM-Hilfen durchzuführen ist, zu dem Ergebnis, dass der betroffene Staat solvent ist, dann soll dieser seine privaten Gläubiger nur zur Aufrechterhaltung ihres Engagements »ermutigen«. Kommt sie zu dem Ergebnis, dass der betroffene Staat insolvent ist, muss dieser nur »Verhandlungen aufnehmen«. ESM-Hilfen fließen, wenn er »über einen glaubwürdigen Plan verfügt und ausreichend Einsatz zeigt.«

Außerdem soll, bevor private Gläubiger beteiligt werden, geprüft werden, wie sich dies auf die Finanzstabilität der Eurozone auswirken würde. Genau dieses Argument diente als Rechtfertigung für die Haftungsfreistellung der privaten Gläubiger bis 2013. Nach 2013 wird sicherlich keine grundlegend andere Lage vorliegen. Die Heranziehung privater Gläubiger wird folglich auch in zukünftigen Krisenfällen das sein, was sie bei den Hilfen für Griechenland, Irland und nunmehr Portugal war: ausgeschlossen.

Wie sehen die mittelfristig zu erwartenden Entwicklungen aus, die sich aus der Schaffung des ESM und dem Abschluss des Euro-Plus-Paktes ergeben? Mit folgendem Szenario muss gerechnet werden:

Die leistungsschwachen Länder werden nicht zu grundlegenden Reformen gezwungen, können folglich weiter über ihre Verhältnisse leben. Auch die Leistungsbilanzdefizite und damit der Kreditbedarf dieser Volkswirtschaften bestehen fort. Deren Verschuldung steigt somit weiter an. Das Vertrauen der Anleger in die Bonität der Kreditnehmer, einschließlich der des Staates, kehrt nicht zurück.

Die verfügbaren ESM-Hilfen werden daher benötigt. Da eine Mehrzahl von Staaten betroffen ist, besitzen sie Verhandlungsmacht, die sie nutzen, um mit der ESM-Hilfe verbundene Auflagen möglichst zu entschärfen, so dass auch die ESM-Auflagen die realwirtschaftlichen Probleme nicht beheben. Der Bedarf nach jährlich neuen Krediten besteht fort. Der ESM wird daher, um die Währungsunion nicht dann scheitern zu lassen, zu einer permanenten Verschuldungsfazität ausgebaut. Dafür reicht das am 24. März beschlossene Kreditvolumen von 500 Mrd. Euro auf Dauer nicht aus. Es wird aufgestockt, um zu verhindern, dass in Zukunft das passiert, was heute gerade verhindert werden soll: Die Insolvenz eines Eurostaates.

So weit das Szenario. Die Vorkehrungen für diese Entwicklung wurden bereits am 24. März getroffen: Es wurde vereinbart, dass die Finanzminister regelmäßig prüfen, ob das Volumen des ESM ausreicht.

Eine andere – in der Wirkung ähnliche – Option ist die offizielle Einrichtung eines Staatenfinanzausgleichs, wie es ihn in der Bundesrepublik Deutschland gibt. Über ihn würden Transfers in Milliardenhöhe von den nord- in die südeuropäischen Staaten geleitet. Diese Option ist immerhin die transparentere – und damit die unwahrscheinlichere.