

Sinn, Hans-Werner

Article

Kurzvortrag zur Eurokrise vor dem Verfassungsgericht

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Sinn, Hans-Werner (2012) : Kurzvortrag zur Eurokrise vor dem Verfassungsgericht, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 65, Iss. 15, pp. 22-26

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/165152>

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.



Prof. Dr. Dres. h.c.
Hans-Werner Sinn
Präsident des Ifo Instituts

Sehr geehrter Herr Präsident,
hoher Senat,

die Eurozone steht im fünften Jahr der Rettung durch öffentliche Kredite der EZB und der Staatengemeinschaft, und es hilft alles nichts. Die Summe aller Kredite der Staatengemeinschaft und der EZB, die den Krisenländern zur Verfügung gestellt wurden, liegt mittlerweile bei etwa 1,5 Bill. Euro, und sie wird auf 2 200 Mrd. Euro steigen, wenn der ESM ausgeschöpft wird (vgl. Abb. 1, weiter unten). Das sind zwei Drittel der Staatsschulden der sechs Krisenländer Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien und Zypern. Von der zur Verfügung gestellten Summe sind inklusive der Target-Kredite bislang (Juni 2012) 1,2 Billionen ausgezahlt worden. Rechnet man die Staatsanleihenkäufe des EZB-Systems hinzu, kommt man auf gut 1,4 Billionen Euro.

Warum sind die Maßnahmen wirkungslos?

Weil die Theorie, auf der die Hilfen basieren, falsch ist. Es wird die falsche Krankheit therapiert. Man geht von der Geld-im-Schaufenster-Theorie aus. Das einzige Problem sind die unruhigen Märkte. Beruhigt man sie mit Rettungsschirmen, fallen die Zinsen, die Krisenländer werden wieder solvent und zahlen ihre Schulden zurück. Das Geld muss nur im Schaufenster liegen, um die Märkte zu beruhigen. Es wird nie genommen.

Tatsächlich sind die erwähnten 1,5 Bill. Euro einzelnen Ländern zugewiesen worden, und dennoch ist die Krise bedrohlicher denn je. Die Gelder bleiben eben nicht im Schaufenster liegen, sondern fließen in ein Fass ohne Boden. Unter dem Euro kam in der Zeit vor der Finanzkrise billiger Kredit in die südlichen Länder. Der Kredit erzeugte einen inflationären Boom und zerstörte die Wettbewerbsfähigkeit. Man wurde schlichtweg zu teuer. Da die Kapitalmärkte die daraus resultierenden Leistungsbilanzdefizite nicht mehr finan-

zieren wollen, nachdem die amerikanische Finanzkrise nach Europa überschwappte, tut es nun die Staatengemeinschaft.

Wie weit ist der Weg zur Wettbewerbsfähigkeit?

Nach Goldman Sachs sind die zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit nötigen Preissenkungen oder realen Abwertungen:

Griechenland 30%, Portugal 35%, Spanien 20%, Frankreich 20%, Italien 10 bis 15%. Nach Angaben der OECD müsste Griechenland um 39% billiger werden, um das Preisniveau seines unmittelbarsten Wettbewerbers, nämlich der Türkei, zu erreichen.

Die Rettungsgelder sind nur Schmerzmittel. Die Krankheit wird unterdrückt und bricht vollständig wieder aus, wenn man die Mittel absetzt. Schlimmer noch: Weil die Schmerzmittel die Krankheit verschleiern, verzögern und behindern sie die Therapie der Ursachen. Man wähnt sich gesund und ist es nicht. Man verliert nur Zeit bis zur notwendigen Operation, und währenddessen breitet sich die Krankheit weiter aus.

In Italien, Spanien, Portugal und Griechenland ist beim Preisindex der selbst erstellten Waren (BIP-Deflator) nichts passiert. Diese Länder sind in der Krise eher noch teurer geworden. Die Re-Adjustierung der Preise, ohne die sich die Wettbewerbsfähigkeit nicht wiederherstellen lässt, hat noch nicht stattgefunden. (Verbesserungen der Lohnstückkosten sind ein Artefakt, das mit der Zerstörung der weniger produktiven Stellen in der Krise zu tun hat. Dadurch steigt die gemessene Produktivität, und es fallen die Lohnstückkosten, weil man die Nullproduktivität der wachsenden Zahl an Arbeitslosen nicht mitrechnet.)

Warum ist nichts passiert?

Die reale Abwertung hat nicht stattgefunden, weil die öffentlichen Kredite der Staatengemeinschaft auch kontraproduktive Wirkungen hatten, die die Selbstheilungskräfte der Märkte unterminierten.

¹ Der Verfasser wurde vom Verfassungsgericht als Gutachter bei einer Anhörung zum ESM am 10. Juli 2012 geladen. Dabei wurde dieser Text in gekürzter Form frei vorgetragen.

(1) Langfristiges Kapital blieb weg, da die Vermögenspreise (z.B. Immobilien und Aktien) künstlich durch die Injektion öffentlicher Mittel gestützt wurden und die Anleger wussten, dass sie irgendwann fallen würden, nämlich dann, wenn den Rettern das Geld ausgeht. (Die reichen Griechen kommen so lange mit ihrem Anlagevermögen aus der Schweiz nicht zurück, wie der Preissturz bei den Immobilien nicht stattgefunden hat und die Immobilienpreise gemessen am langfristig stabilen Niveau zu hoch sind.)

(2) Kurzfristiges und langfristiges Kapital blieb weg und wurde vertrieben, weil es nicht mit den offenen Rettungsschirmen, insbesondere nicht mit den EZB-Krediten, konkurrieren konnte, die zu Konditionen unterhalb des Markts angeboten wurden. (Das Geld aus der Notenpresse wurde den Banken der Krisenländer während der Krise zu einem Zins von 1% angeboten, wobei Sicherheiten verlangt wurden, mit denen sich der Interbankenmarkt bei diesem Zins nicht begnügen konnte.)

(3) Die Leistungsbilanzdefizite blieben strukturell bestehen, weil sie mit den öffentlichen Mitteln weiter finanziert wurden. Die Lohnzugeständnisse der Gewerkschaften blieben klein, die Firmen mussten ihre Preise nicht senken, der Staat konnte weiter kreditfinanzierte Gehälter zahlen, aus denen Importe finanziert wurden. (Die Leistungsbilanzdefizite haben sich in letzter Zeit verkleinert, weil die Importe wegen der realen Kontraktion der Krisenländer zurückblieben. Das ist kein struktureller nachhaltiger Effekt, denn er kam nicht aufgrund einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit zustande. Sobald sich die Länder wieder erholen, steigen die Leistungsbilanzdefizite wieder. Strukturelle Verbesserungen ergeben sich nur durch reale Abwertungen, also Änderungen der relativen Preise im Euroraum.)

Was rettet der ESM?

Den ESM als Rettungsschirm zu bezeichnen ist im Lichte dieser Effekte irreführend. Richtig ist zwar, dass der ESM Vermögenswerte rettet und insofern den Anlegern Abschreibungsverluste erspart, was die Kurse der Vermögenswerte stabilisiert. Falsch ist aber die Vermutung, der ESM rette die betroffenen Länder selbst. Das Gegenteil könnte der Fall sein, denn in dem Maße, wie die Gelder des ESM zur Verfügung stehen, wird die Anpassung der Leistungsbilanz verhindert oder privates Kapital vertrieben. Eine dritte Möglichkeit gibt es nicht, weil die Summe aus dem Saldo der Leistungsbilanz, dem Saldo des (kurz- und langfristigen) privaten Kapitalverkehrs und dem Saldo der Rettungsbilanz definitorisch null ist. In der ökonomischen Literatur wird dieser Zusammenhang Holländische Krankheit genannt, denn in Holland hatten seinerzeit die Gasfunde die Exportindustrie geschwächt, weil der Gasverkauf ein Leistungsbilanzdefizit bei den reproduzierbaren Waren erzeugt hatte. Die Erlöse aus dem Gasverkauf hatten für den Rest der Ökonomie ähnlich schädliche Wirkungen wie andere Geldmittel, die einem Land ohne eigene Arbeitsleistung zur Verfü-

gung gestellt werden. Insofern existiert der von Politikern häufig behauptete Zielkonflikt zwischen einer Rettung der betroffenen Länder und der Notwendigkeit, die Überlastung der Retter zu vermeiden, nicht wirklich.

Warum Irland?

Nur Irland hatte eine reale Abwertung von 15% in fünf Jahren. Warum? Irland kam schon 2006, mehr als zwei Jahre vor den anderen Ländern, in die Krise. Es half anfangs keiner. Die offenen Rettungsschirme gab es noch nicht, und es gab auch keine Sonderprogramme der EZB. Die anderen Länder kamen nach Lehman, also nach dem Herbst 2008, gemeinsam in die Krise. Sie suchten dann lieber die politische Lösung ohne die schmerzlichen Preisanpassungen, die in Irland stattfanden. Irland hat sein großes Leistungsbilanzdefizit inzwischen in einen Überschuss verwandeln können.

Das deutsche Haftungsrisiko

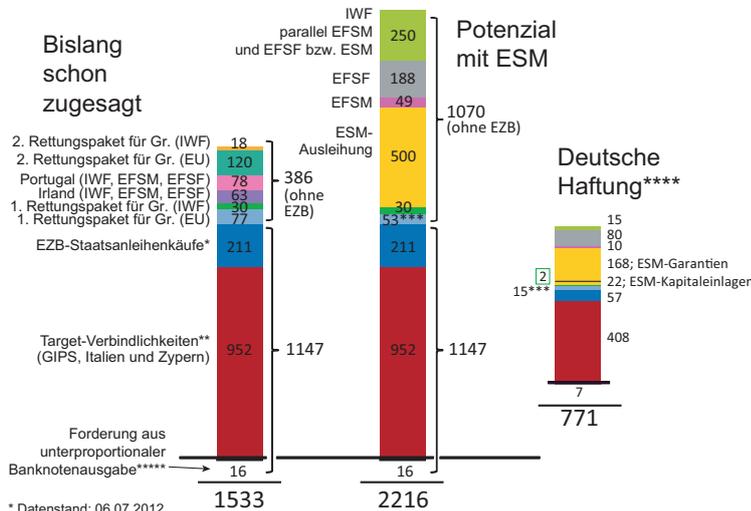
Für Deutschland wird das Fass ohne Boden zur Vermögensvernichtungsmaschinerie. Unterstellen wir einmal, dass der ESM und die IWF-Mittel voll ausgeschöpft werden und die schon zugesagten Mittel aus der EFSF und dem EFSM vollständig ausgezahlt werden, dass aber die Target-Kredite oder der Bestand der von der EZB erworbenen Staatspapiere nicht mehr wächst. Falls die Krisenländer insolvent werden, aus dem Euro austreten und nichts zurückzahlen, während der Euro als solcher überlebt, würde Deutschland 771 Mrd. Euro verlieren. Diese Summe wächst von Monat zu Monat. Eher noch größere Summen ergeben sich unter anderen Konstellationen, z.B. wenn die Länder insolvent werden, ohne aus dem Euro auszutreten.

Das nachfolgende Diagramm (vgl. Abb. 1) zeigt das Ergebnis der laufend vom ifo Institut aktualisierten Berechnung des Haftungspegels (zu den Details der Rechnung vergleiche ifo-Homepage www.cesifo-group.de, dort findet man eine ausführliche Beschreibung der Rechnungen). Die linke Säule zeigt die Rettungssummen, die den einzelnen Ländern bislang schon zur Verfügung gestellt und größtenteils auch schon abgerufen wurden, die mittlere Säule zeigt die Summen, die insgesamt zur Verfügung gestellt werden könnten, wenn der ESM eingeführt würde, und die rechte Säule zeigt auf Basis der mittleren Säule den potenziellen Verlust der Bundesrepublik, wenn die Krisenländer insolvent werden und nichts zurückzahlen. (Konkret: sie zahlen nicht zurück und treten aus dem Euro aus, während der Euro als solcher erhalten bleibt, so dass Deutschland seine Target-Forderung gegen das EZB-System behält und nur anteilig am Verlust der Forderungen der Institutionen der Staatengemeinschaft (IWF, EU, EZB, Euroländer) gegenüber den Krisenländern beteiligt ist.)

Mit 408 Mrd. Euro betrifft der größte Posten beim potenziellen deutschen Verlust die Target-Schulden der Krisenländer.

Abb. 1
Der Haftungspegel

Die Ausleihsummen für Euroländer (in Mrd. Euro)



* Datenstand: 06.07.2012.
 ** Griechenland, Irland, Portugal, Zypern: Ende April 2012; Italien, Spanien: Ende Juni 2012.
 *** Bis Ende 2011 ausgezahlte Kredite; die noch nicht ausgeschöpften Mittel werden künftig durch die EFSF ausgereicht.
 **** Auf Basis des Potenzials mit ESM bei Zahlungsausfall der GIPS-Länder, Italiens und Zyperns.
 ***** Stand: Ende April 2012.

Quelle: www.ifo.de – Haftungspegel.

Was sind Target-Schulden?

Target-Schulden entstehen, wenn die Leistungsbilanzdefizite der Krisenländer nicht mehr über Marktkredite gedeckt werden, sondern über Kredite der eigenen Notenbank. Man druckt (elektronisch) und verleiht der eigenen Bevölkerung das Geld, das sie sich auf den Kapitalmärkten nicht mehr leihen kann oder mag, und die Bevölkerung kauft sich damit in anderen Ländern die Waren, die sie braucht, oder tilgt die Schulden, deren Besicherung ihr zu teuer geworden ist. Die Notenbanken der Überschussländer erhalten für die Durchführung der Zahlungsvorgänge eine Forderung gegen das EZB-System, weil sie den Empfängern der Zahlungen im Auftrag anderer Notenbanken eine Gutschrift erteilen. Faktisch haben die Notenbanken der Überschussländer den anderen Ländern einen öffentlichen Kredit gegeben.

Die Umwidmung der Ersparnisse

Da die Liquidität in den Überschussländern nicht benötigt und bei der Notenbank geparkt wird, wandern nun Ersparnisse der Bürger dieser Länder im Umfang der Target-Überschüsse zur eigenen Notenbank, statt am Kapitalmarkt angelegt zu werden: So beziehen die deutschen Banken im Umfang der Target-Salden weniger Refinanzierungskredit von der Bundesbank, oder sie leihen der Bundesbank Geld, was auf dasselbe hinausläuft. Bis zum Juni 2012 waren auf diese Weise ca. 730 Mrd. Euro deutsche Ersparnisse zur Bundesbank gewandert und sind dort nur durch Target-Ausgleichsforderungen der Bundesbank gegen das EZB-System gedeckt. Das sind knapp 18 000 Euro pro Erwerbstätigen

gen und mehr als drei Viertel (78%) des Nettoauslandsvermögens der Bundesrepublik Deutschland vom Jahresende 2011.

Die Summe ist potenziell verloren, wenn der Euro zerbricht, weil sich die Forderung der Bundesbank dann gegen ein System richtet, das es nicht mehr gibt, und, soweit ich weiß, auch keine rechtlichen Vorkehrungen für diesen Fall existieren. Wenn der Euro nicht zerbricht und nur einzelne Länder insolvent werden, hängt der deutsche Verlust nicht unmittelbar von den deutschen Target-Forderungen ab, sondern von den Target-Verbindlichkeiten der ausfallenden Länder, an denen Deutschland dann nach seinen Kapitalanteilen partizipiert. Deutschland müsste bei kleinen Verlusten nominell 27% tragen, doch wenn die sechs Krisenländer gemeinsam ausfallen und selbst nicht mehr in der Lage sind, die Verluste anderer Länder mitzutragen, entfallen auf Deutschland 43% der Verluste des restlichen EZB-Systems. Auf der Basis dieses Anteilswerts ist der genannte

deutsche Verlust von 408 Mrd. Euro aus den Target-Schulden der Krisenländer berechnet worden. (Wenn gar zusätzlich Frankreich ausfiele, läge dieser Prozentsatz bei 63%.)

Die deutschen Target-Forderungen haben den Charakter von Einkaufsgutscheinen in anderen Euroländern. Sie werden automatisch abgebaut, wenn Deutsche in diesen Ländern Güter oder private Forderungstitel erwerben. Insofern mag es zunächst scheinen, dass hieraus kein Nachteil für die deutschen Sparer entsteht. Indes hat der dahinter stehende Kredit, der zu Bedingungen unterhalb der Marktkonditionen vergeben wurde, die Preise der Güter der Krisenländer künstlich hoch- und die Renditen der dort verfügbaren Vermögensobjekte künstlich tiefgehalten, so dass der Eintausch der Einkaufsgutscheine ein schlechtes Geschäft für die deutschen Sparer ist. Im Übrigen ist gar nicht klar, ob diese Einkaufsgutscheine überhaupt jemals eingetauscht werden können.

Wie kann die Bundesbank zurückzahlen?

Wenn die anderen Euroländer nicht in der Lage oder willens sind, Güter oder Vermögenstitel zur Tilgung zur Verfügung zu stellen, etwa weil der Euro zerbricht, kann die Bundesbank ihre Rückzahlungsverpflichtung gegenüber den deutschen Banken, die die Ersparnisse der Bevölkerung bei ihr angelegt haben, nur auf einem von zwei Wegen erfüllen. Entweder sie bedient die Forderungen der Banken mit zusätzlich geschaffenen Geld, oder sie bittet den Finanzminister, ihr dafür Steuermittel zu übertragen. Im ersten Fall gibt es eine Inflation, die die vorhandenen Geldvermögen entwertet, im zweiten Fall bezahlen die Bürger sich selbst ihre Er-

sparsame zurück. (Technisch gibt es noch die Möglichkeit, dass die Bundesbank ihre Forderungen abschreibt und mit negativem Eigenkapital weiterarbeitet oder dass sie eine unverzinsliche Ausgleichsforderung gegen den deutschen Staat erhält. Das ändert aber nichts daran, dass es den deutschen Bürgern nicht gelingen würde, die Ersparnisse bei Bedarf aufzulösen, ohne dafür über Vermögensverluste durch Inflation oder neue Steuern selbst aufzukommen.)

Wie machen es die USA?

Hätte die Eurozone ein System wie die USA, so wäre das alles nicht passiert, denn dort ist die Kreditaufnahme zwischen den Notenbanken nicht günstiger für die Schuldnerregionen, als wenn man sich den Kredit auf dem Markt besorgt. Lokale Zentralbanken, die mehr Geld schöpfen, als es für die Liquiditätsversorgung ihrer Wirtschaft erforderlich ist, also Geld, das für einen Nettoerwerb von Gütern oder Vermögengiteln in anderen Regionen verwendet wird, müssen den anderen Zentralbanken, in deren Gebiet das Geld überwiesen wird, einmal im Jahr zum Ausgleich handelbare Vermögengitel übereignen (indem die Eigentumsanteile an einem Clearing-Portfolio verschoben werden). Dadurch ist sichergestellt, dass das zusätzliche Geld nicht zu günstigeren Konditionen verliehen werden kann, als sie auf dem Kapitalmarkt für Kredite ähnlicher Sicherheit gewährt werden. Die Bürger einer Region, die auf Kredit leben möchten, sind also auf den Kapitalmarkt angewiesen und müssen ihm Zinsen anbieten, die ihrer Bonität entsprechen. Deshalb sind die amerikanischen Target-Salden heute faktisch bei fast null, während im Eurosystem Target-Forderungen von etwa 11% des BIP existieren. Abbildung 2 verdeutlicht diese Verhältnisse, indem sie die jewei-

ge Bruttosumme der Target-Forderungen mit dem jeweiligen BIP des Währungsgebiets in Beziehung setzt.

Wie wurde der Exportüberschuss bezahlt?

Diese Verhältnisse werfen auch ein schiefes Licht auf die deutschen Exporterfolge. Normalerweise erhält ein Land für seinen Leistungsbilanzüberschuss mit dem Ausland verzinsliche, marktgängige Forderungstitel im Austausch. Das war seit dem Ausbruch der Finanzkrise für Deutschland aber nicht mehr der Fall. Der gesamte deutsche Leistungsbilanzüberschuss mit den anderen Ländern der Eurozone ist seit 2008 ausschließlich mit Target-Krediten, also neu geschaffener Geld der Notenbanken der Empfängerländer, bezahlt worden.

Fehlende demokratische Legitimation

Die Target-Kredite waren ein Rettungsschirm vor dem Rettungsschirm, aber einer, der vom EZB-Rat, der gar keine demokratische Legitimation für fiskalische Rettungsmaßnahmen hat, aufgespannt wurde, indem der Rat die Bedingungen für die Besicherung von Refinanzierungskrediten sukzessive immer weiter abgemildert hat. Dadurch wurde es den Zentralbanken der Krisenländer ermöglicht, weitaus mehr Geld zu schaffen, als es ihrer Größe entsprach. Zum Jahresende 2011 waren mehr als 90% der Zentralbankgeldmenge des gesamten Euroraums dort entstanden.

Pfadabhängigkeit der Politik

Problematisch an diesem ersten, der Öffentlichkeit und den Parlamentariern nicht bekannten Rettungsschirm war, dass er die offenen Rettungsschirme, die seit Mai 2010 eingerichtet wurden, politisch erzwungen hat. Es war nämlich die EZB, die angesichts der wachsenden Ungleichgewichte in ihrer Bilanz im Winter 2009/2010 darauf drängte, einen intergouvernementalen Rettungsschirm aufzubauen. Sie erhöhte diesen Druck bis in den Mai 2010 so stark, dass schließlich ein Rettungspaket ohne Haircuts für Griechenland zustande kam, dass auf dem Summit vom 8./9. Mai 2010 die EFSF beschlossen wurde und dass später die vielfachen Initiativen zur Ausweitung der EFSF und Gründung des ESM zustande kamen. So, wie seinerzeit Präsident Trichet die Regierungen Europas bedrängt hat, drängt heute Präsident Draghi auf eine Ausweitung der Rettungssysteme, um seine Organisation zu entlasten. So wird es immer weitergehen. Die Erschöpfung des einen Rettungsschirms wird einen neuen erzwingen, und der politische Druck wird immer größer werden, weil die im

Abb. 2
Brutto-Target-Forderungen und Brutto-ISA-Forderungen
% des BIP des jeweiligen Vorjahres



Hinweis: Die Graphik zeigt die Quotienten zwischen den Monatswerten der positiven Target- bzw. ISA-Salden und den Vorjahreswerten des BIP der Eurozone bzw. der USA, da die Jahreswerte des BIP am aktuellen Rand noch nicht bekannt sind. Die Daten der Target-Forderungen der Eurozone für Mai 2012 und Juni 2012 sind fortgeschriebene Werte: Für Finnland, Estland und Luxemburg wurden die Daten von Ende April 2012, für die Niederlande von Ende Mai 2012 und für Deutschland von Ende Mai 2012 bzw. von Ende Juni 2012 verwendet.
Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System, Data Download Program, Principal Economic Indicators, Factors Affecting Reserve Balances; Bureau of Economic Analysis, U.S. Economic Accounts, Gross Domestic Product; Target-Salden der Euroländer; Eurostat Datenbank, Wirtschaft und Finanzen, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; Berechnungen des Ifo Instituts.

Risiko stehenden Kreditsummen immer weiter ansteigen. Es besteht eine verhängnisvolle Pfadabhängigkeit der Politik, die dem Bundestag seine Entscheidungsfreiheit nimmt.

Die neuesten Zahlen zu den Target-Krediten zeugen von einer atemberaubenden Dramatik. So sind allein in Spanien seit dem Sommer 2011 für etwa 350 Mrd. Euro neue Target-Kredite gewährt worden. Der neueste Wert (Juni 2012) der gesamten Target-Kredite Spaniens lag, wie gerade bekannt wurde, bei 408 Mrd. Euro. Noch im Mai 2012 waren es 345 Mrd. Euro gewesen. Insgesamt erhielten die sechs Krisenländer Target-Kredite im Umfang von 952 Mrd. Euro.

Ich hoffe, hohes Gericht, dass ich Sie von der Brisanz des Themas überzeugen konnte. Das Fass hat wirklich keinen Boden.

Was wäre, wenn es den ESM nicht gäbe?

Was würde passieren, wenn es nun nicht zum Einsatz des ESM käme? Zunächst einmal würde die Finanzierung der Krisenländer nicht unterbrochen, weil die EFSF für dieses Jahr noch über genügend Restkapital verfügt. Zum anderen würde der fehlende ESM-Kredit dann zu weiteren Target-Krediten führen. Finanzierungsengpässe wären also vorläufig nicht zu erwarten.

Was wäre, wenn die EZB ihre Kreditersatzpolitik beenden würde?

Die eigentliche Frage ist, was passieren würde, wenn die EFSF erschöpft wäre und die EZB von ihrer Kreditersatzpolitik Abstand nähme. Man weiß es nicht genau. Hier ist meine Einschätzung.

a) Man müsste mit Austritten peripherer Länder rechnen.

b) Es gäbe keinen Weltuntergang, wohl aber Turbulenzen an den Kapitalmärkten. Die Finanzmärkte rechnen immer damit, dass der Steuerzahler die Zeche zahlt, wenn sich die Anleger verspekuliert haben. Wird diese Erwartung enttäuscht, gibt es eine Krise. Es gibt aber keine allgemeine Katastrophe, wie es einige Vertreter der Finanzindustrie und manche der ihnen zugeneigten Zeitschriften gerne behaupten, nur die Überschuldungskrise, die sich ohnehin nicht vermeiden lässt. Je schneller man die Vermögensverluste abschreibt, desto eher kann nach dem Gewitter die Sonne wieder scheinen. Die Welt hat seit dem Krieg viele Dutzende von Staatskonkursen überlebt. Das wird diesmal nicht anders sein.

c) Die Ansteckungsgefahren bestehen, werden aber aus offenkundigem Eigeninteresse übertrieben. Als Beleg verweise ich auf den griechischen Staatskonkurs vom Frühjahr. Es gab einen (angeblich freiwilligen) Haircut in Höhe von 106 Mrd. Euro, dessen Interpretation als Konkurs die Versicherungsgesellschaften akzeptierten. Das war der vermutlich größte Staats-

konkurs der Geschichte. Nach den Horrorbildern, die vorher an die Wand gemalt wurden, hätte nun die große, alles verschlingende Krise ausbrechen müssen. Sie tat es aber nicht.

d) Das Vertrauen der Finanzmärkte wiederherzustellen darf kein separates Ziel der Wirtschaftspolitik sein, denn es geht ja um die Frage, wer die Abschreibungslasten auf die toxischen Immobilien und Unternehmenskredite in den Krisenländern zu tragen hat. Derjenige, den die Last zu treffen droht, verliert verständlicherweise sein Vertrauen. Dabei kann es sich um die Schuldner, deren Gläubiger (die Finanzmärkte) oder die Steuerzahler der noch soliden Länder handeln. Wenn die Schuldner nicht zahlen können, kommt man um den Vertrauensverlust als solchen nicht herum. Das Vertrauen der Märkte kann man in diesem Fall nur um den Preis einer Verringerung des Vertrauens der Steuerzahler stärken. Das sollte man aber nicht tun, denn man kann nicht denen nachgeben, die am lautesten schreien; schon gar nicht, wenn es sich dabei um jene Personengruppen handelt, die die Risiken durch ihre Anlageentscheidungen bewusst eingegangen sind. Die Länder der Eurozone dürfen nicht zulassen, dass das Haftungsprinzip in ein Erpressungsprinzip umgewandelt wird.

e) Das Fass ohne Boden verschlingt permanent Ressourcen. Sobald kein neues Geld kommt, bricht die politische Krise wieder aus. Das kann so lange gehen, bis Deutschland kein Geld mehr hat, und dennoch löst man das Problem nicht. Selbst wenn eine große Krise kommt, wenn Deutschland nicht mehr zahlt, kann das kein Grund sein, immer weiter zu zahlen, bis kein Geld mehr da ist, denn Deutschland kann die zur Disposition stehenden Summen ohnehin nicht aufbringen. So oder so muss sich die Staatengemeinschaft irgendwann zu radikaleren Schritten durchringen. Meines Erachtens führt kein Weg daran vorbei, den Euroraum auf diejenigen Länder zu reduzieren, die in diesem Raum wettbewerbsfähig sein können, und in größerem Umfang private und öffentliche Schuldenschnitte in den südlichen Ländern durchzuführen.

Literatur

ifo Institut, Der Haftungspegel – die Rettungsmaßnahmen für die Euroländer und die deutsche Haftungssumme, online verfügbar unter: http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoHome/B-politik/_Haftungspegel.

Sinn, H.-W. (2012), »Die Target-Kredite der deutschen Bundesbank«, *ifo Schnelldienst* 65, Sonderheft, 21. März, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1215973.PDF>.

Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2012), »Target Loans, Current Account Balances, Capital Flows and the ECB's Rescue Facility«, *International Tax and Public Finance* 19, 2012, 468–508, <http://www.springerlink.com/content/rt6673wt2188346g/fulltext.pdf>; Ausführlichere Vorfassungen erschienen als NBER Working Paper Nr. 17626, 2011 und CESifo Working Paper Nr. 3500, 2011; auf deutsch: »Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr. Der Rettungsschirm der EZB«, Ifo Working Paper No. 105, 24. Juni, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1215221.PDF>.