

Jens Hölscher, Horst Tomann

Das institutionelle Design der EU nach der Finanzkrise

Die Finanzkrise hat nicht nur die europäische Wirtschaftspolitik herausgefordert, sondern auch Mängel im institutionellen Design der EU offenbart. Zuvörderst wurden die Grenzen einer konventionellen Geldpolitik sichtbar, die gegen starke deflatorische Tendenzen und die damit verbundene Störung im Transmissionsprozess geldpolitischer Impulse nichts ausrichten konnte. Seit 2012 sucht die EZB Zuflucht zu Kaufprogrammen auf den Anleihemärkten, um der Depression von Erwartungen der Investoren entgegenzuwirken. Davon sollten zunächst die Banken profitieren. Das typische „Deleveraging“ in der Krise, der Aufbau von Nettovermögenspositionen, kann Selbstverstärkungseffekte auslösen, wenn Banken durch Notverkäufe den Anleihemarkt destabilisieren. Aber auch die (nationalen) Regierungen waren Profiteure der EZB-Kaufprogramme. Es zeigte sich, dass die Konsolidierung der Staatsverschuldung in der Krise ohne Hilfe nicht gelingen kann. Denn die Finanzmärkte orientieren sich am Primärsaldo des Staatshaushaltes, der als Folge von Konsolidierungsmaßnahmen zunächst einmal unweigerlich ins Defizit rutscht. Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) ist ein erster Versuch, die EZB bei diesen Hilfsmaßnahmen zu entlasten.

Was den Finanzsektor betrifft, so hat die starke internationale Verflechtung der Finanzinstitute Ansteckungseffekte ausgelöst, gegen die die (überwiegend nationalen) Regulierungen nicht gewappnet waren. Es zeigte sich, dass der Ruf des „Too big to fail“ für eine Bank extrem wertvoll ist.¹ Angesichts der Probleme, eine komplexe Bank rasch zu restrukturieren und der engen Beziehung der Banken zu ihren (nationalen) Regierungen, haben die Institute die politischen Problemlösungen weitgehend diktiert. Es ist fraglich, ob die angestrebte Bankenunion oder nicht doch eine substantielle Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen eher geeignet sind, den Finanzsektor krisenfester zu machen.

In der europäischen Wirtschaftspolitik traten die spezifischen Koordinationsprobleme deutlich zutage. Die Handlungsfähigkeit der Fiskalpolitik in der Krisenbewältigung war beschränkt, vor allem weil die nationalen Regierungen nur wenig bereit sind, das Risiko und die Souveränität zu teilen. Nicht zuletzt deshalb blieb die EZB der einzige handlungsfähige Akteur und musste mit dem Vorwurf leben, ihr Mandat zu überschreiten.

Schließlich haben sich die makroökonomischen Ungleichgewichte in der Währungsunion, die sich bereits seit längerem abzeichneten, in der Finanzkrise vertieft. Diese Ungleichgewichte spiegeln sich in Leistungsbilanzsalden, also monetären Strömen. Sie zeigen aber auf lange Sicht einen Mangel an realer Konvergenz an. Die Idee der EU ist deshalb, über ein „makroökonomisches Ungleichgewichtsverfahren“ Unterschiede im Wettbewerbsgrad zu identifizieren und auf eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit von Defizitländern hinzuwirken. Die Frage ist aber, ob der Realtransfer gelingt, durch den solche Ungleichgewichte abgebaut werden können (Keynes-Ohlin-Debatte). Voraussetzung wäre jedenfalls, dass die Überschussländer eine Defizitposition in ihrer Leistungsbilanz zulassen. Sollte das nicht der Fall sein (die Bundesregierung rühmt sich des Überschusses als Ausdruck deutscher Wettbewerbsfähigkeit), muss man sich mit dem Gedanken anfreunden, dass die Währungsunion eine Transfer-Ökonomie bleibt.

Jean-Claude Juncker, der Präsident der Europäischen Kommission, hat im vergangenen Jahr mit Unterstützung der Präsidenten des Europäischen Rates, der Euro-Gruppe, der Europäischen Zentralbank und des Europäischen Parlaments einen Bericht verfasst, der diese Herausforderungen der Krise zum Anlass für eine Neuordnung des institutionellen Designs der EU nimmt.² Die fünf Präsidenten schlagen neue Initiativen auf den Gebieten der Wirtschaftsunion, der Finanzunion, der Fiskalunion und der Politischen Union vor. Wir prüfen in unserem Beitrag, ob es sich dabei um Vorschläge handelt, die der Krisenbewältigung angemessen und realisierbar sind.

Staatsverschuldung: Das Dilemma fiskalischer Disziplin

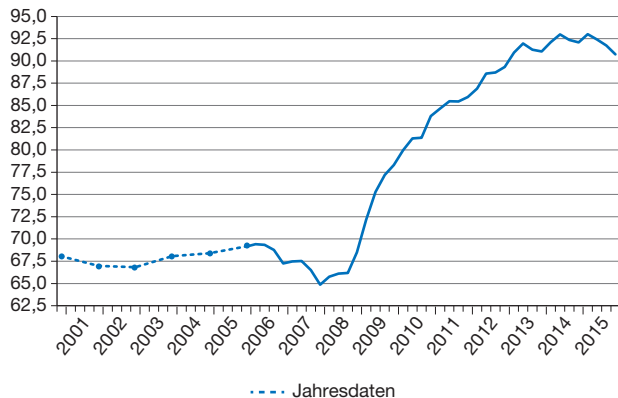
Die globale Finanzkrise hat in der Europäischen Währungsunion eine Staatsschuldenkrise ausgelöst. Die Staatsverschuldung stieg dramatisch, bedingt durch Maßnahmen zur Rettung überschuldeter Banken, krisenbedingte Defizite in den öffentlichen Haushalten (eingebaute Stabilisatoren), kompensatorische Fiskalpolitik und Zweitrundeneffekte der Konsolidierung. Im Ergebnis hat sich die durchschnittliche Staatsschuldenquote von 67% im Jahr 2008 auf über 90% erhöht (vgl. Abbildung 1).

1 A. Admati, M. Hellwig: The Bankers' new clothes, Princeton 2013.

2 J.-C. Juncker et al.: Completing Europe's Economic and Monetary Union, 2015, http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_en.pdf.

Abbildung 1
Staatsverschuldung in der EU

Konsolidierte Maastricht-Verschuldung, Quartalsdaten
in % des BIP



Quelle: EZB.

Die Mehrheit der Mitgliedstaaten können ihrer vertraglichen Verpflichtung, „übermäßige öffentliche Defizite“ zu vermeiden seit Jahren nicht nachkommen.³ Mit Bezug auf eine mögliche Verletzung des Primärrechts, dem in der Union Verfassungsrang zukommt, pocht Brüssel auf fiskalische Disziplin. Zwar führte noch keines der Defizitverfahren zum bitteren Ende von Sanktionen. Aber im Grundsatz wird fiskalische Disziplin als der richtige Weg aus der Krise angesehen.

Die im Vertrag angelegten institutionellen Vorgaben führen hier in ein Dilemma. Wie Cour-Thimann und Winkler in einer Flow-of-Funds-Analyse gezeigt haben, hat die Krise im Finanzsektor einen Prozess des „Deleveraging“ ausgelöst, d.h. die Finanzinstitute versuchten allgemein, ihre Nettoschuldnerpositionen abzubauen.⁴ In einer makroökonomischen Perspektive verlangt ein solcher Prozess des Deleveraging kompensatorische Transaktionen, um Erfolg zu haben. Die makroökonomische Saldenmechanik schließt aus, dass alle Sektoren der Volkswirtschaft zur gleichen Zeit ihre Nettoschulden vermindern bzw. ihre Nettoforderungen erhöhen können. Zwar gibt es im Prinzip verschiedene Optionen, um das Deleveraging des Finanzsektors zu kompensieren. Einerseits könnten sich die Regierung oder das Ausland stärker verschulden. Andererseits könnte in der Volkswirtschaft die Akkumulation von nichtfinanziellem Vermögen zunehmen und ebenso

3 Europäische Union: Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, Art. 126 AEUV.

4 P. Cour-Thimann, B. Winkler: The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure, in: Oxford Review of Economic Policy, 28. Jg. (2012), Nr. 4, S. 765-803.

könnten Investoren und Schuldner ihre Investitionen stärker mit Eigenkapital finanzieren. Damit ließe sich das „Paradox des Leverage“ lösen.⁵ Aber in einer Situation hoher Unsicherheit und pessimistischer Erwartungen der Investoren ist die Investitionsneigung im Nichtbankensektor gedrückt. Auch die privaten Haushalte sparen vermehrt, obwohl die Zinsen niedrig sind.⁶ Eine solche Konstellation – niedriges nominales Wachstum, hohe Verschuldung von Staaten, Unternehmen und Haushalten – konstatiert die EZB in ihrem jüngsten Finanzstabilitätsbericht nicht nur für Griechenland, sondern für einige Euroländer und sieht darin „mittelfristige Risiken für das europäische Finanzsystem“.⁷ Bei überschuldeten Regierungen bleibt die Zentralbank der einzige handlungsfähige Akteur, der als „Intermediär der letzten Instanz“ einspringen muss. Offensichtlich haben die institutionellen Regelungen der Währungsunion der EZB in der Krisenbekämpfung eine Lückenbüßerfunktion zugewiesen.

Für den Bericht der fünf Präsidenten ergeben sich aus dieser Analyse zwei Schlussfolgerungen:⁸

1. Institutionelle Verbesserungen, die den Anreiz zu fiskalischer Disziplin stärken sollen (Ausbau des europäischen Semesters usw.), bleiben in der Krise wirkungslos.
2. Die Schritte zu einer Europäischen Bankenunion (Single Supervision, Single Resolution) sind nicht geeignet, die Hauptursache des Deleveraging in der Krise zu bekämpfen, nämlich eine zu geringe Eigenkapitalausstattung der Finanzinstitute.⁹ Hier sind die Verbesserungen (eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 8% im Vergleich zum Minimum von 3% im Basel-III-Akkord) immer noch bescheiden.

Das Mandat der EZB

Die Sicherung der Preisstabilität ist das vorrangige Ziel der EZB. Dabei ist die Unabhängigkeit von zentraler Bedeutung: „When exercising the powers and duties conferred upon them ... neither the ECB, nor a national central bank, nor any member of the decision-making bodies shall seek or take instructions from Community institutions or bodies from any government of a Member State or from any other body.“¹⁰ In dieser Frage sind sich der amtierende EZB-Präsident Draghi und der Bundesbanker

5 Ebenda, S. 790.

6 O. Jorda, M. Schularick, A. M. Taylor: Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons, in: IMF Economic Review, 59. Jg. (2011), S. 340-378.

7 European Central Bank: Financial Stability Review May 2016, Frankfurt a.M. 2016.

8 J.-C. Juncker et al., a.a.O.

9 A. Admati, M. Hellwig, a.a.O.

10 Art. 127 (1) AEUV.

Weidmann, die oft abweichende Vorstellungen von der EZB-Politik haben, einig. Im Vergleich zu anderen Zentralbanken (z.B. der Fed oder der Bank of England) hat die EZB einen herausragenden Grad an Unabhängigkeit. Dies zieht eine fragwürdige demokratische Legitimation nach sich, da die EZB weder dem Europäischen Parlament noch der Kommission Rechenschaft schuldet. Es bestehen lediglich Informationspflichten. Im Grunde genommen hat die EZB ihr Mandat der Preisstabilität seit der Finanzkrise systematisch verfehlt – angesichts einer Preissteigerungsrate des bereinigten Verbraucherpreisindex von 2,5% pro Jahr. Auch unkonventionelle Maßnahmen wie negative Einlagenzinsen und Massenankäufe staatlicher Anleihen haben daran nichts geändert. Es ist interessant zu beobachten, wie die langfristigen Zinssätze von Regierungsanleihen, die sich als Reaktion auf die Finanzkrise zunächst diversifizierten, nun wieder angleichen (vgl. Abbildung 2), obwohl sich an den außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten und den damit verbundenen Risiken nichts geändert hat. Dies wirft die Frage auf, ob die EZB, so wie sie institutionell aufgestellt ist, über das notwendige Instrumentarium verfügt, ihr Mandat zu erfüllen.

Eurobonds

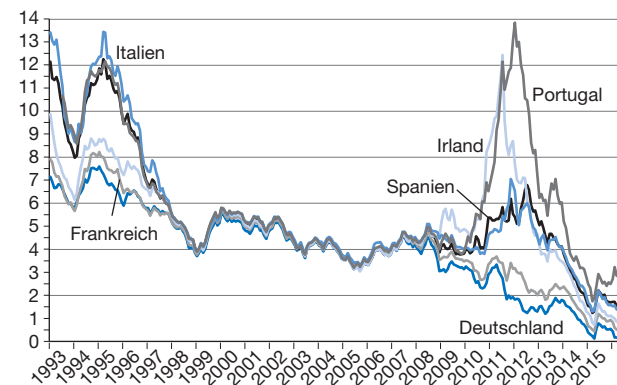
Anders als in den USA sind die europäischen Anleihemärkte segmentiert, mit der Folge, dass ein alle Risiken umfassender Anleihepool (Eurobond) nicht existiert. Die Anleihekäufe der EZB hatten somit – da Eurobonds fehlten – divergierende regionale Effekte, die wie eine Regionalpolitik wirkten.¹¹ Obwohl die Zentralbank das Ziel verfolgte, die Finanzmärkte auf der europäischen Ebene zu stabilisieren, musste sie bei der Durchführung ihres Kaufprogramms nationale Staatsanleihen nutzen. Auch ihre langfristigen Refinanzierungs-Operationen (LTROs) erlaubten den lokalen Banken, ihre nationalen Anleihen zu geringen Kosten zu erwerben. Im Ganzen erwies sich die Liquiditätsversorgung durch die unkonventionelle Geldpolitik als sehr komfortabel für die nationalen Regierungen, so als hätten sie Verfügungsmacht über ihre nationale Zentralbank. Es ist offensichtlich ein unerwünschter Effekt der unkonventionellen Geldpolitik, dass das nationale Schuldenmanagement der (europäischen) Zentralbank zufiel. Durch ihre nationalen Anleihekäufe wurde die EZB sogar in der Rolle eines „Lender of last Resort“ für Regierungen gesehen.¹² Obwohl diese Rolle als ein unvermeidliches Nebenprodukt einer Zentralbankpolitik

11 L. Balcerowicz: Euro: The Main Problems and Solutions, in: J. Hölischer (Hrsg.): Poland and the Eurozone, Basingstoke and New York 2014, S. 3-12.

12 C. Schwäbe: Unkonventionelle Geldpolitik – Warum die EZB ihre Unabhängigkeit nicht verloren hat, in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, 38. Jg. (2012), Nr. 3-4, S. 147-172.

Abbildung 2 Langfristige Zinssätze in ausgewählten EU-Mitgliedsländern

Nominale Raten für 10-jährige Staatsanleihen, Quartalsdaten in % p.a.



Quelle: EZB.

angesehen werden kann, die auf das Ziel einer Stabilisierung der europäischen Finanzmärkte ausgerichtet ist, so zeigt sich hier doch ein institutionelles Defizit der Europäischen Währungsunion. Ein „Lender of last Resort“ sollte Geschäftsbanken mit Liquidität versorgen, wenn die Anleihepreise in der Krise fallen.¹³ Überschuldete Regierungen, dagegen, leiden nicht an einem Mangel an Liquidität, sondern sind insolvent. Das klassische Mittel ist in einem solchen Fall, dass die (nationale) Zentralbank Geld in Umlauf bringt und die Last der Schuld durch Inflation auslöscht. Dieser Weg ist in der Europäischen Währungsunion ausdrücklich ausgeschlossen, da die Sicherung der Preisstabilität das vorrangige Ziel der EZB darstellt.¹⁴ Der Begriff eines „Lender of last Resort“ für Regierungen verbirgt vielmehr, dass die EZB in den Bereich der Fiskalpolitik hinein interveniert hat. Diese Folge des institutionellen Designs ist der Aufgabenverteilung in der Wirtschaftspolitik unangemessen. Rettungsmaßnahmen ebenso wie Verteilungsfragen sollten im Verantwortungsbereich der Regierungen bleiben.

Der institutionelle Mangel, der hier sichtbar wird, könnte durch Eurobonds behoben werden. Mit Eurobonds würden der Zentralbank genügend liquide Wertpapiere zur Verfügung stehen, um in den Finanzmärkten zu intervenieren und ihre geldpolitischen Aufgaben zu erfüllen. Die Regelung des Zugangs zu Eurobonds und die mit diesen

13 H. Riese: Bagehot versus Goodhart: Why a Central Bank needs Commercial Banks, in: J. Hölischer, H. Tomann (Hrsg.): Money, Development and Economic Transformation – Selected Essays by Hajo Riese, Basingstoke and New York 2004, S. 1-59.

14 Art. 127 (1) AEUV.

Bonds verbundene Risikoteilung ist dagegen die Aufgabe und Verantwortung der Regierungen. Durch geeignete Regulierung, wie in den USA, sind Eurobonds sogar vereinbar mit der No-bail-out-Klausel des Vertrags.¹⁵ Die Regulierungen des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) stellen einen ersten Schritt in diese Richtung dar. Der ESM bietet Regierungen in Finanzierungsschwierigkeiten Hilfen an, aber die Verantwortung für diese Maßnahmen liegt beim Europäischen Rat (Eurogruppe), nicht bei der Zentralbank. Freilich ist die Vergabe der ESM-Hilfen auf „Programmländer“ beschränkt, d.h. auf Länder, die sich einem „Makroökonomischen Anpassungsprogramm“ unterwerfen und fiskalische Disziplin üben.

Der Bericht der fünf Präsidenten geht die Frage einer gemeinsamen Verantwortung der Regierungen für die Tragfähigkeit der Staatsschulden nicht an. Er beschränkt sich auf den Vorschlag, für das Audit der Staatsschulden einen unabhängigen Europäischen Fiskal-Ausschuss, ein beratendes Gremium, einzusetzen. Für die Tragfähigkeit der Staatsschuld will man sich aber weiterhin auf die fiskalische Disziplin der nationalen Regierungen verlassen. Die

15 Art. 125 AEUV.

geplanten und teils schon auf den Weg gebrachten Politikkonzepte führen dabei in eine Richtung, die absurde Ergebnisse zeitigen kann: Den Staaten wird eine Schuldenbremse auferlegt (wie in den USA), aber ein zentraler Akteur fehlt, der in kritischen Zeiten den Finanzmärkten liquide und sichere Anlagemöglichkeiten bietet. Die EZB wird aus dieser Verantwortung nicht entlassen.

Ausblick

Die Zukunft der EU allgemein und des Euro insbesondere sieht in seiner derzeitigen institutionellen Ausgestaltung trübe aus.¹⁶ Der Fünf-Präsidenten-Bericht greift zu kurz und so wird man weiterhin versuchen müssen, irgendwie weiterzumachen, sei es mit konventionellen oder unkonventionellen Maßnahmen. Im Grundsatz ist das Institutionengefüge der EU den Anforderungen der Zeit nicht angemessen.

16 Vergleiche auch P. Arestis: Can the Report of the „Five Presidents“ save the euro?, in: European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, 13. Jg. (2016), Nr. 1, S. 28-38.

Jürgen Neyer

Für eine Neugründung Europas

Es ist heute nötiger denn je, dass Frankreich und Deutschland eng zusammenarbeiten. Die Europäische Union ist in der vielleicht tiefsten Krise ihrer Geschichte. Jeder denkbare Ausweg setzt eine abgestimmte Initiative von Frankreich und Deutschland voraus. Beide Staaten zusammen lassen sich, in Abwandlung eines Zitates des ehemaligen polnischen Außenministers Sikorski, als die „indispensable driver of Europe“ verstehen. Ohne ihre enge Zusammenarbeit lässt sich in und mit Europa kein Staat machen. Die deutsche quasi-hegemoniale Politik der letzten Jahre hat genauso hohen politischen Schaden angerichtet wie die französische Unfähigkeit, eine positive Vision für die notwendigen Wirtschafts- und Sozialreformen zu entwickeln. Nur wenn beide Staaten zusammen eine gemeinsame Idee der Zukunft Europas entwickeln, wird das Integrationsprojekt seine Krise überwinden können.

Eine neue deutsch-französische Initiative könnte an dem Vorschlag ansetzen, den die beiden Wirtschaftsminister

Emmanuel Macron und Sigmar Gabriel im Sommer 2015 zur Etablierung einer europäischen Wirtschaftsregierung für den Euroraum gemacht haben. Diese neue Instanz sollte mit eigenem Budget und Kompetenzen in der Finanz-, Wirtschafts- und Sozialpolitik ausgestattet sein und durch eine spezifische Kammer des Europäischen Parlaments kontrolliert werden. Sie würde über Mittel für Investitionen in gemeinsame Anliegen verfügen und über zulässige Abweichungen von der Umsetzung der Maastricht-Kriterien entscheiden können.

Dieser Vorschlag hat erstaunlicherweise bisher wenig Resonanz in den Medien und der deutschen Politik gefunden. Er stellt eine mutige Antwort auf die strukturellen Probleme Europas dar, die von der deutschen Politik sehr ernst genommen werden sollte. Es ist von elementarer Bedeutung für Europa und damit auch im deutschen Interesse, dass der aktuelle Krisendiskurs nicht einseitig als Bedrohung Europas missverstanden, sondern als