

## EU-Rettungsschirm: Folgt der Einstieg in eine Transferunion?

3

Setzt der im letzten Jahr ins Leben gerufene Euro-Rettungsschirm wesentliche Grundprinzipien des Maastricht-Vertrags außer Kraft? Folgt der Einstieg in eine Transferunion?

### Beistand unter Bedingungen für eine stabile Europäische Wirtschafts- und Währungsunion

Jede Gemeinschaft beinhaltet einen Ausgleich zwischen Starken und Schwachen. Insbesondere staatliche Gemeinschaften kennen finanzielle Ausgleichsformen und Transfers, und auch die Europäische Union bildet hiervon keine Ausnahme: Beispiele sind die seit vielen Jahren gängigen, europäischen Zahlungsströme, die dem Aufbau von unterentwickelten Regionen und der Strukturerneuerung dienen. Auch die östlichen Bundesländer haben hiervon in erheblichem Umfang profitiert.

Die aktuelle Debatte um eine »Transferunion« und das, was durch sie suggeriert wird, geht weit über das bisher Gekannte hinaus, jedoch ohne es sauber zu definieren. Unter »Transferunion« verstehen viele Unterschiedliches. Auch und gerade in der Politik gilt, dass eine Verständigung über Ziele und Prioritäten nur möglich ist, wenn man über denselben Sachverhalt redet. In diesem Sinne ist meine klare Haltung, dass wir keine unbegrenzten oder gar »uferlosen« Ausgleichsmechanismen befürworten, die den Mitgliedstaaten jeglichen Anreiz zu ökonomisch vernünftigem Handeln nehmen würden. Wenn also unter »Transferunion« eine erweiterte Möglichkeit verstanden wird, bedingungslos und systematisch Haushaltsmittel an finanzschwache Mitgliedstaaten zu transferieren, dann ist dies klar abzulehnen.

Worum es derzeit bei den Regierungsgesprächen in Brüssel geht, ist jedoch etwas anderes. Um es bereits an dieser Stelle vorweg zu nehmen: Die Einrichtung der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und die laufenden Arbeiten zur Einrichtung eines permanenten europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) bedeuten in keiner Weise den Einstieg in eine Transferunion. Die aktu-

ellen Entwicklungen und Diskussionen um einen dauerhaften europäischen Krisenbewältigungsmechanismus verdeutlichen vielmehr eindrucksvoll, dass die Europäische Union und insbesondere der Euroraum im Sog der schwersten Wirtschafts- und Finanzkrise der Nachkriegszeit vor entscheidenden Weichenstellungen stehen, die die weitere wirtschafts- und finanzpolitische Integration prägen werden.

Zunächst ist hervorzuheben, dass die finanziellen Stabilisierungsmechanismen nur ein Teil eines umfassenden Reformpakets für die Europäische Union bzw. den Euroraum sind. Mit diesem Reformpaket werden die Mitgliedstaaten in die Verantwortung genommen und die Voraussetzungen für eine stärkere Überwachung geschaffen, mit der die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Krisen im Euroraum deutlich sinken wird. Auch der von der Bundeskanzlerin am 4. Februar 2011 vorgestellte Pakt für Wettbewerbsfähigkeit hat zum Ziel, durch einen Abbau von Ungleichgewichten die Krisenwahrscheinlichkeit in Zukunft zu verringern.

In den Beratungen der vergangenen Monate auf europäischer Ebene ist es uns gelungen, dem Stabilitäts- und Wachstumspakt, der die Stabilität unserer gemeinsamen Währung in Europa sichern soll, deutlich mehr Biss zu verleihen. Die Task Force unter dem Vorsitz des Ratspräsidenten van Rompuy hat die Lehren aus der Wirtschafts- und Finanzkrise gezogen und sich auf weitreichende Verbesserungen der finanz- und wirtschaftspolitischen Koordination geeinigt. Dazu gehören: eine stärkere Berücksichtigung des Schuldenstandes im Defizitverfahren, ein breiteres Spektrum an quasi-automatischen Sanktionen, die zudem früher einsetzen, sowie eine bessere Überwachung der makroökonomischen Ungleichgewichte. Diese Vorschläge sollen nach Ei-



Wolfgang Schäuble\*

\* Dr. Wolfgang Schäuble, MdB, ist Bundesminister der Finanzen.

nigung mit dem Europäischen Parlament bis Juni 2011 umgesetzt werden.

Ein wesentliches Ergebnis ist die Stärkung des so genannten präventiven Arms des Stabilitäts- und Wachstumspakts: Dieser verpflichtet die Mitgliedstaaten der Eurozone zu einer tragfähigen Finanzpolitik; in konjunkturellen Normallagen bedeutet dies die Verpflichtung auf einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder sogar einen Haushaltsüberschuss. Zur Überwachung dieser Verpflichtung wird ein sanktionsbewehrtes Verfahren eingeführt, das unmittelbar und quasi automatisch greift, wenn Mitgliedstaaten von diesen Vorgaben abweichen. Im korrektiven Arm des Paktes wird ein zu hoher Schuldenstand einen deutlich ambitionierteren Konsolidierungskurs erfordern als bisher. Die Fiskalpolitik in der Währungsunion wird damit in Zukunft durch die Prinzipien der ausgeglichenen Haushalte und der Rückführung zu hoher Staatsschulden geleitet. Der hierin zum Ausdruck kommende Grundsatz nachhaltiger Finanzpolitik ist in Deutschland durch die Schuldenbremse bereits im Grundgesetz verankert. Das skizzierte Verfahren wird durch eine ganze Reihe weiterer Vorgaben und Maßnahmen (wie z.B. die stärkere Ex-ante-Koordinierung innerhalb des Europäischen Semesters) im Rahmen der europäischen Überwachung der Wirtschafts- und Finanzpolitik ergänzt.

Ungeachtet dessen ist es wichtig, dass wir als Rückversicherung über ein Verfahren zur Krisenbewältigung verfügen, das bei Bedarf schnell aktiviert werden kann. Denn auch mit einem noch so geschärften Stabilitäts- und Wachstumspakt können wir nicht zu 100% ausschließen, dass es eines Tages wieder zu einem extremen Krisenfall kommt, der die Stabilität der Eurozone insgesamt gefährdet. Mit der EFSF wurde im Frühjahr 2010 ein temporäres Verfahren geschaffen, das für den Moment adäquat ist. Gleichwohl war es für die Bundesregierung von Anfang an klar, dass es sich bei der EFSF nur um eine Übergangslösung handeln kann. Deshalb verfolgt die Bundesregierung ein Konzept für einen permanenten ESM für die Eurozone, der die im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts vereinbarte Schärfung der finanz- und wirtschaftspolitischen Überwachung ergänzen soll, um die Finanzstabilität in der Eurozone langfristig zu sichern.

Der künftige ESM bezieht sich nicht auf derzeit ausstehende Schulden und aktuelle Krisenfälle. Hierfür ist die temporäre EFSF bis Juni 2013 voll einsatzfähig. Klar ist aber auch, dass die Finanzmärkte für die Zeit nach 2013 so schnell wie möglich Planungssicherheit benötigen, um sich Schritt für Schritt den neuen Rahmenbedingungen anpassen zu können. Die Staats- und Regierungschefs werden hierzu auf der Tagung des Europäischen Rates im März 2011 Eckpunkte festlegen.

Ziel der Bundesregierung ist es, die Schuldenlast eines von Zahlungsunfähigkeit bedrohten Mitgliedstaates auf ein tragbares Maß zu reduzieren und so mögliche negative Auswirkungen auf die Kapitalmärkte und darüber auf die Währungsunion insgesamt abzuwenden. Der Prozess muss regelbasiert ausgestaltet sein und allen Beteiligten Anreize geben, auf eine schnelle Lösung hinzuarbeiten und das Vertrauen der Kapitalmärkte möglichst schnell zurückzugewinnen. Konzeptionell sieht unser Vorschlag drei Bestandteile vor: ein wirtschafts- und finanzpolitisches Anpassungsprogramm, angemessene Beiträge der privaten Gläubiger sowie ein intergouvernementales Finanzierungsinstrument.

Die Länder der Eurogruppe und die EU-Kommission haben sich am 28. November 2010 auf die Grundzüge eines künftigen dauerhaften ESM verständigt. Diese Grundzüge wurden vom Europäischen Rat im Dezember 2010 bestätigt und reflektieren in sehr ausgewogener Weise die Vorschläge, die die Bundesregierung in Wahrnehmung ihrer Verantwortung als größte Volkswirtschaft der Eurozone in den Verhandlungsprozess eingebracht hat.

Der ESM wird auf der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität aufbauen und bei strikter Konditionalität Finanzhilfen für Eurozonen-Mitgliedstaaten bereitstellen können. Er wird den neuen Rahmen verstärkter wirtschaftspolitischer Steuerung vervollständigen, der auf eine wirksame und konsequente wirtschaftspolitische Überwachung abzielt, die Prävention in den Mittelpunkt stellt und die Wahrscheinlichkeit künftiger Krisen deutlich verringert.

Die Vorschriften werden angepasst, um eine einzelfallbezogene Beteiligung privater Gläubiger in Übereinstimmung mit den Leitsätzen des IWF zu gewährleisten. In jedem Fall wird ein ESM-Kredit den so genannten „preferred creditor status“ (bevorrechtigten Gläubigerstatus) erhalten und nur gegenüber dem IWF-Kredit nachrangig sein, um das Geld der Steuerzahler zu schützen und privaten Gläubigern klar zu signalisieren, dass ihre Forderungen denen des öffentlichen Sektors nachgeordnet sind.

Der Hilfe, die einem Mitgliedstaat des Euro-Währungsgebiets gewährt wird, liegen ein wirtschaftliches und finanzielles Anpassungsprogramm mit strikten Auflagen sowie eine von der Europäischen Kommission und dem IWF in Zusammenarbeit mit der EZB durchgeführte konsequente Schuldenfähigkeitsanalyse zugrunde. Entscheidungen über die Bereitstellung von Hilfen erfolgen jeweils einstimmig.

Bei Ländern, die auf der Grundlage einer Schuldenfähigkeitsanalyse als solvent und damit langfristig zahlungsfähig eingestuft werden, werden die privaten Gläubiger ermutigt, ihr Engagement gemäß internationalen Regelungen und in Einklang mit den IWF-Verfahren aufrechtzuerhalten.

Im unerwarteten Fall, dass sich ein Land als insolvent und damit zahlungsunfähig erweisen sollte, hat der Mitgliedstaat entsprechend den IWF-Verfahren zur Wiederherstellung der Schuldentragfähigkeit mit seinen privaten Gläubigern einen umfassenden Umstrukturierungsplan auszuhandeln. Nur wenn durch diese Maßnahmen die Schuldentragfähigkeit hergestellt werden kann, darf der ESM überhaupt Liquiditätshilfen bereitstellen.

Um das Verfahren zu erleichtern, werden ab Juni 2013 in den Bedingungen aller neu aufgelegten Staatsanleihen von EU-Mitgliedstaaten standardisierte und identische Umschuldungsklauseln (»Collective Action Clauses« = CACs) in einer Weise vorgesehen, die die Liquidität der Märkte und das Vertrauen von Investoren gewährleisten. Diese Umschuldungsklauseln sollen den Klauseln entsprechen, die gemäß britischem und US-amerikanischem Recht nach dem G-10-Bericht über Umschuldungsklauseln üblich sind. Hierdurch könnten die Gläubiger im Fall der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners per qualifiziertem Mehrheitsbeschluss eine rechtsverbindliche Änderung der Zahlungsbedingungen beschließen.

Der Europäische Rat konnte im Dezember 2010 auch eine Einigung über die zur Einrichtung eines ESM notwendige begrenzte Vertragsänderung erzielen, wobei die Änderung erst nach Ratifikation durch alle 27 Mitgliedstaaten in Kraft tritt. Dies soll bis Ende dieses Jahres erfolgen. Auch hier konnte die Bundesregierung ihre zentralen Vorstellungen einbringen. Noch vor wenigen Monaten hat eine Vielzahl von Mitgliedstaaten und Kommentatoren jedwede Änderung des Vertrags von Lissabon für illusorisch gehalten. Ich sehe die tatsächliche Entwicklung einmal mehr als Beleg dafür, dass die Europäische Union – ganz entgegen der Kritik zahlreicher Experten – sehr wohl handlungsfähig ist, wenn sie in der Krise gefordert ist. Als größte Mitgliedstaaten tragen Deutschland und Frankreich hierbei eine besondere Verantwortung.

Mit dem künftigen Europäischen Stabilitätsmechanismus erreichen wir unser Hauptziel: eine stärkere Verbindung von Risiko und Haftung und damit eine Reduzierung von »moral hazard« – sowohl auf Seiten der für die Finanz- und Wirtschaftspolitik in den Eurostaaten Verantwortlichen als auch bei den privaten Investoren. Ein solcher Mechanismus und die mit ihm verbundene Stärkung der Marktdisziplin führen automatisch zu einem verantwortungsvollen Verhalten aller Marktteilnehmer und erhöhen dauerhaft die Glaubwürdigkeit und die Stabilität des Euro.

Zusammenfassend wird deutlich, dass die notwendigen Maßnahmen zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit der Euro-Mitgliedstaaten keineswegs gleich zu setzen sind mit dem Einstieg in eine Transferunion. Die Bundesregierung würde eine derartige Entwicklung nicht mittragen und lehnt daher

einen »erweiterten« Mechanismus ab, in dessen Rahmen finanzstarke Mitgliedstaaten systematisch und automatisch Haushaltsmittel an finanzschwache Mitgliedstaaten transferieren würden. »Erweitert«, da Deutschland (und einige andere Mitgliedstaaten) als Nettozahler und die Europäische Union u.a. über die bereits erwähnten Struktur- und Kohäsionsfonds erhebliche Beiträge zum Abbau des Wohlstandsgefälles zwischen den europäischen Mitgliedstaaten bzw. Regionen und zur Förderung des wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalts leisten. Ich sehe hier die eindeutige Grenze, die nicht überschritten werden sollte. Eine Ausweitung von Transferzahlungen birgt das evidente Risiko, dass die Empfängerländer in ihren eigenen Anstrengungen, ihre wirtschaftliche und finanzielle Leistungsfähigkeit zu verbessern, nachlassen und wir das zentrale »Moral-hazard«-Problem so, statt es zu reduzieren, noch verstärken.

Die jüngsten Ereignisse haben allerdings auch gezeigt, dass eine gemeinsame Währung nicht ohne temporäre und bedingte Solidarität der Mitglieder auskommt; eine Solidarität, die sich aber nicht auf die sechs Euroländer mit Triple-A-Bewertung beschränken darf. Solidarität darf sich zudem nicht nur auf die Verpflichtung beschränken, den Mitgliedsländern, die in erheblichen finanziellen und wirtschaftlichen Schwierigkeiten sind, Beistand zu leisten. Sie erfordert genauso Zielstrebigkeit und Entschlossenheit der betroffenen Mitgliedstaaten, die eigenen, meist strukturellen Probleme durch konsequente und nachhaltige finanz- und wirtschaftspolitische Reformmaßnahmen zu beseitigen.

Primäre politische Aufgabe ist es vor diesem Hintergrund sicherzustellen, dass die institutionellen Arrangements der Europäischen Währungsunion einschließlich der neuen Stabilisierungsmechanismen in der Lage sind, die Eurozonen-Mitglieder zu einer Finanz- und Haushaltspolitik zu verpflichten, die der Verantwortung für eine gemeinsame Währung Rechnung trägt. Dieses Bekenntnis zu einer gemeinsamen Verantwortung würde durch die Implementierung einer so genannten Transferunion konterkariert. Denn ein derartiges Transfersystem würde Anreize für nachhaltige Wirtschafts- und Finanzpolitik reduzieren und auf die Zahlungswilligkeit wirtschafts- und finanzstarker Länder der Gemeinschaft bauen. Die korrektiven und produktiven Kräfte des Marktes würden damit außer Kraft gesetzt.

Marktlicher Anreiz und Sanktion ist dabei das in den »Spreads« ausgedrückte höhere Zinsrisiko. Grundsätzlich funktioniert dieses System: Deshalb darf dieser Mechanismus nicht ersatzlos durch eine Vergemeinschaftung des Zinsrisikos, auch nicht in Form der Eurobonds – einer weiteren Facette der Transferdiskussion – außer Kraft gesetzt werden. Mit einer Gemeinschaftshaftung für die Staatsschulden bei Einführung von Eurobonds würde die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte vermindert: Einzelne Euroländer mit potenziell nicht tragfähiger Finanz- und Wirt-

schaftspolitik sollten nicht ihre nationale Verantwortung zur Einhaltung der Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspaktes auf andere Euroländer abwälzen, indem sie sich durch Eurobonds weiterhin zu günstigeren Konditionen refinanzieren, ohne die erforderlichen und z.T. sehr schmerzhaften Strukturreformen durchzuführen. Auch wenn die Marktdisziplinierung über die »spreads« also grundsätzlich funktioniert, so trifft dieser Mechanismus für das systemische Risiko, die Gefahr der Ansteckung durch die Schuldenkrise eines Landes für andere Euroländer und für die Eurozone als Ganzes, keine ausreichende Vorsorge.

Auch deshalb hat sich die Bundesregierung bei der Umsetzung der EFSF sowie der Konzipierung des zwischenstaatlichen Europäischen Stabilisierungsmechanismus erfolgreich dafür eingesetzt, dass finanzieller Beistand und Ausreichung von Finanzmitteln in finanziellen Notlagen nur unter der Voraussetzung der Umsetzung ambitionierter Reformprogramme und eines verschärften Monitorings durch die Europäische Kommission, die Europäische Zentralbank und den Internationalen Währungsfonds erfolgt. Es ist wichtig und richtig, dass diese Sichtweise elementarer Bestandteil des Beschlusses des Europäischen Rates vom Dezember 2010 geworden ist, mit dem die Grundlagen geschaffen wurden, um mittelfristig eine dauerhafte Stabilisierung des Euro und der Europäischen Währungsunion zu erreichen.

Was wir demzufolge nicht brauchen, ist eine Transferunion, die auf fatale Weise die Lösung der Probleme durch finanzielle Abhilfe suggeriert, aber die ökonomischen Probleme in der EU wie des Euroraums in ihrer Substanz nicht nur nicht löst, sondern sie perpetuiert. Was wir auch nicht brauchen, ist eine Debatte, die mit einem solchen Begriff zündelt und Ängste schürt, die nicht begründet sind.

Was wir dagegen brauchen, ist ein lösungsstarkes Gesamtpaket: einen wirksamen Stabilitäts- und Wachstumspakt, eine bessere Koordinierung der Finanz- und Wirtschaftspolitik, umfassende Maßnahmen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Mitgliedstaaten – wie von der Bundeskanzlerin im Rahmen des Pakts für Wettbewerbsfähigkeit vorgeschlagen als mutiger Schritt hin zu einer Wirtschaftsregierung, die auf die Balance nationaler und europäischer Zuständigkeiten achtet – und letztendlich auch einen überzeugenden Krisenmechanismus als zusätzliches Sicherheitsnetz für weniger wahrscheinliche Krisenfälle der Zukunft.



Jürgen Stark\*

## Der Euro braucht strikere Regeln

Bei den Verhandlungen des Maastricht-Vertrages und später des Stabilitätspakts wurden wiederholt Krisenszenarien einzelner Länder diskutiert und auch die Folgen einer tiefen wirtschaftlichen Rezession für das öffentliche Haushaltsdefizit simuliert. Die Frage sollte beantwortet werden, unter welchen Bedingungen eine Zunahme des öffentlichen Defizits um 3% des BIP erreicht würde. Es ging um die Definition der Regeln für eine stabilitätsorientierte Wirtschafts- und Währungsunion mit einheitlicher Geldpolitik und dezentraler Fiskalpolitik. Zu den formenden Prinzipien und Grundlagen der Währungsunion zählen neben der Unabhängigkeit der Zentralbanken und dem klaren Mandat für Preisstabilität, das Vermeiden übermäßiger Haushaltsdefizite, die »Nicht-Einstandsklausel« (»No bailout«), und das Verbot der monetären Finanzierung der öffentlichen Haushalte.

Die verschiedenen Szenarien und Simulationen zeigten, dass es in nur sehr wenigen Fällen – und auch nur im Falle einer sehr schweren Rezession – zu einer signifikanten Verschlechterung des öffentlichen Defizits kam. Unter der Annahme, dass die Regeln befolgt werden, und die Mitgliedstaaten das Ziel eines ausgeglichenen oder Überschusshaushalts ernsthaft anstreben, würde die 3%-Defizitobergrenze nur extrem selten überschritten. Gleichzeitig verlangte der Grad der politischen und wirtschaftlichen Integration die Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten für ihre öffentlichen Haushalte. Dies ist in der »No-bailout«-Klausel niedergelegt. Sie war insbesondere für die deutsche Regierung ein wichtiger Grundsatz, um mögliche finanzielle Transfers an andere Mitgliedstaaten, die sich nicht stabilitätskonform verhielten, auszuschließen. Finanzieller Beistand sollte einem Mitgliedstaat

\* Prof. Dr. Jürgen Stark ist Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank.

Die in diesem Beitrag zum Ausdruck gebrachte Meinung entspricht nicht unbedingt der Meinung der EZB. Dieser Beitrag enthält keine rechtliche Bewertung der einschlägigen Vorschriften des EU-Vertrags.

nur aufgrund von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Ereignissen, die sich der Kontrolle des Mitgliedstaats entziehen, gewährt werden können.

Das Maastricht-Design der Wirtschafts- und Währungsunion sieht also keinen Finanztransfer vor. Dies wurde von den Finanzministern nochmals am 1. Mai 1998 bestätigt. An diesem Tag fiel die Entscheidung darüber, welche Länder sich für die dritte Stufe der Währungsunion qualifizieren. Die Minister erzielten Einvernehmen darüber, »dass die Wirtschafts- und Währungsunion als solche nicht als Grund für spezielle Finanztransfers angeführt werden kann«.<sup>1</sup> Diese Erklärung wurde von den EU-Staats- und Regierungschefs auf dem Europäischen Rat im Juni 1998 in Cardiff bestätigt.

Warum dieser »historische« Rückblick? Keines der in den 1990er Jahren diskutierten Szenarien ging von einer Krisendimension aus, wie wir sie seit 2007/2008 erleben. Niemand konnte die Schwere und Tiefe der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise voraussehen. Allerdings waren Marktübertreibungen seit längerem erkennbar, und es wurde vor den Schwächen und Verwundbarkeiten des Finanzsystems gewarnt. Auch wenn diese Krise ihren Anfang nicht in Europa genommen hat, so wurde Europa ebenso hart getroffen wie andere Regionen der Welt. Was nicht überraschte, war, dass die Rettungsmaßnahmen für die Banken, das Wirkenlassen der automatischen Stabilisatoren und die Konjunktur-Stimulierungsmaßnahmen zu einer Explosion der öffentlichen Haushaltsdefizite und Schuldenstände führten.

Ebenso wenig überraschend ist, dass die Krise der öffentlichen Haushalte im Eurogebiet die Folge der Nichteinhaltung der Haushaltsregeln ist, sowie, generell betrachtet, der unzureichenden oder völlig fehlenden Anpassung einzelner Länder an die Bedingungen der Wirtschafts- und Währungsunion. Sowohl einzelne Regierungen haben hier versagt als auch die Überwachungs- und Sanktionsmechanismen auf europäischer Ebene. Deshalb handelt es sich bei der derzeitigen Krise nicht um eine »Krise des Euro«. Vielmehr geht es um die Folgen verfehlter nationaler Wirtschaftspolitiken und die fehlende Umsetzung der gemeinsamen Regeln. Diese Regeln – und Prinzipien – wie im Maastricht-Vertrag und dem Stabilitätspakt definiert, sind eine fundamentale Bedingung für das reibungslose Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion und damit für eine stabile und anerkannte Währung.

Als im Mai 2010 die europäische Schuldenkrise ihren ersten Höhepunkt erreichte, beschloss der EU-Finanzministerrat Maßnahmen, die es erlauben, zur Sicherung der Finanzstabilität im Eurogebiet unter bestimmten Bedingun-

gen Kredite an einzelne Mitgliedsländer zu vergeben, die aufgrund ihrer Überschuldung den Zugang zum Kapitalmarkt verloren haben. Neben den Krediten im Umfang von 110 Mrd. Euro, die für Griechenland von EU-Staaten und IWF gewährt wurden, können hierfür über die EFSF (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität), den EFSM (Europäischen Finanzstabilitätsmechanismus) und den IWF weitere Mittel von bis zu 750 Mrd. Euro beschafft werden. Die hieraus vergebenen Kredite werden mit den Empfängerländern von EU-Kommission und IWF, in Abstimmung mit der EZB, unter der Bedingung ausgehandelt, dass die Regierungen der betroffenen Staaten ihre Staatsfinanzen sanieren und Strukturanpassungsmaßnahmen ergreifen, um wirtschaftliche und finanzielle Stabilität dauerhaft wiederherzustellen.

Diese Maßnahmen sind in der deutschen Öffentlichkeit als Einstieg in die Transferunion und als Verletzung der »Nicht-Einstandsklausel« (Artikel 125 des EU-Vertrags) betrachtet worden. Artikel 125 des EU-Vertrags schließt eine Haftung der EU oder ihrer Mitgliedstaaten für finanzielle Verpflichtungen anderer Staaten oder ihrer öffentlich-rechtlichen Körperschaften aus. Artikel 125 schließt allerdings gegenseitige Kredite nicht grundsätzlich aus. Worauf das Vertragswerk vielmehr abzielt, ist sicherzustellen, dass die Mitgliedstaaten für ihre öffentlichen Schulden letztlich alleine Verantwortung tragen. In diesem Kontext scheint also die in Deutschland geäußerte Kritik auf die Frage abzielen, ob die gemeinsamen Kredite die Empfängerländer dieser Verantwortung entheben oder ihre Schulden auf Kosten bonitätsstarker Länder senken. Dies käme jedenfalls einem Finanztransfer gleich.

Ein Finanztransfer findet meines Erachtens allerdings nicht statt, wenn das Empfängerland aus eigenen Anstrengungen seine öffentlichen Haushalte saniert und somit den Kapitalmarktzugang wiederherstellt. Hieraus ergeben sich Anforderungen, welche sich in den Konditionen für die bisher beschlossenen Hilfsmaßnahmen widerspiegeln:

1. Verantwortung für eigene Schulden: die vergebenen Kredite dienen nicht der Schuldenübernahme. Die infolge der Kreditgewährung höhere Verschuldung wird im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts überwacht. Die Schulden sind zusammen mit den anfallenden Zinsen auch wieder vollständig zurück zu zahlen.

2. Programmkonditionalität: Kredite werden nur dann gewährt, wenn sich das Empfängerland glaubwürdig zu einem wirtschaftlichen Anpassungsprogramm verpflichtet. Dieses Programm muss gewährleisten, dass die öffentlichen Haushalte konsolidiert und, falls erforderlich, Maßnahmen ergriffen werden, wirtschaftliche Ungleichgewichte zu beseitigen, um dauerhaft Wachstum, Beschäftigung und nicht zuletzt die Tragfähigkeit der Staatsschuld zu sichern. Sollten in den

<sup>1</sup> Zusatzserklärung des Rates (Wirtschaft und Finanzen) vom 1. Mai 1998 und der in diesem Rat vereinigten Minister zu der Empfehlung betreffend die Mitgliedstaaten, die an der Wirtschafts- und Währungsunion teilnehmen.

jeweiligen Ländern Risiken für die wirtschaftliche und finanzielle Stabilität existieren, beispielsweise aufgrund privater Überschuldung, Verlust der Wettbewerbsfähigkeit, oder Problemen im Bankensektor, so müssen diese Maßnahmen darauf abzielen, diese Risiken zu beseitigen.

3. Kreditbereitstellung zu nicht-konzessionären Zinsen: Die Finanzierungsbedingungen der Empfängerländer am Kapitalmarkt dürfen sich nur als Konsequenz eigener erfolgreicher Sparbemühungen und Strukturanpassungsmaßnahmen verbessern, nicht aber alleine aufgrund der Tatsache, dass bonitätsschwache von bonitätsstarken Ländern Kredite erhalten. Dies lässt sich sicherstellen, indem Kredite nur zu einem »nicht-konzessionären« Zinssatz bereitgestellt werden, d.h., wenn sie kein Subventionselement enthalten. Zusätzlich verhindert dies Fehlanreize für die Mitgliedstaaten. Niemand kann darauf bauen, bei einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen an den Kapitalmärkten aufgrund wirtschafts- und fiskalpolitischer Fehler einfach auf Kredite anderer Mitgliedstaaten als günstige Alternative zurückgreifen zu können.

Auf die im Mai 2010 beschlossenen Hilfsmaßnahmen treffen diese drei Bedingungen zweifellos zu. Entsprechend ist es entscheidend, diese Konditionen auch in der Funktionsweise des Europäischen Stabilisierungsmechanismus zu verankern, welcher ab Mitte 2013 gelten soll.

Am Beispiel der Kredite an Griechenland lassen sich diese Konditionen näher erläutern:

Der Zinssatz, zu dem Griechenland Kredite erhalten hat (auf Basis syndizierter, bilateraler Kredite von EU Staaten und Mitteln des IWF im Umfang von insgesamt 110 Mrd. Euro), entspricht, je nach Auszahlungszeitpunkt, einem Aufschlag von 300 bis 400 Basispunkten auf Geldmarktsätze vergleichbarer Laufzeit. Die Finanzierungsbedingungen Griechenlands werden also nicht subventioniert. Griechenland hat sich im Rahmen eines dreijährigen – mit EU Kommission und IWF, unter Abstimmung mit der EZB, ausgehandelten – Programms verpflichtet, seine Staatsfinanzen zu sanieren und seine Wettbewerbsverluste zu korrigieren. Die Einhaltung dieser Aufgaben wird alle drei Monate von EU-Kommission und IWF, wiederum in Zusammenarbeit mit der EZB, überprüft und ist Grundvoraussetzung für die Auszahlung weiterer Kredittranchen. Die Kredite werden auf die Schuld Griechenlands angerechnet und sind zusammen mit den Zinsen zurückzuzahlen. Diese Bedingungen stellen sicher, dass Griechenland nicht nur für seine eigenen Schulden selbst verantwortlich bleibt, sondern vor allem auch, dass es in die Lage versetzt wird, diese auch zu bedienen.

Vergleichbare Anforderungen gelten für die Bereitstellung von Krediten durch die EFSF, das EFSM und den IWF. Im Dezember 2010 wurde beschlossen, Irland aus diesen Mit-

teilen insgesamt 62,7 Mrd. Euro zur Verfügung zu stellen. Insgesamt handelt es sich um ein Programmvolumen von 85 Mrd. Euro, inklusive bilateraler Kredite aus dem Vereinigten Königreich, Dänemark und Schweden in Höhe von 4,8 Mrd. Euro sowie einem Eigenbeitrag Irlands in Höhe von 17,5 Mrd. Euro. Im Rahmen dieses mehrjährigen Anpassungsprogramms hat sich Irland verpflichtet, seinen Bankensektor zu restrukturieren, seine Wettbewerbsverluste zu korrigieren und seine öffentlichen wie privaten Schulden zu reduzieren. Für die an Irland vergebenen Kredite wird ein durchschnittlicher Zinssatz von etwa 6% fällig, was wiederum deutlich über den Geldmarktzinsen vergleichbarer Laufzeit liegt.

Nach Beschluss des Europäischen Rats vom 16./17. Dezember 2010 soll die EFSF Mitte 2013 von einem permanenten europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) abgelöst werden. Zu diesem Zweck wird Artikel 136 des Vertrags über die Funktionsweise der Europäischen Union ergänzt werden. Für den Fall, dass wirtschaftliche Schwierigkeiten in einem Euromitgliedsland zu einem Risiko für die Stabilität der europäischen Währungsunion werden, können wiederum unter der Bedingung wirtschaftlicher Anpassungsmaßnahmen Finanzhilfen zur Verfügung gestellt werden, falls eine von der Europäischen Kommission und dem IWF in Zusammenarbeit mit der EZB durchzuführende Tragfähigkeitsanalyse zu dem Ergebnis kommt, dass das Empfängerland fundamental solvent ist.

In allen hier angesprochenen Fällen bleibt das Prinzip gewahrt, dass alle Mitgliedsländer der Währungsunion für ihre Schulden alleine verantwortlich bleiben und diese nicht durch Vermögenstransfers aus anderen Staaten senken können. Kredite werden nur unter der strikten Auflage vergeben, dass das jeweilige Land Anpassungsmaßnahmen ergreift, sich aus eigenen Anstrengungen zu entschulden und Wachstum und Beschäftigung dauerhaft zu sichern. Die für diese Kredite anfallenden Zinsen sind gegenüber den Marktzinsen nicht subventioniert. Solange diese Bedingungen eingehalten werden, kann man Kredite von Euromitgliedsstaaten untereinander nicht als Finanztransfer bezeichnen.

Diese Bedingungen sind im Übrigen nicht nur aus politischer, sondern auch aus wirtschaftlicher Sicht relevant: Sie sind unumgänglich, um die Schuldenkrise in Europa zu bewältigen. Ohne wirtschaftliche, fiskalische und finanzielle Korrekturen werden die betroffenen Länder nicht zu Wachstum und Beschäftigung zurückfinden und weiterhin ein Risiko für die Funktionsweise des gemeinsamen Währungsraums darstellen.

Die hier gestellte Ausgangsfrage, ob Kredite an überschuldete Euromitgliedstaaten zu Finanztransfers führen, ist berechtigt, nicht zuletzt nachdem in allen Mitgliedstaaten

bereits zur Absicherung von Risiken im Bankensystem in unvorstellbarem Ausmaß Garantien und Mittel zur Rekapitalisierung bereitgestellt wurden. Verständlich wie die Frage also ist, ist sie dennoch wenig zielführend. Die Frage, die sich heute den Entscheidungsträgern in Europa stellt, ist keine Frage nach der Wahrung vermeintlicher nationaler Interessen, sondern nach der Wahrnehmung gemeinsamer Verantwortung dafür, die wirtschaftlichen Vorteile einer gemeinsamen, stabilen Währung endlich umzusetzen.

Mit der gemeinsamen Währung haben wir in Europa den höchstmöglichen monetären Integrationsgrad erreicht. Ziel der Wirtschafts- und Währungsunion ist es, Inflation und Währungskrisen, welche weiten Teilen Europas über Jahrzehnte wirtschaftlichen Schaden zugefügt haben, ein Ende zu setzen und Preisstabilität zu sichern. In dieser Hinsicht ist der Euro ein durchschlagender Erfolg. Ziel ist es aber auch, die wirtschaftliche Integration Europas voranzubringen und so Wohlstand und Beschäftigung, nicht zuletzt in einem Umfeld rasant voranschreitender wirtschaftlicher Globalisierung, zu fördern. In diesem Punkt sind die europäischen Regierungen ihrer Verantwortung nicht gerecht geworden.

Bis heute ist nicht verstanden worden, dass die Mitgliedschaft in einer Währungsunion die nationale Souveränität in der Fiskal- und Wirtschaftspolitik einschränkt. Hierfür ist symptomatisch, dass die Fortschritte zur Stärkung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes und der makroökonomischen Überwachung bis heute ungenügend geblieben sind – und dies im Licht der Erfahrung der größten staatlichen Schuldenkrise in Friedenszeiten.

Anstatt aus den Fehlern der Vergangenheit zu lernen und sich endlich die offenkundigen Ursachen der europäischen Schuldenkrise einzugestehen, arbeitet man an einem Stabilisierungsmechanismus für zukünftige Krisen. Dieser wird aber kaum geeignet sein, einen Rahmen zur Koordinierung längst überfälliger Strukturreformen und zur Sicherung solider Staatsfinanzen herzustellen. Überdies schafft die bloße Existenz eines solchen Mechanismus möglicherweise weitere Fehlanreize. Es ist kein Geheimnis, dass eine Versicherung Handlungen begünstigt, die den Versicherungsfall wahrscheinlicher werden lassen (»moral hazard«). In jedem Fall dürfen die bestehenden Vertragsgrundlagen der Währungsunion, vor allem die »No-bailout«-Klausel und das Verbot von Finanztransfers, durch diesen neu zu schaffenden Mechanismus nicht unterlaufen werden. Ansonsten droht eine Aushöhlung der stabilitätspolitischen Basis des Euro mit nicht absehbaren wirtschaftlichen und politischen Folgen.

Der Prävention von Krisen muss absolute Priorität eingeräumt werden. Wären die Regeln des Stabilitäts- und Wach-

tumpaktes strikt eingehalten und umgesetzt worden, anstatt sie im Jahr 2005, wie auf deutsche und französische Initiative hin geschehen, bis zur Beliebigkeit aufzuweichen, so wären entscheidende Ursachen der gegenwärtigen Krise weit im Voraus beseitigt worden.

Es ist Zeit, die Dringlichkeit der Lage zu begreifen und dazu beizutragen, dass der Fokus der Debatte von vermeintlichen nationalen Interessen weg und hin auf unabdingbare wirtschaftspolitische Integrationschritte auf Ebene der Euromitgliedstaaten gerichtet wird.



Clemens Fuest\*

### Ein Vorschlag für einen Krisenbewältigungsmechanismus in der Eurozone nach 2013

Nachdem Irland von seinen Banken im vergangenen November an den Rand des Staatsbankrotts gebracht worden ist und sich unter den so genannten Euro-Rettungsschirm begeben musste, ist über Weihnachten eine gewisse Ruhe eingeleitet. Die Stabilisierung des Eurowechsellurses gegenüber dem US-Dollar wird verschiedentlich gar als Indiz dafür interpretiert, die Krise der Eurozone habe ihren Höhepunkt überschritten. Tatsächlich haben die bisherigen Rettungsaktionen der europäischen Politik lediglich ein wenig Zeit verschafft, eine Strategie zur Überwindung der Krise zu entwickeln. Am 28. November 2010 haben die Finanzminister der Eurozone beschlossen, den bestehenden Rettungsschirm, bestehend aus European Financial Stability Mechanism (EFSM) und European Financial Stability Facility (EFSF), durch eine Nachfolgeinstitution zu ersetzen, die European Stability Mechanism (ESM) genannt wird. Derzeit wird intensiv darüber diskutiert, wie diese Institution funktionieren soll und welche Strategie damit zur Überwindung der Krise verfolgt wird. Im Folgenden wird ein Vorschlag für die Grundzüge einer solchen Strategie entwickelt.

#### Einfache, polare Lösungsansätze helfen in der aktuellen Lage nicht weiter

Um die Gedanken zu ordnen, ist es hilfreich, in aller Kürze zu erläutern, warum einige einfache, viel diskutierte Lösungsansätze in der aktuellen Lage nicht weiterhelfen.<sup>1</sup> Erstens

wird oft gefordert, Hilfen der Gemeinschaft zu verweigern und staatliche Insolvenzen mit einem Schuldenschnitt hinzunehmen. Dieser Ansatz entspricht den ursprünglich vereinbarten Spielregeln in der Eurozone und setzt im Prinzip für alle Beteiligten die richtigen Anreize. Er hat aber einen gravierenden Nachteil: Ein solches institutionelles Arrangement funktioniert nur dann, wenn Banken und Finanzmärkte robust genug sind, eine Insolvenz eines oder auch mehrerer Staaten zu überstehen, ohne dass es zu einer schweren Finanzkrise kommt. Für die Zukunft besteht eine wichtige Aufgabe der Politik in der Tat darin, die Finanzmarktregulierung so zu verändern, dass man dieser Robustheit möglichst nahe kommt (vgl. Konrad 2010; Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen 2010). Das wird jedoch Jahre dauern. Derzeit befinden sich Banken und Finanzmärkte in einem fragilen Zustand. Bei einer staatlichen Insolvenz besteht die Gefahr, dass eine Finanzmarktpanik entsteht, Banken ins Wanken geraten und weitere, an Fundamentaldaten gemessen nicht überschuldete Länder das Vertrauen der Finanzmärkte verlieren. Im Ergebnis droht dann eine Finanz- und Wirtschaftskrise, die schlimmer ausfällt als der Konjunkturreinbruch nach der Pleite der Lehman-Bank im September 2008. Deshalb haben die Regierungen der Eurozone im vergangenen Jahr Griechenland und Irland geholfen.

Der zweite, diametral entgegengesetzte Ansatz besteht darin, die Schulden der Peripherie zu vergemeinschaften. Ein Schritt auf diesem Weg ist die Einführung von Eurobonds, für die alle Staaten der Eurozone gemeinsam haften.<sup>2</sup> Eine solche Solidarhaftung hat ebenfalls gravierende Nachteile: Sie ist ungerecht und setzt für Regierungen und private Investoren die falschen Anreize.

Ein dritter Ansatz, der weniger offen diskutiert wird, besteht darin, die Krise zunächst einmal auszusetzen, indem man den Rettungsschirm erweitert und den Ländern, denen geholfen wird, weitere Kredite einräumt. Das Abwarten erlaubt es der Politik, darauf zu hoffen, dass sich die Wirtschaft erholt, die Banken rekapitalisieren und sich neue Optionen zur Überwindung der Krise eröffnen. Der große Nachteil dieser Strategie liegt darin, dass die Schuldenberge und damit die irgendwann zu realisierenden Belastungen für die Steuerzahler in den Geberländern wachsen und eine wirtschaftliche Erholung der überschuldeten Länder verzögert wird (vgl. Fuest 2011).

Es zeigt sich also, dass die Verschuldungskrise im Euroraum mit einfachen Lösungen, die entweder allein auf Insolvenz und Schuldenschnitt oder auf Solidarhaftung setzen, nicht

\* Prof. Dr. Clemens Fuest ist Research Direktor des Center for Business Taxation an der Universität Oxford.

<sup>1</sup> Dieser Beitrag konzentriert sich auf Vorschläge, welche die Erhaltung der Eurozone in ihrer aktuellen Zusammensetzung voraussetzen. Vorschläge zum Austritt einzelner Länder oder einer Spaltung der Währungsunion werfen vielfältige Fragen auf, die den Rahmen dieses Beitrags sprengen würden.

<sup>2</sup> Es sind durchaus Varianten des Eurobondkonzepts denkbar, die nicht zur Solidarhaftung führen, sondern im Rahmen eines Schuldenschnitts alternativ zu einer Teilgarantie der Restschuld eingesetzt werden könnten, nach dem Vorbild der Brady-Bonds. Die meisten Unterstützer des Eurobondkonzepts lehnen einen Schuldenschnitt jedoch ab.



zu überwinden ist. Wenig überzeugend erscheint auch die Strategie des Abwartens, verbunden mit der Hoffnung, dass die Krise irgendwann von selbst verschwindet.

### Eine Strategie zur Überwindung der Krise

Im Folgenden soll eine Strategie zur Überwindung der Krise skizziert werden, die aus noch zu erläuternden Gründen zwar im Kern auf die Lösung durch Schuldenschnitt setzt, aber nur deshalb Erfolg verspricht, weil sie vorübergehend, bis zur Überwindung der aktuellen Verschuldungskrise, Elemente der beiden anderen oben beschriebenen Ansätze integriert. Die Eckpunkte sind recht einfach und teilweise bekannt:<sup>3</sup>

1. Nach Auslaufen des bestehenden Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESFS/EFSM) im Jahr 2013 wird eine Nachfolgeinstitution eingerichtet, die wie vorgesehen European Stabilisation Mechanism (ESM) heißt.
2. Der ESM kann auf maximal drei Jahre befristete Garantien und Liquiditätshilfen an Staaten der Eurozone vergeben, um fällige Anleihen zu bedienen, laufende Defizite zu finanzieren oder das Bankensystem eines Landes zu stabilisieren. Ein Rückkauf nicht fälliger Anleihen ist ausgeschlossen. Die Inanspruchnahme von Liquiditätshilfen ist mit Auflagen in Form eines Stabilitätsprogramms verbunden, das wie bisher unter Einbindung des IWF überwacht wird.
3. In Ländern, die den EFSF/EFSM oder den ESM in Anspruch genommen haben, wird nach spätestens drei Jahren ein Staatsschuldenschnitt durchgeführt, auf Antrag des betreffenden Landes auch früher. In diesem Schuldenschnitt werden die bestehenden Anleihen gegen neue Anleihen des betreffenden Schuldnerlandes eingetauscht. Der Schuldenschnitt sollte die Verschuldung so weit senken, dass eine wirtschaftliche Gesundung des betreffenden Landes möglich ist. Es könnte beispielsweise eine Zielgröße von 60% des Bruttoinlandsprodukts ins Auge gefasst werden. Die nach dem Schuldenschnitt verbleibenden Anleihen können anteilig ebenfalls vom ESM garantiert werden.<sup>4</sup>
4. Die Regelung, dass der ESM Liquiditätshilfen vergeben kann, ist bis 2020 befristet und endet dann automatisch. Ab 2020 reduziert sich die Rolle des ESM auf die eines Forums für Verhandlungen zwischen Gläubigern und

Schuldnern zur Abwicklung staatlicher Insolvenzen ohne Liquiditätshilfen.

Diese Eckpunkte beruhen auf folgenden Überlegungen. Die Regel, dass im Grundsatz jedes Land in der Eurozone selbst dafür verantwortlich ist, seine Schulden zu bezahlen, gehört aus guten wirtschaftlichen und politischen Gründen zu den Fundamenten der Europäischen Währungsunion. Dennoch ist es zur Überwindung der aktuellen, akuten Verschuldungskrise erforderlich, eine Institution in der Eurozone zu haben, die überschuldeten Staaten Liquiditätshilfen gewährt. Ohne eine solche Institution besteht die Gefahr, dass ein Schuldenschnitt zu einer Finanzkrise führt, wie bereits erläutert wurde. Es reicht nicht aus, dass bei einem Schuldenschnitt in einem Mitgliedstaat der Eurozone jedes Land selbst seine Banken mit Liquiditätshilfen versorgt und insolvente Banken abschirmt und restrukturiert. Erstens wird zumindest der Staat, der den Schuldenschnitt durchführt, nicht in der Lage sein, seinen Finanzsektor zu stabilisieren. Zweitens könnten in einer Situation hoher Nervosität an den Finanzmärkten auch weitere Staaten, selbst bei gesunden Fundamentaldaten, in Liquiditätsschwierigkeiten geraten. Deshalb ist ein Schuldenschnitt in einem Mitgliedstaat in der aktuellen Lage nur dann zu verantworten, wenn es einen Europäischen Stabilisierungsmechanismus gibt, der im Falle eines Schuldenschnitts in einem Mitgliedstaat diesem und anderen Staaten in der Eurozone Liquiditätshilfen gewähren kann. Diese Liquiditätshilfen haben nicht die Funktion, den Staaten, die sie erhalten, Schulden dauerhaft abzunehmen und die Lasten auf die Gemeinschaft der Eurozone zu verlagern. Im Einzelfall wird man allerdings nicht ausschließen können, dass es dazu kommt, und zwar dann, wenn die Empfänger der Liquiditätshilfen nach Ablauf der Dreijahresfrist doch insolvent werden.

Die hier vorgeschlagene Strategie beinhaltet außerdem bewusst ein Element der zeitlichen Streckung und Verzögerung. Dieses Element ergibt sich daraus, dass zunächst Liquiditätshilfen vergeben werden und diese auf drei Jahre befristet sind. Das ist notwendig, weil es sehr riskant wäre, in einem Land einen Schuldenschnitt durchzuführen, ohne dass der Rest der Eurozone durch den ESM und die damit verfügbaren Liquiditätshilfen abgesichert ist. Es wäre auch sehr riskant, wenn in mehreren Ländern zugleich ein Schuldenschnitt durchgeführt werden müsste. Die Regel der befristeten Liquiditätshilfen verhindert beides.

Man nehme beispielsweise an, dass es Griechenland bis zum Mai 2013 nicht schafft, seine finanzielle Autonomie zurückzugewinnen und nach wie vor die Unterstützung des Rettungsschirms benötigt. In diesem Fall würde nach den hier vorgeschlagenen Regeln Griechenland einen Schuldenschnitt durchführen, während alle anderen Länder der Eurozone, auch Irland, durch den ESM abgesichert sind. Im November 2013 könnte Irland folgen und den Schulden-

<sup>3</sup> Vgl. insbesondere Sinn und Carstensen (2010). Der Hauptunterschied zwischen dem Konzept von Sinn und Carstensen und dem hier vorgeschlagenen Verfahren liegt darin, dass Sinn und Carstensen vor dem Schuldenschnitt keine Liquiditätshilfen vorsehen. In Sinn, Buchem und Wollmershäuser (2010) wird vorgeschlagen, vor einem Schuldenschnitt Liquiditätshilfen zu gewähren. Das wird allerdings anders als hier begründet, vor allem mit der Notwendigkeit einer Versicherung gegen Liquiditätsschocks.

<sup>4</sup> Dieser Vorschlag findet sich auch in Sinn und Carstensen (2010). Sinn und Carstensen sehen außerdem vor, den Schuldenschnitt auf einen Korridor zwischen 20 und 50% zu beschränken, um die Verluste für die Investoren kalkulierbar zu machen.

schnitt durchführen, und es wäre ebenfalls der Rest der Eurozone abgesichert. Wichtig ist, dass die Politik hier keine willkürlichen Entscheidungen darüber fällen muss, wer den Schuldenschnitt durchführen muss und wer vom Rettungsschirm geschützt wird. Wenn man annimmt, dass die Unruhe über den Schuldenschnitt in Griechenland im Jahr 2013 z.B. Portugal zwingt, den ESM in Anspruch zu nehmen, und wenn das Land sich aus dieser Lage danach nicht befreien kann, folgt der Schuldenschnitt in Portugal nicht sofort, sondern spätestens im Jahr 2016.<sup>5</sup> Ein Flächenbrand wird also verhindert.

Die zeitliche Verzögerung und die Vermeidung gleichzeitiger Schuldenschnitte hat ferner den Vorteil, dass die Aufsicht und andere beteiligte Behörden nach und nach aus den Erfahrungen der Schuldenschnittverfahren lernen können. Die Aufsichtsbehörden haben darüber hinaus Zeit, sich darüber zu informieren, wer Staatsanleihen hoch verschuldeter Länder hält und wie die systemische Bedeutung der betroffenen Investoren einzuschätzen ist.

Zu beachten ist, dass die Phase der Liquiditätsgewährung in Kombination mit dem eventuellen Schuldenschnitt strategisches Verhalten auslösen kann. Beispielsweise könnten die hoch verschuldeten Staaten ihre Verschuldung umstrukturieren und die Laufzeiten verkürzen, damit ein möglichst großer Anteil der Staatsanleihen in der Phase fällig wird, in der Liquiditätshilfen des ESM gewährt werden. Um das einzudämmen, könnte die Frist bis zum Schuldenschnitt an die Restlaufzeit der Staatsschuld gebunden werden. Strategische Anreize sollten auch bei der Gestaltung der jeweiligen Stabilitätsprogramme berücksichtigt werden. Es ist auch möglich, dass in der Phase der Liquiditätshilfen die private Wirtschaftsaktivität erlahmt, weil Investoren abwarten, welche Auswirkungen der anstehende Schuldenschnitt hat. Aus diesem Grund sollten die Schuldnerländer die Möglichkeit haben, den Schuldenschnitt vorzuziehen.

Darüber hinaus stellt sich die Frage, warum dem ESM nur bis 2020 erlaubt sein soll Liquiditätshilfen zu vergeben. Die Eurozone befindet sich derzeit in einer krisenhaften Situation mit sehr hoher staatlicher und teils auch privater Verschuldung und einem fragilen Finanzsektor. Wie erläutert wurde, ist in dieser Lage eine Sanierung nur durch eine Kombination aus Schuldenschnitt und »Sicherheitsnetz« in Form eines ESM mit Liquiditätshilfen zu erreichen. Langfristig sollte die Politik aber drauf hinarbeiten, dass eine veränderte Regulierung zu einem solideren Finanzsektor und besser funktionierenden Kapitalmärkten führt und die Staatsver-

schuldung sinkt, so dass Liquiditätshilfen weder vor noch nach einem Schuldenschnitt benötigt werden.

Auf lange Sicht sollte also das Ziel nicht aufgegeben werden, dass die No-Bailout-Klausel gilt, überschuldete Länder keine Hilfen von der Staatengemeinschaft erhalten. Der wichtigste Fehler, der bei der Gründung der Europäischen Währungsunion begangen worden ist, lag nicht darin, dass keine Europäische Wirtschaftsregierung eingeführt wurde, dass ein Europäischer Finanzausgleich oder ein ‚Europäischer Währungsfonds‘ fehlte. Der Fehler lag darin, die Möglichkeit einer staatlichen Insolvenz und der wirtschaftlichen Folgen zu vernachlässigen. Man hat sich damit zufriedengegeben, der Gefahr exzessiver Staatsverschuldung mit finanzpolitischer Koordination im Rahmen des Europäischen Stabilitätspakts zu begegnen. Von wissenschaftlicher Seite hatte es durchaus deutliche Warnungen und Forderungen nach einer Planung für mögliche staatliche Insolvenzen gegeben (vgl. z.B. Fuest 1993). Bei den politischen Entscheidungsträgern, auch der Regierung Kohl, reichte die Phantasie für derartige Szenarien nicht aus. Vielleicht hat man auch bewusst in Kauf genommen, dass die Währungsunion schlecht auf Überschuldungskrisen vorbereitet ist, weil das Projekt anders nicht durchsetzbar gewesen wäre.

Es ist nun teuer und aufwändig, den dadurch verursachten Schaden zu reparieren, aber nicht unmöglich. Und es ist auch nicht unmöglich, die fiskalpolitische Eigenverantwortung in der Währungsunion wieder herzustellen. Das setzt allerdings voraus, dass die aktuelle Krise anders gelöst wird als durch das Abgleiten in eine Transferunion mit Solidarhaftung. Wie in den vorangehenden Abschnitten beschrieben wurde, ist das schwierig, aber machbar.

## Ausblick

Wie sind die Chancen, dass die Politik den Weg in Richtung einer Rettung der fiskalpolitischen Eigenverantwortung der Staaten in der Eurozone einschlägt? Die Regierungen Deutschlands und Frankreichs haben mit der Erklärung von Deauville einen Schritt in die richtige Richtung getan: Die Beteiligung privater Gläubiger an den Kosten der Schuldenkrise wurde auf die Agenda der europäischen Politik gehoben. Beunruhigend ist, dass in letzter Zeit davon kaum noch die Rede ist und stattdessen Themen wie die Europäische Wirtschaftsregierung stärker in der Vordergrund gerückt werden. Eine Wirtschaftsregierung in Form einer verschärften Schuldenaufsicht in Europa, mit Deutschland als stabilitätspolitischen Oberlehrer, wird für viel Ärger sorgen, die Überschuldung Griechenlands und Irlands aber nicht aus der Welt schaffen können. Die Bundesregierung wäre gut beraten, ihre Energien auf eine Verbesserung der Finanzmarktregulierung und das Ermöglichen eines Schuldenschnitts für Eurostaaten zu konzentrieren. Es wird schwer

<sup>5</sup> Man kann nicht ausschließen, dass z.B. im Zuge eines Schuldenschnitts in Griechenland mehrere Länder gleichzeitig den Rettungsschirm beanspruchen und folglich alle spätestens drei Jahre danach einen Schuldenschnitt durchführen müssten. Es wäre dann zu empfehlen, durch Verhandlungen zu einer zeitlichen Streckung zu kommen.

genug sein, dafür unter den anderen Regierungen der Eurozone, die teils ganz anders gelagerte Interessen haben, hinreichend Unterstützung zu gewinnen.

## Literatur

- Fuest, C. (1993), »Stabile fiskalpolitische Institutionen für die Europäische Währungsunion«, *Wirtschaftsdienst*, 73(10), 539–545.
- Fuest, C. (2011), »Zombie-Staaten am Rande der Eurozone«, *Handelsblatt*, vom 26. Januar, 9.
- Konrad, K. (2010), »Wege aus der europäischen Staatsschuldenkrise – Eine Frage der Glaubwürdigkeit«, *Wirtschaftsdienst* 90(12), 783–786.
- Sinn, H.-W., T. Buchen und T. Wollmershäuser (2010), *Trade Imbalances: Causes, Consequences and Policy Measures, Statement for the Camdessus-Commission*, erscheint demnächst.
- Sinn, H.-W. und K. Carstensen (2010), »Ein Krisenmechanismus für die Eurozone«, *ifo Schnelldienst*, Sonderausgabe, 23. November, ifo Institut für Wirtschaftsforschung, München.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2010), »Ohne Finanzmarktreforemen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise«, Brief an Finanzminister Dr. Wolfgang Schäuble, Juli 2010.



Christian Fahrholz\*

## Ist der EU-Rettungsschirm der Wegbereiter einer Transferunion?

Auf solch eine direkte Frage kann es auch eine direkte Antwort geben: *Ja* – und der Einstieg ist sogar schon längst da. Im folgenden Beitrag soll diese Antwort näher ausgeführt werden, um auf zwei sich in diesem Zusammenhang ergebende Fragen einzugehen. Zunächst stellt sich die Frage, ob der Rettungsschirm bzw. eine Transferunion überhaupt die anvisierten Probleme löst (kurze Antwort: *Nein*) oder ob dies, zweitens noch größere Probleme schafft (kurze Antwort: *Ja*). Abschließend wird ein Ausblick auf die Implikationen dieser Diskussion für den weiteren Umgang mit der Staatsverschuldungskrise im Euroraum gegeben.

Ein Wesensmerkmal des gegenwärtigen EU-Rettungsschirms bzw. einer Transferunion ist eine solidarische Haftung für Vermögensansprüche, die in ihren tatsächlichen Auswirkungen einer gesamtschuldnerischen Haftung gleichkommt. Sollten die übertragenen Ansprüche – d.h. die im Rahmen des EU-Rettungsschirms einem Mitgliedsland garantierten Kredite – einmal nicht bedient werden können, dann können die privaten Gläubiger auf die sonstigen garantierenden EU-Mitgliedsländer zurückgreifen. Eine Transferunion unterscheidet sich vom EU-Rettungsschirm nur durch eine Nuance: Hier wären Transfers explizit vorgesehen, während der Rettungsschirm sie nur beim Ausfall eines Schuldners impliziert.

In den aktuellen Debatten wird der EU-Rettungsschirm als wesentlicher Teil einer Lösung der Staatsverschuldungskrise im Euroraum angesehen. Auf europäischer Ebene wird der Eindruck vermittelt, dass es sich hierbei in erster

\* Dr. Christian Fahrholz ist wissenschaftlicher Mitarbeiter beim Graduate Programme »Global Financial Markets« der School of Economics and Business Administration, Universität Jena.

Linie um eine Liquiditätskrise der Mitgliedsländer handeln. Gleichwohl wird über weitgehende Eingriffe in die Souveränität der Schuldner nachgedacht, um die Rückzahlungsfähigkeit der in Anspruch genommenen Kredite und einen nachhaltigen Abbau der bestehenden Staatsverschuldung zu gewährleisten. Währenddessen zeigt sich an den Anleihenmärkten, dass die Mitgliedsländer, die bisher unter einem EU-Rettungsschirm stehen (d.h. Griechenland und Irland), bereits hohe Abschläge auf den Marktwert ihrer Altschulden hinnehmen müssen. Dies spricht dafür, dass ein Teil der gegenüber diesen Mitgliedsländern fälligen Forderungen voraussichtlich abzuschreiben sein wird. In diesem Sinne sind Abschläge bereits von den privaten Gläubigern eingepreist. Dass ein solcher Forderungsverzicht im Falle einer möglichen staatlichen Zahlungsunfähigkeit – d.h. einer Insolvenz- statt Liquiditätskrise – auch Kredite aus dem EU-Rettungsschirm betreffen könnte, ist ein naheliegender Schluss. In diesem Fall käme es zu einer tatsächlichen Umverteilung, wie dies im Rahmen einer Transferunion vorgesehen ist.

### Ist die Transferunion schon da?

Eingangs wurde herausgestellt, dass die solidarische Haftung ein Wesensmerkmal einer Transferunion darstellt. Diese Form der Haftung liegt allerdings bereits im Rahmen der gegenwärtigen Ausgestaltung des EU-Rettungsschirms vor. Auch wenn erst in diesem Frühjahr im Rahmen einer umfassenden Gesamtstrategie der EU-Rettungsschirm seine endgültige Form erhalten soll, sind bereits heute Aspekte einer impliziten Transferunion mit quasi-gesamtschuldnerischen Haftung sichtbar.

Ursprünglich bestand der tiefere Sinn der Nichtbeistandsklausel darin, ein quasi-gesamtschuldnerisches Entstehen der EU-Mitgliedstaaten füreinander und dadurch bedingte waghalsige Haushaltspolitiken auszuschließen. Jedoch ist diese Klausel mit den bilateralen Kreditgarantien für Griechenland im März 2010 unterminiert worden. Bei den speziell auf Griechenland zugeschnittenen Garantien entfallen auf die weiteren EU-Mitgliedsländer 80 Mrd. Euro, zu denen der Internationale Währungsfonds (IWF) noch einmal 30 Mrd. Euro beisteuert. Nach einer anfänglichen Beruhigung der Anleihenmärkte wurde im Mai letzten Jahres als Reaktion auf die Zahlungsunfähigkeit Griechenlands der EU-Rettungsschirm mit dem Europäischen Finanzstabilitätsmechanismus (EFSM) und der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) geschaffen. Ende November 2010 wurde darüber hinaus beschlossen, den EU-Rettungsschirm über die ursprüngliche Befristung bis 2013 hinaus dauerhaft in Form des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zu etablieren. Das Volumen des gegenwärtigen EU-Rettungsschirms setzt sich zusammen aus den Krediten des EFSF, des über den EU-Haushalt abgesicherten EFSM und des IWF. Mit ei-

nem Volumen von insgesamt 750 Mrd. Euro wird eine Kreditvergabe von bis zu ca. 450 Mrd. Euro ermöglicht.

Mit dem EFSM und insbesondere der EFSF sind erstmals Einrichtungen geschaffen worden, die direkt gemeinschaftliche Anleihen begeben, für die die EU-Mitgliedsländer untereinander einstehen: Wenn ein Mitgliedsland ausfällt, übernehmen die anderen im Rahmen des EFSM dessen Haftungsanteil, während sie im Hinblick auf die EFSF nur bis zu ihrer jeweiligen Höchstbetragsbürgschaft haften. Sollte zudem auch die bisher der Besicherung von Schuldbegehungen dienende Barreserve aus dem EU-Haushalt für Kredite an EU-Mitgliedsländer verwendet werden, dann haften indirekt wiederum alle EU-Mitgliedsländer. Ferner betreibt die Europäische Zentralbank (EZB) bereits seit geraumer Zeit eine Kurspflege für Staatsanleihen der Schuldner am Anleihenmarkt. Das Bilanzrisiko der EZB für möglicherweise uneinbringliche Forderungen wird letztlich ebenso von den EU-Mitgliedsländern getragen. Insgesamt rückt dieses Maßnahmenpaket stark in die Nähe eines quasi-gesamtschuldnerischen Entstehens der Mitgliedsstaaten füreinander. Insofern ist bereits mit dem EU-Rettungsschirm der Einstieg in eine Transferunion vollzogen worden.

### Warum wir auf dem besten Wege sind, die Transferunion zu vertiefen

Dass sich in letzter Zeit insbesondere Vertreter der EZB und ferner der EU-Kommission für eine Ausweitung des EU-Rettungsschirms ausgesprochen haben, ist wenig überraschend. Während sich das Verhalten der EU-Kommission aus einfachen bürokratiethoretischen Überlegungen ableiten lässt, hadert die EZB mit den möglichen Folgen ihrer Anleihenkäufe. Die Interventionen der EZB am Anleihenmarkt zugunsten der Schuldner haben nicht nur die Nichtbeistandsklausel und dementsprechend den Ausschluss der solidarischen Haftung ausgehebelt, sondern auch zu einem zusätzlichen Bilanzrisiko geführt, welches ihre eigene Zahlungsfähigkeit als Bank beeinträchtigen könnte. Daher bat sie bereits ihre Mitglieder Ende letzten Jahres um eine Kapitalaufstockung. Zur Vermeidung zukünftiger Bilanzrisiken ist die Bitte um direkte Interventionen am Sekundärmarkt durch den EU-Rettungsschirm daher nachvollziehbar. Dass die EZB bisher nicht direkt am Primärmarkt interveniert hat, um die Schuldner zu stützen, ist auf den Umstand zurückzuführen, dass sie dafür Geschäftsbanken einspannt. Dies erfolgt einfach durch einen Aufkauf von Staatsanleihen, um im Gegenzug die Liquiditätsversorgung des Bankensektors auszuweiten. Sollte die EZB in Zukunft einmal diese Stellschraube aus rein geldpolitischen Gründen wieder fester anziehen wollen, so müsste die Kurspflege am Anleihenmarkt an fiskalpolitische Entscheidungsträger zurück gegeben werden.

Dass die Gläubiger unter den EU-Mitgliedsländern den Rettungsschirm mittragen, liegt insbesondere daran, dass ein Zurücknehmen dieser Maßnahme kurzfristig erhebliche finanzielle, realwirtschaftliche und auch politische Verwerfungen in Europa mit sich bringen könnte. Diesen Risiken sehen sich vor allem Gläubiger wie z.B. Deutschland und Frankreich mit ihren bisher nicht konsolidierten Bankensektoren bei einer ablehnenden Haltung gegenüber dem EU-Rettungsschirm ausgesetzt. Aus Sicht der Schuldner unter den EU-Mitgliedsländern stellt ein auferlegter Sparkurs eine besondere politische Herausforderung dar. Gleichwohl ist jedoch das kreative Potential z.B. für steuerpolitische Aktivitäten nicht zu unterschätzen, die zu einer Verschleierung der tatsächlichen Staatsverschuldung über eine teilweise Auslagerung an den Privatsektor genutzt werden könnten. Aus diesem Grund dürfte auch eine strengere Überwachung der EU-Mitgliedsländer hinsichtlich ihrer Fiskalpolitiken und ihrer Wettbewerbsfähigkeit (z.B. im Rahmen eines »Europäischen Semesters«) kaum wirksam zu einer dauerhaft tragfähigen Lösung der Staatsverschuldungskrise im Euroraum beitragen. In diesem Zusammenhang ist es eine besondere Schwäche der institutionellen Ausgestaltung des Euroraums, dass es keine rechtlichen Spezifikationen für ein ordnungsgemäßes Verlassen des gemeinschaftlichen Währungsraums gibt. Offensichtlich läuft dies auf ein »Mitgehangen – Mitgefangen« hinaus. Letzteres kann für die Schuldner einen wirksamen Hebel darstellen, um die Gläubiger möglicherweise zu finanziellen Zugeständnissen zu bewegen. Vor dem Hintergrund der kurzfristigen wirtschaftlichen Risiken könnten derartige Konzessionen aus Sicht der Gläubiger in der kurzen Frist von Vorteil sein. Daher spricht einiges dafür, dass sich die EU-Mitgliedsländer schrittweise über eine Vertiefung des EU-Rettungsschirms in Richtung einer expliziten Transferunion verständigen werden.

### Warum EU-Rettungsschirm und Transferunion die Probleme verschärfen

Die gegenwärtige Staatsverschuldungskrise im Euroraum ließe sich leicht lösen, wenn es zu Produktivitätssprüngen insbesondere unter den Schuldnern käme, so dass diese aus der Staatsverschuldung herauswachsen könnten. Aber selbst dies würde wohl kaum nachhaltig wirken, weil Anreize zu weiterer Neuverschuldung innerhalb des Euroraums dadurch nicht beseitigt würden. Ursprünglich wurde sich von der Nichtbeistandsklausel und dem Stabilitäts- und Wachstumspakt ein hinreichender Anreiz zu fiskalpolitischer Disziplin erhofft. Diese Regeln sind jedoch mittlerweile vollständig diskreditiert worden. Ein konkreter Lösungsvorschlag, das immer latente Problem exzessiver Staatsverschuldung insbesondere innerhalb des gemeinschaftlichen Währungsraums in den Griff zu bekommen, ist bisher nicht ersichtlich. Für alle EU-Mitgliedsländer besteht gerade durch den EU-Rettungsschirm der Anreiz, ihre jeweilige Budget-

restriktion auszuhebeln und die in einmal Zukunft auftretenden Anpassungslasten auf alle anderen EU-Mitgliedsländer abwälzen zu wollen. Derartige Fehlanreize zu waghalsigen Haushaltspolitiken werden durch eine explizite Transferunion sicherlich verstärkt. Ohne eine wirksame Durchsetzung des konstitutiven Prinzips der Haftung, d.h. durch einen glaubwürdigen Ausschluss der quasi-gesamtschuldnerischen Haftung, wird die Staatsverschuldungskrise im Euroraum fortbestehen.

Die bisherige Entwicklung bietet in diesem Zusammenhang einen Vorgeschmack auf das, was noch an Verschärfungen auf Europa zukommen könnte. Mit dem Aufspannen des EFSM bzw. des EFSF haben sich die EU-Mitgliedsländer allesamt selbst in eine folgenschwere Bredouille gebracht: Vorerst war eine zeitliche Befristung dieser Maßnahmen vorgesehen. Dies bedeutet jedoch, dass vorausschauende Investoren den Gegenwartswert ihrer Forderungen an das kaum kalkulierbare Investitionsrisiko für die Zeit nach dem Auslaufen des bisherigen EU-Rettungsschirms 2013 anpassen und entsprechend eine Wertkorrektur nach »unten« vornehmen. Um der bedingten Unsicherheit am Anleihenmarkt begegnen zu können, gibt es grundsätzlich drei Wege einer Anpassung des EU-Rettungsschirms nach »oben«. Diese betreffen seine Laufzeit, die Zusammensetzung und das Volumen: Mit einem dauerhaften ESM ab 2013 wäre die Laufzeit bereits unendlich; über die Zusammensetzung, d.h. eine stärkere Rolle der sechs Länder, die gegenwärtig über ein Spitzenrating verfügen (Deutschland, Finnland, Frankreich, Luxemburg, Niederlande und Österreich), wird bereits debattiert; schließlich ist auch immer wieder eine Erhöhung des Volumens im Gespräch. Bei all diesen Maßnahmen – die, vereinfacht gesagt, auf ein »Schulden mit Schulden tilgen« hinauslaufen – beißt sich allerdings die Katze in den Schwanz, solange die jeweiligen Anreize zu nationaler Verschuldung innerhalb des Euroraums nicht wirksam eingeschränkt werden. Im Hinblick auf den EU-Rettungsschirm bzw. einer möglichen expliziten Transferunion besteht ein permanentes Glaubwürdigkeitsproblem in Bezug auf die Frage, ob der Umfang der solidarischen Haftung jemals ausreichend wäre. Wenn es zu keiner politischen Lösung kommt, wird sich dieses Glaubwürdigkeitsproblem über den Markt lösen: Steigen durch immer mehr Kreditgarantien bzw. Transfers die Risikoprämien aller Mitgliedsländer im Zeitablauf an, wird sich im Extremfall letztlich kein privater Käufer auf dem Anleihenmarkt mehr finden. Der gesamten Transferunion drohen dann »griechische Verhältnisse«. Im Falle einer derartigen Kreditkontingentierung kommt der Zwang zu tiefgreifenden Reformen spät und in der wohl denkbar teuersten Form.

In seiner jetzigen Form trägt der EU-Rettungsschirm, jenseits aller kurzfristigen Beruhigungen am Anleihenmarkt, aufgrund seines inhärenten Glaubwürdigkeitsproblems zu einer Verschärfung der Unsicherheit am Anleihenmarkt bei.

Der Übergang zu einer expliziten Transferunion würde darüber hinaus die Probleme latenter höherer Staatsverschuldung im Euroraum nochmals verschärfen.

### Quo vadis?

Im Hinblick auf eine Lösung der Staatsverschuldungskrise im Euroraum mittels eines EU-Rettungsschirms bzw. einer Transferunion ist gesondert auf zwei Teilprobleme einzugehen. Diese betreffen zum einen den Umgang mit den Alt-schulden. Zum anderen geht es um den Umgang mit der Neuverschuldung in einem gemeinschaftlichen Währungsraum, d.h. mit zukünftiger Staatsverschuldung, die nicht unweigerlich in einer zu heute identischen, prekären Lage mündet. Im Grunde genommen berührt das zweite Teilproblem Fragen des monetären Wiederaufbaus in Europa.

Hinsichtlich der bestehenden Staatsverschuldung werden seit geraumer Zeit Vorschläge zur Umschuldung diskutiert (siehe z.B. die Diskussion bei Belke 2010). Debatten um den monetären Wiederaufbau in Europa, d.h. um eine nachhaltige gemeinschaftliche Währungsordnung, sind bisher kaum öffentlich geführt worden. Aus dem bisher Gesagten ist deutlich geworden, dass mit einer expliziten Transferunion keine dauerhaft tragfähige Lösung der Staatsverschuldungskrise erreicht werden kann. Ursächlich ist insbesondere die Verschärfung der Anreize zu exzessiver Neuverschuldung in den EU-Mitgliedsländern. Auf europäischer Ebene wird sich zwar versprochen, diese Anreize durch weitreichende Kontrollen eindämmen zu können. Allerdings ist diese Hoffnung vor dem Hintergrund der bisherigen Erfahrungen in Europa als wenig realistisch zu erachten. Generell scheint die Fähigkeit fiskalpolitischer Entscheidungsträger die öffentliche Verschuldung gegebenenfalls durch zusätzliche Verschuldung im Privatsektor kaschieren zu können, in erheblichem Maße unterschätzt zu werden.

Anstatt allein auf strengere Überwachung zu setzen, wäre z.B. eine gesetzliche Verankerung einer »Chance des Scheiterns« der Mitgliedschaft im Euroraum eine mögliche Alternative. Damit ist eine rechtliche Spezifikation der Bedingungen und Kosten für ein Verlassen des Euroraums gemeint (vgl. Fahrholz und Wójcik 2010). Dies käme faktisch einer Insolvenzordnung für den Euroraum gleich und würde es den Schuldnern erheblich erschweren, das »Mitgehangen – Mitgefangen« gegenüber den Gläubigern unter den EU-Mitgliedsländern auszuspielen. Zudem dürfte es vielen nationalen Regierungen erheblich leichter fallen, Haushaltskonsolidierungen gegenüber der eigenen Wahlbevölkerung durchzusetzen, wenn die Opportunitätskosten eines »Scheiterns« ersichtlich sind. Schließlich würden sich Erwartungen und Verhalten der privaten Gläubiger am Anleihenmarkt verändern, so dass frühzeitig für eine Disziplinierung des Aus-

gabeverhaltens in den EU-Mitgliedsländern gesorgt werden würde.

Solche Schritte erfordern allerdings eine Änderung der gemeinschaftlichen Verträge bzw. eine »verstärkte Zusammenarbeit« einer Gruppe von EU-Mitgliedsländern. Die Diskussion, was politisch und ökonomisch in Europa wünschenswert ist, ist noch offen. Auf der Hand liegt bisher nur, dass weder mit dem EU-Rettungsschirm bzw. einer expliziten Transferunion, noch mit einer Wiederbelebung der Nichtbeistandsklausel und des Stabilitäts- und Wachstumspaktes passable Lösungsansätze gegeben sind. Solange keine dauerhaft tragfähige Lösung der Staatsverschuldungskrise im Euroraum gelingt, wird sich die gegenwärtige Problemlage über kurz oder lang weiter verschärfen.

### Literatur

- Belke, A. (2010), »Eine neue Schuldenordnung für Euro-Staaten – Stärkung der Governance durch einen Europäischen Währungsfonds?«, *Wirtschaftsdienst* 90(12), 786–793.
- Fahrholz, C. und C. Wójcik (2010), »The Bail-Out! Positive Political Economics of Greek-type Crises in the EMU«, CESifo Working Paper No. 3178; in einer überarbeiteten Fassung vom Januar 2011: »A Positive Framework to Analyze Sovereign Bail-outs within the EMU«, Working Papers on Global Financial Markets No. 15.



Michael Eilfort\*



Verena Mertins\*\*

## Schuldenkrise bewältigen – ohne Transferunion!

Es gibt einen Traum von Europa: Gemeinsame Werte, gemeinsame Währung, gemeinsame ökonomische Vernunft und Wohlstand in einer Sozialen Marktwirtschaft ohne Grenzen. Die Esten passen auf den Haushalt auf, die Deutschen auf die Währung, die Dänen sind beispielgebend für den Arbeitsmarkt, die Holländer für die Sozialversicherungen, die Franzosen kochen, die Italiener lieben; Spanien, Portugiesen, Griechen und Iren leben nachhaltig auf.

Der Albtraum sieht so aus: Die Griechen definieren die Verschuldung, die Italiener machen Währungs- und die Franzosen »Ordnungs«-politik, auf Dänen, Holländer und Esten hört keiner, die Spanier spielen Fußball und die Deutschen zahlen.

Die europäische Einigung hat über Jahrzehnte hinweg große Erfolge erreicht. Der Euro hat viel Gutes bewirkt und nicht zuletzt in der Finanzmarktkrise viel Schlimmes verhindert. Beides sollte Herzensangelegenheit bleiben. Den Verstand darf man dabei aber nicht ausschalten. Und der stellt fest: Die Geschichte der Wirtschaftsunion ist auch eine Chronik von Wortbrüchen. Europa befindet sich nun auf dem scheinbar unaufhaltsamen wie selbstmörderischen Weg in die Transferunion. Alle deklaratorischen Ehrenrunden (»nur in Ausnahmefällen«, »strikt begrenzt«, »im Gegenzug neue Regeln«) sind hohl, weil Prinzipien und Regeln für die Stabilisierung des Euro noch nie konsequent eingehalten wurden: Italien und Griechenland hätten in die Währungsunion nicht aufgenommen werden dürfen, Frankreich und Deutschland 2003 wegen mangelnder Haushaltsdisziplin bestraft werden müssen. Und der Lis-

sabon-Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union? In Artikel 125 ist eindeutig geregelt, dass weder die Europäische Union (EU) noch die Mitgliedstaaten für die Verbindlichkeiten einzelner Mitgliedstaaten haften (No-Bailout-Prinzip). Und doch einigten sich die Eurostaaten im Frühjahr 2010 auf ein umfassendes Rettungspaket für Griechenland mit Krediten in Höhe von 110 Mrd. Euro. Selbstverständlich handele es sich dabei um eine einmalige Sache, versicherte die Politik – nachdem sie zuvor kollektive Hilfen kategorisch ausgeschlossen hatte. Dafür würden jetzt Sanktionsautomatismen eingeführt, beruhigte man die Bürger – um auch diesen Gedanken nach kurzer Schamfrist wieder aufzugeben.

Im Mai 2010 wurde zusätzlich der auf drei Jahre angelegte Rettungsschirm eingeführt, der aus garantierten Krediten über insgesamt 750 Mrd. Euro besteht, die aus dem Haushalt der EU, vom Internationalen Währungsfonds (IWF) und aus der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) stammen. Die EFSF ist eine in Luxemburg ansässige Zweckgesellschaft, die am Kapitalmarkt Anleihen aufnimmt, für die die Eurostaaten gemeinsam haften. Eigentlich sollte der Rettungsschirm durch seine pure Existenz die Finanzmärkte beruhigen und – versprochen! – keinesfalls erhöht oder verlängert werden.

Im Januar 2011 wird – nach überschaubarer Inanspruchnahme durch Irland in Höhe von 85 Mrd. Euro – eine Erhöhung des Rettungsschirms ins Gespräch gebracht. Um das Kreditvolumen der EFSF zu erhöhen, werden drei Möglichkeiten diskutiert: Erstens könnten die Eurostaaten einen Kapitalstock anlegen. Zweitens könnten die Eurostaaten mit hohem Rating vorrangig für die EFSF-Ausleihungen bürgen, so dass sich die Qualität der Gesamtbürgschaft erhöht. Drittens könnte die Garantiesumme der EFSF durch höhere Garantien aller erhöht werden. Alle Möglichkeiten sind mit höheren Kosten aufgrund einer höheren Verschuldung für die Geberländer verbunden, entweder durch direkte Zahlungen (Variante Kapitalstock) oder durch risikobedingt gestiegene Finanzierungskosten am Kapitalmarkt (Variante Bürgschaft).

Anfang Februar 2011 folgte ein weiterer gefährlicher Schritt, nach bekanntem Muster: Eine alte Zusage (»keine Verlängerung des Rettungsschirms«) wird absehbar und zeitnah gebrochen, dafür eine angebliche Verheißung aus dem Hut gezaubert, der »Wettbewerbspakt«, wobei die Bundesregierung bis vor kurzem eine stärkere Koordinierung im Sinne einer Wirtschaftsregierung nach französischem Vorbild noch als Bedrohung eingeschätzt hat. Harmonie auf Gipfeltreffen ist offenbar wichtiger, als für begründete Sachpositionen auch einmal mit längerem Atem zu kämpfen. Wer aber kurzfristig immer den bequemsten Weg geht, wird langfristig den höchsten Preis zahlen – auch wörtlich gemeint.

\* Prof. Dr. Michael Eilfort, Universität Tübingen, ist Vorstand der Stiftung Marktwirtschaft.

\*\* Dr. Verena Mertins ist wissenschaftliche Mitarbeiterin der Stiftung Marktwirtschaft.

Die Rettungsinteressen sind in Europa vielschichtig. Zunächst gewinnen die »geretteten Staaten«. Aber auch ausländische Gläubiger profitieren erheblich von den Rettungsmaßnahmen, im Falle Griechenlands z.B. deutsche und französische Banken. Politökonomisch ist das Interesse einiger Regierungen am Bailout deshalb durchaus zu verstehen. Langfristig kann die steigende Verschuldung vieler EU-Staaten nicht durch immer größere Rettungsschirme bekämpft werden. Sollten die schwachen Länder ihre öffentlichen Haushalte nicht dauerhaft konsolidieren können und/oder wollen und es in der Folge zu einer permanenten Alimentierung von finanzschwachen durch finanzstarke Staaten kommen, entstünde ein europäischer Finanzausgleich. Die EU wäre nicht länger Währungsunion, sondern »Währungs-cum-Transferunion« (vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft 2010, 40). Dies bedeutet, dass im Extremfall bis zu 800 Mrd. Euro jährlich in der EU umverteilt werden müssten, wobei auf Deutschland eine Belastung von bis zu 260 Mrd. Euro pro Jahr zukommen könnte (vgl. *Welt am Sonntag*, 28. November 2010).

In der EU gibt es seit ihrem Bestehen Transferzahlungen zwischen den Mitgliedstaaten, bislang allerdings mit begrenzten Summen und nur für einige inhaltlich klar definierte Politikfelder wie z.B. die Agrar- und Strukturpolitik. Und selbst hier zeigen sich Reformstaus und Beharrungstendenzen für einmal erkämpfte Privilegien. Ein institutionalisierter Transfermechanismus ohne inhaltliche Abgrenzung wird das Verhalten der Mitgliedstaaten sehr viel stärker negativ beeinflussen: Moral Hazard droht. Ein Land kann sich für einen gewissen Zeitraum durch übermäßige Verschuldung unverhältnismäßige Wohltaten leisten. Denn durch die Haftung der Gemeinschaft muss es die Folgen seiner verfehlten Finanzpolitik nicht tragen. In der Konsequenz mangelt es an Verantwortlichkeit und Haftung, den konstituierenden Prinzipien der Sozialen Marktwirtschaft. Daher ist eine Transferunion als Dauereinrichtung abzulehnen. Das abschreckendste Beispiel bietet die Bundesrepublik selbst mit dem gut gemeinten, jedoch in der Praxis pervertierten Länderfinanzausgleich: Dauersubvention statt befristete Hilfe zur Selbsthilfe, Intransparenz statt klare Anreize, Nivellierung statt Solidarität.

In der Wirtschafts- und Finanzkrise war das Aufspannen des Rettungsschirms richtig, um Mitgliedstaaten kurzfristig zu helfen, ihre hoheitlichen Aufgaben weiterhin zu erfüllen. Doch jetzt ist es an der Zeit, über langfristige Rahmenbedingungen zur Krisenvorbeugung nachzudenken. Dazu bedarf es nicht unbedingt neuer Regeln, sondern der Disziplin, bestehende Regeln und selbstgesetzte Prinzipien einzuhalten und Beschlüsse auch einmal wirken zu lassen. Wer ankündigt, er wolle den Euro »um jeden Preis« retten, macht sich zum Getriebenen und wird eines ganz sicher tun: einen überhöhten Preis zahlen.

Die Institutionalisierung des Rettungsschirms ist abzulehnen. Und zu hinterfragen ist, ob die wünschenswerte Stabilisierung des Euro wirklich bedeutet, jedem Mitglied der Eurozone de facto einen Blankoscheck auszustellen. Eine Schuldengemeinschaft und Transferunion bedeutet am Ende nicht mehr Solidarität, sondern mehr Fehlreize, Mitnahmeeffekte und Bürokratie. Ihre Ausweitung hätte unabsehbare Folgen, vor allem bei Einführung von sogenannten Eurobonds, d.h. Anleihen mit Gemeinschaftshaftung. Eurobonds sind nicht Medikament, sondern Droge, weil sie falsche Anreize zur Verschuldung zu Lasten Dritter setzen. Die Bürger müssen an den wahren Kosten ihrer Staatsverschuldung beteiligt werden. Hierfür werden die Finanzmärkte als Korrektiv benötigt, um über den Preismechanismus der Kurse und Renditen ihre Risikoeinschätzung zum Ausdruck zu bringen. Eine Gemeinschaftshaftung widerspricht darüber hinaus dem No-Bailout-Prinzip. Die EU würde auf Dauer zu einer Haftungsgemeinschaft.

Kann die nun angestrebte stärkere wirtschaftspolitische Koordinierung die Transferunion verhindern? Wohl kaum, zumal sie mit der Ausweitung des Rettungsschirms einhergeht. Befürworter einer stärkeren politischen Union vergessen häufig, dass die EU mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt bereits über ein Instrument zur Begrenzung der Verschuldung der Mitgliedstaaten verfügt, das – konsequent eingehalten – für ein größeres Maß an Konvergenz sorgen könnte. In der Vergangenheit litt dieses Instrument jedoch unter dem Geburtsfehler, dass die Angeklagten im Rat mit am Richtertisch sitzen. Der Pakt wurde wiederholt gebrochen, doch die eingeleiteten Sanktionsverfahren blieben jedes Mal folgenlos. Sowohl die Europäische Kommission als auch eine Arbeitsgruppe unter Herman van Rompuy legten im Herbst 2010 Reformvorschläge vor, die eine »umgekehrte Mehrheit« für die Verhängung von Sanktionen vorsehen. Sie kämen automatisch, sofern der Rat sie nicht mit qualifizierter Mehrheit ablehnt. Der Reformvorschlag zur Entpolitisierung des Pakts wurde von Merkel und Sarkozy bei ihrem Treffen in Deauville im Oktober 2010 abgelehnt. Ein Fehler: Auch wenn in einem überschuldeten Land finanzielle Sanktionen oder das Zurückhalten von EU-Strukturfondsmitteln prozyklisch wirken, sind sie doch selbst bei homöopathisch entsprechend dosierter Anwendung ein probates Mittel – allein durch ihre Signalwirkung. Ebenfalls geeignet wäre eine Selbstbindung der EU-Staaten durch in den nationalen Verfassungen verankerte Schuldenbremsen nach deutschem Vorbild. Den Finanzmärkten würde so signalisiert, dass die EU-Mitgliedstaaten eine nachhaltige Haushaltspolitik ernst nehmen. Hilfreich wäre zudem eine stärkere Berücksichtigung impliziter Schulden, der Summe aller zukünftigen Haushaltsdefizite (vgl. Raffelhüschen, Moog und Müller 2010).



Der Stabilitäts- und Wachstumspakt verfolgt das Ziel, die öffentliche Verschuldung zu begrenzen. Doch bekamen mit Irland und Spanien auch Länder Finanzierungsschwierigkeiten, die die Defizit- und Schuldenstandsvorgaben in der Vergangenheit weitestgehend erfüllt haben. Deswegen stellt sich die Frage, wie eine wirtschaftliche Fehlentwicklung in einem EU-Mitgliedstaat frühzeitig identifiziert und aufgehalten werden kann, damit es nicht zu einer Transferunion kommen muss. Kommission und van-Rompuy-Arbeitsgruppe fordern eine Überwachung der Mitgliedstaaten mit Hilfe eines Scoreboards aus makroökonomischen Indikatoren.

Eine derartige Überwachung steht jedoch vor gewissen Grenzen. Problematisch ist die Auswahl der Indikatoren durch die unvermeidbare Vergangenheitsbezogenheit. Aufgrund der Erfahrungen mit der letzten Krise wird z.B. gefordert, die Immobilienpreisentwicklung zu berücksichtigen. Doch können zukünftige Krisen auch in völlig anderen Sektoren entstehen, z.B. im Rohstoff- oder Energiesektor. Auch Irland wurde vor wenigen Jahren osteuropäischen Transformationsländern noch als Musterbeispiel für eine erfolgreiche Wirtschaftsentwicklung gepriesen. Die Fokussierung auf wenige Indikatoren kann jedoch länderspezifischen Eigenheiten nicht gerecht werden. So sind eine hohe Verschuldung des Privatsektors und Leistungsbilanzdefizite in Ländern im wirtschaftlichen Aufholprozess normale Phänomene, während sie sich in gesättigten Volkswirtschaften als problematischer darstellen.

Dennoch kann die makroökonomische Beobachtung positive Effekte aufweisen – zur Information der Märkte und der Politik. Mehr sollte man aber nicht erwarten, schon gar keine Zentralverwaltungswirtschaft anstreben, die unter anderem definiert, wer wie viel exportieren darf ... Die Erhöhung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit ist ein erstrebenswertes Ziel, doch sollte es nicht über eine Harmonisierung der nationalen Wirtschaftspolitiken verfolgt werden. Innerhalb der Wissenschaft herrscht ebenso wenig Einigkeit darüber, welche Strategie die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes optimiert, wie zwischen EU-Staaten. Vor einer Dekade galt Deutschland noch als der »kranke Mann Europas«. In der Krise zeigten sich dann die Vorzüge der Sozialen Marktwirtschaft. Sollte nun Irland und Estland vorgeschrieben werden, ihre Unternehmensteuern zu erhöhen? Sollte Frankreich zu einem höheren Renteneintrittsalter gezwungen werden oder Dänen und Deutsche zu einem niedrigeren? Ob skandinavischer Wohlfahrtsstaat oder liberale Marktwirtschaft nach angelsächsischer bzw. osteuropäischer Prägung – die Vielfalt der Wirtschaftspolitiken spiegelt auch die Vielfalt der kulturellen Präferenzen wider. Zu viel Harmonisierung verkennt nationale Unterschiede und Vorlieben und nimmt Europa die Chance durch regionalen Wettbewerb seine Wachstumspotentiale zu entdecken. Mindestens genauso schwer wiegt als Gegenargu-

ment das absehbare Demokratiedefizit: Wettbewerbspakt (der Exekutiven) bedeutet Souveränitätsverzicht ohne Mitsprache der Bürger und noch mehr Kuhhandel in Gipfelhinterzimmern.

Aufgrund der beschriebenen Schwierigkeiten, die mit einer Sanktionierung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakt sowie der makroökonomischen Beobachtung verbunden sind, sollte die Politik vorrangig auf die Anreize einer Insolvenzordnung setzen, um eine Transferunion zu verhindern. Eine Insolvenzordnung beteiligt die Gläubiger eines Landes in einem geordneten Verfahren an der Sanierung. Ihre Existenz würde der No-Bailout-Klausel wieder Glaubwürdigkeit verleihen. Staaten erhielten so den Anreiz zu mehr Haushaltsdisziplin, zumal potentielle Gläubiger die Bonität eines Schuldnerlandes in ihrem Kalkül adäquat berücksichtigen müssten und entsprechende Risikozuschläge erhöhen.

Die Beaufsichtigung des Insolvenzverfahrens sollte durch eine möglichst neutrale Instanz, z.B. den Europäischen Gerichtshof, erfolgen. In der Insolvenzordnung könnten auch Regelungen über einen »Haircut«, den anteiligen pauschalen Kapitalverlust der Gläubiger, enthalten sein, um die Erwartungen der Finanzmarktakteure weiter zu stabilisieren. Aus Gründen des Gläubigerschutzes sollten nur neue Anleihen von den Regelungen betroffen sein. Finanzielle Hilfszusagen, sofern sie denn noch notwendig würden, dürften erst nach dem Abschluss des Insolvenzverfahrens und dem damit verbundenen Forderungsverzicht der Gläubiger getroffen werden, und nur unter strikten Konsolidierungsauflagen, um Moral Hazard zu vermeiden und alle einzubeziehen, die letztlich über ihre Verhältnisse gelebt haben. Der IWF hat sich in der Vergangenheit in diesem Bereich eine gute Reputation aufgebaut, so dass für einen Europäischen Währungsfonds kein Bedarf besteht.

Eine Überhöhung von Europa als Rechtfertigung für eine Transferunion und die Einführung z.B. von Eurobonds helfen nicht, Probleme zu lösen. Geradezu ärgerlich ist es, wenn suggeriert wird, jeder, der in Sippenhaft ein falsches Anreizsystem sieht und auf ökonomische Gesetzmäßigkeiten verweist, sei ein schlechter Europäer. Selbst ein Scheitern des Euro wäre doch nicht das Ende von Europa. Europa als Wertegemeinschaft und auch der Binnenmarkt hätten nach wie vor Bestand. So weit muss und soll es auch gar nicht kommen. Mit klaren Regeln zu Verschuldung und Insolvenz sowie mit der notwendigen Selbstdisziplin macht sich die EU weniger angreifbar gegenüber Finanzmarktdynamiken. Die Konsistenz der Wirtschaftspolitik muss wieder Vorrang besitzen – dazu gehört, dass die bestehenden Regelungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts auch eingehalten werden. Wettbewerb, Transparenz, Haftung und Regeldisziplin helfen bei der Bewältigung der Schuldenkrise mehr als alles andere.

## Literatur

Kronberger Kreis (2010), *Öffentliche Finanzen dauerhaft sanieren – in Deutschland und Europa*, Studie Nr. 52, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

Raffelhüschen, B., S. Moog und C. Müller (2010), »Ehrbare Staaten? Die deutsche Generationenbilanz im internationalen Vergleich: Wie gut ist Deutschland auf die demografische Herausforderung vorbereitet?«, Argumente zur Marktwirtschaft und Politik, Nr. 110, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2010), *Chancen für einen stabilen Aufschwung*, Jahresgutachten 2010/2011, [http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/ga10\\_ges.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/ga10_ges.pdf).

*Welt am Sonntag* (2010). »Deutschland zahlt, Europa kassiert«, 28. November, 33.

Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010), *Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union*, Gutachten, <http://www.bmwi.de/BMWi/Redaktion/PDF/Publikationen/Studien/gutachttext-ueberschuldung-staatsinsolvenz-in-der-eu-wissenschaftlicher-beirat.property=pdf,bereich=bmwi,sprache=de,rwb=true.pdf>.