

Endspiel um den Euro

Notwendige wirtschaftspolitische Maßnahmen zur
Überwindung der Vertrauenskrise in der Euro-Zone

Markus Schreyer¹

Auf einen Blick

Der Krise in der Euro-Zone liegt ein systemisches Problem der Währungsunion zugrunde, nämlich die Tatsache, dass sich die Mitgliedsstaaten in „fremder Währung“ verschulden müssen. Dies hat zur Folge, dass grundsätzlich jedes Mitgliedsland von den Finanzmärkten in eine Liquiditäts- und Solvenzkrise getrieben werden kann. Zur kurzfristigen Stabilisierung sollte die Europäische Zentralbank die Rolle des Lender of Last Resort auf den Staatsanleihenmärkten weiter übernehmen. Mittelfristig muss die Euro-Zone in Richtung einer Fiskalunion weiterentwickelt werden. Ein erster Schritt wäre mit der Etablierung einer Europäischen Finanzagentur gemacht, die die Finanzierung der Staatshaushalte der Mitgliedsländer mittels Ausgabe von Euro-Bonds unterstützt.

Seit gut eineinhalb Jahren dauert nun schon der Kampf gegen die Krise in der Europäischen Währungsunion (EWU). Alle Rettungsmaßnahmen, die bisher beschlossen worden sind, haben sich im Nachhinein nicht nur als unzureichend erwiesen, die Krise in Griechenland zu lösen. Das dabei eher zögerliche Vorgehen und der dadurch geschürte Zweifel am Zusammenhalt der Euro-Zone hat vielmehr dazu beigetragen, dass die Krise auch auf weitere EWU-Mitgliedsländer (nach Irland und Portugal auch auf Spanien und Italien und zuletzt auch auf Frankreich) übergegriffen hat.

Als Krisenursache wird immer wieder auf die hohen Staatsdefizite und Staatsschulden vieler EWU-Mitgliedsländer hingewiesen. Bei einem Ländervergleich stellt man allerdings fest, dass nicht wenige Staaten außerhalb der Euro-Zone (z.B. UK, USA, Japan) deutlich höhere Staatsschuldenquoten und Staatsdefizite aufweisen, gleichzeitig aber scheinbar weniger mit Finanzierungsschwierigkeiten auf den internationalen Kapitalmärkten zu kämpfen haben. Die stark gestiegenen Zinsen auf Staatsanleihen mancher EWU-Mitgliedsstaaten signalisieren offensichtlich, dass die Märkte die Gefahr einer Insolvenz bei einigen EWU-Ländern weitaus höher einschätzen als bei anderen, stärker verschuldeten Nicht-EWU-Staaten.

Die Konstruktion der Europäischen Währungsunion ist systemisch instabil

Die Ursache für diese scheinbar paradoxe Situation liegt darin begründet, dass die EWU, so wie sie gegenwärtig konzipiert ist, systemisch instabil ist. Dies ist im Kern darauf zurückzuführen, dass die Mitgliedsländer der Euro-Zone ihre Staatsverschuldung „in fremder Währung“ denominiert haben, d. h. sie sind in einer (supranationalen) Währung verschuldet, deren Angebotsbedingungen (Geldmenge und Zinsen) sie nicht selbst beeinflussen können. Im Vergleich zu Ländern außerhalb der Euro-Zone (z. B. UK, USA, Japan), die „in eigener Währung“ verschuldet sind, d. h. in einer Währung, die sie selbst beeinflussen können, hat diese währungspolitische Konzeption erhebliche Nachteile.²

Haben Finanzinvestoren Zweifel an der Solidität der Staatsfinanzen eines EWU-Mitgliedslandes (z. B. aufgrund steigender Staatsdefizite infolge einer Rezession) und beginnen, dessen Staatsanleihen zu verkaufen, so führt dies zunächst wie in jedem anderen Land zu einem nachteiligen Zinseffekt, d. h. die Refinanzierungskosten des Staates steigen, was die Staatsfinanzierung erschwert. Werden die Staatspapiere von in diesem Land ansässigen Finanzinvestoren verkauft und die Verkaufserlöse in ein anderes EWU-Mitgliedsland überwiesen, um sie dort z. B. für den Kauf anderer Staatsanleihen zu verwenden, dann verliert das Bankensystem des Krisenlandes nun aber Euro-Reserven, d. h. die Geldmenge sinkt. Das bedeutet ein zusätzliches Liquiditätsproblem, was die Wirtschaftsentwicklung im Krisenland weiter belastet und damit auch die Verschuldungssituation des Staates weiter verschärft.

Im Unterschied zu Nicht-EWU-Ländern steht dem einzelnen EWU-Mitgliedsland keine nationale Zentralbank zur Verfügung, die im Krisenfall stets zu einer Monetisierung der Staatsanleihen übergehen und diese ankaufen kann, um so die Zinssätze zu stabilisieren und die unmittelbare Zahlungsunfähigkeit des Staates abzuwenden. Die Gläubiger von EWU-Mitgliedsländern können somit nicht stets damit rechnen, dass die jeweils fällig werdenden Forderungen tatsächlich immer auch ausgezahlt werden. Da innerhalb der EWU Währungsabwertungen ausgeschlossen sind, kann auch hierüber der Kapitalabfluss nicht gestoppt und über den Außenhandel kein stabili-

sierender Effekt auf die Wirtschaftsentwicklung und die Staatsfinanzen wirksam werden. Die EWU-Mitgliedsländer können sich daher letztlich niemals sicher sein, für fällige Staatsanleihen immer eine Anschlussfinanzierung zu finden. Im Vergleich zu Nicht-EWU-Staaten sind sie damit einem weitaus höheren Liquiditäts- und Insolvenzrisiko ausgesetzt.

In einer labilen Marktsituation ist das einzelne EWU-Mitgliedsland zudem in seiner Fähigkeit beschränkt, nationale Haushaltsdefizite für antizyklische fiskalpolitische Maßnahmen zur Stabilisierung der heimischen Wirtschaft makroökonomisch optimal einzusetzen, da es der Regierung immer weniger gelingt, Staatsschuldtitel zu tragfähigen Zinssätzen zu emittieren. Nicht zuletzt im Zuge eines kurzfristig erzwungenen, strengen Konsolidierungsprogramms droht eine Abwärts Spirale aus einbrechendem Wirtschaftswachstum, steigender Arbeitslosigkeit und geringeren Steuereinnahmen auf der einen sowie zunehmender Staatsverschuldung und steigenden Kapitalmarktzinsen auf der anderen Seite. Dadurch gerät auch der Bankensektor im Krisenland zunehmend in Bedrängnis, da dieser traditionell einen sehr großen Teil der Staatsanleihen seines Heimatlandes hält und diese bei fallenden Kursen immer weiter abgeschrieben werden müssen. Da sich dessen Refinanzierungsmöglichkeiten auf den internationalen Geld- und Kapitalmärkten ebenfalls zunehmend verschlechtern, droht eine schwere Banken-, Finanz- und Wirtschaftskrise, die infolge der engen Verflechtungen innerhalb der Euro-Zone schnell auch auf weitere EWU-Mitgliedsländer übergreifen kann.

Die bisherigen Rettungsmaßnahmen lösen das systemische Problem nicht

Innerhalb der Euro-Zone fehlen demnach Institutionen und Mechanismen, die bei ersten Anzeichen eines Vertrauensverlustes in die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen stabilisierend wirken und verhindern, dass einzelne EWU-Mitgliedsstaaten von den in ihrer Natur zu Euphorie und Panik neigenden Finanzmärkten quasi im Zuge einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung in eine schwere Liquiditäts- und Solvenzkrise getrieben werden können. Da die bisherigen Rettungsmaßnahmen vor allem auf Anreizprobleme („moral hazard“) und die Bestrafung (scheinbaren) Fehlverhaltens auf Seiten der Schuldner-

staaten fokussierten, die systemischen Probleme innerhalb der EWU aber weitestgehend außer Acht ließen, ist es nicht verwunderlich, dass sie bisher nicht zu einer Stabilisierung der Situation in der Euro-Zone geführt haben.³

Die anfangs hohen (Straf-)Zinssätze bei Kredithilfen an in Liquiditätsschwierigkeiten geratene EWU-Mitgliedsländer dürften die Liquiditäts- und Solvenzkrise in der Euro-Zone ebenso verschärft haben wie die immer mehr (Krisen-)Ländern auferlegten, viel zu restriktiv wirkenden Austeritätsprogramme, die zunehmend die gesamte Euro-Zone an den Rand einer neuerlichen Rezession führen. Unter diesen Bedingungen ist eine Stabilisierung bzw. Verringerung der Staatsschuldenquoten in den Krisenländern kaum zu erzielen. Einen ähnlich krisenverschärfenden Einfluss dürfte die inmitten der Krise öffentlich geführte Diskussion gehabt haben, private Gläubiger im Zuge eines Schuldenschnitts („haircut“) an den Kosten der Rettungsmaßnahmen zu beteiligen, da sie auf diese Ankündigung zwangsläufig umgehend mit dem Verkauf der entsprechenden Staatsschuldtitel reagiert und so eine weitere Verschärfung der Liquiditätsbedingungen in den Krisenländern bewirkt haben.

Die später getroffenen Vereinbarungen, die Hilfskredite des Stabilisierungsfonds EFSF längerfristig und zu niedrigeren Zinssätzen bereitzustellen und ihm z.B. auch die Möglichkeit zu geben, im Bedarfsfalle Staatsanleihen von Krisenländern auf dem Sekundärmarkt anzukaufen, gehen zwar in die richtige Richtung. Allerdings reicht der EFSF von der Größe her selbst nach seiner jüngsten Aufstockung nur für Notfall-Finanzhilfen für einige wenige periphere EWU-Mitgliedsstaaten (insbesondere Griechenland, Irland und Portugal). Der EFSF verfügt jedoch nicht über ausreichende Finanzierungsmittel, die bei einer Ansteckung weiterer (größerer) Länder der Euro-Zone (insbesondere Spanien und Italien) für Anleihekäufe notwendig wären, um die Staatsanleihenmärkte zu stabilisieren, ganz zu schweigen von den Kapitalbeträgen, die erforderlich würden, sollte im Zuge von mehreren Staatspleiten der Bankensektor in der Euro-Zone massiv und flächendeckend rekapitalisiert werden müssen.

Das Volumen des EFSF könnte zwar über den Kapitalmarkt weiter „gehebelt“ werden. Allerdings bleibt aufgrund der in sich instabilen Kon-

struktion des EFSF fraglich, inwieweit die dann theoretisch höhere Schlagkraft auch tatsächlich effektiv werden kann. Da Länder, die in Refinanzierungsschwierigkeiten geraten, aus dem EFSF-Verbund aussteigen können und nicht mehr länger Garantien bereitstellen müssen, könnten im Zuge weiterer Ansteckungseffekte immer mehr EWU-Länder von dieser Option Gebrauch machen. Das impliziert aber, dass am Ende nur noch wenige starke Kernländer der Euro-Zone (im Extremfall nur noch Deutschland und einige wenige kleinere Nachbarländer) übrig bleiben würden, um den EFSF mit Garantien abzusichern. Die zu tragende Schuldenlast würde dann aber auch für diese wenigen Kernländer untragbar werden. Den EFSF einfach mit weiteren Garantien deutlich zu vergrößern hilft auch nicht weiter, da die Finanzmärkte dann erst recht an der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung und der Finanzierungslasten einzelner Mitgliedsstaaten zweifeln und die Dominoeffekte noch schneller ablaufen würden. Genau dies spiegelt sich z. B. in den seit einiger Zeit steigenden Refinanzierungskosten Frankreichs wider.

Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort auf den Staatsanleihenmärkten

Die Situation auf den EWU-Staatsanleihenmärkten wird sich erst dann stabilisieren, wenn wirtschaftspolitische Maßnahmen ergriffen werden, die das systemische Problem der EWU adressieren und glaubwürdig lösen. Hierfür ist zum einen – ähnlich wie im Bankensystem – eine Institution erforderlich, die gewillt und in der Lage ist, die Rolle des Lender of Last Resort zu übernehmen, d.h. die garantiert, dass Zahlungsmittel immer verfügbar sind, um die Halter von EWU-Staatsanleihen bei deren Auslaufen auszubezahlen und so einen „run“ auf die Staatsanleihenmärkte verhindert. Die einzige Institution in der Euro-Zone, die diese Rolle kurzfristig und flexibel übernehmen und so eine weitere Verschärfung der Vertrauenskrise verhindern kann, ist die Europäische Zentralbank (EZB). Nur sie verfügt quasi über unbegrenzte Ressourcen und kann die erforderliche Liquidität jederzeit bereitstellen. Dabei werden die von der EZB einzusetzenden Summen zur Stabilisierung der Staatsanleihenmärkte umso geringer ausfallen, je glaubhafter ihre Bereitschaft ausfällt, im Notfall als Lender of Last Resort einzuspringen und die Zahlungsunfähigkeit von EWU-Mitgliedsstaaten abzuwenden.⁴

Der Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB muss dabei nicht zwangsläufig zu mehr Inflation führen, da dabei zunächst nur die Geldbasis, nicht jedoch die Geldmenge in der Euro-Zone steigt. Sollte sie befürchten, dass mit der Steigerung der Geldbasis tatsächlich eine erhöhte Inflationsgefahr einhergeht, dann kann die EZB die Effekte dieser Operationen auf die Geldbasis sterilisieren und so das Inflationsrisiko begrenzen. Auch die Forderung, die EZB sollte nicht als Lender of Last Resort agieren, weil dies die nationalen Regierungen dazu verleiten würde, sich noch mehr zu verschulden, ist nicht stichhaltig. Die richtige Reaktion auf dieses „moral hazard“-Problem ist nicht, die Rolle der EZB als Lender of Last Resort auf den Staatsanleihenmärkten abzulehnen, sondern komplementär dazu Regeln zu etablieren, die zukünftig verhindern, dass Regierungen zu viele Schulden aufnehmen und Banken aufgrund einer zu exzessiven Kreditvergabe auf Kosten der Steuerzahler gerettet werden müssen.

Eine Europäische Finanzagentur zur Unterstützung der Staatsfinanzierung

Die nachhaltige Überwindung der Vertrauenskrise in der Euro-Zone erfordert zum anderen, dass die EWU-Mitgliedsstaaten weitere gemeinsame Schritte in Richtung „mehr Europa“ unternehmen und einen zentralen Konstruktionsfehler der EWU – das Fehlen einer gemeinsamen Fiskalpolitik bei gemeinsamer Geldpolitik – beheben. Ein erster wichtiger Schritt wäre die Gründung einer Europäischen Finanzagentur (EFA) durch die EWU-Mitgliedsländer, die nach eigenem Ermessen Euro-Bonds mit gesamtschuldnerischer Haftung emittiert. Damit könnte die EFA zum einen einen Europäischen Krisen- bzw. Rettungsfonds finanzieren, der – ähnlich wie der EFSF bzw. der ESM – in Liquiditätsschwierigkeiten geratene Mitgliedsstaaten mit Nothilfe-Krediten, die mit wirtschaftspolitischen Auflagen verbunden wären, unter die Arme greift. Zum an-

deren, und das ist zur nachhaltigen Überwindung der Schulden- und Vertrauenskrise in der Euro-Zone noch weitaus wichtiger, könnte die EFA über die Ausgabe ihrer Anleihen in Abhängigkeit von der gesamtwirtschaftlichen Lage die Haushaltsfinanzierung aller EWU-Mitgliedsländer, insbesondere die in Krisenzeiten notwendigen antizyklischen fiskalpolitischen Stabilisierungsmaßnahmen finanziell unterstützen und damit zu mehr Wachstum beitragen.⁵

Finanzierungshilfen der nationalen Haushaltspolitiken kämen dabei über die Auflage von EFA-Bonds nur infrage, wenn die Mehrheit der Bevölkerung der Euro-Zone durch ihre Finanzminister mehrheitlich im Rat der EFA der Maßnahme zustimmt. Der Erlös aus der Veräußerung von EFA-Anleihen würde den nationalen Regierungen im Verhältnis zu ihrer Bevölkerungszahl zufließen; genauso würden die Mitgliedsländer im Verhältnis zu ihrer Bevölkerungszahl den Schuldendienst der EFA-Anleihen übernehmen. Länder, bei denen die erhaltenen EFA-Auszahlungen über den eigenen Finanzierungsbedarf hinausgehen, könnten die Mittel zur Tilgung ihrer eigenen Schulden verwenden oder durch den Aufkauf fremder Staatsschulden einen Staatsfonds aufbauen. Die EZB sollte dabei stets das Recht haben, EFA-Anleihen aller Laufzeiten zum Zwecke der Steuerung der monetären Bedingungen bzw. der zeitlichen Zinsstruktur in der EWU nach eigenem Ermessen und unabhängig von den zumeist prozyklisch agierenden Rating-Agenturen zu handeln, um so das Wirtschaftswachstum in der Euro-Zone ihrerseits ebenfalls zu unterstützen. Insgesamt würde eine derartige Neuausrichtung der finanzpolitischen Struktur nicht nur der öffentlichen Finanz- und Wirtschaftslage der Euro-Zone zugute kommen und damit Liquiditäts- und Solvenzkrise in Zukunft verhindern, sondern sie würde auch dem politischen Ziel eines föderalistischen und demokratischen Europas dienlich sein.

- 1 Der Autor ist Referent für Allgemeine Wirtschafts- und Finanzpolitik in der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung.
- 2 Vgl. Paul De Grauwe (2011): The Governance of a Fragile Eurozone, CEPS Working Document, Nr. 346.
- 3 Vgl. Guillermo de la Dehesa (2011): Eurozone Design and Management Failures, VoxEU.org, 18. May; Charles Wyplosz (2011): They Still Don't Get It, VoxEU.org, 22. August.
- 4 Vgl. Paul De Grauwe (2011): Only a More Active ECB Can Solve the Euro Crisis, CEPS Policy Brief, Nr. 250; Daniel Gros und Thomas Mayer (2011): Refinancing the EFSF via the ECB, CEPS Commentary, 18. August.
- 5 Vgl. Thomas Palley (2011): The European Monetary Union Needs a Government Banker, in: Challenge, Bd. 54(4), S. 5-21; Diego Valiante (2011): The Eurozone Debt Crisis: From Its Origins to a Way Forward, CEPS Policy Brief, Nr. 251.