

## Optionen im Euroraum

Gerhard Illing<sup>1</sup>

Anfang März haben 25 der 27 EU-Staaten auf dem EU-Gipfel in Brüssel den sogenannten Fiskalpakt unterzeichnet. Schuldenbremsen und automatische Sanktionen gegen Defizitsünder sollen endlich in ganz Europa wirksam haushaltspolitische Disziplin als Verpflichtung zu nachhaltiger Fiskalpolitik durchsetzen. Nur Großbritannien und Tschechien wollen den Vertrag nicht unterzeichnen.

Die Hoffnung, dass damit die Krise im Euroraum endlich überwunden werden kann, ist jedoch trügerisch. Zum einen wäre es naiv, darauf zu vertrauen, dass der neue Fiskalpakt strikter eingehalten wird als die Maastricht-Kriterien. Zum anderen aber greift er zu kurz, weil er auf einer gefährlich einseitigen Diagnose gründet. Dieser Sicht zufolge liegt das Problem in der exzessiven Staatsverschuldung bestimmter Länder. Sie konnten sich, so die Überlegung, durch sorglose Kapitalgeber aus den Überschussländern finanzieren, die nach Einführung des Euro blind darauf vertrauten, dass im Krisenfall die No-Bailout-Klausel nicht greifen werde.

Diese Diagnose mag in manchen Fällen (etwa für Griechenland) zutreffen; sie verfehlt aber das Kernproblem. Tatsächlich floss der Großteil der Kapitalströme seit Einführung des Euro nämlich in den Privatsektor. Das ermöglichte besonders in Spanien und Irland einen rasanten Anstieg der Verschuldung privater Haushalte und Unternehmen. Die Staatsverschuldung ging dort sogar dramatisch zurück. Spanien und Irland waren die Musterknaben solider Staatsfinanzen. Erst im Zuge der Finanzkrise steigt

### Auf einen Blick

Es hat sich als Illusion erwiesen, darauf zu vertrauen, dass in einem einheitlichen Währungsraum eine minimale fiskalische Koordination auf zwischenstaatlicher Ebene ausreicht. Um Vertrauen wieder zu gewinnen, ist eine grundlegende Reform der Governance-Struktur in Europa notwendig. Die EZB braucht einen zentralen fiskalischen Gegenpart mit Steuerbefugnissen, der Regeln durchsetzen und Verstöße wirksam sanktionieren kann. Der neue Fiskalpakt greift viel zu kurz; er droht sogar, die Probleme zu verschärfen, indem er die EZB dazu zwingt, mit massiver Stützung des Bankensystems die drohende Abwärtsspirale aufzuhalten. Wird die Atempause, die diese Stützung der Politik derzeit gewährt, nicht für eine konsequente Reform in Richtung Fiskalunion genutzt, droht das Scheitern des gesamten europäischen Projekts.

die Schuldenquote in Irland nach Übernahme der Verluste im Bankensektor rasant von knapp 25 Prozent Ende 2007 auf 119 Prozent Ende 2013 an.

## Überschießen der Kapitalströme

Die Einführung des Euro löste einen massiven Kapitalstrom in die Peripherieländer aus, der den Aufbau hoher Leistungsbilanzdefizite ermöglichte – im Vertrauen auf stabile Rahmenbedingungen dank glaubwürdiger europäischer Institutionen – ganz ähnlich wie beim „Aufbau Osteuropa“. Gerade viele Verfechter freier Kapitalmärkte, die heute den Aufbau makroökonomischer Ungleichgewichte beklagen, priesen diese Kapitalströme lange Zeit als marktkonformen Mechanismus zur Angleichung der Renditen. Das Kapital – so die damals vorherrschende Sicht – strömte aus wenig wettbewerbsfähigen Hochlohnländern in Regionen mit niedriger Kapitalausstattung und entsprechend höherer Grenzproduktivität; die induzierten Produktivitätssteigerungen sollten eine weltweit effizientere Allokation ermöglichen, die mit stärkeren Lohnsteigerungen in den Peripheriestaaten einhergehen.

Mit dem Ausbruch der weltweiten Finanzkrise setzte plötzlich ein drastischer Stimmungsumschwung ein. Ernüchtert realisierten viele Investoren, dass die Governance-Strukturen keineswegs im ganzen Euroraum so stabil waren wie ursprünglich erhofft. Offensichtlich ist es zu einem Überschießen der Kapitalbewegungen und der relativen Lohnentwicklung gekommen, verbunden mit einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit. Statt in produktive Investitionen floss das Kapital vielfach in unproduktive Finanzanlagen oder trieb einfach die Immobilienpreise in die Höhe. Immer mehr Anlegerinnen und Anleger versuchen deshalb, ihr Kapital rasch wieder abzuziehen. Die erhöhte Effizienz der Abwicklung von Finanzströmen im gesamten Euroraum erleichtert nun umgekehrt gerade auch den rasanten Abfluss dieser Mittel.

Die Erfahrung vieler Finanzkrisen hat seit langem gezeigt, dass nach einer Liberalisierung der Finanzmärkte unregulierte Kapitalströme ineffiziente „Blasen“ auslösen können, die dann plötzlich mit einem abrupten *Sudden Stop* enden. Dies war in Lateinamerika in den 1970er Jahren nicht anders als in der Asienkrise Ende des letzten Jahrhunderts. Offensichtlich verleitet die Hoffnung, Mittel rechtzeitig wieder abziehen zu können, zur Kurzsichtigkeit der Kapitalmärkte

und löst damit Marktversagen aus: Zunächst kommt es dank günstiger Finanzierungsbedingungen zur Blasenbildung. Nach dem Zusammenbruch des Vertrauens zwingt die rasante Umkehr der Kapitalströme dann zu einer überstürzten Anpassung der Schuldnerregionen. Jede Anpassung nach dem Aufbau solcher Fehlentwicklungen braucht aber Zeit; sie kann nur langsam, nicht über Nacht erfolgen. Eine plötzliche Umkehr der Kapitalströme droht selbst die Vollendung produktiver Investitionsprojekte zu verhindern und die betroffenen Regionen insgesamt zu destabilisieren.

## Stützungsmaßnahmen zur Abfederung der Anpassung nötig

Ohne externe Unterstützung droht ein rasches Abstürzen der Wirtschaftsaktivität. Unverkennbar liegt eine Situation multipler Gleichgewichte vor mit der Gefahr, dass die Regionen durch sich selbst verstärkende Effekte in ein schlechtes Gleichgewicht abgleiten und dabei eventuell sogar den gesamten Euroraum mit in den Abgrund reißen. Anreizverträglich gestaltete Überbrückungshilfen zur Abfederung des Anpassungsprozesses könnten dagegen dafür sorgen, glaubwürdig ein gutes Gleichgewicht mit positiven Wachstumsperspektiven zu realisieren. Es ist eine schmale Gratwanderung zwischen Illiquidität und Insolvenz, die unvermeidlich hohe Risiken für alle Stützungsmaßnahmen birgt: das Risiko, dass die Anpassung trotz aller Anstrengungen scheitert, sowie das moralische Risiko, dass notwendige Reformmaßnahmen unterbleiben. Voraussetzung dafür, dass die betroffenen Regionen überhaupt Erfolgchancen haben, sind angemessene Stützungsmaßnahmen. Zur Minderung des moralischen Risikos sollte die Unterstützung konditional gestaltet werden – abhängig von der glaubwürdigen Durchführung realistischer Reformschritte. Die Konditionierung auf kurzfristige ökonomische Kennzahlen aber (wie den überstürzten Abbau von Defizitquoten oder die Realisierung rascher Privatisierungserlöse) läuft Gefahr, eine gefährliche negative Dynamik (mit Produktionseinbruch und Preisverfall) auszulösen.

Letztlich müssen die Risiken von Stützungsmaßnahmen vom Steuerzahler getragen werden. Jede Stützung erfordert deshalb demokratisch legitimierte Entscheidungen. Das Kernproblem der aktuellen Krise besteht darin, dass es im Euroraum keine derartige zentrale Institution gibt, um die entsprechenden Risiken mit demokratischer Legitimation zu übernehmen. Die Europä-

ische Zentralbank ist die einzig handlungsfähige supranationale Organisation im Euroraum. Sie ist in der Lage, als Kreditgeber der letzten Instanz kurzfristige Stützungsmaßnahmen erfolgreich durchzuführen. Die damit verbundenen impliziten fiskalischen Risiken müssten aber eigentlich von einem zentralen fiskalischen Gegenpart übernommen werden.

### Konstruktionsfehler im Eurosystem

Die Krise im Euroraum hat eindringlich einen fundamentalen Konstruktionsfehler des Eurosystems offenbart, auf den Kritiker schon vor Beginn des Projekts hingewiesen haben: Das Fehlen eines zentralen fiskalischen Gegenparts. So haben etwa Alessandro Prati und Garry Schinasi vom IWF bereits 1999 auf einer CFS Konferenz in Frankfurt zum Thema „Systemic Risk and Lender of Last Resort“ darauf hingewiesen, dass das System Europäischer Zentralbanken nicht auf eine pan-europäische Bankenkrise vorbereitet sei.<sup>2</sup> Tommaso Padoa-Schioppa, damals im EZB-Rat zuständig für Finanzmarktstabilität, argumentierte, das werde erst dann relevant, wenn wahrhaft pan-europäisch operierende Banken entstehen. Tatsächlich aber führte die rasante Integration der Finanzmärkte im Euroraum rasch zu einer engen Verflechtung der Anlageportfolios der europäischen Banken. Die Hoffnung, dass auch die politische Integration automatisch mit dieser Entwicklung Schritt hält, hat sich jedoch als Trugschluss erwiesen. Die Bereitschaft zur Aufgabe nationaler Souveränität war bislang nicht vorhanden.

Letztlich gibt es jedoch nur zwei realistische Optionen: entweder die Rückkehr zu nationalen Währungen oder den kühnen Schritt hin zu verstärkter europäischer Integration. Ohne eine starke europäische Zentralregierung mit Steuerbefugnissen, die Regeln durchsetzen und Verstöße wirksam sanktionieren kann, ist das Projekt einer gemeinsamen Währung zum Scheitern verurteilt. Die Auflösung des Euro würde angesichts der engen Verflechtung der Handels- und Finanzströme extrem teure Stützungsmaßnahmen erfordern und gerade für die Kernländer nachhaltige Wohlfahrtsverluste bedeuten. Der Vertrauensverlust durch den Zusammenbruch vermeintlich stabiler europäischer Institutionen wäre das Signal der Rückkehr zu Kleinstaaterei; das Eingeständnis der Unfähigkeit, in Europa einheitliche Governance-Strukturen zu schaffen, die einer globalisierten Ökonomie angemessen sind. Die Eurokrise sollte deshalb als Chance zur Neugestaltung der Ein-

heit Europas gesehen werden und den von Jean-Claude Trichet (2011) geforderten „europäischen Finanzminister“ Realität werden lassen.<sup>3</sup>

Die Einführung einer gemeinsamen Währung im Euroraum war von Anfang an ein politisches Projekt. Der Euro wurde als „entpolitisierte Währung“ geschaffen, um einer unabhängigen Zentralbank das klare Mandat zu übertragen, im Euroraum für Preisstabilität zu sorgen. Es hat sich aber als gefährliche Illusion erwiesen, darauf zu vertrauen, dass in einem einheitlichen Währungsraum eine minimale fiskalische Koordination auf zwischenstaatlicher Ebene ausreicht. Selbst die strikteste Einhaltung des Vertrags von Maastricht hätte die aktuelle Krise nicht verhindern können. Für eine funktionierende einheitliche Währung ist eine einheitliche Regulierung der Finanzmärkte ebenso bedeutsam wie eine zentrale, anti-zyklisch ausgerichtete europäische Fiskalpolitik, verantwortet von einer demokratisch legitimierten politischen Union. Bei einheitlicher Geldpolitik im gesamten Euroraum ist zur Abfederung regionaler Schocks anti-zyklische Fiskalpolitik unabdingbar. Sie hätte schon zum Start der Währungsunion die durch unregulierte Kapitalströme induzierte Blasenbildung in den Peripheriestaaten dämpfen müssen und müsste dort nun wiederum ein dramatisches Abstürzen der Wirtschaftsaktivität abfedern.

### Reform der Governance-Struktur in Europa

Auch der neue Fiskalpakt ignoriert diese Notwendigkeit und riskiert damit, ebenso zu scheitern wie seine Vorgänger. Um Vertrauen wieder zu gewinnen, ist eine grundlegende Reform der Governance-Struktur in Europa notwendig. Es ist eine Illusion zu glauben, dass Schuldenbremsen und automatische Sanktionen gegen Defizitsünder ausreichen, eine Wiederholung der Fehlentwicklungen des vergangenen Jahrzehnts zu verhindern. Der jetzt eingeschlagene Weg droht sogar, die Probleme auf mittlere Frist dramatisch zu verschärfen. Weil im Fiskalpakt die notwendigen Stützelemente fehlen, muss die Abfederung über die Geldpolitik erfolgen. Damit aber droht die EZB noch stärker überstrapaziert zu werden als bislang schon. Sie stemmt sich durch die unbegrenzte Finanzierung von Target-2-Salden und die massive Bereitstellung langfristiger Liquidität an den Finanzsektor gegen die dramatischen Folgen eines *Sudden Stops*. Solange aber das Vertrauen in die Solidität der Governance-Struktur der Peripheriestaaten nicht wiederhergestellt ist,

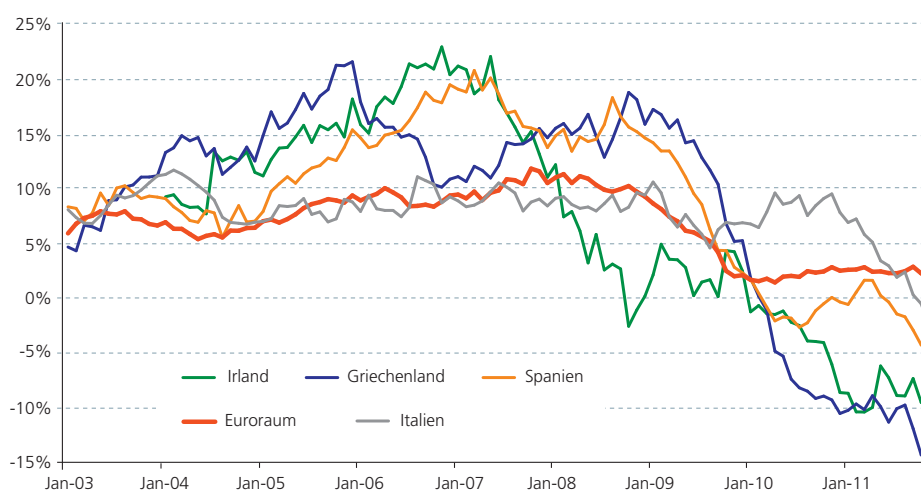
wird dort zwangsläufig die Finanzierung selbst rentabler neuer Investitionsprojekte unterbleiben. Als Folge der Kapitalflucht droht eine massive Kreditklemme. Die negativen Wachstumsraten der Geldmenge in allen Peripheriestaaten (vgl. Abbildung 1) sind ein ernstes Indiz für die Gefahr, in eine gefährliche negative Abwärtsspirale zu geraten.

Mit der Stützung des Bankensystems versucht die EZB, die drohende Abwärtsspirale aufzuhalten. Solange keine angemessenen Governance-Strukturen im Euroraum bestehen, bleibt ihr kaum eine andere Alternative. Doch kann diese Rettungsaktion höchstens eine kurzfristige Atempause verschaffen, um die notwendigen politischen Reformen durchzuführen. Andernfalls werden gerade die falschen Anreizstrukturen verfestigt, die wesentlich die Krise mit verursacht haben: Wenn sich Banken über *Carry-Trades* (den Ankauf nationaler Staatsanleihen, finanziert durch günstige Liquidität) rekapitalisieren, perpetuiert sich das fehlerhafte Design der Kurzfristfinanzierung mit fatalen Auswirkungen: Die Gewinne fließen den Banken zu; die Risiken muss der Steuerzahler übernehmen.

Der Teufelskreis zwischen der Staatsverschuldung einzelner Eurostaaten und der Verschuldung des

Bankensektors kann nur dann durchbrochen werden, wenn die Zentralbank als Sicherheiten für ihre Offenmarktgeschäfte in Zukunft völlig sichere Anleihen nutzen kann. In nahezu allen Geldsystemen der Industrieländer üben Anleihen des Zentralstaates diese Funktion aus. Solange im Euroraum jedoch eine solche zentrale Institution fehlt, sind unvollkommene Ersatzlösungen kaum zu vermeiden. Ein gangbarer Weg bestünde darin, alle Anleihen mit kurzfristiger Laufzeit (bis zu einem Jahr) als *Euro-Bills* gemeinschaftlich zu garantieren. Der Vorschlag von Christian Hellwig und Thomas Philippon (2011), solche *Euro-Bills* strikt begrenzt (bis zu zehn Prozent des BIP) und konditional zu gestalten, ermöglicht eine konsequente Trennung zwischen der Geldpolitik und den politischen Stützungsmaßnahmen für Krisenstaaten, die (abhängig vom eingeschlagenen Reformpfad) über einen entsprechend ausgestatteten europäischen Rettungsschirm erfolgen sollten.<sup>4</sup> Es wäre fatal, wenn die Atempause, die den Politikern derzeit von der EZB durch ihre großzügige Stützung des Bankensystems gewährt wird, nicht genutzt würde, um die Weichen nun endlich richtig zu stellen. Es bleibt nur wenig Zeit, um eine konsequente Governance-Struktur im Euroraum zu schaffen. Sollte dies nicht bald gelingen, droht das Auseinanderbrechen des gesamten europäischen Projekts.

Abbildung 1: Jährliche Wachstumsraten der Geldmenge in den Peripheriestaaten (M2, nationale Beiträge)



- 1 Der Autor ist Professor für Volkswirtschaftslehre, Seminar für Makroökonomie, an der Ludwig-Maximilians-Universität (LMU) München. Dieser Text basiert auf einem Vortrag, den er auf der Wintertagung des Kocheler Kreises für Wirtschaftspolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung (13.-15.1.12) in Kochel am See gehalten hat.
- 2 Prati, Alessandro; Schinasi Garry J. 1999: Financial Stability in European Economic and Monetary Union, Princeton Studies in International Finance, Nr. 86.
- 3 Trichet, Jean-Claude 2011: Building Europe, Building Institutions, Rede in Aachen zur Verleihung des Karlspreises, 2. Juni.
- 4 Hellwig, Christian; Phillipon, Thomas 2011: Eurobills, not Eurobonds, VoxEU.org, 2. Dezember.