

Ende Januar einigten sich 25 EU-Staaten in einem Fiskalpakt auf Schuldenbremsen, die sie auf eine Politik des ausgeglichenen Haushalts festlegen. Für den Fall von Abweichungen soll ein automatischer Korrekturmechanismus in die Regelungen integriert werden. Die Einfügung von Schuldenbremsen in die nationalen Gesetzgebungen soll durch den Europäischen Gerichtshof überprüft werden. Ist der Euro so zu retten?

Staatsverschuldung nach den EU-Gipfeln: Predige Wasser und trinke Wein¹

In der antiken Welt sind die Götter mächtig und die Menschen schwach. Weil die Menschen das wissen, unterwerfen sie sich den Regeln der Götter. So hoffen sie einem besseren Schicksal entgegenzugehen. Nicht viel anders verhält es sich mit den Göttern von heute. Diese sitzen nicht mehr auf dem Olymp, sondern in Brüssel in der Kommission und im Rat der Europäischen Union.

Doch nicht immer wollten die antiken Götter das Gute. Manchmal hatten sie auch ihre Macken. Sie waren es, die die trügerische Pandora fertigten und sie zu den Menschen sandten. Die Menschen fielen auf die schöne Dame herein, öffneten die von ihr mitgebrachte Dose, und Unheil ergoss sich über sie. Solche Machenschaften sollten auch bei den Brüsseler Göttern nicht von vornherein ausgeschlossen werden. Ihr Wirken ist zweischneidig. Sie regulieren das Tun der Menschen nicht nur in deren, sondern auch in ihrem eigenen Interesse. Beide Seiten sind zu betrachten, wenn die Regulierung der Staatsfinanzen analysiert wird. Wie weit kann Brüssel helfen, und wie weit hilft Brüssel sich selbst?

Regulierung im Interesse der allgemeinen Wohlfahrt

Der Fiskalpakt (Fiscal Compact) vom 30. Januar 2012 verlangt, dass alle EU-Vertragsstaaten, exklusiv Vereinigtes Königreich und Tschechien, Schuldenbremsen mit einem strukturellen Defizit von maximal 0,5% des BNE einführen. Die konkrete Form dieser Schuldenbremsen soll von den Mitgliedstaaten bei sich zu Hau-

se in die nationalen Gesetzgebungen geschrieben werden. Für den Fall von Abweichungen soll ein automatischer Korrekturmechanismus in die Regelungen integriert werden, der – ähnlich dem Kontrollkonto in der deutschen Schuldenbremse – die spätere Rückführung zusätzlicher Defizite sicherstellt. Die Einfügung der Schuldenbremse in die nationalen Gesetzgebungen und deren Einhaltung soll durch den Europäischen Gerichtshof überprüft und später auch sanktioniert werden.²

Diese Regeln gelten unabhängig von den für Eurostaaten zum 13. Dezember 2011 im sogenannten »Sixpack« beschlossenen Verordnungen. Deren mehr warnender präventiver Arm mit leichteren Sanktionen wird, wenn sich ein Land im Defizitverfahren befindet, durch den strenger korrekativen Arm ergänzt. In beiden Fällen gilt (für Eurostaaten) das Prinzip der umgekehrten Mehrheit. Ein Vorschlag der Kommission kann damit durch den Rat nur mit qualifizierter Mehrheit abgelehnt werden. Hinsichtlich des Staatsschuldenkriteriums gibt es eine warnende Übergangsfrist, nach deren Ablauf Überschreitungen in festen Schritten abgebaut werden müssen.

Selbst bei wohlfahrtsmaximierender Regulierung der Brüsseler Götter gilt es allerdings festzuhalten, dass keine Regulierung hundertprozentig greift. Bei der



Charles B. Blankart*

* Prof. Dr. Charles B. Blankart lehrt an der Humboldt-Universität zu Berlin und an der Universität Luzern. Der Verfasser dankt G.B. Koester für wertvolle Hinweise und Kommentare.

¹ Aus Heinrich Heine: »Deutschland. Ein Wintermärchen« (1844)

»Ich kenne die Weise, ich kenne den Text,
Ich kenn auch die Herren Verfasser;
Ich weiß, sie tranken heimlich Wein
Und predigen öffentlich Wasser.«

² Vgl. European Council, 29. Dezember 2011, online verfügbar unter: <http://www.european-council.europa.eu/media/579087/treaty.pdf>.

Durchsetzung der Regeln treten unvermeidlich Lecke auf, die einkalkuliert werden müssen. Auch eine den Regulierungszielen völlig ergebene EU-Kommission kann sie nicht vermeiden. Keine Regulierung ist völlig wasserdicht. Je nach der Zielerreichung lässt sich von einer besseren oder schlechteren Regulierung sprechen. Dem Fiskalpakt vom 30. Januar 2012 zufolge müsste die EU-Kommission als Regulierungsbehörde mit vier Arten von Lecken rechnen:

Das rechtliche Leck

Von den Unterzeichnerstaaten des Vertrags vom 30. Januar 2012 ist zwar der stärkere Automatismus im Vergleich zu den Regeln des Lissabon-Vertrags von 2009 einstimmig angenommen worden. Doch es droht ein rechtliches Leck, wenn sich ein Mitgliedstaat auf den Lissabon Vertrag, satt auf den Vertrag vom 30. Januar 2012 beruft. Das Lissabon-Vertragsrecht stellt ein höheres Recht dar, das die Mitgliedstaaten nur nach Art. 48 EUV zu ändern vereinbart haben. Weil dies beim Beschluss des Fiskalpacts vom 30. Januar 2012 nicht erfolgt ist, kann ein Unterzeichner vor dem EuGH gegen dessen Anwendung klagen (zu einer generellen Kritik vgl. Kirchner 2011).

Das Glaubwürdigkeitsleck

Die Schuldenbremsen des Stabilitäts- und Wachstumspakts waren solange glaubwürdig, als hinter ihnen die Drohung des Nichtbeistands im Falle einer Staatsinsolvenz stand. Mit der Lockerung des Stabilitäts- und Wachstumspakts beim EU-Gipfel vom 22. März 2005 wurde der Nichtbeistand dann aber heruntergespielt. Unglaubwürdig wurde er im Beschluss des Europäischen Rats vom 23. April 2010, als vereinbart wurde, Griechenland aus seiner Finanzkrise zu retten. Im darauf folgenden Gipfeltreffen vom 7. und 8. Mai 2010, in dem darüber hinaus festgelegt wurde, solche Hilfen für alle Eurostaaten vorzusehen und (auf Wunsch Frankreichs) gemeinschaftlich zu finanzieren, wurde der Nichtbeistand vollends abgeschafft.

Im Laufe des Sommers 2010 drängte Deutschland darauf, anstelle des Nichtbeistands den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu reaktivieren, was dann zwischen der Kanzlerin und dem französischen Präsidenten am 20. Oktober 2010 am Strand von Deauville bekräftigt wurde.³ Genau durch diese Substitution entstand ein Glaubwürdigkeitsleck. Während bisher der Stabilitäts- und Wachstumspakt die Nichtbeistandsklausel komplementär ergänzte und unterstützte, wurde er durch die Loslösung von dieser zu einem Substitut und damit unglaubwürdig. Anders gesagt: Ein Stabilitäts- und Wachstumspakt, hinter dem nicht die Drohung des Nichtbeistands steht, wird zum Papiertiger. Ein betroffener Eurostaat braucht sich nunmehr keine großen Sorgen zu machen, die

Vorschriften nicht einzuhalten. Denn im Falle eines eigenen Finanznotstands kann er mit einer Hilfe rechnen.

Auch die Hoffnung, durch Einschluss privater Gläubiger könne eine Art Ersatzinsolvenzverfahren durchgeführt werden, hat sich – bis auf den Fall Griechenlands, der noch offen ist –, zerschlagen. Der Einschluss privater Gläubiger beunruhigte die Finanzmärkte, sagte am 9. Dezember 2011 der Ratspräsident Herman van Rompuy. Damit hat er die Nichtbeistandsklausel endgültig desavouiert und den Defizitschranken des EU-Fiskalvertrags die Zähne gezogen.

Das Sanktionsleck

Das Überschreiten der Defizitgrenzen dürfte in der Zukunft – wie es auch bereits in der Vergangenheit war – vor allem in wirtschaftlich schwierigen Zeiten auftreten. Muss dann das Defizit zusätzlich reduziert werden, kann eine Rezession sogar verstärkt werden, wodurch zusätzlicher politischer Druck entsteht, die Defizitgrenzen auszusetzen. Eine Oppositionspartei, die hierfür eintritt, hat große Chancen die nächsten Wahlen zu gewinnen. Insbesondere Sanktionen durch Geldeinlagen oder gar Geldbußen dürften angesichts der ohnehin schon angespannten Finanzlage als völlig unangemessen angesehen werden. Überdies gibt es keinerlei politische Sanktionen in der Form von direkten Durchgriffsrechten. Da zudem jeder Staat in ernststen Schwierigkeiten weiß, dass er bei einer weiteren Verschärfung seiner Situation nicht etwa die Insolvenz fürchten muss, sondern über die Stabilisierungsmechanismen umfassend zu Zinssätzen weit unter dem Marktniveau unterstützt wird, kann es für den Schuldnerstaat sogar besser sein, die Staatsschulden schnell anwachsen zu lassen; denn je höher die Schuld, desto rück-sichtsvoller wird die Behandlung durch die Gläubiger.

Widersprüchlich erscheinen vor diesem Hintergrund die Anstrengungen von Geberstaaten, vor allem Deutschlands, eine Vorreiterpolitik der Einsparungen zu betreiben und damit einen Verschuldungsspielraum zu schaffen, der dann von anderen Eurostaaten dankbar zur Auffüllung ihrer Defizite entgegengenommen wird. Letztlich landen deren Schulden dann doch bei Deutschland. Was derzeit in Deutschland geschieht, könnte man in dem Satz zusammenfassen: »Spare in der Zeit und Du wirst darben in der Not«.⁴

Das Target2-Leck

In der Kritik stehen schließlich die Target2-Kredite, die sich bei den Euro-Zahlungsbilanzüberschuss-Staaten wie Deutschland gegenüber den Euro-Zahlungsbilanzdefizit-Staaten wie Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien bilden. Sie können zugegeben auch entste-

³ Freilich unter Ausklammerung des Problems der automatischen Auslösung.

⁴ Vgl. Blankart und Fasten (2010). Wie kontraproduktiv die deutsche Einsparpolitik sein kann, beschreibt ausführlich C.C. von Weizsäcker (2012) in seinem neuesten Forschungspapier.

hen, wenn die am 30. Januar 2012 beschlossenen Fiskalregeln vollständig eingehalten werden. Doch gerade darin kommt ihre besondere Gefährlichkeit zum Ausdruck. Die deutschen Target-Forderungen haben mit derzeit etwa 500 Mrd. Euro einen enormen Umfang erreicht, so dass mit deren mittelfristiger Tilgung durch die Schuldner kaum zu rechnen ist. Daher dürfte den Euro-Zahlungsbilanzüberschuss-Staaten, vor allem Deutschland, nichts anderes übrig bleiben, als in absehbarer Zeit einen Schuldenerlass vorzunehmen und die Target2-Kredite der Euro-Zahlungsbilanz-Defizitstaaten in ihre eigenen Staatsschulden zu übernehmen. Insofern lässt sich auch bei den Target2-Schulden von einem Leck der Beschlüsse vom 30. Januar 2012 sprechen.

Konsequenterweise hätte der Abbau oder wenigstens die Beendigung der Target2-Kredite in den Vertrag oder besser in das Sixpack aufgenommen werden müssen. Doch hierfür wäre Einstimmigkeit erforderlich gewesen. Denn ebenso wie die Einführung von Target2 von den Eurostaaten einstimmig beschlossen worden ist, muss auch dessen Aufhebung einstimmig erfolgen. Damals haben die deutschen Verhandlungsführer das Gefahrenpotenzial von Target2 übersehen. Heute, wo die Karten auf dem Tisch liegen, und Gewinner und Verlierer feststehen, da wollen die Gewinner auf eine Änderung des Systems verständlicherweise nicht mehr eingehen. Deutschland bliebe also als Hauptbetroffenem nur die Option, aus dem Euro auszutreten. Nachdem die Target2-Schulden einen Umfang von einem Viertel der gesamten deutschen Staatsschuld erreicht haben und ein Ende nicht abzusehen ist, darf die Exit-Option m.E. nicht mehr ausgeschlossen werden.⁵

Regulierung im Interesse von Brüssel⁶

In der bisherigen Analyse wurde davon ausgegangen, dass die EU-Kommission die Beschlüsse des Rats möglichst zielgenau zu regulieren versucht. Doch wie verträgt sich das mit ihren eigenen Zielen?

Zwar hat sie durch das Sixpack und den Fiskalvertrag erheblich an Macht gewonnen. Sie kann die Einhaltung der 3%-Defizit- und der 60%-Schuldenschwelle bei den Mitgliedstaaten weit besser durchsetzen als zuvor. Doch ist sie ein glaubwürdiger Akteur? Gelten für sie die Regeln ebenfalls, oder orientiert sie sich an Jean-Bodins Prinzip: »Princeps legibus solutus« – frei übersetzt: »Der König steht über dem Gesetz«?

Nach den bestehenden Verträgen sind Schulden auf EU-Ebene gar nicht zulässig. Art. 311 Abs. 1 und 2 AEUV lauten: »[1] Der Haushalt wird unbeschadet der sonstigen Einnahmen vollständig aus Eigenmitteln finanziert. [2] Der Rat erlässt ... einen Beschluss, mit dem die Bestimmungen über das System der Eigenmittel der Union festgelegt werden. ... Dieser Beschluss tritt erst nach Zustimmung der Mitgliedstaaten im Einklang mit ihren jeweiligen verfassungsrechtlichen Vorschriften in Kraft.«

Doch Kasse macht sinnlich. Die EU-Kommission mag sich gefragt haben, hier stehen Reservemittel, die die Mitgliedstaaten bewilligt haben, die aber erfahrungsgemäß nie abgerufen werden. Könnten wir sie nicht zumindest verpfänden, um so unseren finanziellen Spielraum zu erweitern? Wenn wir hierfür Kredite aufnehmen, um bedürftige Mitgliedstaaten zu stützen, wächst unser Einfluss z.B. auf deren Wirtschaftspolitik. Wenn alles gut geht, werden die Kredite zurückbezahlt und die leistenden Mitgliedstaaten werden nicht weiter belastet.

Auf dieser Basis gewährt die EU-Kommission schon seit den 1990er Jahren Zahlungsbilanzhilfen erst an Italien, dann an Kosovo, Moldawien und Georgien, und heute an EU-Mitgliedstaaten außerhalb der Eurogruppe wie Ungarn, Lettland und Rumänien. Das maximal mögliche Volumen betrug

⁵ Im Blog: <http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange/2012/01/09/the-delicate-balance-of-fixing-the-eurozone/#axzz1yNqG5ep> hat sich Martin Wolf kritisch mit den von Hans-Werner Sinn aufgebrauchten Target2-Thesen auseinandergesetzt, diese aber im Großen und Ganzen bestätigt gefunden. Insbesondere nennt auch er die Exit-Option als damals noch ferne, heute aber zunehmend aktuelle und konsequente Ultima Ratio, um von der Target2-Kreditgewährung herunterzukommen.

⁶ In Anlehnung an Blankart und Koester (2012).

Tab. 1
Angaben aus dem EU-Budget

	2010	2011	2012	2013	Total 2010–2013
Eigenmittel in Prozent des BNE	1,23	1,23	1,23	1,23	123
Zuweisungen für Zahlungen in Prozent des BNE	1,12	1,09	1,08	1,05	1,06
Zuweisungen für Zahlungen in Mrd. Euro	134,3	134,3	141,3	143,3	553,2
Sicherheitsmarge zwischen Eigenmittelzuweisungen für Zahlungen in Prozent des BNE	0,11	0,14	0,15	0,18	0,17
Sicherheitsmarge zwischen Eigenmittelzuweisungen für Zahlungen in Mrd. Euro	14,8	18,8	21,2	25,8	80,6

Quelle: Eigene Darstellung nach Daten der European Commission (2012), http://ec.europa.eu/budget/figures/fin_fwk0713/fwk0713_de.cfm.

zunächst 12 Mrd. Euro, dann 25 Mrd. Euro und seit Mai 2009 50 Mrd. Euro.

Im Umfang von 11,4 Mrd. Euro standen Anfang 2012 Zahlungsbilanzhilfen aus, die die Europäische Kommission bisher mit der Ausgabe von Anleihen zu AAA-Bedingungen am Kapitalmarkt refinanzierte. Der ganze Bonitätsvorteil wurde an die Schuldnerstaaten weitergegeben, obwohl diese Staaten meist nur eine schlechte Bonität vorweisen können (im Falle Ungarns liegt die Bonität derzeit unter BBB). Somit wird das Risiko dieser Kredite nicht vergütet, obwohl ein beträchtliches Risiko auf den leistenden Mitgliedstaaten lastet, für Schulden aufkommen zu müssen, die nach der Logik des Eigenmittelbeschlusses wie auch rechtlich gar nicht zulässig wären.

Doch damit nicht genug: Im Zuge der Eurostaatsfinanzkrise wurde dieser Kreditspielraum weiter ausgeschöpft. Am Euro-Gipfel vom 7. und 8. Mai 2010 wurde auf Antrag der EU-Kommission der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) geschaffen. Noch einmal wurde auf die (für die Haushaltsrisiken schon in Anspruch genommene) Sicherheitsmarge von 0,17% des BNE bis 2013 zurückgegriffen.⁷ Aber es wurden nicht die 20,15 Mrd. Euro eines Jahres, sondern gleich die fast dreifache Summe von 60 Mrd. Euro für den Europäischen Finanzstabilitätsmechanismus (EFSM) vorgesehen. Damit ist die kumulierte Sicherheitsmarge 2010 bis 2013, dem Ende des mehrjährigen Finanzrahmens, zu zwei Dritteln ausgeschöpft. Dabei ist zudem zu beachten, dass die bis zu 50 Mrd. Euro Zahlungsbilanzhilfe ja noch dazugerechnet werden müssen. Um diese abzusichern ist die »Verpfändung« der Sicherheitsmarge über 2013 hinaus notwendig. Zudem scheint noch nicht sicher, ob der EFSM im Jahr 2013 wirklich ausläuft und durch den ESM ersetzt wird, oder vielleicht sogar noch einmal verlängert wird.

Alles im allem haben die Kreditgewährungen im Rahmen von EFSM und Zahlungsbilanzhilfen zu umfangreichen Schuldenaufnahmen der EU-Kommission geführt. Allein im Jahr 2011 nahm die Kommission 29,2 Mrd. Euro auf. Insgesamt stehen 13 Anleihen (die längste mit einer Laufzeit bis September 2026) mit einem Gesamtvolumen von 40 Mrd. Euro aus.⁸ Somit wurden umfangreiche Haftungsrisiken eingegangen.

Insgesamt gibt die EU dadurch ein schlechtes Vorbild. Sie unterläuft durch solche Kredite das von ihr selbst im EU-Vertrag mitverantwortete Schuldenverbot. Ein besonders

schlechter Beigeschmack entsteht, weil sie Verbindlichkeiten von Mitgliedstaaten übernimmt und damit zu einer Aufhebung der im Prinzip nach wie vor bestehenden Nichtbeistandsklausel beiträgt. Schließlich machen sich Rat und Kommission durch diese Verschuldung von den Mitgliedstaaten abhängig, da sie auf die Rückzahlung der Kredite durch Ihre Schuldner angewiesen sind.

Schlussfolgerungen

Die Regeln des Fiskalpakts vom 30. Januar 2012 sind gut gemeint, aber nicht wasserdicht. Sie beinhalten wie jede andere Regulierung eines oder mehrere Lecke. Es ist, wie wenn Wasser mit einem löchrigen Eimer aus einem Schiff geschöpft wird. Da kann die beste Kommission nur unvollkommene Arbeit leisten. Um Abhilfe zu schaffen, müsste die Politik bessere Gesetze beschließen.

Die Situation ist aber in Wirklichkeit bedenklicher. Nach obiger Analyse lassen Rat und Kommission aus einem Schlauch weiteres Wasser in das schon lecke Schiff laufen. Sie halten sich selbst nicht an die Schuldenverbotsregeln, die sie ihren Mitgliedstaaten vorschreiben. Sie predigen Wasser und trinken Wein.

Vor diesem Hintergrund scheint es sehr bedenklich, dass das Team Merkel-Sarkozy bestrebt ist, Brüssel neue Kompetenzen einzuräumen. Sollte durch Zentralisierung versucht werden, die Probleme der Transferunion zu überwinden, so wird der Bock zum Gärtner gemacht.⁹

Literatur

- Blankart, Ch.B. und E.R. Fasten (2010), »Spare in der Zeit und Du wirst darben in der Not? Eine deutsche Alternative zum Strukturprogramm der EU-Kommission«, *ifo Schnelldienst* 63(11), 13–18.
- Blankart, Ch.B. und G.B. Koester (2012), »The Lisbon Treaty, the financial crisis and a way out of the EU Budget Gridlock«, in: G. Benedetto und S. Milio (Hrsg.), *Budget Review, Policy Ambitions and the Lisbon Treaty*, Macmillan, Palgrave.
- Kirchner, Chr. (2011), »Nettonutzen des Eurozonen-Fiskalpaktes geringer als von der Politik suggeriert«, *Börsenzeitung*, 15. Dezember.
- Weizsäcker, C.C. von (2012), »Der Hass auf den Gläubiger, oder: Für ein Europa der Subsidiarität«, Forschungspaper, Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern, Bonn.

⁷ »The outstanding amount of loans or credit lines to be granted to Member States under this Regulation shall be limited to the margin available under the own resources ceiling for payment appropriations.« (Art. 2.2. der Entscheidung des Rates vom 9. und 10. Mai 2010).

⁸ Details finden sich unter: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/index_en.htm.

⁹ In einem vertraulichen französisch-deutschen Papier wird zum Aufbruch in einen Europäischen Zentralstaat aufgerufen: »European institutions and member states should accelerate the process of tax co-ordination. ... In particular the negotiation of the European Commission proposals on energy tax directive, common consolidated corporate tax base and common system of financial transaction tax should be accelerated.« *The Telegraph*, 19. Januar 2012.



Peter Spahn*

Kann eine Fiskalunion den Euro retten? Sparen allein hilft nicht!

Die Konstruktion der EWU leidet an vier eng verbundenen Problemkreisen:

- Divergenzen in der güterwirtschaftlichen Leistungsfähigkeit werden nicht hinreichend durch die Löhne ausgeglichen. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass strukturelle »Entwicklungsbooms« gerade in aufholenden Ländern (finanziert durch einen ergiebigen Euro-Kapitalmarkt) die Löhne über Nachfrageeffekte und starke nationale Preissteigerungen antreiben.
- Persistente strukturelle Budgetdefizite zeigen – unterschiedlich ausgeprägt in einzelnen Ländern – eine politische Schwäche bei der Kontrolle der Staatshaushalte.
- Über die Jahrzehnte sind dadurch hohe Schuldenstände entstanden, die bei fiskalischen Schocks rasch Zweifel an der Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen auslösen.
- In den alten Regularien der EWU waren weder ein monetärer noch ein fiskalischer *Lender of Last Resort* für die nationale Staatsverschuldung vorgesehen. Dies war zum einen Ausdruck eines gefühlten Mangels an politischer Union, zum anderen ein strategisches Moment: Die ungeschützte Abhängigkeit von den Finanzmärkten sollte die Verschuldungsneigung bremsen. Jedoch war schon im Delors-Bericht von 1989 gewarnt worden, dass die Finanzmärkte die ihnen zugeordnete Disziplinierungsfunktion nicht erbringen, da die Anlagebereitschaft prozyklisch mit dem Wirtschaftsklima schwankt. Erscheint dabei das *Roll-over* der Staatsschuld aus Sicht der einzelnen Anleger nicht gesichert, können Marktstörungen rasch in ein Insolvenzzenario steigender Zinsen führen (vgl. De Grauwe 2011; Sachverständigenrat 2011, Zf. 143 ff.).

* Prof. Dr. Peter Spahn ist Inhaber des Lehrstuhls für Wirtschaftspolitik an der Universität Hohenheim.

Der »irreversible Einstieg in die Fiskalunion« (Merkel)

Der im Dezember 2011 beschlossene EU-Fiskalpakt greift zu kurz, um die obigen Probleme zu lösen. Schon die rechtliche Qualität dieser Beschlüsse ist unklar: Innerhalb der Nationalstaaten können sich verfassungsrechtliche Hindernisse stellen; Widersprüche zu geltenden EU-Verträgen werden die Verbindlichkeit der einzelnen Punkte zu bloßen Empfehlungen und informellen Selbstverpflichtungen entwerfen. Zwar sollen nun die Abstimmungsregeln Sanktionen erleichtern, da diese nur noch mit Zwei-Drittel-Mehrheit gestoppt werden können; entscheidend bleiben aber die Interessen der Kontrolleure: Sie werden Kontrollen nur dann strikter handhaben, wenn sie ein Eigeninteresse an der finanziellen Solidität aller EWU-Mitgliedstaaten haben.¹ Dies führt zu einem bislang wenig beachteten Argument für Eurobonds: Hier ist die Kollektivhaftung unmittelbar institutionalisiert, im Gegensatz zur bisherigen Regelung, bei der jedes Land darauf hoffte, dass die Nachbarstaaten ihre Schuldenprobleme allein würden lösen müssen.

Eurobonds sind jedoch bis jetzt aus guten Gründen nicht vorgesehen. Eine anreiztheoretisch denkbare Variante mit kollektiv garantierten *Blue Bonds* und national emittierten *Red Bonds* scheitert am hohen Schuldenstand einiger Länder.² Italien müsste 60% seiner Schulden mit eigenen, nachrangigen Schuldtiteln finanzieren und könnte die damit verbundene Zinslast nicht tragen. Vollständig »sozialisierte« Eurobonds aber sind wegen des massiven *Moral-Hazard*-Problems abzulehnen. Kontroll- und Zugriffsrechte erscheinen auch nach den EU-Beschlüssen als zu schwach. Strafzahlungen nach dem Auftreten von zu hohen Defiziten sind nicht unbedingt zielführend. Sinnvoll wären unter Umständen rechtzeitige Eingriffe in die Ausgabengestaltung; jedoch ist ein so weit gehender Autonomieverzicht unwahrscheinlich.

Schulden- und Vermögensschnitt

Die Konzentration der EU-Beschlüsse auf eine sparsamere Haushaltsführung (auch erkennbar in der Absicht, Schuldenbremsen in die Verfassungen aufzunehmen) ist naheliegend, eine Schuldenkrise offenbart jedoch einen Abschrei-

¹ Der deutsche Finanzminister hatte 2004 den schweren strategischen Fehler begangen, als erster »Budgetsünder« über die Strafe zu verhandeln anstatt sofort zu zahlen und damit die Standards für die Folgefälle vorzugeben (um dies tun zu können, hätte Deutschland die Regelübertretung sogar provozieren müssen). In der Folge blieb der Stabilitäts- und Wachstumspakt wirkungslos; es wurden nie Strafen verhängt, nicht zuletzt weil die Kontrolleure hofften, als potenzielle spätere Sünder ebenfalls Milde erwarten zu können.

² Auch der Vorschlag zur Emission von »ESBies« (vgl. Brunnermeier et al. 2011) zielt in erster Linie auf die Abschöpfung einer potenziellen Liquiditätsprämie bei homogenen Euro-Assets, jedoch ausdrücklich nicht auf die Lösung nationaler Schuldenkrisen.

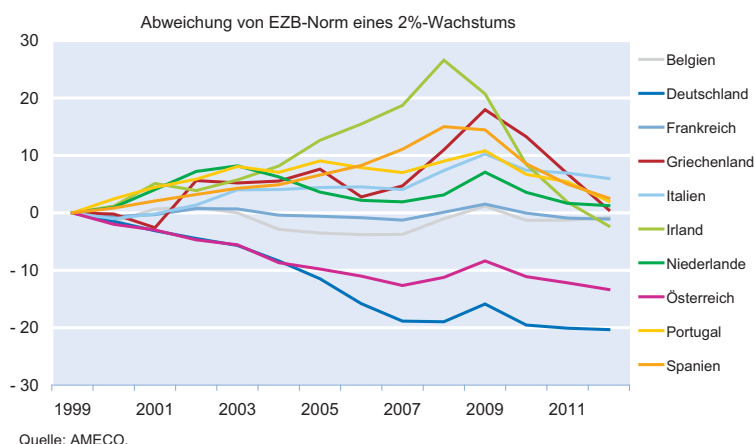
bungsbedarf bei den Forderungsbeständen. Kapitalverluste kann man nicht durch Kostensenkungen decken. Sparpolitik auf gesamtwirtschaftlicher Ebene mag ein gut gemeintes Signal an die beim *Roll-over* gefragten Gläubiger senden; nötig aber wäre eine schlagartige Verringerung des Schuldenstandes, verbunden mit einer Wachstumsperspektive, die die Tragfähigkeit des Restbestandes anzeigt.

Der Sachverständigenrat (2011, Zf. 184 ff.) schlägt vor, 2,3 Bill. Euro der europäischen Staatsschulden in den kommenden 25 Jahren regelgebunden zu tilgen. Es ist jedoch makroökonomisch und verteilungspolitisch ineffizient, den Wachstumsprozess über Jahrzehnte durch Steuern und Ausgabenverzicht zu belasten, nur um notleidende Forderungen am Leben zu erhalten. Vorzuziehen wäre die Abschreibung eines harten Kerns von *Bad Bonds* (1 bis 1,5 Bill.), begleitet von einer (progressiv gestaffelten) Vermögensabgabe der privaten Haushalte in den jeweiligen Schuldnerstaaten. Diese Gegenbuchung ist aus drei Gründen angezeigt:

- Der breiten Öffentlichkeit, die die Eurokrise gern noch als bloßes »Spekulationsprodukt der Finanzwelt« sieht, ist nur so der Ernst der Lage klar zu machen.
- Das Politikversagen vergangener Jahrzehnte ist offenzulegen: Ein Teil der Vermögensbildung der privaten Haushalte ist faktisch lediglich eine vermiedene Steuerschuld; allzu gern griffen Regierungen zu den abwegigsten Argumenten, um eine Steuerfinanzierung ihrer Ausgaben zu umgehen.
- Die Bevölkerung ist als *Principal* für das Verhalten ihres *Agent*, der Regierung, verantwortlich; es ist absurd, dass Steuerzahler in Geberländern, nicht aber Vermögensbesitzer in Schuldnerländern zu Bürgen diverser Rettungsschirme werden. Schließlich hat die Bevölkerung der Schuldnerländer auch güterwirtschaftlich von der Schuldaufnahme profitiert.

Abb. 1

Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft



Die Euroretter scheuen das politisch unangenehme Thema eines privaten Vermögensschnitts und präsentieren stattdessen hilflose Versuche, Investoren für die Übernahme des Altschuldenrisikos zu finden. Weitgesteckte Hoffnungen auf Hebelungsprojekte, Versicherungslösungen und IWF-Kredite haben sich nicht erfüllt. Faktisch wird bereits eine indirekte Monetisierung durch die EZB betrieben, indem die Banken bei großzügigen langfristigen Refinanzierungskrediten (mit voller Zuteilung) Staatspapiere hinterlegen können und zum Erwerb weiterer Schuldtitel angeregt werden. Andere Notenbanken haben direkt weit größere Mengen an Staatsschulden angekauft, aber primär aus geld- und nicht schuldenpolitischen Gründen. Ein Übergang der EZB zu unbegrenzten Wertpapierankäufen würde wahrscheinlich den Wechselkurs des Euro abstürzen lassen.³

Zahlungsbilanzungleichwichte und Fiskalpolitik

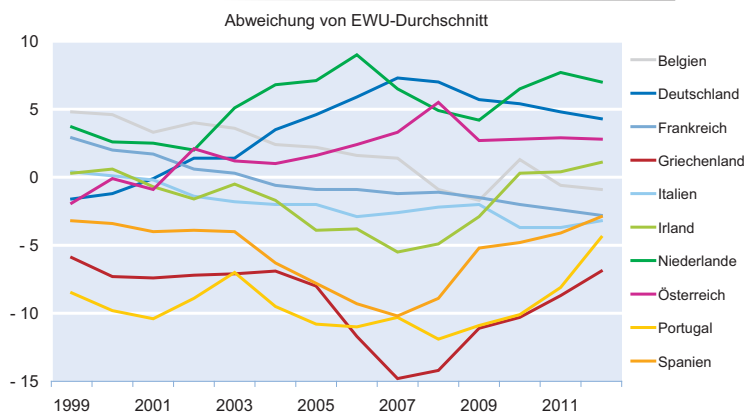
Die Beschlüsse zum Einstieg in die Fiskalunion zeigen wenig Bezug zum Hauptproblem in der EWU: der Divergenz von Lohnkosten und Handelssalden. Im Grunde hätte sich die gegenwärtige EWU-Krise mit den fiskalpolitischen Reformen weder erkennen noch verhindern lassen. Nicht Griechenland oder Italien, sondern Spanien (wo die Staatsverschuldung erst als Folge der Krise anstieg) repräsentiert das systemische Problem:

- Nationale Sonderkonjunkturen werden nicht wie noch im EWS durch Zahlungsbilanzschränken und Devisenmarktreaktionen gebremst.
- Die »Auslandsverschuldung« wird durch den gemeinsamen Eurofinanzmarkt infolge scheinbar gesunkener Risiken erleichtert.
- Je homogener hier die Zinssätze für nationale Schuldtitel, desto eher hängt der nationale Realzins in prozyklischer Weise von der nationalen Lohninflation ab.
- Als Konsequenz daraus hat sich die Wettbewerbsfähigkeit auseinanderentwickelt und es sind hohe, persistente Leistungsbilanzungleichgewichte entstanden.

Nach 2007 ging der Kapitalimport der GIPS-Länder mehr oder weniger deutlich zurück. Die seitdem praktizierte Finanzierung von (abnehmenden) Leistungsbilanzdefiziten und (zunehmender) Kapitalflucht geht mit wachsenden Target-Salden der

³ Ein solches Ankaufprogramm würde auch wiederum Euro-Bonds voraussetzen, weil die EZB ansonsten über die maximal tolerablen Zinsen in den einzelnen Mitgliedstaaten befinden müsste, also auch für die länderspezifische Zinsstruktur im Euroraum verantwortlich wäre – ein politisch kaum tragfähiger Zustand.

Abb. 2
Leistungsbilanz/BIP



Quelle: OECD Economic Outlook.

Bundesbank einher. Aber es ist ein Euphemismus, dies als Kreditgewährung der Bundesbank zu interpretieren (vgl. Sinn und Wollmershäuser 2011; Krämer und Spahn 2012). Faktisch drücken die Zahlungsbilanzdefizitländer die für ihre Zahlungen nötigen Euroreserven über die dezentrale Geldschöpfung ihrer nationalen Notenbanken selbst; dies wird durch die Qualitätsherabsetzung der bei der Bankenrefinanzierung zu hinterlegenden Sicherheiten und die völlige Aufgabe einer quantitativen Begrenzung der Eurogeldmenge ermöglicht.

Bei der Bundesbank sammeln sich die Zahlungseingänge der Überweisungsprozesse als vollwertige Eurobestände (und nicht etwa als Kreditforderungen). Der Vorgang entspricht auch nicht dem Dollar-Ankauf in der Spätphase von Bretton Woods. Will man einen Vergleich aus der Währungsgeschichte heranziehen, so wäre das Bild einer Produktion gefälschter Goldreserven durch Defizitländer im Goldstandard angemessen, die so ihrer volkswirtschaftlichen Budgetbeschränkung zu entgehen suchen. Die systematische Aneignung fremder Ressourcen durch selbst geschaffene Zahlungsmittel ist der sicherste Weg, die allgemeine Akzeptanz einer Währung zu zerstören.⁴

Eine Fiskalunion, die die tieferen Ursachen derartig eklatanter Normenverletzungen bekämpfen wollte, müsste mehr als nur Sparpolitik bieten. Die gegenwärtig erkennbaren Angleichungsbewegungen bei Lohnkosten und Leistungsbilanzen sind eher ein Kriseneffekt. Notwendig wäre eine Unterstützung der Lohnpolitik bei der Bewältigung dieser makroökonomischen Ungleichgewichte. Aus amerikanischer Sicht wird in diesem Zusammenhang auf den Beitrag von zwischenstaatlichen Transfers verwiesen (vgl. Feldstein 2011). Dieses Instrument erweckt Assoziationen an konsumtive Umverteilungsbestrebungen, die auf Seiten der Geberländer in Europa kaum mehrheitsfähig sind.

Immerhin sollte den Überschussländern – und allen voran Deutschland – klar sein, dass anhaltende Nettoimporte einzelner Länder in der EWU ebenso wenig durchzuhalten sind wie permanente Exportüberschüsse, eben weil man ansonsten periodisch die Schulden der Defizitländer übernehmen muss. Folglich sollte die Maastricht-3%-Grenze nicht für nationale Budgetdefizite, sondern für – negative wie positive – Leistungsbilanzsalden festgelegt werden; damit wird nach $Im - Ex = (G - T) + (I - S)$ die Summe aus öffentlicher und privater Neuverschuldung erfasst (Horn u.a. 2010). Da die Lohnpolitik aller Voraussicht nach damit überfordert sein wird, dieses Ziel über Preiseffekte zu erreichen, müsste die nationale Fiskalpolitik mittels Einkommenseffekten unterstützend eingreifen. In den 2000er Jahren hätte dies eine auf Konsumbegrenzung angelegte Steuerpolitik in den GIPS-Ländern und z.B. verstärkte öffentliche Investitionen in Deutschland erfordert.

Fazit

Eine Fiskalunion allein kann den Euro nicht retten. Das Alt-schuldenproblem ist ungelöst. Es kennzeichnet das mangelnde wechselseitige Vertrauen in der Eurozone, dass man der EZB nicht empfehlen mag, das Liquiditätsmanagement der europäischen Staatsschulden zu übernehmen: Einige Länder könnten dies als Aufweichung ihrer Budgetbeschränkung verstehen. Zudem stünde eine Fiskalunion vor der widersprüchlichen Aufgabe, einerseits für annähernd gleiche Rahmenbedingungen (bei Steuerbelastung, Infrastruktur, sozialpolitischen Standards etc.) zu sorgen und andererseits konjunkturelle Divergenzen zwischen den Euromitgliedsländern zu kompensieren. Die gut gemeinte Verordnung zum Haushaltsausgleich und das Konzept einer Funktionalisierung der Budgetpolitik zur Leistungsbilanzstabilisierung passen nur halb zusammen.

Dennoch wird man alles daran setzen, den Euro zu retten. Es entspricht politischer Logik, immer weitere Beträge für Projekte aufzuwenden, die man nach aktuellen Erfahrungen niemals begonnen hätte. So werden die Pläne zur Fiskalunion in einer Schuldenunion enden.

⁴ Allerdings hat Deutschland von dieser unerlaubten Geldschöpfung außerordentlich profitiert. Hätte ein Linkskeynesianer Anfang 2008 ein öffentliches Investitionsprogramm von ca. 300 Mrd. Euro vorgeschlagen, verteilt auf drei Jahre und finanziert durch die Notenpresse, wäre dies von der Mehrheit der deutschen Ökonomen als inflatorischer Unfug gebrandmarkt worden. Nun hat sich (wieder einmal) gezeigt, dass die Angebotsgrenzen sehr elastisch sind. Die Inflation ist ausgeblieben. Bedauerlich ist nur, dass die auf den monetären Impuls hin produzierten Güter im Ausland und nicht in Deutschland genutzt werden.

Literatur

- Brunnermeier, M. et al. (2011), »European Safe Bonds (ESBies)«, online verfügbar unter: <http://euro-nomics.com/2011/european-safe-bonds>.
- De Grauwe, P. (2011), »A Fragile Eurozone in Search of a Better Governance«, CESifo Working Paper 3456, München.
- Feldstein, M. (2011), »The Euro and European Economic Conditions«, NBER Working Paper 17617, Cambridge.
- Horn, G.A. et al. (2010), »Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts – Nicht nur öffentliche, auch private Verschuldung zählt«, *IMK Report* 51, Düsseldorf.
- Krämer, H. und P. Spahn (2012), »Sinn after Böhm-Bawerk – Income Distribution, Capital Flows and Current Account Imbalances in EMU«, in: H. Kurz, H. Krämer und H.-M. Trautwein (Hrsg.), *Macroeconomics and the History of Economic Thought*, Routledge, London, 231–250.
- Sachverständigenrat (2011), *Verantwortung für Europa wahrnehmen*, Jahresgutachten 2011/12, Wiesbaden.
- Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows – The ECB's Rescue Facility«, NBER Working Paper 17626, Cambridge.



Henrik Enderlein*

Ein echter Doppel-Whopper, statt einer falschen Fiskalunion

Die Kombination von ESFS und ESM ist die wahrscheinlich letzte Chance zu einer schnellen Krisenlösung¹

Wer den jetzt beschlossenen »Fiskalpakt« zwischen den Ländern des Euroraums als »Fiskalunion« bezeichnet, liegt sachlich falsch. Eine Fiskalunion setzt klassischerweise gemeinsame Einnahmen und gemeinsame Ausgaben voraus. Beides wird es in Europa in naher Zukunft nicht in einem bedeutenden Umfang geben. Der Haushalt der Europäischen Union (EU) beläuft sich auch weiterhin auf nur 1% der europäischen Wirtschaftsleistung. Über tatsächliche eigene Einnahmen, etwa durch eine EU-Steuer, verfügt der EU-Haushalt nicht.

Doch selbst wenn der Begriff der Fiskalunion soweit aufgeweicht werden könnte, dass er sich nur noch auf die gemeinsame Durchführung und Koordinierung nationaler Finanzpolitiken bezöge, fände er im Fiskalpakt keine Entsprechung. Denn was oft als das direkte Durchgriffsrecht der europäischen Ebene auf die Finanzpolitik in den Mitgliedsländern dargestellt wird, ist am Ende nichts anderes als eine Selbstverpflichtung, deren Einhaltung weder eingeklagt noch sanktioniert werden kann. Eine »Union« im Sinne der gemeinsamen Entscheidungsfindung ist das nicht.

Der Fiskalpakt sieht vor, dass eine auf europäischer Ebene gemeinsam verabschiedete Regel zum Schuldenabbau von jedem einzelnen Euromitgliedsland in nationale Gesetze übertragen wird. Es ist grundsätzlich richtig, das Schuldenmachen in Zukunft zu erschweren und einen Pfad zur Konsolidierung in den Verfassungen der Mitgliedsländer

* Prof. Dr. Henrik Enderlein ist Professor an der Hertie School of Governance, Berlin.

¹ Dieser Text ist die erweiterte und überarbeitete Fassung eines Beitrags, der am 13. Januar 2012 in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung erschienen ist.

festzuschreiben. So weit, so gut. Und viel spricht in der Tat dafür, dass gerade Krisenländer das auch tun werden, denn sie haben ein politisches und ökonomisches Interesse daran, sich einen glaubwürdigen Konsolidierungspfad vorzugeben.

Aber: Wie wir aus den Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt gelernt haben, ist ein Pakt dieser Art aber immer nur so viel Wert, wie der politische Wille, ihn tatsächlich umzusetzen. Was passiert aber, wenn dieser Wille verschwindet? Bei näherem Hinsehen ist in diesem Fall von der vollmundig verkündeten Fiskalunion nichts mehr übrig.

Denn der Europäische Gerichtshof (EuGH) kann keinen Einfluss auf die tatsächliche Umsetzung der Finanzpolitik in den Mitgliedsländern nehmen. Das oft hervorgehobene »Durchgriffsrecht« bezieht sich nur auf die Frage, ob die auf europäischer Ebene beschlossene Schuldenbremse auch korrekt in nationales Recht umgesetzt wurde. Wenn sich ein Land nicht mehr an die eigene Schuldenbremse hält, oder diese außer Kraft setzt, dann können die anderen Euroländer nur machtlos zusehen. In Deutschland reicht für das Außenkräftsetzen der Schuldenbremse übrigens die einfache Mehrheit im Bundestag. Zur Verabschiedung eines normalen Haushalts bedarf es der gleichen Mehrheit.

Auch nach der Unterzeichnung und Ratifizierung des Fiskalpakts ist das Dokument deshalb nicht mehr als eine starke politische Willenserklärung: Sicherheit, dass Problemländer den Konsolidierungskurs tatsächlich beschreiten, bietet er nicht. Deshalb löst er die aktuelle Problemlage nicht. Das Haus steht in Flammen, der neue Vertrag sieht vor, künftig das Spiel mit dem Feuer zu untersagen. Falsch ist das nicht, aber das Feuer brennt erst einmal weiter.

Denn die Krise ist noch nicht vorbei. Die ersten Wochen des Jahres 2012 erwecken zwar den Anschein, die Krise haben ihren Tiefpunkt erreicht, doch wer ein Feuer nicht löscht, läuft Gefahr, es wieder außer Kontrolle geraten zu lassen. Die Skepsis an den Finanzmärkten gegenüber dem Krisenmanagement in Europa ist weiterhin groß. Denn während in den vergangenen zwei Jahren stets die Hoffnung bestand, Europa werde am Ende doch noch einen umfassenden Krisenlösungsansatz präsentieren, so hat sich seit dem zweiten Halbjahr 2011 Ernüchterung breitgemacht. Die beschriebenen Schwächen des Fiskalpakts werden dazu führen, dass die meisten Marktteilnehmer ihn wohl einfach ignorieren werden. Doch jenseits des Fiskalpakts scheint zurzeit kein umfassender Lösungsansatz mehr vorzuliegen, der politisch und rechtlich umsetzbar scheint.

Eurobonds sind zum jetzigen Zeitpunkt keine Lösung mehr. Zwar gibt es zahlreiche stimmige Vorschläge, die gemein-

schaftliche Garantien und Konditionalität klug miteinander verbinden. Aber die Befürworter einer Gemeinschaftshaftung, zu denen auch ich gehöre, müssen anerkennen, dass die politische Debatte in Deutschland vorerst nicht gewonnen werden konnte. Außerdem ist seit dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur EFSF auch die verfassungsrechtliche Hürde klar beschrieben. Diese Entwicklungen zu leugnen wäre realitätsfern.

Aber auch die oft beschworene EZB-Lösung wird nicht gelingen. Ihr fehlt die juristische und legitimatorische Verankerung. Anders als in den Vereinigten Staaten hat die Notenbank im Euroraum bei 17 unterschiedlichen Staaten keine Handlungsgrundlage, um zu entscheiden, welche Papiere welcher Länder sie zu welchem Zeitpunkt ankauft. Dass Silvio Berlusconi faktisch durch die von der EZB gesteuerten hohen Anleihezinsen aus dem Amt gedrängt wurde, hat wohl die wenigsten Europäer gestört – eine demokratische Grundlage für diese Art diskretionärer Politikteilnahme durch eine unabhängige Zentralbank gibt es nicht. Sie sollte auf keinen Fall zur Regel werden.

Die EZB darf nicht über Konditionalitäten verhandeln und sollte das auch nicht tun. Das dringend notwendige Quid pro quo – bessere Anleihekonditionen gegen Gegenleistungen – kann es über die EZB nicht geben. Deshalb hat Mario Draghi Recht, wenn er auf den »Geist« der EU-Verträge verweist und sich Anleihekäufen über ein zur elementaren Funktionsweise des Euroraums notwendiges Mindestmaß hinaus widersetzt. Die Bereitstellung von fast unbegrenzter Liquidität an die Banken durch die EZB mag das Feuer unter Kontrolle halten. Löschen wird diese Maßnahme das Feuer nicht.

Was tun? Gibt es eine Maßnahme, die den Problemländern im Euroraum ausreichende, aber befristete Garantien zur Verfügung stellt, so dass Anleger grundsätzlich keinen Staatsbankrott zu befürchten haben, die gleichzeitig aber auch ausreichend Konditionalitäten vorsieht, um die dringend notwendige Konsolidierung der Staatsfinanzen fortzusetzen, die gleichzeitig aber auch die ebenso notwendigen Wachstumsimpulse in diesen Ländern hervorbringt und insgesamt wieder ein Klima des Vertrauens in die europäische Krisenpolitik schafft? Ja, es gibt diese Maßnahme. Sie ist kein Allheilmittel, könnte aber einen wichtigen Beitrag zur Krisenlösung leisten.

Bislang war geplant, den befristeten Rettungsfonds EFSF faktisch im dauerhaften ESM aufgehen zu lassen. Die schon ausgereichten Kredite durch die EFSF von rund 250 Mrd. Euro (hier ist das zweite griechische Programm schon berücksichtigt) sollten von der im ESM zur Verfügung stehenden Summe von 500 Milliarden abgezogen werden. Nun müsste einfach der Passus zur Verrechnung beider Instrumente im noch nicht verabschiedeten ESM-Vertrag gestri-

chen werden, um die vielbeschworene Feuerkraft (besser: Löschkapazität) im Euroraum deutlich zu steigern.

Damit stünde Europa effektives Garantievolumen von fast 1 Bill. Euro zur Verfügung. Wenn die EFSF bis zum Beginn des ESM ihren Kreditrahmen von 440 Mrd. Euro komplett ausreizen würde, wären es genau 940 Mrd. Euro – auf Grundlage der schon beschlossenen EFSF-Programme immerhin rund 750 Milliarden. Die oft gerade in Finanzmarktkreisen oft zitierte Zahl von 1 Bill. Euro wäre so gut wie erreicht – aber nicht über eine absurde Hebelkonstruktion, sondern über tatsächliche Garantien.

Der große Vorteil des höheren Garantierahmens läge darin, dass er automatisch zeitlich befristet wäre. Vom 1. Juli 2013 an kann die EFSF keine neuen Programme auflegen, von diesem Zeitpunkt an würde das europäische Garantievolumen stetig sinken, weil die EFSF-Anleihen sukzessive ihr Laufzeitende erreichen und nicht neu aufgelegt werden können. Bei zehnjährigen Laufzeiten der EFSF-Anleihen wäre das Ende der EFSF-Garantien spätestens 2023 erreicht. Und das mögliche Garantievolumen im Euroraum würde dann wieder dem heute angedachten Maximalrahmen des ESM von 500 Mrd. Euro entsprechen.

Auch politisch und rechtlich wäre diese Lösung durchaus attraktiv. Der Bundestag müsste weder den EFSF-Garantierahmen erweitern noch ein deutlich höheres Volumen im ESM vorsehen. Die schon lange bekannte Summe von 500 Milliarden würde im ESM festgeschrieben. Die zeitliche Befristung könnte die Bedenken des Bundesverfassungsgerichts zerstreuen. So erscheint das Unterfangen realisierbar, auch wenn der Gesamtrahmen deutscher Garantien während der Parallelphase von EFSF und ESM in der Tat auf rund 450 Mrd. Euro ansteigen würde – je nach konkreter Ausgestaltung des ESM. Allerdings müsste der Doppel-Whopper ernst gemeint sein: Was zurzeit in den Gesprächen zum ESM-Vertrag als »Kombination« der beiden Instrumente diskutiert wird, nämlich die Übertragung der ungenutzten EFSF-Mittel in den ESM, ist noch kein Doppel-Whopper. Denn solange die konsolidierte Kreditsumme von ESM und EFSF auf 500 Mrd. Euro begrenzt ist (dies ist zurzeit vorgesehen), ist kein Fortschritt erzielt.

Die echte Kombination von EFSF und ESM würde dagegen die oft zitierte Brandschutzmauer deutlich erhöhen. Zudem: Im Gegensatz zu absurden Hebelkonstruktionen wäre diese Lösung transparent und einfach kommunizierbar. Der ESM würde als eine Art europäischer Währungsfonds die Konditionalitäten mit den überschuldeten Ländern aushandeln und Kredite ausreichen. Die neue Gesamtsumme von fast 1 Billion würde zudem Anleihekäufe durch den ESM im Sekundärmarkt glaubwürdig machen und könnte die EZB aus ihrer heutigen Zwickmühle befreien. Anders

als die EZB-Anleihekäufe unterlägen die ESM-Aktivitäten der Kontrolle durch die nationalen Parlamente.

Bleibt die Frage, ob der politische Wille zur Ausweitung deutscher Garantien tatsächlich besteht. Die vergangenen Monate haben gezeigt, dass alle Versuche, sich an dieser Frage über juristische oder finanzielle Umwege vorbeizumogeln, zum Scheitern verurteilt sind. Die Kombination aus EFSF und ESM wäre eine gute Gelegenheit, diesen politischen Willen in einem auch für Euro-Skeptiker akzeptablen Gesamtpaket zum Ausdruck zu bringen. Das sollte uns der Euro wert sein.



Sebastian Hauptmeier*



Frédéric Holm-Hadulla**

Der neue Fiskalpakt: Einstieg in die Fiskalunion?¹

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise hat in einem Großteil der Mitgliedstaaten der Eurozone zu einer massiven Schieflage der Staatsfinanzen geführt. Zudem kamen aufgrund der ausgeprägten Verschuldungsdynamik, makroökonomischer Ungleichgewichte und Risiken im Bankensystem in einigen Ländern, in einem von großer Unsicherheit geprägten Marktumfeld, Zweifel an der Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte auf, die sich in einer plötzlichen Neubewertung länderspezifischer Kreditrisiken und steigenden Zinsspreads im Vergleich zu Deutschland widerspiegeln. Während diese Entwicklungen zunächst noch auf wenige Länder der Eurozone beschränkt waren, hat die Verschuldungskrise, trotz politischer Gegenmaßnahmen wie etwa die Schaffung einer Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF), spätestens seit dem Sommer 2011 auf weite Teile des Währungsraums übergreifen. Durch die negativen Rückkopplungseffekte zwischen den Entwicklungen auf den Märkten für Staatsanleihen einiger Euroländer und dem europäischen Bankensystem ergeben sich ernstzunehmende Risiken für die Finanzstabilität in der Währungsunion insgesamt.

Die Krise der Staatsfinanzen hat eine rege Debatte über die Zukunft der Währungsunion losgetreten. Dabei besteht weitgehende Einigkeit, dass die Krise auch auf eine unzureichende institutionelle Verflechtung der Mitgliedstaaten zurückzuführen und die einheitliche Währung durch eine stärkere Vereinheitlichung nationaler Wirtschafts- und insbesondere Fiskalpolitiken zu ergänzen ist. Die konkreten Lösungsvorschläge decken allerdings ein weites Spektrum ab.

* Dr. Sebastian Hauptmeier ist Economist in der Fiscal Policies Division der Europäischen Zentralbank, Frankfurt am Main.

** Frédéric Holm-Hadulla ist Economist in der Fiscal Policies Division der Europäischen Zentralbank, Frankfurt am Main.

¹ Die hier vertretenen Auffassungen sind die der Autoren. Sie geben nicht zwingend die Ansichten der Europäischen Zentralbank wieder. Wir bedanken uns bei Ad van Riet, Philipp Rother, Ludger Schuknecht und Bernhard Winkler für äußerst hilfreiche Kommentare und Anregungen.

Um die unterschiedlichen Empfehlungen zu einer tieferen institutionellen und finanzpolitischen Integration des Währungsgebiets zu bewerten, ist zunächst eine Klärung der Begrifflichkeiten vonnöten. Den für die Debatte zentralen Begriff der Fiskalunion definiert Otmar Issing als: »ein(en) Staat oder eine Staatenverbindung (...), in der nach demokratischen Regeln einheitlich über Steuern und Abgaben sowie öffentliche Ausgaben entschieden wird« (vgl. Issing 2012). Diese Definition zeigt, dass sich eine Fiskalunion grundsätzlich an zwei Dimensionen ausrichtet: dem gemeinsamen Zugriff auf finanzielle Mittel und der gemeinsamen politischen Einflussnahme auf fiskalisch relevante Entscheidungen.

Was die Gewichtung der beiden Dimensionen angeht, lässt diese Definition allerdings einen weiten Spielraum zu, der sich in den konkreten Lösungsansätzen zur gegenwärtigen Krise widerspiegelt. Beispielsweise lenkt der Vorschlag, Länder im Eurowährungsgebiet könnten gemeinsame Anleihen (»Eurobonds«) begeben, einen starken Fokus auf die Zusammenlegung der Finanzkraft, die sich aus dem Rückgriff auf gemeinsame Steuerbasen zur Deckung möglicher Ausfälle ergeben würde. Vorschläge zur Schaffung einer europäischen Behörde (oder in langfristiger Perspektive eines »Europäischen Finanzministeriums«), die die Wirtschaftspolitik nationaler Regierungen im Interesse aller Mitgliedsstaaten überwachen und unter Umständen mit einem Veto blockieren kann, würde umgekehrt eine starke Koordination der Entscheidungen bewirken, ohne dass eine Zusammenlegung finanzieller Ressourcen zwingend nötig wäre (vgl. Trichet 2011).

Bei der Entscheidung, wie sich zukünftige Reformen hinsichtlich dieser Dimensionen orientieren sollten, bietet die Entstehungsgeschichte der Schuldenkrise wichtige Anhaltspunkte.

Die Einführung der Gemeinschaftswährung ging mit einer ausgeprägten Angleichung der Zinsniveaus einher (vgl. Bernoth, von Hagen und Schuknecht 2004). Trotz heterogener finanzpolitischer Fundamentaldaten in den Mitgliedsländern, resultierte diese Zinskompensation unter anderem aus der impliziten Erwartung der Finanzmärkte, dass im Zweifelsfall finanzstarke für finanzschwächere Länder eintreten würden, obwohl dies durch die im AEU-Vertrag verankerte Nicht-Beistandsklausel verhindert werden sollte. Die unzureichende Differenzierung bewirkte, dass sich Länder eine unsolide Wirtschaftspolitik »leisten konnten«, ohne sich einer höheren Finanzierungslast gegenüberzusetzen (vgl. Gros 2010). Die Aushebelung der Marktanreize zu einer soliden Wirtschaftspolitik sollte zwar durch die im Pakt vorgesehenen Fiskalregeln konterkariert werden. Diese wurden jedoch systematisch untergraben. So waren Regelverstöße an der Tagesordnung, und statt diese nach dem im Pakt vorgesehenen Verfahren zu ahnden, hielten

sich die Minister im ECOFIN-Rat mit der Durchsetzung der Regeln zurück.

In der Folge ergaben sich jene Fehlentwicklungen, die nun überhaupt erst ermöglicht haben, dass sich die Finanz- und Wirtschaftskrise zu einer Krise der Staatsfinanzen ausweiten konnte. Als der vom Finanzsektor ausgehende negative Schock die jeweiligen Volkswirtschaften traf, waren in vielen Ländern keine ausreichenden Puffer vorhanden, um diesen abzufedern (vgl. dazu auch van Riet 2010). Die beschlossenen und meist erst mittelfristig wirksamen Strukturreformen und Sparpakete kamen dann zu spät um die krisenhafte Zuspitzung der Situation zu verhindern.

Der Ursprung der Krise liegt letztlich in einem klassischen »Common-Pool-Problem«. Während alle Mitgliedstaaten von der Finanzstabilität im gemeinsamen Währungsraum profitieren, kann es individuell als rational erscheinen, die jeweils anderen Länder für diese Stabilität sorgen zu lassen, den eigenen Wählern, politisch unpopuläre Reformen und Konsolidierungsanstrengungen zu ersparen und mit Ungleichgewichten verbundene Stabilitätsrisiken letztlich auf die Gemeinschaft abzuwälzen.

Vor diesem Hintergrund ist es allerdings aus Anreizgesichtspunkten überaus fraglich, ob die Antwort auf die Krise auf eine *Ausweitung* des »Common Pool« abzielen sollte. Denn eine stärkere Kollektivierung landesspezifischer Risiken über gemeinsame Anleihen oder institutionalisierte Finanzausgleichsmechanismen, wie sie ebenfalls derzeit diskutiert werden, würde die Anreize zu einer soliden Wirtschaftspolitik weiter schwächen.

Vielmehr geht es darum, gemeinsame europäische Entscheidungsmechanismen zu etablieren, die all jenen Ländern Mitspracherechte an der nationalen Wirtschaftspolitik gewähren, die aufgrund ihrer Teilnahme an der Gemeinschaftswährung von den jeweiligen Entscheidungen direkt betroffen sind. Entscheidend ist dabei insbesondere, dass im Falle von eklatantem finanz- und wirtschaftspolitischen Fehlverhalten effektiv entgegengesteuert werden kann. Dies schränkt zwar – zu einem gewissen Grade – die nationale Budgetsouveränität der Mitgliedsländer ein. Doch nur so können die landesspezifischen wirtschaftspolitischen Entscheidungen mit den makroökonomischen Stabilitätsanforderungen der Währungsunion in Einklang gebracht werden (vgl. dazu auch Schuknecht et al. 2011).

Institutionelle Reaktionen auf europäischer Ebene

Die politische Erkenntnis, dass die Regelungen des Stabilitäts- und Wachstumspakt und dessen Umsetzung in der Vergangenheit unzureichend waren, verfestigte sich zuse-

hends mit der Zuspitzung der Schuldenkrise. Offensichtlich waren die Anreize für eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik – insbesondere nach der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) im Jahre 2005, die eine erhebliche Aufweichung und Politisierung mit sich brachte – maßgeblich geschwächt, so dass EU-Ratspräsident Herman van Rompuy im März 2010 den Auftrag erhielt, Vorschläge für eine Verbesserung der fiskalischen Überwachung in Europa auszuarbeiten.

In diesem Zusammenhang wurde von der Europäischen Kommission ein Bündel an Gesetzesvorlagen – das so genannte »Six-Pack« – vorgelegt, auf das man sich auf europäischer Ebene nach komplizierten Verhandlungen schließlich im Herbst 2011 einigte. Diese Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sieht unter anderem eine stärkere Berücksichtigung der im Maastricht-Vertrag angelegten Obergrenze für die Staatsverschuldung, unter anderem durch die Spezifikation einer Schuldenanpassungsregel, sowie einen stärkeren Fokus auf die Ausgabendynamik in den Mitgliedsländern vor. Zudem wurden Mindestanforderungen für die fiskalischen Regelwerke auf nationalstaatlicher Ebene definiert und eine *Excessive Imbalances Procedure* etabliert, die es in Zukunft erlauben soll, bei drohenden gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten – die sich etwa in der Zahlungsbilanz, den Lohnkosten oder auch der privaten Verschuldung niederschlagen – frühzeitig gegenzusteuern.

Im Prinzip war jedoch bereits zum Zeitpunkt der Einigung auf das Gesetzespaket klar, dass auch dieser Reformansatz nicht den notwendigen »großen Wurf« darstellt, den auch die Europäische Zentralbank immer wieder einforderte (vgl. z.B. Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 16. Februar 2011). Die entscheidenden Schwachstellen des SWP, insbesondere das Problem der laxen Umsetzung der Regeln aufgrund des umfangreichen politischen Ermessensspielraums bei deren Anwendung, wurden nicht in überzeugender Weise angegangen. Zwar wurde der Umsetzungs- und Sanktionsmechanismus verschärft, unter anderem auch durch einen höheren Grad an Automatismus bei bestimmten Verfahrensvorgängen innerhalb der fiskalischen Überwachung. Eine strikte Regelanwendung ist jedoch auch in Zukunft aufgrund von weit reichenden Ausnahmetatbeständen sowie eines erheblichen Entscheidungsspielraums sowohl auf Seiten der Europäischen Kommission als auch des Rates nicht zu erwarten.

Auf dem europäischen Gipfel Ende Oktober 2011 wurden vor dem Hintergrund der sich weiter verschärfenden Verschuldungskrise weitere Beschlüsse mit dem Ziel einer stärkeren haushalts- und wirtschaftlichen Koordinierung gefasst. So wurde unter anderem vereinbart, dass jeder Mitgliedstaat des Eurowährungsgebiets bis Ende 2012 Vorschriften über einen strukturell ausgeglichenen Haushalt – vorzugsweise auf Verfassungsebene – umzusetzen hat. Zudem wurde Ei-

nigkeit über weitere Verbesserungen des haushaltspolitischen Überwachungsinstrumentariums auf europäischer Ebene erzielt. Auch diese Initiative zielte jedoch auf eine Anpassung des existierenden institutionellen Rahmenwerks, das den gegenwärtigen Herausforderungen grundsätzlich nicht gerecht wird.

Daher war es nicht einmal zwei Monate später im Rahmen eines weiteren europäischen Spitzentreffens das erklärte Ziel »inhaltliche Schritte hin zu einer echten ›fiskalpolitischen Stabilitätsunion‹ im Eurowährungsgebiet« zu unternehmen.² Im Vorfeld dieses Treffens hatte die Europäische Zentralbank bereits eine »fundamentale Neuformulierung« der europäischen Fiskalregeln angemahnt.³ Den Kern der entsprechenden Vereinbarung der europäischen Staats- und Regierungschefs vom 9. Dezember 2011 bildet die Unterzeichnung eines internationalen Vertrages über einen neuen Fiskalpakt, der – ähnlich wie die deutsche *Schuldenbremse* – die nationale Verankerung des Prinzips eines strukturell ausgeglichenen Haushaltes auf Verfassungsebene oder vergleichbarer Ebene vorsieht. Laut Vertrag ist eine zügige Anpassung zu einem strukturell ausgeglichenen Haushalt vorzunehmen. Zudem erfordert der Fiskalpakt, dass alle Mitgliedstaaten einen automatischen Korrekturmechanismus etablieren, der die Regierung dazu verpflichtet, Abweichungen von der Regel oder vom Anpassungspfad über einen angemessenen Zeitraum zu korrigieren. Die Überwachung der nationalen Umsetzung der Regel fällt dabei dem Europäischen Gerichtshof zu. Des Weiteren sieht der Vertrag einen stärkeren Automatismus bei der Eröffnung von EU-Verfahren der Verletzung des Maastrichter Defizit- bzw. Verschuldungskriterium vor.

Bewertung und Ausblick

Ob der vereinbarte Fiskalpakt tatsächlich eine fundamentale Weichenstellung in Richtung einer echten europäischen Fiskalunion darstellt, kann zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht abschließend beantwortet werden.

Ohne Frage stellt die primärrechtliche – und später auf Nationalstaatenebene vorzugsweise verfassungsrechtliche – Verankerung des Prinzips eines strukturell ausgeglichenen Haushaltes einen ambitionierten Schritt dar, der auch Durchsetzungsmechanismen auf nationaler Ebene vorsieht. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass hier zunächst nur das so genannte »Close-to-balance«-Prinzip, welches im Sekundärrecht, also dem präventiven Arm des SWP, bereits im Europäischen Recht verankert ist, einen höheren recht-

lichen Status erhält. Eine stärkere finanzpolitische Disziplin wäre wohl nur dann sichergestellt, wenn Ausnahmeregelungen im Vergleich zum existierenden Rahmen enger gefasst wären und der vorgesehene automatische Korrekturmechanismus den politischen Spielraum bei der Umsetzung der Regel tatsächlich maßgeblich einschränkte. Der Vertragsentwurf sieht jedoch eine relativ einfache Aushebelung der Regel im Falle von »schwerwiegenden Rezessionen« vor, wobei eine Mehrheitsentscheidung der Vertragspartner sowie ein entsprechender Tilgungsplan zum Abbau der zusätzlichen Verschuldung nicht vorgesehen sind. In diesem Zusammenhang gilt es zu beachten, dass eine Regel, die auf das *strukturelle Budgetdefizit* abzielt, grundsätzlich zyklische Schwankungen – im Idealfall in symmetrischer Weise über den Konjunkturverlauf – berücksichtigt. Eine Ausnahmeregel im Falle von schweren Konjunkturabschwüngen kann zu einer Erosion der Regel führen, da auf der anderen Seite extreme Aufschwüngen, die in einigen Ländern in der Vergangenheit eine übermäßige Ausdehnung der Staatsausgaben mit sich brachten (vgl. Hauptmeier, Sanchez Fuentes und Schuknecht 2010), nicht entsprechend berücksichtigt werden. Die Folge wären zusätzliche Verschuldungsspielräume unter der Regel.

Was die Ausgestaltung des automatischen Korrekturmechanismus anbelangt, wird die Europäische Kommission konkrete Vorschläge ausarbeiten. Bereits jetzt steht jedoch fest, dass »signifikante Abweichungen« sowohl von der Regel also auch von den noch zu definierenden Anpassungspfaden basierend auf den existierenden Regelungen des SWP definiert werden. Dadurch entsteht wiederum ein umfangreicher, politischer Entscheidungsspielraum bei der Regeldurchsetzung, zumal ein Klagerecht der Vertragspartner bzw. der Europäischen Kommission beim Europäischen Gerichtshof nicht vorgesehen ist.

Während die Einigung auf den neuen Fiskalpakt grundsätzlich zu begrüßen ist, ist abzuwarten, ob dieser in Zukunft tatsächlich den Grad an finanzpolitischer Disziplin sicherstellen kann, der für eine stabile makroökonomische Entwicklung im Euroraum notwendig ist. Dazu bedarf es nun einer effektiven Umsetzung, insbesondere auf der nationalstaatlichen Ebene. Dies ist gerade vor dem Hintergrund der zunehmenden Aushebelung des »natürlichen« finanzpolitischen Disziplinierungsmechanismus über die Finanzmärkte zwingend erforderlich. Denn die vorgezogene Aktivierung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) ist beschlossen und die Stimmen für eine deutliche Aufstockung dessen finanzieller Mittel mehrten sich. Dieser Mechanismus ist zwar sinnvoll und notwendig, um zur Vermeidung systemischer Risiken jene Länder zu unterstützen, die in akute Finanzierungsprobleme geraten. Gleichzeitig wird die ESM-Finanzierung – wenn auch unter der Bedingung der Umsetzung eines fiskalischen und strukturellem Reformprogramms – zwangsläufig zu nicht marktkonformen Konditio-

² Vgl. Erklärung der Staats- und Regierungschefs der Eurozone vom 9. Dezember 2011, online verfügbar unter: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/126678.pdf.

³ Vgl. Anhörung des Präsidenten der Europäischen Zentralbank vor dem Europaparlament vom 1. Dezember 2011, online verfügbar unter: <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111201.en.html>.

nen bereitgestellt. Durch die zumindest teilweise Abkoppelung von den Finanzmärkten besteht somit das Risiko einer Schwächung der Anreize für solide Haushaltsführung und notwendige Strukturreformen. Diesem Risiko muss mit einer Straffung des Regelwerkes entgegengewirkt werden.

Allerdings ist angesichts der fragilen Lage der Staatsfinanzen in einer Mehrzahl der Mitgliedsländer zu erwarten, dass der politische Druck zu kurzfristig angelegten Rettungsmaßnahmen gegenüber dem Bestreben nach einer grundlegenden Überarbeitung der Entscheidungsmechanismen im Eurowährungsgebiet überwiegt. Es gilt jedoch zu verhindern, dass der Trend zu einem verstärkten gemeinsamen Zugriff auf finanzielle Mittel dem Prozess in Richtung einer effektiveren finanzpolitischen Koordinierung enteilt. In diesem Zusammenhang stellt die Einigung auf den Fiskalpakt sicherlich eine wichtige Weichenstellung dar. Auf dem Weg zu einer umfassenden europäischen Stabilitätsunion ist man jedoch noch nicht am Ziel angelangt. Grundsätzlich stellt sich die Frage, inwieweit Eingriffe in die nationale Budgetsouveränität notwendig sein werden, um in den Mitgliedsländern eine finanzpolitische Entwicklung im Einklang mit den vereinbarten Fiskalregeln zu gewährleisten. Zumindest erscheint es vertretbar und sinnvoll, ein übergeordnetes Vetorecht einzuräumen, falls nationale Haushaltspolitik in eklatanter Weise die europäischen Vorgaben verletzt.

Literatur

- Gros, D. (2010), »How to save the Euro«, online verfügbar unter: <http://www.project-syndicate.org/commentary/gros6/English>.
 Hauptmeier, S., J. Sanchez Fuentes und L. Schuknecht (2010), »Towards expenditure rules and fiscal sanity in the euro area«, ECB Working Paper 1266, Frankfurt am Main.
 Issing, O. (2012), »Die Währungsunion auf dem Weg zur Fiskalunion?«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 6. Januar.
 Riet, A. van (2010, Hrsg.), »Euro area fiscal policies and the crisis«, ECB Occasional Paper 109, Frankfurt am Main.
 Schuknecht, L., P. Moutot, P. Rother und J. Stark (2011), »The Stability and Growth Pact – crisis and reform«, ECB Occasional Paper 129, Frankfurt am Main.
 Trichet, J.-C. (2011), »Europa voranbringen – Institutionen stärken«, Rede zur Entgegennahme des internationalen Karlspreises 2011, Aachen.



Max Otte*

Fiskalpakt: Angezogene Handbremse bei Vollgas auf abschüssigem Grat

Im Frühjahr 1998 wurde ich zum Probevortrag für eine Professur an die Boston University geladen. Damals wurde die anstehende Einführung des Euro kontrovers diskutiert. Mein Vortrag hatte den Titel: »The Euro and the Future of the European Union«. Ich argumentierte, dass die geplante Währungsunion erhebliche Konstruktionsfehler aufweisen und den Kern ihres eigenen Zerbrechens in sich tragen würde.

Es ist ein Mythos, dass eine Währungsunion »unumkehrbar« ist, nachdem sie geschaffen wurde. Tatsächlich wurden die meisten Währungsunionen der Vergangenheit früher oder später aufgelöst. Ja, die Europäische Währungsunion basiert auf einem Vertrag. Aber Verträge können gebrochen werden und wurden in der Vergangenheit gebrochen. Warum sollte es der Europäischen Währungsunion anders ergehen, wenn man sich die enormen Belastungen vor Augen führt, denen sie ausgesetzt sein wird. (Otte 1998)

Letztlich riet ich zur Gelassenheit, da die Europäische Idee stärker sei als die dysfunktionalen Strukturen der Europäischen Union und verband mit meiner negativen Langfristprognose für den Euro die Hoffnung, dass es zu ernsthaften demokratischen Reformen der Verfassung und Struktur der Europäischen Union kommen werde: »Wenn und nur wenn diese Fragen angemessen behandelt werden, wird Europa echte Fortschritte machen.«

Mein Vortrag stieß in Amerika auf offene Ohren – ich erhielt einen Ruf an die Boston University. In Deutschland tat man sich schwer, meine Gedanken zu veröffentlichen. Die Chefredakteurin einer politischen Fachzeitschrift sagte mir unumwunden, dass meine Gedanken sehr interes-

* Prof. Dr. Max Otte ist Professor für quantitative und qualitative Unternehmensanalyse und -diagnose an der Karl-Franzens-Universität Graz. Er ist Gründer des Instituts für Vermögensentwicklung und Advisor des PI Global Value Fonds. Von den Lesern des Magazins *Börse Online* wurde er 2009, 2010 und 2011 zum Börsianer des Jahres gewählt.

sant seien, aber nicht in die gegenwärtige Diskussion passten. Schließlich wurde der Vortrag als Occasional Paper vom American Council in New York veröffentlicht und ist dort abrufbar.¹

Seit 2008, verstärkt seit 2010, treten die Verwerfungen in der Eurozone immer deutlicher zutage. Die sogenannte »Euro- und Staatsschuldenkrise« hat die Regierungen der Eurländer nun seit zwei Jahren fest im Griff. Zunächst wurde durch erhebliche Garantien an die Krisenländer, Aufkauf von Staatsanleihen durch die EZB und Finanzierung der Kapitalflüsse in die Südländer über die sogenannten Target2-Salden Zeit gekauft, in denen die Krisenländer Reformanstrengungen unternehmen sollten. Als institutioneller Rahmen sollen nun der Europäische Stabilitätsmechanismus ESM und ein europäischer Fiskalpakt zwischen den 17 Eurländern die aktuelle Krise meistern und das Entstehen weiterer Krisen verhindern helfen.

Es ist die Auffassung des Verfassers, dass weder ein Europäischer Währungsfonds (Stabilitätsmechanismus) noch ein Fiskalpakt bzw. eine Fiskalunion den Euro in seiner jetzigen Form retten kann. Die Beschlüsse der Euro-Gipfel vom Dezember 2011 und Januar 2012 schieben den Zeitpunkt für eine Reform des Eurosystems nur weiter hinaus.

Die Währungsunion: ein Rückblick

Als Hauptgründe für die Währungsunion werden 1. Prestige und Macht: der Euro als Weltreservewährung, 2. ökonomische Konvergenz: erzwungene Disziplin in Haushalts- und Geldpolitik, 3. Integrationsgewinne, zum Beispiel durch die Sicherung und Stärkung deutscher Exporte und 4. politische Integration aufgeführt.

Im Paper wurde darauf verwiesen, dass die Europäische Währungsunion kein optimaler Währungsraum nach Robert Mundell (1961) sei und in absehbarer Zeit nicht werden würde. Insbesondere sei die Mobilität des Faktors Arbeit nicht gegeben (vgl. Otte 1998, 16). Auch haben die einzelnen Länder der Eurozone völlig unterschiedliche Ökonomien, die auf ökonomische Schocks völlig unterschiedlich reagieren. Zudem würden die automatischen Stabilisatoren, welche in einem normalen Staatsgefüge über die öffentlichen Finanzen gegeben sind, bei dem geringen Volumen des EU-Zentralhaushalts von 1,3% des BIP der Staaten nicht wirken (vgl. Otte 1998, 16–18).

Damit war auch vor der Einführung des Euro absehbar, dass endogene Nachfrageveränderungen sich nicht schnell durch

Tab. 1
Kosten-Nutzen-Bilanz des Euro

Nutzen		Kosten	
Einheitliche Rechnungslegung für internationale Konzerne	+++	Politische Einigung Europas	---
Euro als Weltreservewährung	+++	Demokratie	--
Innereuropäischer Handel	+/-	Verstärkung innereuropäischer Verwerfungen und ökonomischer Ungleichgewichte	---
		Zinskonvergenz	--

Quelle: Zusammenstellung des Autors.

Marktkräfte korrigieren. Kapital würde in Boomregionen fließen und so den jeweiligen Boom künstlich verlängern (vgl. Otte 1998, 11–15). Das würde zu **langen Perioden sehr unterschiedlicher Wirtschaftsentwicklung in der EU** führen (vgl. Otte 1998, 14). Rückblickend ist genau dies in Spanien, Portugal und Irland passiert. Die Immobilienblase in Spanien und Portugal und die Investmentblase in Irland wurden durch die massiven Erleichterungen für Kapitalflüsse innerhalb der EU erst ermöglicht (vgl. *ifo Schnelldienst* 2011). Und Griechenland konnte sich nur durch das Vertrauen auf die Einheitswährung und die Ratings für Staatsanleihen so hoch verschulden. Der Euro hat innereuropäische Divergenzen in der Wirtschaftsentwicklung verstärkt und nicht gedämpft.

Der Euro hat seine Rolle als **Weltreservewährung** tatsächlich deutlich ausgebaut. Im Jahrzehnt nach seiner Einführung stiegen die in Euro gehaltenen Reserven durchschnittlich jedes Jahr um einen Prozentpunkt von anfänglich 17 auf nun 27%. Das ist ein Anstieg um fast 60%. Führt man sich vor Augen, dass die Vereinigten Staaten eine hoch expansive Geld- und Haushaltspolitik mit einem Haushaltsdefizit von 10,8% des BIP im Jahre 2011 betrieben (EU: 4,6%, Japan: 10,2%), dann ist verständlich, dass Länder wie Russland und China gerne die europäische Alternative annehmen. Allerdings kann dies nicht im Interesse der USA sein, die den Reservestatus des Dollar auch benötigen, um ihre Außenhandelsdefizite zu finanzieren. Unter diesem Gesichtspunkt bekommt auch die negative Wertung der Länder Kontinentaleuropas durch die U.S.-Ratingagenturen eine andere Dimension.

Die **Integrationsgewinne** aus der Einführung des Euro sind zumindest für Deutschland, wie Hans-Olaf Henkel betont, nicht zu erkennen. Der prozentuale Anteil der Exporte der Bundesrepublik in die Länder des Euroraums war vor der Einführung des Euro leicht höher als 2011. Zunächst erzwang die Hoffnung auf einen Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion tatsächlich Konvergenz in der Haushaltspolitik und den Zinssätzen. Das ifo Institut hat die Zinskonvergenz in Europa bis zur Einführung des Euro und die seit 2007 wieder langsam, ab 2010 massiv ansteigende Zinsdivergenz an-

¹ <http://www.acgusa.org/>.

schaulich dargestellt (vgl. Berg, Carstensen und Sinn 2011). Mittlerweile haben die Zinsspreads wieder dasselbe, zum Teil sehr hohe Maß wie vor der Einführung des Euro.

Jetziges Vertragswerk

Im jetzt vorliegenden Vertragswerk soll die Einheitswährung durch eine einheitliche Fiskalpolitik und einen europäischen Währungsfonds, den ESM, flankiert werden. Das löst letztlich in keinerlei Weise die Konstruktionsfehler der Währungsunion.

1998 schrieb dieser Autor: »Langfristig wird die Notwendigkeit, die Geld- und Fiskalpolitik zu koordinieren, für einen so divergenten Wirtschaftsraum wie die Europäische Union nicht angemessen sein. Voll synchronisierte Fiskal- und Geldpolitiken können nur funktionieren, wenn die Nationen meistens denselben Schocks ausgesetzt sind und wenn ihre Ökonomien darauf ähnlich reagieren.« (Otte 1998, 14).

Das kann aber alleine aufgrund der unterschiedlichen Wirtschafts- und Sozialpolitiken sowie der Haushaltsstrukturen der Länder nicht der Fall sein: während bis zu 50% der Wirtschaftsleistung der einzelnen Nationen durch die entsprechenden Haushalte laufen, hat der EU-Zentralhaushalt nur einem Umfang von gut einem Prozent der Wirtschaftsleistung der entsprechenden Länder. Abgesehen von unterschiedlichen Spar-, Konsum- und Investitionsneigungen, verursacht durch unterschiedliche »Betriebssysteme« der einzelnen Euroländern würde schon die unterschiedliche Struktur der nationalen Haushalte dazu führen, dass die einzelnen Länder unterschiedlich auf Störungen im wirtschaftlichen Gleichgewicht reagieren.

Die Europäische Währungsunion ist im Kern ein System fester Wechselkurse, bei dem dem schwächsten Land tendenziell die Rolle des Reservelandes zukommt, da es sich über die EZB (Target2-Salden, Quantitative Easing) nahezu unbegrenzt refinanzieren kann (vgl. Kohler 2011). Das schwächste Land – als dasjenige mit der tendenziell weichsten Geld- oder Fiskalpolitik – bestimmt also tendenziell auch die Politik der Union. Die Eurozone war von Anfang an mit einem Public-Goods-Problem belastet: trotz Art. 125 AEU-Vertrag (No-Bailout-Klausel) konnten die ökonomisch schwachen Staaten davon ausgehen, dass die andern EU-Länder letztlich die Währung und ihre Anleihen stützen würden (vgl. Otte 1998, 18).

Nun wurden durch den ESM und den Fiskalpakt nachträgliche Korrekturen eingebaut. Mit dem ESM soll ein europäischer Währungsfonds entstehen, der nach dem Modell des IWF Unterstützungskredite an Eurostaaten geben kann, Anleihen dieser Staaten auf dem Primär- und Sekundärmarkt

kaufen und Mittel zur Stützung von Finanzinstitutionen dieser Länder bereitstellen kann. Zur Erlangung dieser Mittel sollen sich – wie bei IWF – die entsprechenden Länder einer entsprechenden Konditionalität unterwerfen.

In allen neuen Anleihen der Euroländer sollten »Collective Action Clauses« eingebaut werden, um in außerordentlichen Fällen eine »angemessene« Beteiligung des privaten Sektors zu erreichen (vgl. Treaty Establishing the European Stability Mechanism, Entwurf vom 23. Januar 2012, Präambel, 10).

Für sich genommen ist die Konstruktion des ESM durchaus stimmig. Temporäre Zahlungsbilanzhilfen im Rahmen struktureller Anpassungsprogramme, sowie der Aufkauf von Staatsanleihen oder die Unterstützung von Finanzinstitutionen können sinnvoll sein. Im Rahmen der Gesamtkonstellation der Europäischen Währungsunion ergeben sich aber massive Probleme: durch die institutionelle Gestaltung der EZB, insbesondere der Target2-Salden, befinden sich die schwachen Länder weiterhin in der Rolle des Reservelandes.

Dagegen soll nun der Fiskalpakt Abhilfe schaffen, der unter anderem folgende Punkte enthält:

- Das jährliche strukturelle Defizit der EU-Länder darf nicht höher als 0,5% des nominalen BIP sein.
- In den nationalen Verfassungen müssen zwingend Schuldengrenzen und Korrekturmechanismen verankert werden.
- Der Europäische Gerichtshof überprüft die Umsetzung dieser Regel auf nationaler Ebene.
- Die Mitgliedstaaten verpflichten sich, ihre Ausgaben und Schulden bis den vorgesehenen Grenzen zu verringern. Sie erstatten der EU-Kommission und dem Europäischen Rat Bericht und melden die geplante Aufnahme neuer Schulden (vgl. European Council 2011).

Der Fiskalpakt trägt wieder sehr deutlich die Handschrift der Finanzlobby, denn die Anpassungslasten sollen vor allem den Bürgerinnen und Bürgern der Euroländer aufgebürdet werden, während die Finanzinstitutionen (»private Gläubiger«) nur in außerordentlichen Fällen beteiligt werden sollen.

Die Schuldenbremsen sind letztlich ein Ersatz souveräner Wirtschaftspolitik der Einzelstaaten oder auch Europas zu Gunsten von Automatismen, also eine Abdankung der Politik. In der jetzigen Situation der Weltwirtschaft birgt das Gesamtkonstrukt zudem hohe deflationäre Gefahren. Wenn alle Staaten gezwungen sind, zu sparen, und Deutschland seine jetzige Eurodividende in Form sehr niedriger Zinsen² nicht für sehr expansive Maßnahmen nutzt, ist es nicht

² Es ist schwer zu glauben, dass die Bundesrepublik ein so guter Schuldner ist, dass 2011–2012 die Zinsen auf zehnjährige Staatsanleihen zum Teil unter 2% sanken.

ausgeschlossen, dass sich die Euroländer gemeinsam in die Depression sparen, während die USA, Japan und England weiter sehr expansive Geld- und Fiskalpolitiken betreiben.

Aber auch eine einseitige Sparorgie ohne Schuldenschnitte löst nicht die Zahlungsbilanzkrise der Eurozone. Durch die mittlerweile wieder sehr hohen Zinsspreads zwischen einzelnen Euroländern bleiben die Voraussetzungen für die Wirtschaftsentwicklung in den Ländern nach wie vor sehr unterschiedlich.

Die Hoffnung, dass sich durch Konsolidierung der Haushalte die Zahlungsbilanzungleichgewichte korrigieren lassen, steht auf schwachen Beinen. Griechenland hat massive Sparanstrengungen unternommen und von 2009 auf 2010 sein Haushaltsdefizit um 5 Prozentpunkte, also ein Drittel, gesenkt. Dies verstärkte allerdings die Rezession im Land, so dass selbst die tendenziell optimistische OECD von vier Jahren einer Schrumpfung des BIP ausgeht (2009–2012) und für 2013 einen Schuldenstand von 180% des BIP, deutlich über dem Stand von 2011, prognostiziert (vgl. OECD 2011, 134).

Zudem wird die Kapitalausstattung des ESM mit 700 Mrd. Euro kaum ausreichen, um den Finanzierungsbedarf der EU-Länder zu decken. Alleine Italien und Spanien haben in den Jahren 2012 und 2013 ca. 700 Mrd. Euro an Anleihen zu refinanzieren (vgl. *Spiegel* 2012).

Während also der ESM-Vertrag für sich genommen durchaus Sinn hat, wird er durch die institutionelle Gestaltung der EZB konterkariert. Mittlerweile liegen die Forderungen der Bundesrepublik gegenüber der EZB (Target2-Salden) bei knapp 500 Mrd. Dollar (vgl. Mayer 2011). Damit existieren ausgewogene Regelungen (ESM-Vertrag), restriktive (Fiskalpakt) und expansive (EZB) Regelungen ungeordnet nebeneinander.

Das Vertragswerk konnte letztlich die unterschiedlichen Positionen Deutschlands und Frankreichs nicht angemessen zusammenführen. Deutschland stand für geld- und fiskalpolitische Disziplin und ein geordnetes Insolvenzverfahren für Staaten, Frankreich für Eurobonds bzw. eine expansive Geld- und Fiskalpolitik. In seiner jetzigen Widersprüchlichkeit kann das Vertragswerk in die ein oder andere Richtung kippen.

Die Folge der jetzigen Gemengelage dürfte ein verschärfter Sparkurs in der Europäischen Union bei gleichzeitig expansiver Politik der EZB sein. Da der Sparkurs die Zahlungsbilanzungleichgewichte nicht beseitigen kann und das Volumen des ESM nicht ausreicht, wird die EZB über Target2-Kredite oder den Aufkauf von Staatsanleihen einspringen, bevor ein Land zahlungsunfähig wird.

Alternativen

In meinem Vortrag aus dem Jahr 1998 sah ich die kommende Krise des Euro als Chance für eine demokratische und föderale Reform der Eurozone. Das Gegenteil ist bisher der Fall gewesen: die Regelungen sind noch komplexer und undemokratischer geworden. Immerhin hat das deutsche Verfassungsgericht bei Hilfsmaßnahmen einen Bundestagsvorbehalt angemahnt. Wahrscheinlich sind die Probleme in Europa noch nicht groß genug, um eine demokratische und föderale Reform der Eurozone zu ermöglichen.

Letztlich kann nur eine homogenere Eurozone, ein »Kern-Euro«, erfolgreich sein. Über eine Fiskalunion – die ja durch den Fiskalpakt noch lange nicht erreicht ist – können die großen Unterschiede der Volkswirtschaften der Eurozone nicht nivelliert werden. Der von Hans-Olaf Henkel vorgeschlagene »Nordeuro« ist ökonomisch und juristisch vorstellbar, allerdings politisch unrealistisch (vgl. Henkel 2011). Wenn die deutsch-französische Achse dauerhaft auseinanderdividiert wird, wie es in diesem Fall passieren würde, dann wäre das Projekt der politischen Einigung Europas ernsthaft gefährdet (vgl. Otte 2011, 104). Der Kern-Euro könnte Deutschland, BeNeLux, Österreich, Frankreich, Italien, Finnland und Slowenien bilden. Griechenland muss nach Ansicht des Verfassers zwingend, Spanien, Portugal und Irland sollten aus unterschiedlichen Gründen aus der Eurozone ausscheiden (vgl. Sinn 2010, 56).

Der ESM birgt durchaus den Kern einer weiteren währungs-politischen Integration in sich, wenn es gelänge, den Vertrag über die Europäische Zentralbank zu ändern:

1. Der Ankauf von Staatsanleihen (Quantitative Easing) müsste der EZB strikt untersagt sein.
2. Kein Land dürfte gezwungen sein, Target2-Forderungen von z.B. mehr als 10 bis 15% seines BIP einzugehen.
3. Im Gegenzug könnte der ESM auf 1 Bill. Euro aufgestockt werden. Er sollte auch Unterstützungskredite an Länder gewähren dürfen, die zu ihrer nationalen Währung zurückkehren müssen.
4. Gleichzeitig müsste der ESM ein geordnetes Zug-um-Zu-Insolvenzverfahren für Staaten enthalten – Unterstützungskredite in Höhe von x würden dann automatisch Schuldenschnitte in Höhe von y nach sich ziehen.

Bei einer solchen Gestaltung des Vertragswerkes könnte der Fiskalpakt, der letztlich nur für politisches Gezerre zwischen den Euroländern sorgt, ersatzlos entfallen.

In der jetzigen Form konterkariert ein optisch strenges Spardiktat in der Fiskalunion nur, dass es etliche Hintertüren gibt, die expansive Geld- und Fiskalpolitik fortzuführen. Die Währungsunion fährt also gleichzeitig mit Gas und angezoge-

ner Handbremse. Das muss zu einer Verschärfung der Probleme führen. Offensichtlich ist der Schmerz noch nicht groß genug gewesen, die Regierungen zu einer wirklich sinnvollen Reform der Eurozone zu veranlassen.

Literatur

- Berg, T.O., K. Carstensen und H.-W. Sinn (2011), »Was kosten Eurobonds?«, *ifo Schnelldienst* 64(17), 25–33.
- European Council (2011), Pressemitteilung vom 9. Dezember, aufgerufen am 9. Dezember 2011, online verfügbar unter: <http://consilium.europa.eu/press/press-releases/latest-press-releases/newsroomrelated?bid=76&grp=20199&lang=en&cmsId=339>.
- Henkel, H.-O. (2011), »Nordeuro statt Transferunion«, *Handelsblatt Online*, 7. November, aufgerufen am 3. Februar 2012.
- ifo Institut (2011), »Die europäische Zahlungsbilanzkrise«, *ifo Schnelldienst* 64(16).
- Kohler, W. (2011), »Zahlungsbilanzkrisen im Eurosystem: Griechenland in der Rolle des Reservewährungslandes«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 12–19.
- Mayer, T. (2011), »Die verborgene Zahlungsbilanzkrise der Eurozone, Beiträge zur europäischen Integration«, *EU-Monitor* 88, Deutsche Bank Research, 8. November.
- Mundell, R. (1961), »A Theory of Optimum Currency Areas«, *The American Economic Review* 51(4), 657–665.
- OECD (2011), *OECD Economic Outlook*, Paris.
- Otte, M. (1998), »The Euro and the Future of the European Union«, American Council on Germany, Occasional Paper No. 5, 20.
- Otte, M. (2011), »Frankreich und Deutschland müssen sich zusammenraufen«, *Focus* (30), 104.
- Sinn, H.-W. (2010), »Irland kann sich selbst helfen. Hans-Werner Sinn über die Europa-Politik von Bundeskanzlerin Angela Merkel«, *Handelsblatt*, 29. November, 56.
- Spiegel (2012), »Refinanzierungsbedarf der Krisenstaaten«, aufgerufen am 2. Februar 2012, online verfügbar unter: <http://www.spiegel.de/fotostrecke/fotostrecke-57391-9.html>.