

Clemens Fuest

Wie weit ist die Verschuldungskrise in der Europäischen Währungsunion überwunden?

Seit dem Ausbruch der Verschuldungskrise im Euroraum haben Interventionen zur kurzfristigen finanziellen Stabilisierung von Staaten und Banken die Schlagzeilen beherrscht und die Politik intensiv beschäftigt. Mittlerweile hat sich die Lage an den Finanzmärkten beruhigt. Damit treten zwei Fragen in den Vordergrund. Geht mit der Verbesserung der Lage an den Kapitalmärkten auch eine realwirtschaftliche Erholung einher? Und wie soll die langfristige institutionelle Architektur der Europäischen Währungsunion aussehen? Wie im Folgenden gezeigt wird, gibt es Fortschritte in Richtung einer wirtschaftlichen Erholung der Peripheriestaaten, aber der Prozess der Anpassungen ist noch nicht beendet. Offen ist auch die Frage, wie die institutionelle Architektur der Währungsunion konzipiert sein soll. Insbesondere der künftige Umgang mit staatlichen Insolvenzen und die Rolle der Banken bei der Finanzierung der Staatsverschuldung sollten dringend geklärt werden.

Die Ausgangslage

Wie weit ist Europa bei den Bemühungen vorangekommen, die Verschuldungskrise im Euroraum zu überwinden? Die Antwort auf diese Frage ist umstritten. Die Investoren an den Kapitalmärkten sind derzeit wieder bereit, den Krisenstaaten im Euroraum Geld zu leihen. Irland und Spanien sind nach Jahren unter dem Rettungsschirm wieder an die Kapitalmärkte zurückgekehrt, in Portugal soll das Hilfsprogramm ebenfalls enden. Selbst die griechische Regierung kündigt trotz der hohen Staatsverschuldung des Landes an, dass sie künftig von Hilfen aus der Rettungsschirmpolitik unabhängig werden und sich wieder bei privaten Kapitalgebern refinanzieren will. Die Renditen auf spanische und italienische Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit sind unter 4% gesunken. Diese Entwicklung ist ermutigend, allerdings ist klar, dass sie zu einem erheblichen Anteil auf das OMT-Programm der Europäischen Zentralbank zurückzuführen ist. Das Programm signalisiert den Investoren, dass die Steuerzahler in der Eurozone zumindest partiell für Staatsschulden einzelner Mitgliedstaaten haften werden, wenn es erforderlich wird. Es ist nicht überraschend, dass die Kapitalmärkte auf diese implizite Garantie reagiert haben.

Die realwirtschaftliche Lage der Eurozone ist weniger positiv. Nach einer langen Rezession, in deren Verlauf die Arbeitslosigkeit einen Rekordstand erreicht hat, gibt es zarte Anzeichen einer wirtschaftlichen Stabilisierung. Eine durchgreifende Erholung, die den Arbeitslosen in Südeuropa

Hoffnung geben könnte, vor allem den vielen betroffenen Jugendlichen, ist aber nicht in Sicht. Der IWF beispielsweise prognostiziert, dass die Arbeitslosigkeit zwar nicht weiter ansteigen, in den meisten der Krisenstaaten aber auf sehr hohem Niveau verharren wird (vgl. Abbildung 1).¹

Eine wichtige Voraussetzung für die Überwindung der Krise besteht darin, das Anwachsen der privaten und öffentlichen Verschuldung in den Peripheriestaaten zum Stillstand zu bringen. Hier hat sich einiges bewegt. Zum einen sind die Leistungsbilanzdefizite der Peripheriestaa-ten deutlich zurückgegangen (vgl. Abbildung 2). Das ist zu einem erheblichen Teil auf sinkende Importe zurückzuführen. Dieser Importrückgang ist eine direkte Folge der Rezession in diesen Staaten und des damit verbundenen Konsumrückgangs.² Wachsende Exporte haben jedoch ebenfalls zum Abbau der Leistungsbilanzdefizite beigetragen, vor allem in Irland und Spanien.³ Zum anderen haben die Krisenstaaten ihre Haushaltsdefizite deutlich reduziert. Die Primärdefizite sind in einigen Krisenstaaten fast auf null gesunken, Italien weist sogar bereits seit dem Jahr 2010 einen Primärüberschuss auf (vgl. Abbildung 3).

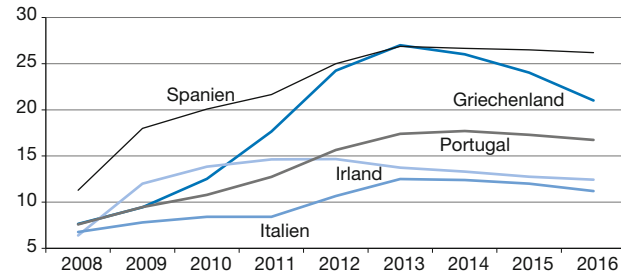
Die Gesamtdéfizite, also die Primärsalden abzüglich der Zinszahlungen, sind jedoch nach wie vor so weit im negativen Bereich, dass die Verschuldungsquoten weiter ansteigen. Eine Rückkehr zu nachhaltigen Staatsfinanzen erfordert aber eine Stabilisierung dieser Schuldenquoten. Um für künftige

- 1 Für Griechenland ist die aktuelle Wachstumsprognose des IWF erstaunlich optimistisch, entsprechend sinkt in der Prognose die Arbeitslosenquote spürbar. Diese Prognose ist vor dem Hintergrund des Hilfsprogramms für Griechenland zu betrachten. Der IWF kann sich am Griechenlandprogramm nur beteiligen, wenn dem Land zu bescheinigen ist, dass es seine Schuldenquote unter Kontrolle bringen kann, was ein entsprechend hohes Wachstum erfordert.
- 2 In Griechenland beispielsweise liegen die Importe heute bei weniger als 60% des Niveaus von 2007.
- 3 In Spanien liegen die Exporte an Gütern und Dienstleistungen 2013 um 15% höher als 2007. Unter den Peripheriestaaten haben lediglich Griechenland und Italien bei den Exporten das Vorkrisenniveau des Jahres 2007 noch nicht wieder erreicht.

Prof. Dr. Clemens Fuest ist Präsident des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Mannheim.

Abbildung 1
Arbeitslosenquoten

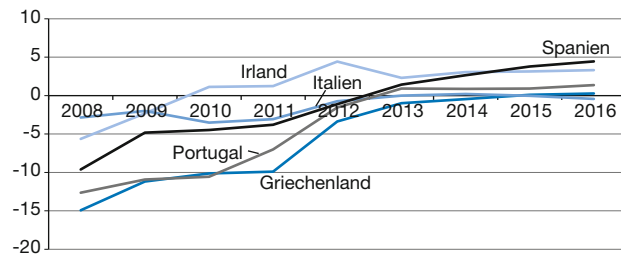
in %, Prognose ab 2013



Quelle: IMF: World Economic Outlook, Oktober 2013.

Abbildung 2
Leistungsbilanzsalden

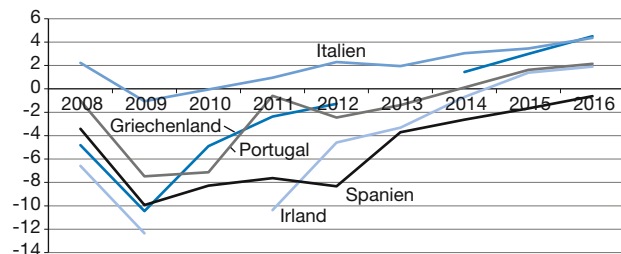
in % des BIP, Prognose ab 2013



Quelle: IMF: World Economic Outlook, Oktober 2013.

Abbildung 3
Primärsalden

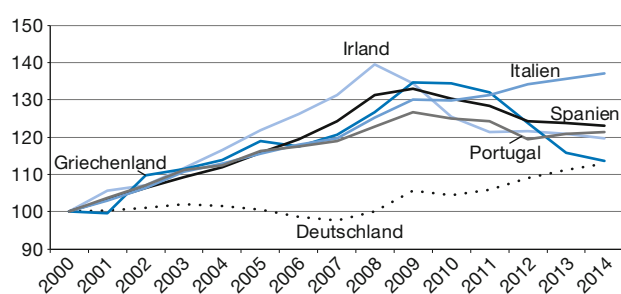
in % des BIP, Prognose ab 2013



Quelle: IMF: World Economic Outlook, Oktober 2013.

Abbildung 4
Lohnstückkosten

Index 2000 = 100, Prognose ab 2013



Quelle: Eurostat.

Krisen gewappnet zu sein, ist es sogar dringend erforderlich, diese Quoten zu senken. Eine weitere wichtige Bedingung für die Überwindung der Krise ist eine Sanierung des Bankensektors. Hierbei sind die Staaten der Eurozone deutlich zögerlicher vorgegangen als die USA oder Großbritannien. Das erschwert eine wirtschaftliche Erholung. Schwach kapitalisierte Banken, die an den Finanzmärkten kein Vertrauen genießen, können die Wirtschaft nicht angemessen mit Krediten versorgen. Umgekehrt werden die Banken durch die schlechte Wirtschaftsentwicklung weiter geschwächt.

Von zentraler Bedeutung für die wirtschaftliche Erholung in Europa ist schließlich die Anpassung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in den Peripheriestaaten. Der schuldenfinanzierte Boom der ersten Jahre der Währungsunion hat dazu geführt, dass Lohnstückkosten und Güterpreise die Arbeitskosten in diesen Ländern weit schneller ansteigen ließen als im Kern der Währungsunion, besonders in Deutschland. Seit dem Beginn der Krise ist diese Entwicklung zum Stillstand gekommen und hat sich teilweise gedreht. Besonders deutlich ist dies in Irland. Dort sind Indikatoren für preisliche Wettbewerbsfähigkeit wie etwa die Lohnstückkosten, reale effektive Wechselkurse oder der BIP-Deflator deutlich gesunken. In den südeuropäischen Krisenstaaten sind die Preisanpassungen bislang weniger deutlich ausgefallen. Zwar sind die Lohnstückkosten in Griechenland, Portugal und Spanien deutlich gesunken. Das ist aber in erster Linie auf Entlassungen zurückzuführen, weniger auf die Senkung von Lohnkosten. Kaum Bewegung gibt es bei den Lohnstückkosten in Italien (vgl. Abbildung 4). Insgesamt ist die wirtschaftliche Lage der Peripheriestaaten in der Eurozone also weiter fragil. Das gilt für die südeuropäischen Krisenstaaten mehr als für Irland. Ob es gelingt, die Wirtschaft in Südeuropa zu stabilisieren und den negativen Arbeitsmarkttrend zu brechen, wie aktuelle Prognosen behaupten, wird das kommende Jahr zeigen.

Langfristige institutionelle Architektur der EWU

Europa steht nicht nur vor der Herausforderung, die akute Krise im Euroraum zu meistern. Es gilt, die institutionelle Architektur der Währungsunion so zu reformieren, dass sie langfristig wirtschaftliche Stabilität verspricht und auch in der nächsten Wirtschaftskrise, die zweifellos kommen wird, standhält. Eine zentrale Rolle spielen dabei Regeln für Haftung und Kontrolle im Bereich der Fiskalpolitik und im Finanzsektor, vor allem bei den Banken.⁴

4 Ein anderer Aspekt der institutionellen Architektur, der hier nicht ausgeführt wird, betrifft die Frage, wie die Währungsunion künftig mit asymmetrischen Schocks umgehen will, die einzelne Länder treffen, siehe hierzu O. Bargain, M. Dolls, C. Fuest, D. Neumann, A. Peichl, N. Pestel, S. Sieglöck: Fiscal Union in Europe? Redistributing and Stabilising Effects of a European Tax Benefit System and Fiscal Equalisation Mechanism, in: Economic Policy, 28. Jg. (2013), Nr. 75, S. 375-422.

Im Verlauf der Verschuldungskrise ist immer wieder gefordert worden, die Unruhe an den Kapitalmärkten dadurch zu beseitigen, dass die Mitgliedstaaten eine gemeinsame Haftung für Staatsschulden vereinbaren – eine Forderung, die oft unter dem Schlagwort „Eurobonds“ geführt wird. Kritiker dieser Forderung haben immer wieder darauf hingewiesen, dass ein institutionelles Arrangement, das die Haftung für Staatsschulden von der nationalen auf die europäische Ebene verlagert, die Kontrolle über die Emission von Staatsschulden aber auf der nationalen Ebene belässt, instabil ist. Haftung und Kontrolle wären getrennt. Jeder einzelne Mitgliedstaat hätte starke Anreize, seine Verschuldung auszudehnen, weil die Kosten auf andere überwältigt werden.

Bei der Ansiedlung fiskalpolitischer Haftung und Kontrolle kann es zwei stabile institutionelle Arrangements geben.⁵ Zum einen wäre eine gemeinschaftliche Haftung möglich, wenn auch auf europäischer Ebene über die Verschuldungspolitik entschieden wird, nationale Parlamente das Recht zur Bestimmung der Staatsverschuldung also abtreten. Zum anderen ist es denkbar, das Recht zur Bestimmung der Staatsverschuldung bei den Mitgliedstaaten zu belassen, aber dann kann es keine gemeinsame Haftung für Staatsschulden geben. Im Fall einer Überschuldung einzelner Mitgliedstaaten müssen die Gläubiger haften.

Zentrale Kontrolle und Haftung in der Fiskalpolitik

Prinzipiell wäre es denkbar, die Kontrolle über die nationalen Verschuldungspolitiken in der Eurozone auf die europäische Ebene zu verlagern und das mit einer gemeinsamen Haftung für Staatsschulden zu verbinden. Eine solche Verlagerung des Budgetrechtes würde jedoch eine funktionierende demokratische Kontrolle der nun auf europäischer Ebene bestimmten Fiskalpolitik erfordern. Außerdem müssten die Bevölkerungen der Mitgliedstaaten bereit sein, fiskalpolitische Entscheidungen künftig gemeinsam zu fällen. In einer Demokratie bedeutet das, es hinzunehmen, überstimmt zu werden.

Ob eine wirksame zentrale Kontrolle der Fiskalpolitik in der Europäischen Währungsunion erreichbar ist, ohne dass die Mitgliedstaaten in einem europäischen Staatsgebilde aufgehen, wird derzeit kontrovers diskutiert. Verbreitet ist die Vorstellung, den nationalen Parlamenten ihr Budgetrecht unter der Bedingung zu lassen, dass sie fiskalpolitische Regeln einhalten. Wenn Länder Verschuldungsgrenzen verletzen, würde ihre fiskalpolitische Autonomie eingeschränkt. Aber dann würde sich die Frage stellen, wer die fiskalpolitischen Entscheidungen in sol-

chen Fällen übernimmt und wie die demokratische Kontrolle und administrative Umsetzung dieser Entscheidungen gesichert werden kann. Derzeit ist in den Mitgliedstaaten der Eurozone wenig Bereitschaft zu erkennen, so weitreichende Schritte zu vertiefter Integration zu gehen.

Dezentrale Kontrolle und Haftung in der Fiskalpolitik

Das institutionelle Arrangement mit dezentraler Kontrolle und dezentraler Haftung war die Konstruktion, die bei der Gründung der Währungsunion beabsichtigt war. Das kam in der No-Bailout-Klausel des Vertrags von Maastricht zum Ausdruck. Bei der Gründung der Währungsunion wurde durchaus berücksichtigt, dass finanzielle Schwierigkeiten einzelner Mitgliedstaaten die gesamte Währungsunion belasten würden. Daher wurden Regeln für die Begrenzung der Staatsverschuldung vereinbart. Diese Regeln wurden jedoch nicht eingehalten, so dass die No-Bailout-Klausel in der Verschuldungskrise tatsächlich auf die Probe gestellt wurde. Dabei hat sich gezeigt, dass die Politik davor zurückgeschreckt ist, im Fall überschuldeter Staaten tatsächlich eine Restrukturierung der Staatsschulden auf Kosten der Gläubiger zuzulassen. Im Fall Griechenlands ist es dazu gekommen, aber erst nach langem Zögern. Der wichtigste Grund dafür, auf eine Restrukturierung der Staatsschulden zu verzichten oder sie hinauszuzögern, lag in der Sorge, dass diese zu einer Bankenkrise führen könnte, die eine allgemeine Wirtschaftskrise auslöst. Da die Banken Staatsanleihen ohne jede Eigenkapitalunterlegung halten konnten, waren viele Banken massiv in Staatsanleihen engagiert. Die Sorge um einen Zusammenbruch des Bankensystems infolge staatlicher Insolvenzen war also durchaus berechtigt.⁶

Eine wichtige Lehre aus dem Verlauf der Verschuldungskrise in der Eurozone besteht darin, dass es nicht ausreicht, eine No-Bailout-Klausel vertraglich zu vereinbaren. Es muss möglich sein, sie anzuwenden, ohne dass dadurch gesamtwirtschaftlich so hohe Kosten entstehen, dass man lieber auf die Anwendung der Klausel verzichtet. Vor allem darf die Haftung der Gläubiger im Rahmen der Restrukturierung nicht die Stabilität des Finanzsystems bedrohen. Um das zu erreichen, ist eine tiefgreifende Reform des Finanzsystems erforderlich.⁷ Dazu gehört es, die Ausstattung der Banken mit haftendem Kapital zu erhöhen und sie zu verpflichten, Investitionen in Staatsanleihen mit hinreichend Eigenkapital zu unterlegen. Außerdem ist es ratsam, für die Restrukturierung von Staatsschulden im Euroraum

⁵ Siehe hierzu Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Fiskalpolitische Institutionen in der Eurozone, Berlin 2012.

⁶ Prinzipiell ließe sich dem begegnen, indem Banken statt Staaten finanziell gestützt würden. Das Konzept der Europäischen Bankenunion könnte es künftig erleichtern, diesen Ansatz zu wählen.

⁷ Vgl. Wissenschaftlicher Beirat des Bundesministeriums der Finanzen: Ohne Finanzmarktreform keine Lösung der Europäischen Verschuldungskrise, Brief an Minister Dr. Wolfgang Schäuble, Berlin 2010.

Verfahrensregeln zu vereinbaren, um die mit einer solchen Restrukturierung verbundene Unsicherheit zu begrenzen.

Richtung der aktuellen Reformen

Die aktuellen Reformen der fiskalpolitischen Institutionen und des Finanzsektors in der Eurozone weisen Elemente sowohl zentraler als auch dezentraler Haftung und Kontrolle auf. Durch den Fiskalpakt und das „Europäische Semester“ ist die wirtschafts- und finanzpolitische Koordination in Europa erheblich ausgeweitet worden. Zu einer expliziten Solidarhaftung für Staatsschulden ist es nicht gekommen, aber das OMT-Programm der Europäischen Zentralbank kommt dem nahe. All dies sind Elemente eines institutionellen Arrangements mit zentraler Haftung und Kontrolle.

Eindeutig an dezentraler Haftung orientiert ist die Verpflichtung zur Aufnahme von Collective Action Clauses in Staatsanleihen ab einem Jahr Laufzeit. Nicht ganz klar einzuordnen ist die Schaffung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Eine Institution, die einzelnen Mitgliedstaaten, die in finanzielle Schwierigkeiten geraten sind, Kredit geben kann, sofern diese sich einem Sanierungsprogramm unterwerfen, das mit den Kreditgebern ausgehandelt wird, kann als Element zentraler Haftung und Kontrolle angesehen werden. Man kann aber durchaus argumentieren, dass eine Währungsunion mit dezentraler Haftung und Kontrolle nur dann funktioniert, wenn eine Institution wie der ESM existiert, die im Fall einer Restrukturierung von Staatsschulden dem betroffenen Staat Überbrückungskredite gibt. Indem eine solche Institution dazu beiträgt, dass das Insolvenzverfahren geordnet abgewickelt wird, kann sie die Glaubwürdigkeit einer dezentralen Haftung steigern.⁸

Ähnliches gilt für die Europäische Bankenunion. Soweit sie die Solidität des Bankensektors steigert und seine Fähigkeit erhöht, Verluste zu absorbieren, soweit sie die Abhängigkeit der Banken von den Staatsfinanzen des jeweiligen

Sitzlandes verringert, stärkt sie die Glaubwürdigkeit der No-Bailout-Klausel. Die bislang vereinbarten Reformen zur Schaffung der Bankenunion weisen in diese Richtung, aber wichtige Schritte stehen noch aus. Dazu gehört vor allem die Verpflichtung, Staatsanleihen mit Eigenkapital zu unterlegen. Bislang scheut die Politik vor diesem Schritt noch zurück, weil sie befürchtet, die Finanzierungskosten der Staaten in die Höhe zu treiben. Doch wenn die Bankenunion dem Ziel näher kommen soll, die gegenseitige Abhängigkeit von Staaten und ihren Banken zu durchbrechen, wird man um eine Pflicht zur Eigenkapitalunterlegung von Engagements in Staatsanleihen nicht herumkommen.

Fazit

Europa hat bei der Bekämpfung der Verschuldungskrise im Euroraum durchaus Fortschritte erzielt, aber die wirtschaftliche Lage in den Peripheriestaaten ist nach wie vor fragil. Die Beruhigung der Lage an den Finanzmärkten ist nicht allein, aber vorwiegend eine Folge des OMT-Programms der EZB. Die Politik hat Zeit gewonnen, durch Reformen auf nationaler und europäischer Ebene die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu verbessern. Die sollte sie nutzen. Außerdem gilt es, der Eurozone eine institutionelle Architektur zu geben, die wirtschaftliche Stabilität verspricht. Dabei ist es von zentraler Bedeutung zu vermeiden, dass die gemeinsame Haftung für Schulden von Staaten und Banken ausgeweitet wird, während die Verschuldungspolitik weiterhin auf nationaler Ebene geführt wird. Da die Bereitschaft zur Aufgabe nationaler Souveränität in der Fiskalpolitik beschränkt ist, sollte die fiskalpolitische Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten und ihrer privaten Gläubiger gestärkt werden. Das erfordert in verschiedenen Politikbereichen, insbesondere im Finanzsektor, nicht weniger, sondern mehr Integration. Das Projekt der Europäischen Bankenunion ist dabei ein wichtiger Baustein. Ein zentrales Element dieser vertieften Integration ist außerdem ein glaubwürdiges Verfahren für staatliche Insolvenzen. All dies in einer Situation fragiler Konjunktur und hoher Staatsschulden auf den Weg zu bringen, ist nicht einfach, aber machbar. Die Politik in Europa sollte die aktuelle Entspannung der Lage nutzen, um diese Aufgaben entschlossen anzugehen.

⁸ Siehe dazu C. Fuest: Ein Vorschlag für einen Krisenbewältigungsmechanismus in der Eurozone nach 2013, in: Ifo Schnelldienst, 64. Jg. (2011), Nr. 3/2011, S. 10-13.

Title: *How Close Are We to Overcoming the Eurozone Debt Crisis?*

Abstract: *In the first years of the eurozone debt crisis, European governments were busy struggling to achieve short-term financial stabilisation of banks and entire countries. Now, after the OMT programme and other stabilisation measures have calmed investors, attention has shifted to two issues: Firstly, are there signs of recovery in the real economy? Secondly, what will be the long-term institutional structure of the eurozone? This paper argues that the economic situation in the periphery countries is still fragile, despite significant adjustments that have taken place. Moreover, the most important institutional challenge is to avoid a situation in which national control over fiscal policy is combined with mutualisation of government debt.*

JEL Classification: E60, E42