

Christoph M. Schmidt, Benjamin Weigert*

Eurokrise: Erneute Atempause ist kein Grund zum Ausruhen

Anfang 2014 gibt der Euroraum gleichermaßen Anlass zur Hoffnung wie zur Sorge. Zwar hat er insgesamt betrachtet im Verlauf des vergangenen Jahres aus der Rezession herausgefunden. Doch bedeutet deren vorläufiges Ende keineswegs, dass die Krise überwunden und der Reformbedarf nunmehr weitgehend abgearbeitet worden ist.

Dabei haben viele Krisenländer auf den drei zentralen Reformfeldern – der Haushaltspolitik, den Strukturreformen und der Bereinigung des Bankensektors – durchaus nennenswerte Fortschritte zu verzeichnen. Allerdings sind diese sehr ungleich verteilt und haben sich nur in den Programmländern auf allen drei Feldern gleichzeitig gezeigt. Zudem wurden im Zuge der Krise die europäischen Institutionen reformiert und um weitere wesentliche Bestandteile ergänzt, etwa die Europäische Bankenunion. Aber es fehlen durchaus noch wichtige Elemente eines langfristig stabilen Ordnungsrahmens.

Ausgangslage mit Licht und Schatten

Trotz der vielerorts zu beobachtenden Fortschritte konnte die sich immer weiter zuspitzende Lage im Spätsommer 2012 erst durch das Eingreifen der Europäischen Zentralbank (EZB) entspannt werden. Zu diesem Zeitpunkt war durchaus die Integrität des Euroraums ernsthaft infrage gestellt. Erst nach der Ankündigung des Outright-Monetary-Transactions (OMT)-Programms beruhigten sich die Finanzmärkte soweit, dass bis zum heutigen Tage ähnliche krisenhafte Zuspitzungen nicht wieder auftraten.

Angesichts der sehr großen, vor der Krise jahrelang angestauten Defizite reichen die bisherigen nationalen Reformanstrengungen demnach noch bei Weitem nicht aus. Und beim Bemühen der europäischen Politik, die Architektur des Euroraums zu stärken, fehlt bislang eine umfassende Strategie, die nicht nur die bestehenden Defizite klar diagnostiziert und ebenso gezielt wie stringent behebt, sondern gleichzeitig dafür sorgt, dass die bestehenden Altlasten schnell abgetragen werden.

* Der vorliegende Beitrag orientiert sich eng an den Aussagen des aktuellen Jahresgutachtens des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Gegen eine rückwärts-gewandte Wirtschaftspolitik, Jahresgutachten 2013/14, Wiesbaden, November 2013. Jegliche Kritik an den hier vorgelegten Ausführungen geht nichtsdestoweniger vollständig zu Lasten der Autoren.

Dabei müssen zwei zeitliche Dimensionen unterschieden werden.

- Erstens muss die langfristig angelegte Architektur des Euroraums so umgestaltet werden, dass künftig die Fehler der Vergangenheit vermieden werden: Dieser stabile Ordnungsrahmen sollte nicht nur darauf abzielen, das künftige Krisenpotenzial einzudämmen, sondern auch einen Weg dafür vorsehen, wie man mit einer erneuten Krise rasch und wirkungsvoll umgehen kann. Ein fiskalischer Verhandlungsmodus über Krisenkosten, wie wir ihn seit 2009 erleben, ist für das künftige Krisenmanagement unbedingt zu vermeiden. Der Sachverständigenrat hat mit seinem Konzept „Maastricht 2.0“ eine langfristig stabile Architektur skizziert.
- Zweitens müssen die aktuellen Altlasten abgearbeitet werden, ohne die langfristige Architektur zu schwächen oder gar bereits heute unglaubwürdig zu machen. Der Sachverständigenrat hat in den vergangenen Jahren dafür geworben, dass es die gemeinsame Aufgabe der Mitgliedstaaten ist, eine tragfähige Brücke in die künftige Stabilitätsunion zu konstruieren, die aus der aktuellen Krise herausführt. Das Konzept eines Europäischen Schuldentilgungspakts (ESP) entsprach genau diesem Bild einer fiskalpolitischen Brücke. Dieser Pakt verbindet einen Schuldentilgungsfonds (ESF) – finanzielle Solidarität der Mitgliedstaaten untereinander – mit strengen Anforderungen an die Haushaltskonsolidierung und Strukturreformen.

Stattdessen hat die europäische Politik wiederholt zugelassen oder zumindest billigend in Kauf genommen, dass die EZB sich zum Eingreifen gedrängt sah. Mit ihrer bislang umfassendsten Maßnahme, der Ankündigung des OMT-Programms, ergibt sich eine völlig neue Situation, in der sich die Anreize für die fiskalpolitischen Entscheidungsträger entscheidend verändert haben. So haben sich insbesondere die Anreize der Mitgliedstaaten verringert, die national notwendigen Reform- und Konsolidierungsschritte entschlossen anzugehen und die Reformen am Regelwerk des Euroraums zügig voranzubringen.

Konjunkturelle Erholung

Der Euroraum hat im zweiten Quartal 2013 seine rund anderthalb Jahre währende Rezession überwunden. Die ak-

tuelle Konjunkturprognose des Sachverständigenrates geht für den Euroraum für das Jahr 2014 von einer realen Wachstumsrate von 1,1 % aus, nach -0,4 % im Jahr 2013. Im Mittelpunkt dieser erfreulichen Nachricht stehen zwei einander ergänzende Aspekte: veränderte Erwartungen über die Zukunft des Euroraums und sichtbare Verbesserungen auf wichtigen Reformfeldern.

Noch im Sommer 2012 waren die Finanzmärkte von der Erwartung geprägt, dass der Euroraum (unkontrolliert) zerbrechen könnte. Diese Erwartungen haben sich seit der Ankündigung des OMT-Programms der EZB erst einmal zerstreut. Die Zusicherung der EZB, im Krisenfall unbegrenzt gezielt Staatsanleihen von Mitgliedstaaten aufzukaufen, die sich einem ESM-Programm unterwerfen, hat Spekulationen über das Auseinanderbrechen des Euroraums beseitigt. Dies zeigt sich etwa daran, wie sich die Zinsspreizungen der Staatsanleihen von Italien, Spanien oder Frankreich gegenüber deutschen Staatsanleihen im zeitlichen Verlauf reduziert haben.

Insgesamt hat sich im Euroraum die Situation auf den Finanzmärkten stabilisiert. Deutlich wird dies etwa an den gesunkenen Zinsaufschlägen für Staatsanleihen von Griechenland, Portugal, Irland, Italien und Spanien sowie an den rückläufigen Kreditzinsen für Unternehmen und Haushalte. Zudem zeigt sich eine spürbare Entspannung am Interbankenmarkt. Der Umfang der Notfall-Refinanzierung (Emergency Liquidity Assistance ELA) der nationalen Notenbanken hat deutlich abgenommen – in Irland etwa durch die Umwandlung in einen langlaufenden Kredit, wodurch man der Staatsfinanzierung recht nahe kommt. Die Banken haben Mittel des seinerzeit „Dicke Bertha“ getauften Long-Term-Refinancing-Operations (LTRO)-Programms frühzeitig zurückgezahlt. Im Ergebnis haben sich die Target2-Salden zwar zurückgebildet, verbleiben aber für Deutschland mit rund 500 Mrd. Euro weiterhin auf einem hohen Niveau.

Mit der jüngsten Senkung des Hauptfinanzierungssatzes auf 0,25% bleibt die Geldpolitik weiterhin expansiv ausgerichtet. Es dürfte kaum ein Zweifel daran bestehen, dass die geldpolitische Stützung neben dem OMT-Programm angesichts der fragilen Wachstumsaussichten des Euroraums weiterhin notwendig ist. Gleichzeitig zeigt sich im Euroraum eine niedrige Inflationsrate – unter anderem eine Reflektion der weiterhin schwachen Binnennachfrage und der mit der hohen Arbeitslosigkeit einhergehenden geringen Lohnzuwächse. Vor allem aber gilt: Maßnahmen wie das OMT-Programm kann man nicht beliebig an- und wieder abschalten – das OMT-Programm ist da, um zu bleiben.

Im Laufe des vergangenen Jahres wurden im Euroraum durchaus nennenswerte Konsolidierungsfortschritte erkennbar, sowohl im öffentlichen wie im privaten Sektor.

Prof. Dr. Christoph M. Schmidt ist Präsident des Rheinisch-Westfälischen Instituts für Wirtschaftsforschung (RWI) in Essen, Vorsitzender des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und lehrt Wirtschaftspolitik und angewandte Ökonometrie an der Ruhr-Universität Bochum.

Dr. Benjamin Weigert ist Generalsekretär beim Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Wiesbaden.

Schließlich hatte gerade die Sorge um die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Schulden die Zweifel an der langfristigen Integrität des Euroraums genährt. Die Wiederherstellung des Vertrauens in die Tragfähigkeit der öffentlichen Schulden war daher wichtiger als mögliche konjunkturpolitische Erwägungen, die in einer „normalen“ Rezession eine antizyklische Fiskalpolitik nahegelegt hätten.

In der jüngsten Vergangenheit haben die deshalb umgesetzten umfassenden Sparmaßnahmen in der Tat zu Konsolidierungsfortschritten geführt. So weist Griechenland mittlerweile einen ausgeglichenen Primärsaldo auf und in fast allen Ländern hat sich seit 2009 in etwa eine Halbierung der Budgetdefizite ergeben. Allerdings sinken die Schuldenstandsquoten bislang nicht. Es besteht somit bei den Staatshaushalten im Euroraum ein erheblicher weiterer Anpassungsbedarf. Den Willen dazu, Konsolidierungserfordernisse prioritär zu behandeln, haben die Euro-Mitgliedstaaten nicht zuletzt im Fiskalpakt bekundet, der die erforderlichen Verbesserungen der Primärsalden festhält. Vor diesem Hintergrund ist es besorgniserregend, dass das Tempo der Konsolidierung aktuell offenbar nachgelassen hat.

Bei der Rückführung der privaten Verschuldung haben sich im Euroraum ebenfalls nennenswerte Anstrengungen der privaten Haushalte und Unternehmen gezeigt, wenngleich die private Verschuldung etwa in Irland, Portugal und Spanien immer noch sehr hoch ist. Das ist keine ganz neue Entwicklung: Ihre Finanzierungssalden waren bereits 2012 weitgehend positiv. Dies lag allerdings nicht zuletzt auch daran, dass ein erheblicher Teil der privaten Schulden durch den öffentlichen Sektor übernommen worden ist.

Fortschritte bei den Strukturreformen

Innerhalb des Euroraums zeigten sich in den vergangenen Jahren erhebliche Leistungsbilanzungleichgewichte. Doch

bei den Leistungsbilanzdefiziten derjenigen Euro-Mitgliedstaaten, die in den vergangenen Jahren persistente und deutliche Leistungsbilanzdefizite aufgewiesen hatten, waren bereits im Verlauf 2012 erhebliche Verbesserungen zu beobachten. Mittlerweile haben sich ihre Leistungsbilanzdefizite fast komplett zurückgebildet; einige Mitgliedstaaten weisen sogar schon Überschüsse auf.

Diese Verbesserungen sind nicht zuletzt auf gestiegene Exporte und nur zum Teil auf rezessionsbedingt rückläufige Importe zurückzuführen. Da die Krisenländer seit der Einführung des Euro ein kreditgetriebenes und im Ergebnis nicht nachhaltiges Wirtschaftswachstum erlebt hatten, kehren sie nun auf einen niedrigeren Wachstumspfad zurück. Daher dürfte ein Teil des Importrückgangs eine dauerhafte Korrektur darstellen.

Bei näherer Betrachtung lassen sich durchaus in denjenigen Mitgliedstaaten, die bislang besonders hohe Defizite bei der internationalen Wettbewerbsfähigkeit ihrer Unternehmen gezeigt hatten, erhebliche Anpassungsbemühungen erkennen. Dies gilt nicht zuletzt für Griechenland, Irland, Portugal und Spanien, die allesamt erhebliche Reformanstrengungen im Rahmen eines ESM-Programms unternommen haben. Mitgliedstaaten hingegen, die von außen keinen Druck erfahren, zeigen weit weniger Reform- und Konsolidierungsfortschritte, etwa Italien oder Frankreich.

Dies macht sich insbesondere an Kennzahlen der nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit bemerkbar, die letztlich nur durch angebotsseitige Reformen zu verändern sind. Verbesserungen des unternehmerischen Umfelds zeigen sich dabei etwa für Griechenland und Portugal. Bei diesen Verbesserungen spielen unterschiedliche Mischungen von Reformen bei der Unternehmensbesteuerung, von Privatisierungen und Reformen des Arbeitsrechts eine Rolle.

Auch bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit haben sich seit 2008 starke Veränderungen ergeben. Beispielsweise wird die gesteigerte Wettbewerbsfähigkeit der „Problemländer“ des Euroraums am fallenden Verlauf der realen effektiven Wechselkurse sichtbar. Zwar sollte dieser Indikator nicht überbewertet werden, da er in der Tendenz zum Teil von nachfrageseitigen Faktoren beeinflusst wird. Doch auch die Aufteilung der Lohnanpassungen zwischen Export- und Nicht-Exportsektor geht gewissermaßen in die „richtige“ Richtung, mit einer stärkeren Senkung der Lohnstückkosten im Exportsektor. Im Gegensatz zu Portugal und Spanien, für die hierbei Beschäftigungsrückgänge im Exportsektor dominieren, sind diese für Irland und Griechenland die Reflektion einer gestiegenen Produktivität.

Ein großes Hemmnis für die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum stellen die nach wie vor virulenten Struktur-

probleme im Bankensektor dar. In der Tat sind die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen in Griechenland, Portugal, Irland, Italien und Spanien weiterhin schlecht, wenngleich es momentan keine Anzeichen für eine weitere Verschärfung der Finanzierungsbedingungen gibt. Es fehlt demnach bislang ein leistungsfähiger, von Altlasten befreiter europäischer Bankensektor. Darüber hinaus ist die Situation auf dem Arbeitsmarkt im Euroraum weiterhin insgesamt schlecht, wenngleich sehr heterogen. Die Arbeitslosenquote ist insbesondere in den Krisenländern sehr hoch, etwa in Griechenland und Spanien. Es mangelt bislang vielfach an der Anpassungsfähigkeit der Arbeitsmärkte der Mitgliedstaaten.

Damit stellt sich die Frage, wie die aktuelle Atempause in der Eurokrise zu nutzen ist, um den angestrebten Übergang in eine tatsächliche Stabilitätsunion zu bewerkstelligen. Dabei ist es zweckmäßig, zwei eng miteinander verwobene Bausteine dieses Übergangs zu unterscheiden, (1) das als langfristiges Ziel anzustrebende Konzept einer Währungsunion mit stabiler Architektur und (2) die in der kurzen Frist zu konstruierende geeignete Brücke in die Stabilitätsunion. Wenngleich dabei sehr unterschiedliche Abwägungen zu vollziehen sind, müssen beide Bausteine in der praktischen wirtschaftspolitischen Umsetzung miteinander kompatibel sein.

Stabile Architektur für Europa: „Maastricht 2.0“

In den vergangenen Jahren hat der Sachverständigenrat für sein Konzept „Maastricht 2.0“ als langfristigen Ordnungsrahmen des Euroraums geworben. Wie im Vertrag von Maastricht vorgesehen, liegt die Verantwortung für die Fiskal- und allgemeine Wirtschaftspolitik dabei bei den Nationalstaaten, während die Regulierung der Finanzmärkte und die Aufsicht der Banken im Rahmen einer Bankenunion auf europäischer Ebene liegen. Damit sind Haftung und Kontrolle jeweils auf der gleichen Ebene angesiedelt. Herzstück dieses Konzepts ist die Erweiterung des europäischen Krisenmechanismus um eine staatliche Insolvenzordnung, um das ursprünglich vereinbarte No-Bailout-Prinzip künftig glaubwürdig zu machen.

Der Vertrag von Maastricht wollte es der Disziplinierungsfunktion des Marktes überlassen zu gewährleisten, dass die Mitgliedstaaten im Euroraum eine solide Wirtschafts- und Haushaltspolitik verfolgen. Dies sollte jegliche historisch gewachsene Zweifel über den Willen der fiskalischen Souveräne eliminieren, eine solide Haushalts- und Wirtschaftspolitik zu verfolgen. Um die Marktdisziplin zur Entfaltung zu bringen, sollte das Prinzip des No-Bailout gelten.

Dabei handelt es sich um die vertragliche Festlegung, dass bei einer fiskalischen Schieflage eines Mitgliedstaates die-

ser die anderen Mitgliedstaaten des Euroraums nicht in die Pflicht nehmen kann, für seine Verbindlichkeiten aufzukommen. Dies, so die Idee, würde unsoliden fiskalisches Handeln von vornherein unattraktiv machen, weil die Märkte in der Erwartung eines dann drohenden Schuldenschnitts höhere Risikoprämien von den betreffenden Mitgliedstaaten verlangen würden. Das No-Bailout-Prinzip bezeichneten viele Beobachter schon von Anfang an als nicht glaubwürdig – und es hat sich in der seit 2010 immer mehr zuspitzenden Krise des Euroraums dann auch tatsächlich als nicht durchsetzbar erwiesen.

Zur Krisenbewältigung böten sich prinzipiell drei Ventile an, die in der aktuellen Krise allesamt nicht verfügbar waren:

- Erstens könnte im Notfall ein geordneter Austritt des betroffenen Mitgliedstaats möglich sein, wodurch faktisch der Wechselkurs als Anpassungsmechanismus zwischen den Mitgliedstaaten wieder eingeführt werden würde. Dies ist jedoch angesichts der politischen Kosten für den europäischen Integrationsprozess wohl ausgeschlossen. Zudem ist eine Währungsunion, in der die Mitgliedschaft stets neu verhandelt werden kann, eher ein System fester Wechselkurse, das immer zur Spekulation über seinen Fortbestand einlädt.
- Zweitens könnte der betreffende Mitgliedstaat in eine geordnete Insolvenz eintreten. Dies erfordert jedoch unbedingt eine fiskalische Absicherung durch einen entsprechend ausgestalteten Krisenmechanismus, die bislang nicht vorhanden war. Nur so dürften die unerwünschten negativen Auswirkungen einer ungeordneten Insolvenz vermieden werden, die etwa durch die damit verbundenen Ansteckungseffekte auf andere Mitgliedstaaten entstehen können.
- Drittens könnte im Notfall das No-Bailout-Prinzip fallengelassen werden. Dadurch entstehen jedoch unweigerlich starke Anreize für eine unsolide Politik, die das No-Bailout-Prinzip gerade verhindern soll.

In der aktuellen Krise gab es keine Festlegung auf eine dieser drei Optionen, allerdings wählte man mit den diversen Rettungspaketen letztendlich eine Mischung aus dem zweiten und dritten Ventil und verletzte damit den Geist des No-Bailout-Prinzips, ohne die europäischen Verträge offen zu brechen. Somit besteht im Augenblick eine nicht-nachhaltige Situation: Die fiskalpolitische Kontrolle liegt in nationaler Hand, die Haftung für die fiskalpolitischen Entscheidungen trägt jedoch ebenso die Gemeinschaft. Haftung und Kontrolle sind nicht mehr vollständig auf einer Ebene vereint.

Die europäische Politik hat allerdings in den vergangenen Jahren erhebliche Anstrengungen unternommen, um das

Auftreten einer derartigen Krise von vornherein zu vermeiden. Diese Reformen sollen eine solide Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten sicherstellen:

- erstens mit gestärkten regelgebundenen Elementen der Fiskalpolitik, etwa beim Stabilitäts- und Wachstumspakt und bei der verpflichtenden Einrichtung von Schuldenbremsen,
- zweitens durch höhere Anforderungen an den haushaltspolitischen Rahmen der Mitgliedstaaten und
- drittens durch die verstärkte Koordinierung der nationalen Haushalts- und Finanzplanungen (Europäisches Semester).

Damit sind die Arbeiten am institutionellen Rahmen für die Fiskalpolitik weitgehend abgeschlossen. Diese Maßnahmen tragen zu einer Stärkung der regelbasierten Finanzpolitik bei und stärken somit die in der Währungsunion – entsprechend des Konzepts „Maastricht 2.0“ – benötigte Koordinierung der nationalstaatlichen Haushaltspolitik. Die europäische Politik hatte diese Reformen allerdings als schrittweise Reaktion auf die Krise unternommen, jeweils getrieben von den Ereignissen und in zähen Verhandlungen, ohne damit ein klar erkennbares Ziel für die künftige Architektur des Euroraums zu verfolgen.

Doch mittlerweile liegen mit den Berichten der EU-Kommission („Blueprint“) einerseits und dem Konzept der vier Präsidenten (EU-Rat, EU-Kommission, Euro-Gruppe, EZB) andererseits zwei Vorschläge auf dem Tisch, die eindeutig auf eine Vertiefung der Gemeinschaft abzielen – im Gegensatz zu den bislang erreichten Verbesserungen am bestehenden Rahmen, die eher in Richtung eines Maastricht 2.0 deuten. Angestrebt werden dabei die Einrichtung einer Fiskalkapazität zur Vertiefung der Fiskalunion, eine europäische Bankenunion und eine wirtschaftspolitische Union mit harmonisierter Wirtschaftspolitik. Im Hinblick auf die Einhaltung des obersten Prinzips einer stabilen Architektur für den Euroraum, Haftung und Kontrolle auf allen Handlungsfeldern jeweils auf einer Ebene zu vereinen, ist jedoch das Konzept des Sachverständigenrates „Maastricht 2.0“ vorzuziehen.

Fiskal- und Wirtschaftspolitik in nationaler Verantwortung, ...

Das Konzept „Maastricht 2.0“ sieht insbesondere vor, dass die Fiskalpolitik und die Wirtschaftspolitik weiterhin in nationaler Verantwortung liegen. Damit soll nicht zuletzt angesichts der Erfahrungen mit dem deutschen Fiskalföderalismus ein System vermieden werden, bei dem die einzelnen Entscheidungsträger nur für einen Teil ihrer eigenen Entscheidungen haften müssen. Nachweislich haben solche

Regelungen vielfach dazu geführt, dass nicht mit dem gleichen Verantwortungsbewusstsein gehandelt wurde, wie es ansonsten wohl unvermeidbar gewesen wäre. Der stetige Aufbau der Schuldenstände von einigen Ländern und Kommunen ist dafür ein beredter Beleg.

Die nationale Kontrolle über die fiskalischen Entscheidungen kann letztlich nur dann ein nachhaltiges Arrangement sein, wenn die Haftung ebenfalls auf der nationalen Ebene verbleibt. Um die disziplinierende Funktion der Anleihemärkte zu wahren, muss im Lichte der Krisenerfahrungen allerdings das Prinzip des No-Bailout gegenüber dem bisherigen Regelwerk gestärkt werden. Das Konzept des Sachverständigenrates sieht daher (langfristig) die Einführung einer staatlichen Insolvenzordnung vor. Diese müsste direkt mit dem bestehenden Krisenmechanismus (ESM) verbunden werden und würde den Zugang zu Rettungskrediten nur noch regelgebunden ermöglichen: Ein Mitgliedstaat, der den Zugang zum Kapitalmarkt verloren hat und dessen Schuldenstandsquote jenseits eines bestimmten Niveaus, etwa 90 %, liegt, könnte nur dann Kredite erhalten, wenn die Staatsschulden restrukturiert würden.

Insbesondere bedarf es nach Einschätzung des Sachverständigenrates keiner gemeinschaftlichen Instrumente der makroökonomischen Risikoteilung. Somit ist insbesondere die Einrichtung einer Fiskalkapazität abzulehnen.

- Erstens dürfte die stabilisierende Wirkung eines derartigen Mechanismus überschätzt sein. Denn aller empirischen Erfahrung nach sind alternative Formen der makroökonomischen Risikoteilung weit effektiver, insbesondere diejenigen, die über die Kapitalmärkte wirken. Und der Einsatz dieses Instruments birgt erhebliche Erkenntnisprobleme, vor allem dann, wenn er auf der Analyse makroökonomischer Echtzeitdaten beruht. Ein Einsatz der Fiskalkapazität zur Unzeit kann jedoch sogar mehr schaden als nutzen.
- Zweitens gibt es viel versprechende Alternativen zur Einrichtung einer Fiskalkapazität, etwa die Förderung des Aufbaus grenzüberschreitenden Eigentums durch eine Vertiefung des Binnenmarktes oder die Flexibilisierung der Faktor- und Gütermärkte, um deren Anpassungsfähigkeit an wirtschaftliche Schocks zu erhöhen.
- Drittens dürfte die Einrichtung fiskalischer Ausgleichsmechanismen erhebliche Nebenwirkungen haben. Wird eine mikroökonomische Steuerung dieses Mechanismus angestrebt, etwa eine europäische Arbeitslosenversicherung, so ergeben sich sowohl ein erheblicher Designaufwand als auch vielfältige Möglichkeiten, dabei falsche Anreize zu setzen. Denn bei jeder Art von makroökonomischer „Versicherung“ auf europäischer Ebene besteht

immer das latente Problem des Moral Hazard, wenn die Wirtschaftspolitik ganz oder teilweise auf nationaler Ebene gestaltet wird.

Damit einhergehend sollte nach den Vorstellungen des Sachverständigenrates auch die Wirtschaftspolitik in nationaler Verantwortung verbleiben. Eine Harmonisierung oder gar Vereinheitlichung etwa der sozialen Sicherungssysteme oder der Institutionen des Arbeitsmarktes sind daher ebenfalls abzulehnen, zumal deren Umfang und Ausgestaltung jeweils auf die länderspezifischen Präferenzen zugeschnitten sind. Schließlich handelt es sich bei der Ausgestaltung der Rahmenbedingungen für wirtschaftliches Handeln um nichts weniger als einen Entdeckungsprozess, der sich in einer von Unsicherheit geprägten und ständig wandelnden Welt vollzieht. Die Identifikation besserer und Enttarnung schlechterer Institutionsgeflechte lässt sich ohne Variation nicht bewerkstelligen.

Die nationale Politik hat die Verantwortung, die für ihre Volkswirtschaft geeigneten Strukturen zu finden und ihre Umsetzung politisch zu vermitteln. Eine Delegation dieser Verantwortung auf die übergeordnete europäische Ebene ist keinesfalls zielführend. Daher sind auch die aktuellen Bestrebungen, im Rahmen von bilateralen Abkommen (CCI) die Reformbemühungen von wachstumsschwachen Mitgliedstaaten zu fördern, fruchtlos. Wieso sollte man souveräne Staaten für ihre Selbsthilfe via Reform eigentlich bezahlen, wenn sie noch völligen Zugang zum Finanzmarkt haben, um dabei kurzfristig entstehende Kosten selbst zu finanzieren?

Die praktischen Probleme der Umsetzung sprechen ebenfalls dafür, diese Idee nicht weiter zu verfolgen. Denn wie sollte bei diesem Vorgehen die Disziplinierung ausgestaltet werden, da die Drohung, bei mangelnder Vertragstreue wieder den Marktkräften ausgesetzt zu werden, in der „neuen Welt“ des OMT-Programms doch ihren Schrecken verloren hat? Und woran sollte man schließlich die Bemühungen um Reformen erkennen? Makroökonomische Indikatorensysteme sind jedenfalls nicht als Gradmesser geeignet, da sie ihre Nutzer grundsätzlich nicht zwischen Ursachen und Wirkungen differenzieren lassen.

..., aber auch eine europäische Bankenunion

In der aktuellen Krise des Euroraums hat sich allerdings auch gezeigt, dass das Problem zu groß und zu vernetzter Banken überwunden werden muss, wenn der gemeinsame Währungsraum in Zukunft stabil aufgestellt sein soll. Auch in diesem Bereich ist die unverzichtbare Leitschnur für eine stabile Architektur das Prinzip, Kontrolle und Haftung auf einer Ebene zu vereinen. Das „Maastricht 2.0“-Konzept des Sachverständigenrates sieht vor, dass diese Zusammenführung auf der gemeinschaftlichen Ebene erfolgen soll, in

einer europäischen Bankenunion. Dies ist allerdings weit mehr als eine Verlagerung der Aufsichts Kompetenzen auf die europäische Ebene, nur vollständig umgesetzt ist eine Bankenunion sinnvoll.

In einer vollständigen Bankenunion vollzieht sich in der Tat die Aufsicht über die europäischen Banken in gemeinschaftlicher Verantwortung, und zwar getrennt von der Geldpolitik, um Interessenkonflikte zu vermeiden. Dazu wäre im Ideal eine eigenständige Behörde einzurichten; die aktuelle Umsetzung innerhalb der EZB entspricht nicht diesem Ideal. Doch auch die Restrukturierung und Abwicklung angeschlagener Banken muss in einer vollständigen Bankenunion gemeinschaftlich organisiert sein. Nationale Einflussnahme insbesondere auf die Initiierung dieser Aktivitäten sollte ausgeschlossen werden. Schließlich sollte dann auch die Finanzierung der Restrukturierungs- und Abwicklungsanstrengungen gemeinschaftlich organisiert sein, mit einem gemeinschaftlichen Restrukturierungsfonds als Kern.

Bevor allerdings Mittel des Fonds im Abwicklungsfalle überhaupt eingesetzt werden, müssen Kapitalgeber der betroffenen Banken entsprechend der Haftungskaskade herangezogen werden. Sollten die Mittel des gemeinschaftlichen Restrukturierungsfonds nicht ausreichen, dann bedarf es weiterer fiskalischer Auffangmechanismen, zu denen dann auch verbindliche Lastenteilungsregeln für die an der Restrukturierung beteiligten Mitgliedstaaten gehören. Die aktuelle Dringlichkeit ihrer Einrichtung darf somit kein Vorwand dafür sein, der neuen Bankenunion die Altlasten in den Bankbilanzen – und damit stillschweigend die daraus künftig möglicherweise noch entstehenden Kosten – zu übertragen.

Um zu gewährleisten, dass nur „gesunde“ Banken in die Bankenunion einsteigen, soll 2014 eine umfassende Überprüfung der Bankbilanzen zumindest der größten europäischen Banken stattfinden, die als erste in die europäische Bankenunion überführt werden sollen. Doch dieses Unterfangen ist problematischer, als auf den ersten Blick sichtbar wird. Denn der Asset Quality Review (AQR) wird nur dann die erhoffte Bilanzbereinigung bringen, wenn klar ist, wie mit den dabei entstehenden Kosten umgegangen wird.

Einerseits hat die EZB als Aufseherin den starken Anreiz, gründlich vorzugehen, damit spätere Schief lagen nicht der neu gegründeten Aufsicht angelastet werden können. Andererseits fehlt aktuell eine verbindliche Verabredung der Mitgliedstaaten, wie mit den Kosten aus der Bilanzbereinigung umgegangen werden soll. Wird der Rekapitalisierungsbedarf durch den AQR zu groß, könnten sich neue krisenhafte Zuspitzungen ergeben, wodurch ein neuerliches Eingreifen der EZB nötig werden würde. Dies mindert wiederum den Anreiz für einen sorgfältigen AQR.

Es wäre daher notwendig, dass die Mitgliedstaaten des Euroraums vor dem Start des AQR für grenzüberschreitende Banken Lastenteilungsvereinbarungen treffen und hinreichende und eindeutig benannte nationale fiskalische Mittel („fiskalische Backstops“) bereitstellen, um entstehenden Finanzierungsbedarf aufzufangen. Wiederum geht es hier um Verteilungsfragen, so dass man Zweifel haben darf, dass ein hinreichender Wille für die Bereitstellung dieser Mittel besteht.

Gelingt es jetzt nicht, mit dem AQR die Bilanzen im europäischen Bankensektor zu bereinigen, dann besteht zudem das große Risiko, dass Banken in vielen Mitgliedstaaten über lange Zeit nicht ihrer gesamtwirtschaftlichen Aufgabe nachkommen: Denn Banken identifizieren und finanzieren aus der Vielzahl von Investitionsprojekten und Unternehmen genau diejenigen, die über ein zukunftsfähiges Geschäftsmodell und ausreichende Wachstumschancen verfügen. Dadurch tragen Banken über die Neukreditvergabe zur effizienten Kapitalallokation bei. Nur ein gesunder Bankensektor wird in der Lage sein, auf diese Weise den Strukturwandel und das Wirtschaftswachstum in den Krisenländern zu unterstützen.

Zudem sind weitere Weichenstellungen notwendig, um die Bankenunion so auszugestalten, dass die Gültigkeit des No-Bailout-Prinzips für die Mitgliedstaaten glaubwürdig hergestellt wird. Dazu gehören neben der weiteren Erhöhung der Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung der Banken, die über die bisherigen Pläne von Basel III hinausgehen, insbesondere die Einführung von Risikogewichten für Staatsanleihen sowie die Erweiterung von Großkreditbeschränkungen auf Staatsanleihen.

Brücken in die Stabilitätsunion

Die Formulierung eines Konzepts für eine langfristig stabile Architektur ist ganz bewusst von einem stabilen Ausgangspunkt her zu durchdenken. Die aktuelle Krise stellt jedoch keineswegs einen derartigen stabilen Ausgangspunkt dar. Bei der Frage nach der geeigneten Brücke, die zurück zu einer solchen Normalsituation führen soll, sind immer die aktuellen Umstände prägend, die beste Antwort mag sich infolge wichtiger Weichenstellungen durchaus ändern. So hat insbesondere das Eingreifen der EZB im Spätsommer 2012 nicht nur die zu diesem Zeitpunkt vorhandenen Zweifel über die Integrität des Euroraums beseitigt und damit die Spirale sich selbst erfüllender Erwartungen des Auseinanderbrechens durchbrochen.

Dieser Schritt hat auch die Anreizstruktur in den Verhandlungen der Euro-Mitgliedstaaten völlig verändert, die seit dem Ausbruch der Krise zäh um die Übernahme der Lasten der Krisenbewältigung gerungen haben und weiterhin

ringen. Zweifellos läge die Verantwortung für die Verteilung dieser Lasten eigentlich bei den fiskalpolitischen Entscheidungsträgern, nicht bei der Geldpolitik. Doch ist es keineswegs leicht, diese Verteilung auszuhandeln, zumal eine große Versuchung in der Möglichkeit liegt, dabei einen Teil der Lasten der Geldpolitik zuzuschieben.

Im Herbst 2011 hatte der Sachverständigenrat ein Konzept für eine fiskalpolitische Brücke in die Stabilitätsunion vorgestellt, den ESP. Dieser kombinierte Solidarität und Konditionalität. Er wäre geeignet gewesen, die von der Bundesregierung während der Krise im Euroraum implizit verfolgte, bis dahin jedoch nur schrittweise und reaktiv ausgestaltete, Strategie des Förderns und Forderns auf das Niveau einer Gesamtlösung zu übertragen. Dabei wären diejenigen Euro-Mitgliedstaaten als potenzielle Partner des Paktes vorgesehen gewesen, die noch nicht den Marktzugang verloren hatten und deshalb noch unter keinen Rettungsschirm flüchten mussten.

Das Element der Konditionalität hätte von den Partnerstaaten des Paktes strikte Konsolidierungs- und Tilgungspfade bei den öffentlichen Haushalten, die Rekapitalisierung und Abwicklung angeschlagener Banken und stringente Reformen der Faktor- und Gütermärkte gefordert. Das Element der Solidarität hätte der ESF bereitgestellt, um die Teilnehmer durch den gemeinschaftlichen Zinsvorteil dabei zu unterstützen, Schulden, die jenseits der Maastricht-Grenze von 60% des Bruttoinlandsprodukts liegen, innerhalb von 25 Jahren eigenverantwortlich und verbindlich zu tilgen. Um die Vertragstreue der Partner zu sichern, hätte neben entsprechend zu hinterlegenden Pfändern die jederzeitige Sanktion gedroht, stattdessen wieder vollumfänglich der Marktdisziplin und damit deutlich höheren Zinsen ausgesetzt zu sein.

Der Sachverständigenrat hatte speziell im Sommer 2012 mit einem Sondergutachten für dieses Konzept insbesondere in der Sorge geworben, die EZB könne sich ansonsten gedrängt fühlen, in den Bereich der Fiskalpolitik vorzudringen. Die dadurch entstehende Vermischung von Geld- und Fiskalpolitik sah der Rat als langfristig größere Bedrohung an als die Risiken der Sicherstellung der Vertragstreue im

ESP. Die fiskalpolitischen Entscheidungsträger haben diesen Weg allerdings nicht beschritten: Während einige den ESP gerne ohne Konditionalität wollten, also lediglich den ESF, schätzten andere die Risiken der Vertragstreue beim vollständigen ESP offenbar als zu groß ein.

Und endgültig zusammenraufen mussten sich die Verantwortlichen ja nicht, denn sie konnten immer auf das Eingreifen der EZB hoffen, sollte sich die Situation sehr stark zuspitzen. Im Sommer 2012 kam es zu dieser Zuspitzung. Und in der Folge ist dann genau das eingetreten, was der Sachverständigenrat seinerzeit befürchtet hatte: Die EZB hat sich mit der Ankündigung des OMT-Programms in den Grenzbereich von Geld- und Fiskalpolitik begeben und wird aller Voraussicht nach dort für absehbare Zeit verharren. Insbesondere sind in der Folge dieser Ankündigung die Zinsspreizungen für die großen Mitgliedstaaten Frankreich, Italien und Spanien deutlich gesunken. Ein Auseinanderbrechen des Euroraums wird gegenwärtig an den Finanzmärkten nicht mehr befürchtet.

Aber damit sind auch die Anreize derjenigen Mitgliedstaaten, die unter einer Wettbewerbsschwäche ihrer Unternehmen leiden, geschrumpft, diese in möglicherweise schmerzhaften Reformen zu verbessern. Wer nunmehr einen ESP anstrebt, um als Gegenleistung für eine gemeinschaftliche Haftung bei den Staatsschulden entsprechende Reformen einfordern zu können, wird sich mehr als schwertun. Denn die Marktdisziplin, die in der zugespitzten Situation des Sommers 2012 bei mangelnder Vertragstreue im Rahmen dieses Paktes wie ein Damoklesschwert über den Partnerstaaten gehangen hätte, hat durch das OMT-Programm ihren Schrecken weitestgehend verloren.

Es ist daher nicht sinnvoll, einen ESP als bloße Ergänzung zum OMT einzurichten. Denn ein ESP liefe in dieser „neuen Welt“ des OMT-Programms Gefahr, faktisch auf einen ESF reduziert zu werden. Das wiederum wäre nicht im deutschen Interesse – und würde auch Europa letztlich nicht voranbringen. Die Bundesregierung sollte daher mit guten Argumenten und als gutes Vorbild für ungehemmten Reformwillen im Euroraum werben, gerade weil der Druck für Reformen durch die augenblickliche Atempause nachgelassen hat.

Title: *Crisis in the Euro Area: New Breathing Room, but No Reason to Cave In to Reform Fatigue*

Abstract: *The current state of affairs in the euro area (EA) instills hope in economic recovery but also substantial concern. The crisis countries have made considerable, albeit quite uneven, progress in central areas of reform. Yet severe obstacles remain. Moreover, European policy makers have reformed the EA's institutional framework to strengthen its resilience. Yet important elements of a stable architecture are still missing, and it remains unclear whether the EA is moving towards full integration or a Maastricht 2.0. Most importantly, since it has become impossible to construct a viable fiscal bridge due to the success of the OMT programme, now everything depends on the perseverance of domestic reform policies.*

JEL Classification: E60, E42, G28