

Wie viel Rettung verträgt der Euro?

Die bisherigen Rettungsaktionen erlauben Griechenland, Irland und Portugal, ihr Staatsdefizit zu niedrigen Zinsen zu finanzieren. Kurzfristig war nach jeder Massnahme eine gewisse Normalisierung an den Finanzmärkten zu beobachten. Doch schon bald nach einer Hilfszusage flammte die Verunsicherung wieder auf, die Trubulenzen nahmen zu, und die Politik reagierte mit neuen, grösseren Rettungspaketen. Diese Erfahrung spricht nicht dafür, dass es mit dem eingeschlagenen Weg gelingen kann, die Finanzmärkte nachhaltig zu beruhigen oder gar zu ermutigen, wieder vertrauensvoll in die Staatstitel der Krisenstaaten zu investieren. Im Gegenteil deuten die zuletzt merklich gestiegenen Prämien für Ausfallversicherungen sogar deutscher Staatsanleihen darauf hin, dass sich die Rettungssummen auf einen Kippunkt zubewegen. Wird er überschritten, droht ein Vertrauensverlust der gesamten Währungsunion.

1 Davon entfallen 780 Mrd. Euro auf die aufgestockte Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF), 250 Mrd. Euro auf den parallel dazu aufgespannten Rettungsschirm des Internationalen Währungsfonds (IWF), 60 Mrd. Euro auf den Fonds der Kommission (EFSM) und 110 Mrd. Euro auf das erste Rettungspaket für Griechenland.

2 Bezieht man die Risiken aus dem Eurosystem mit ein, so liegt die maximale Belastung höher. Zum einen hat die EZB Staatsanleihen der Krisenländer erworben. Zum anderen erwachsen aus den im Rahmen des Target2-Zahlungssystems der Währungsunion aufgelaufenen Forderungen der Bundesbank gegenüber den Zentralbanken der Krisenländer erhebliche Zusatzrisiken. Insgesamt ergibt sich daraus ein maximaler Schaden für Deutschland in Höhe von rund 160 Mrd. Euro mit steigender Tendenz. Vgl. H.-W. Sinn (2011): How to rescue the euro: ten commandments, VoxEU.org, 3.11.2011.



Der bisherige Verlauf der europäischen Schulden- und Vertrauenskrise hat gezeigt, dass eine Politik der Rettungspakete allein scheitern dürfte. Die dadurch erkaufte Zeit muss vielmehr genutzt werden, um Vertrauen wiederherzustellen.

Foto: Keystone

Inzwischen stehen nicht mehr nur relativ kleine Mitgliedsstaaten des Euroraums im Blickpunkt der Anleger, sondern auch grosse Länder wie Spanien, Italien und zuletzt sogar Frankreich. Die nächste Eskalationsstufe könnte womöglich Deutschland treffen – mit verheerenden Konsequenzen für die gemeinsame Währung. Denn in dem Masse, in dem die Belastbarkeit der beiden letzten grossen Garantieländer in Frage gestellt wird, dürfte auch das interne wie externe Vertrauen in den Euro schwinden. Ein Zerfall des Euroraums – sowohl aus wirtschaftlichen wie aus politischen Gründen – gehört dann zu den wahrscheinlichen Szenarien.



Prof. Dr. Kai Carstensen
Professor für Makroökonomie und Konjunkturforschung, Ludwig-Maximilians-Universität und ifo Institut München

Haftungsrisiken und Glaubwürdigkeit der Rettungspakete

Die zu beobachtende Ansteckung durch Hilfszusagen impliziert, dass eine Politik der «Rettung um jeden Preis» scheitern wird. Schon jetzt beträgt das internationale Haftungsvolumen 1200 Mrd. Euro.¹ Bei einer Totalinsolvenz von Griechenland, Irland, Portugal und Spanien kämen auf Deutschland maximale Belastungen von rund 300 Mrd. Euro zu, was der Grössenordnung des Bundeshaushalts entspricht.² Natürlich ist dies ein Extremszenario. Es kann auch alles gut gehen. Doch die weltweite Finanzkrise hat gezeigt, welche katastrophalen Folgen es haben kann, wenn die unwahrscheinlichen Randereignisse ignoriert werden. Bei einem nominalen Bruttoinlandprodukt (BIP) von 2500 Mrd. Euro erscheinen Kosten von 300 Mrd. Euro zwar grundsätzlich ökonomisch tragbar. Aber zum einen müsste dieser Betrag über den Kapitalmarkt finanziert werden. Zur aktuellen Schuldenquote von 84% kämen noch 12 Prozentpunkte hinzu. Laut Untersuchungen von Reinhart und Rogoff stellt schon eine Quote von 90% eine kritische

Größenordnung dar. In einem Finanzmarktumfeld, in dem vor allem Sicherheit gesucht wird, dürfte daher der Sonderstatus, den der deutsche Staat derzeit bei den Anlegern genießt, schnell vorbei sein. Die Zinsen und damit die Finanzierungskosten würden steigen. Zum anderen ist die innenpolitische Durchsetzbarkeit derart hoher Verpflichtungen alles andere als garantiert. Einen Solidaritätszuschlag zur Einkommensteuer für Südeuropa – analog zu jenem für die deutsche Wiedervereinigung – zu fordern, käme wohl keinem deutschen Politiker in den Sinn, der wiedergewählt werden möchte.

Angesichts dieser Perspektiven für das ökonomisch leistungsfähigste Euroland ist es wohl nicht sehr wahrscheinlich, dass die übrigen Euroländer problemlos und ohne politische Verwerfungen ihren Verpflichtungen nachkommen würden. Das bedeutet, dass die Garantien im Zweifelsfall nicht vollständig erfüllt werden dürften. Diese Einsicht unterminiert die Glaubwürdigkeit der Hilfszusagen und mag ein Grund dafür sein, warum die Finanzmärkte nach wie vor nervös sind. Sie impliziert insbesondere, dass zusätzliche Ausweitungen der Hilfszusagen kontraproduktiv wirken dürften, weil sie das Vertrauen in die Gesamtkonstruktion schwächen und daher sogar das Minimalziel der kurzfristigen Stabilisierung verfehlen würden.

Sollte die EFSF vergrößert oder gehebelt werden?

Vor diesem Hintergrund erscheint eine erneute Ausweitung der *European Financial Stability Facility (EFSF)* kontraproduktiv. Da mittlerweile offensichtlich geworden ist, dass eine Vergrößerung des Haftungsvolumens politisch nicht durchsetzbar ist, wurde eine Hebelung beschlossen. Frankreich hatte vorgeschlagen, der EFSF eine Banklizenz zu erteilen, damit sie sich bei der Europäischen Zentralbank (EZB) refinanzieren kann. Dies entspräche allerdings einer kaum noch verhohlenen Staatsfinanzierung durch die Notenpresse und wird insbesondere von Deutschland und der EZB strikt abgelehnt. Derzeit ist diese Idee daher vom Tisch. Es bleibt zu hoffen, dass es dabei bleibt, denn wenn nur noch dieser Weg politisch durchsetzbar sein sollte, wäre der Euro tatsächlich am Ende.

Auf dem vergangenen Eurogipfel wurde stattdessen beschlossen, das effektive Volumen der EFSF dadurch auszuweiten, dass sie als anteiliger Ausfallversicherer für gefährdete Staatsanleihen auftritt. Die Hebelung besteht darin, dass den weiterhin privaten Investoren nur ein Teilrisiko abgenommen wird. Eine mögliche Ausgestaltung sieht vor,

dass bei einem *Haircut* von bis zu 20% die EFSF den vollen Schaden übernimmt. Sollte der *Haircut* grösser sein, muss der Investor den zusätzlichen Schaden allein tragen. Der Anteil der EFSF wäre somit auf 20% des Anleihebetrags begrenzt, und sie könnte mit einem Garantievolumen von 440 Mrd. Euro ein Anleihevolumen von 1100 Mrd. Euro besichern. Dieses Versicherungsmodell könnte zum einen dafür sorgen, dass die von gefährdeten Euroländern am Markt geforderten Zinsen begrenzt bleiben. Zum anderen bliebe aufgrund des Selbstbehalts der Investoren, anders als z.B. nach Einführung von Eurobonds, eine gewisse Zinsdifferenzierung nach der Bonität der Länder – und damit der Anreiz zur Konsolidierung – erhalten.

Doch die Nachteile liegen ebenso auf der Hand. So ist völlig offen, ob den Investoren eine bescheidene Teilabsicherung ausreicht. Zudem übernimmt die EFSF in dem beschriebenen Versicherungsmodell eine minderwertige Tranche der jeweiligen Anleihe, denn sie zahlt immer zuerst. Der Hebelungs-trick besteht also darin, nicht mehr alle Risiken bei der EFSF anzusiedeln, sondern nur noch die «schlechten». Gegenüber dem bisherigen Verfahren, einem Land den EFSF-Kredit direkt zur Verfügung zu stellen, steigt dadurch zwar nicht die maximal mögliche, wohl aber die versicherungsmathematisch zu erwartende Belastung der Garantiestaaten. Dies dürfte bei vorausschauenden Investoren unmittelbare Folgen für die Bewertung der Kreditwürdigkeit und damit für die Finanzierungskosten der Garantiestaaten haben.

Darüber hinaus entsteht ein Problem der impliziten Haftung. Die Eingriffe der Staatengemeinschaft werden vor allem damit begründet, dass die Gläubiger der betroffenen Staaten – insbesondere die involvierten Banken – möglicherweise entstehende Ausfälle nicht verkraften könnten, was zu einem Systemkollaps führen würde. Sollte es wider Erwarten nicht nur in Griechenland zu einem Schuldenschnitt um 50% kommen, wäre das Bankensystem eventuell nicht in der Lage, die Verluste zu tragen, und die Staaten müssten erneut einspringen. Auch das Versicherungsmodell kommt also nicht ohne eine Lösung des Bankenproblems aus. Sollten sogar andere Staaten als Investoren gewonnen werden, wie derzeit geplant, so stellt sich die Frage, welche politischen Verwerfungen der Schuldenschnitt nach sich ziehen würde.

Wege zur Lösung der Krise

Der bisherige Verlauf der europäischen Schulden- und Vertrauenskrise hat gezeigt, dass eine Politik der Rettungspakete allein scheitern dürfte. Die dadurch erkaufte Zeit

muss vielmehr genutzt werden, um Vertrauen wiederherzustellen. Zu diesem Zweck hat die EU das sogenannte *Sixpack* auf den Weg gebracht, das Ende September vom Europaparlament verabschiedet worden ist. In diesen sechs neuen Regelwerken geht es vor allem um eine Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspakts, dessen Glaubwürdigkeit durch die Folgenlosigkeit von Regelverstößen und die massgeblich von Deutschland und Frankreich betriebene Aufweichung des Pakts massiv gelitten hat. Bei aller Kritik im Detail³ weist dieser Teil des Sixpacks in die richtige Richtung.

Neue Verordnungen allein haben aber noch keine durchgreifenden Effekte. Wichtig ist vielmehr, dass alle Länder der Währungsunion durch Taten zu erkennen geben, dass sie solide Finanzen anstreben. In den vergangenen Jahren ist der Eindruck entstanden, dass immer erst auf massiven Druck durch die Finanzmärkte hin konsolidiert wurde. Durch mittelfristig angelegte, ambitionierte Austeritätsprogramme, ergänzt mit nationalen Schuldenbremsen von Verfassungsrang, sollte versucht werden, diesen Eindruck zu korrigieren. Dabei sind eine Reihe wichtiger Aspekte zu beachten:

Wirtschaftspolitische Prinzipien einhalten

Die europäische Währungsunion wurde auf der Basis wirtschaftspolitischer Prinzipien errichtet, die sich in der Vergangenheit bewährt hatten. Dazu zählten das Verbot der Staatsfinanzierung durch die Notenbank, die Unabhängigkeit der Geldpolitik und die Nichteinstandsklausel. In der Krise sind diese Prinzipien beschädigt worden. So hat die EZB in grossem Umfang Staatsanleihen von Krisenländern angekauft. Dadurch hat sie die Bondpreise gestützt und die Staatsverschuldung der betroffenen Länder erleichtert. Zudem hat sie ihre Käufe italienischer Staatsanleihen vom Konsolidierungsprogramm der italienischen Regierung abhängig gemacht und, als dies verwässert zu werden drohte, per Brief recht unverhohlen in die italienische Finanzpolitik eingegriffen. Schliesslich haben die europäischen Regierungen das Verbot eines staatlichen *Bailout* so interpretiert, dass weitreichende Rettungspakete und Garantien davon nicht ausgeschlossen sind. Jede dieser Massnahmen mag in der Not des Augenblicks gerechtfertigt erschienen sein – alternativlos war keine. Doch die Leitplanken guter Politik zu überschreiten, birgt das Risiko, die Glaubwürdigkeit der Institutionen auf längere Zeit zu beeinträchtigen. Gerade in einer Vertrauenskrise ist das ein wenig erfolgversprechendes Mittel.

Verlorenes Vertrauen in die Grundsätze einer verantwortungsvollen Politik ist schwer

zurückzugewinnen. Für die EZB besteht zumindest kein grundsätzliches Hindernis, zu den ursprünglichen Prinzipien zurückzukehren. Um dies zu signalisieren, sollte sie ihr Ankaufprogramm für Staatsanleihen schnell beenden. Eine Wiederherstellung der Nichteinstandsklausel in dem Sinne, dass zwischenstaatliche Finanzhilfen verboten sind, ist nicht ernsthaft zu erwarten. Eine entsprechende Ankündigung wäre nicht glaubhaft. Der verschärfte Stabilitäts- und Wachstumspakt stellt aber immerhin einen Versuch der Finanzpolitik dar, ihre Glaubwürdigkeit zu erhöhen. Darüber hinaus sollte sich die Währungsunion eindeutige Regeln für zukünftige Hilfseinsätze geben, die zumindest eine Haftungsbeschränkung enthalten. Dies könnte im Rahmen eines Insolvenzverfahrens für Eurostaaten geschehen, auf den später noch eingegangen wird.

Kommunikation und Transparenz verbessern

Insbesondere in Vertrauenskrisen ist eine erfolgreiche Kommunikationspolitik wichtig. Glaubwürdige Kommunikation erfordert, das Offensichtliche beim Namen zu nennen. Die europäischen Regierungen haben viel zu lange bestritten, dass Griechenland insolvent ist. Damit haben sie nicht nur das Vertrauen in die Angemessenheit ihrer Massnahmen beschädigt. Sie haben sich auch der Möglichkeit entzogen, über ein Insolvenzverfahren zu entscheiden. Denn dies hätte ja die offizielle Position widerlegt, dass die Pleite eines Eurolandes ausgeschlossen ist. Glaubwürdige Kommunikation erfordert zudem transparente Entscheidungen. Die EZB hat das Ankaufprogramm für Staatsanleihen, das sie am 10. Mai 2010 begann, in einer Pressemitteilung mit dysfunktionalen Märkten begründet, die eine angemessene geldpolitische Transmission behinderten. Sie hat aber nicht angegeben, welche Anleihen sie tatsächlich erworben hat, und konnte daher auch nicht die Länderauswahl erläutern. Tatsächlich dürften es zunächst wohl ausschliesslich Staatsanleihen weniger kleiner Länder gewesen sein. Daher stellte sich die Frage, wieso eine «Fehlfunktion» des Marktes – z.B. für griechische Staatsanleihen – die geldpolitischen Ziele der EZB im gesamten Euroraum gefährdet haben sollte. Es wäre die Aufgabe der EZB gewesen, dies unmittelbar und ausführlich zu erklären. Für die Zukunft ist bei allen politischen Entscheidungsträgern anzumahnen, derartige Kommunikationsmängel zu vermeiden.

Wirtschaftliche Anpassung nicht verschleppen

Die Krisenentwicklung in den baltischen Staaten hat gezeigt, zu welcher weitreichenden Anpassungen Länder kurzfristig in der Lage

³ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2010): Deutschland im Aufschwung – Wirtschaftspolitik vor wichtigen Entscheidungen, S. 48f., sowie Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011): Aufschwung setzt sich fort – Europäische Schuldenkrise noch ungelöst, S. 48.

sind. Dort ist nach Jahren hohen Wirtschaftswachstums bei gleichzeitig immensen Leistungsbilanzdefiziten die Aussenfinanzierung im Zuge der weltweiten Finanzkrise 2008 zusammengebrochen. Dies beschränkte die inländische Nachfrage abrupt und führte zu einer dramatischen Rezession. Die Importe fielen in sich zusammen, und das Leistungsbilanzdefizit wandelte sich innerhalb kurzer Zeit in einen Überschuss. Auch wenn die Lage in diesen Ländern weiterhin schwierig ist, steigt doch das BIP seit Mitte 2009 wieder an. In den Krisenländern der Eurozone – ausser Irland – geschieht die Anpassung der Leistungsbilanz nur schleppend. Zwar ist auch dort die private Aussenfinanzierung von Importüberschüssen kollabiert. Die EZB stellt aber im Rahmen ihrer Refinanzierungsgeschäfte unbegrenzt Zentralbankgeld zur Verfügung, das im Rahmen des Target2-Systems in grossem Umfang zur Bezahlung von Nettoimporten (oder zur Kapitalflucht) verwendet wird.⁴ Dadurch wird in den betreffenden Ländern der Anpassungsdruck gemildert. Auf den ersten Blick mag das zu begrüßen sein, denn die Belastung der Bevölkerung ist schon hoch. Doch wird damit der Bevölkerung ein künstlich überhöhtes Konsumniveau finanziert. In dem Masse, in dem so notwendige Reformen verschleppt werden, dürfte sich die Krise verlängern und die politische Instabilität erhöhen.

Insolvenzmechanismus für Staaten schaffen

Eine Rückkehr zum *No-Bailout*-Prinzip erscheint wünschenswert, ist aber illusorisch. Um das marktwirtschaftliche Haftungsprinzip und den europäischen Solidaritätsgedanken neu auszutarieren, ist ein glaubwürdiger und anreizkompatibler Insolvenzmechanismus für Eurostaaten dringend erforderlich. Ein Mangel an Vorschlägen zu seiner Ausgestaltung herrscht nicht.⁵ Wichtig ist dabei der Grundsatz «Haircut vor Hilfe», mit dem sichergestellt werden soll, dass zwischenstaatlichen Hilfszahlungen immer eine Beteiligung der privaten Investoren vorausgeht.⁶ Denn im Nachgang zu schon erfolgten Hilfszahlungen den privaten Sektor zu einer freiwilligen Beteiligung zu motivieren, hat sich nach den bisherigen Erfahrungen mit der Restrukturierung der griechischen Staatsschulden wenig überraschend als sehr schwierig herausgestellt. Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) enthält erste – wenn auch unzureichende – Ansätze, wie im Falle der Zahlungsunfähigkeit eines Staates vorgegangen werden soll. Bis zu seinem geplanten Inkrafttreten im Jahr 2013 sollte ein vollständiger Insolvenzmechanismus integriert werden.

Finanzsystem reformieren

Ein zentraler Bestandteil eines europäischen Programms zur Krisenbewältigung müssen Reformen des Finanzsystems sein. Solange das marktwirtschaftliche Haftungsprinzip der Investoren mit dem Hinweis auf möglicherweise nicht beherrschbare Finanzmarkturbulenzen ausgehebelt wird, bleiben die Regierungen erpressbar. Zudem wird ein massiver Fehlanreiz generiert: Wenn eine Bank nur systemrelevant genug ist, wird sie gerettet.⁷ Die Umsetzung entsprechender Reformen kommt jedoch nur schleppend voran, auch weil eine über die Grenzen der Währungsunion hinausgehende Abstimmung erforderlich scheint. Kurzfristig gilt es, die Krisenresistenz des Bankensystems zu erhöhen. Dafür bietet es sich an, die Eigenkapitalausstattung der Banken zu erhöhen, sei es durch Kapitalaufnahme am Markt oder durch staatliche Kapitalzuführung. Letztere kann in Krisenländern der EFSF übernehmen. Die europäische Politik hat die Dringlichkeit des Problems mittlerweile offenbar erkannt. Bis zum Juni 2012 müssen die europäischen Banken ihren Kapitalpuffer deutlich erhöhen.

Fazit

Eine baldige Lösung der europäischen Schulden- und Vertrauenskrise ist nicht zu erwarten. Schulden lassen sich nur mittel- und langfristig abbauen, und verlorenes Vertrauen ist nicht schnell zurückzugewinnen. Umso wichtiger ist es, dass alle Mitgliedsstaaten des Euroraums ihre Konsolidierungsaufgaben entschlossen angehen und auf europäischer Ebene die erforderlichen Reformen des institutionellen Rahmens vorangetrieben werden. Die Vorschläge dazu liegen auf dem Tisch. Dagegen gefährdet eine fortgesetzte Ausweitung der Rettungsschirme die Stabilität der verbliebenen Garantieländer und letztlich den Bestand der Währungsunion. ■

4 Vgl. H.-W. Sinn und T. Wollmershäuser (2011): Target2-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB, ifo Working Paper Nr. 105.

5 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011): Aufschwung setzt sich fort – Europäische Schuldenkrise noch ungelöst, S. 50ff.

6 Vgl. H.-W. Sinn und K. Carstensen (2010): Ein Krisenmechanismus für den Euroraum, ifo Schnelldienst, Sonderausgabe, 19.11.2010.

7 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2010): Deutschland im Aufschwung – Wirtschaftspolitik vor wichtigen Entscheidungen, S. 52f., sowie Brief des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen an den Minister Dr. Schäuble: Ohne Finanzmarktreformen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise, Juli 2010.