



Franz-Christoph Zeitler**

Wege aus der europäischen Staatsschuldenkrise nach den Beschlüssen des Gipfels vom Juli 2011*

1.

Die aktuelle Staatsschulden- und Zahlungsbilanzkrise einiger europäischer Staaten ist entgegen manchem Eindruck in der Öffentlichkeit kein »Kind der Währungsunion«; es gab ähnliche Krisen in Europa auch in früheren Zeiten, zuletzt 1992/93 die Krise des damaligen Europäischen Währungssystems (EWS), die im Übrigen auch erhebliche finanzielle und wirtschaftliche Lasten für Deutschland zur Folge hatte.¹ Frühere Krisen haben sich allerdings in erster Linie am Wechselkurs »entladen«; bei fixierten Wechselkursen in der Währungsunion entladen sie sich an den Zinsen und Zinsspreads für Staatsanleihen. Unabhängig von diesen unterschiedlichen Symptomen sind die tieferen Ursachen dieser Krisen jedoch sehr ähnlich: Es ging und geht im Grunde um *Krisen des Vertrauens* – des Vertrauens in die finanzpolitische Handlungsfähigkeit eines Staates, letztlich in seine Wettbewerbsfähigkeit. Denn nur eine wiedergewonnene *Wettbewerbsfähigkeit* kann die Grundlage für eine Gesundung der Staatsfinanzen und eine privatwirtschaftliche Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits legen, das derzeit im Falle Griechenlands und anderer Peripheriestaaten öffentlich, d.h. über die Refinanzierungslinien der Banken dieser Länder beim Eurosystem finanziert wird und sich in den sogenannten Target2-Salden niederschlägt. Diese sind somit nicht das »Feuer«, sondern der »Rauch«, nicht die Ursache, sondern Folge tiefer sitzender Ungleichgewichte.

2.

Der »klassische Weg« zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit in einem System flexibler oder jedenfalls veränderbarer Wechselkurse besteht in einer Abwertung der Währung; folglich wird dieser Weg auch häufig als Lösungs-

weg für die aktuelle Staatsschuldenkrise im Falle Griechenlands vorgeschlagen als Ausschluss oder – vornehmer formuliert – Austritt des Landes aus der Währungsunion. Unabhängig von den rechtlichen und politischen Implikationen eines solchen Schritts und insbesondere der Gefahr einer negativen Dynamik für den europäischen Einigungsprozess mit zunehmender Disintegration und politischen Zerwürfnissen, wie sie auch in früheren Wechselkurskrisen zu beobachten waren – auch in einem Regime flexibler Wechselkurse würde mit einer Abwertung der Währung letztlich nur »Zeit gekauft« werden; die tiefer sitzenden Probleme der *Wettbewerbsfähigkeit* eines Landes – die Investitionsbedingungen, die Regeln des Arbeitsmarktes, die Effizienz und Infrastruktur der Verwaltung, letztlich die Frage nach dem »Geschäftsmodell« eines Landes sind mit den Abwertungen noch nicht gelöst. Es besteht sogar die Gefahr, dass durch den preislichen Entlastungseffekt einer Abwertung fundamentale Probleme als weniger dringend empfunden und ihre Lösung hinausgeschoben wird und Abwertungen über steigende Importpreise zu wachstumsschädlichen Inflationsschüben (Preis-Lohn-Spiralen) führen.

Bei Geltung fixierter Wechselkurse, also in einer Währungsunion verläuft der Anpassungsprozess – hierauf wurde vor Eintritt in die Währungsunion vielfach aufmerksam gemacht – über die »realen Wechselkurse«, also über eine Anpassung der gesamten Lohn- und Preisstruktur und anderer für die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes konstitutiver Faktoren. Dieser Weg über eine Reform der »Fundamentals« ist sicherlich schmerzhafter als eine Anpassung der nominellen Wechselkurse (die die internen Preisrelationen zunächst unverändert lässt), aber er setzt an den ordnungspolitischen Wurzeln einer Währungs- oder Zahlungsbilanzkrise an und bietet deshalb die Chance der Nachhaltigkeit.

Die Verträge zur Europäischen Union bieten grundsätzlich den Vorteil, einen *institutionellen Rahmen* entwickeln und bereitstellen zu können, der die notwendigen tiefen strukturellen Reformmaßnahmen auslöst und absichert, und zwar auch strukturelle Reformen, die neben die notwendige Anpassung der Löhne und Preise treten müssen (wie im Falle Griechenlands z.B. durchgreifende Reformen der Verwaltungsinfrastruktur, Privatisierungen, Effizienz des Öffentlichen Dienstes). Dieser – weiterzuentwickelnde – institutionelle Rahmen wurde allerdings 2004/2005 durch die historische Fehlentscheidung der als »Reform« bezeichneten Aufweichung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes beschädigt. Bei einem funktionierenden Stabilitätspakt hätte sich nicht das griechische Defizit statt der ursprünglich an die EU-Kommission gemeldeten 3,6% für 2009 auf 15,4% »entpuppen« können, was letztlich der »Trigger« für die Vertrauenskrise und die steigenden Spreads bei den Staatsanleihen war. Nachdem die »Ex ante-Sicherung« des Stabilitätspakts 2005 entscheidend geschwächt war, haben die Staats- und Regierungschefs 2010 beschlossen, durch die

* Abgeschlossen am 1. August 2011.

** Prof. Dr. Franz-Christoph Zeitler ist Honorarprofessor an der Universität Augsburg.

¹ Hierzu gehörte auch die aus dem währungspolitischen Beistand resultierende Vermehrung der Geldmenge in Deutschland und die in Folge dessen stabilitätspolitisch notwendigen, aber über das binnenwirtschaftlich gebotene Maß hinausgehenden Zinssteigerungen in Deutschland.

Übergangslösung des EFSF (European Financial Stability Facility) und ab 2013 durch die Dauerlösung des ESM (European Stability Mechanism) einen »Ex post-Anpassungsmechanismus« vorzusehen, der auf zwei zentralen »K's« (Kredite + Konditionen) beruht. Diese rechtlichen Pfeiler des neuen institutionellen Rahmens werden allerdings nur erfolgreich sein, wenn sie durch gleichläufige ökonomische Anreizmechanismen untermauert werden.

3.

Nach den *Beschlüssen des Gipfels vom 21. Juli 2011* war nicht nur in der Politik, sondern auch an den Märkten Erleichterung zu spüren, die an sinkenden Spreads für griechische Staatsanleihen ablesbar war. Nach einer längeren Phase der Unsicherheit, die fast jeden Tag durch neue »Umschuldungsmodelle« genährt wurde (und bei denen die Rechnung oft ohne den »Wirt« gemacht wurde, nämlich den für die Einbeziehung Griechenlands in den europäischen Geldmarkt zuständigen Notenbanken des Eurosystems), zeigten die Gipfelbeschlüsse Handlungsfähigkeit des Euroraums und wenden jedenfalls für die unmittelbare Zukunft die Gefahr einer negativen politischen Dynamik im Euroraum ab. Nach den Erfahrungen mit den seinerzeitigen Beschlüssen vom Mai 2010 bestehen allerdings Zweifel, ob die positive Marktreaktion von Dauer ist.

Positiv zu bewerten ist an den Gipfelbeschlüssen neben der Vermeidung einer (weiteren) Vermischung von Notenbankaufgaben und Finanzpolitik vor allem der Verzicht auf Scheinlösungen wie die Einführung neuer Steuern, die Vermeidung von (expliziten) Eurobonds und damit einer Vergemeinschaftung von Schulden ohne gleichzeitige Vergemeinschaftung der Ausgabeentscheidungen (also eine politischen Union)² sowie das Versprechen einer Stärkung des Stabilitäts- und Wachstumspakts und die weitere Einbindung des Internationalen Währungsfonds in Programmvolumina und Programmkontrolle.

Die grundsätzliche Einigung auf ein zusätzliches Kredit- und Strukturanpassungsprogramm für Griechenland mit dem beeindruckenden Volumen weiterer 109 Mrd. Euro ist realistisch gesehen die einzige Möglichkeit, eine breit angelegte Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit des Landes zu erreichen und *Einfluss* auf eine höhere Effizienz des öffentlichen Sektors, eine Reform der Verwaltungsinfrastruktur, eine durchgreifende Privatisierung, einen Abbau von Bürokratie und Verbesserung der Investitionsbedingungen zu gewinnen, sowie nicht zuletzt eine Therapie gegen verbreitete Korruptionspraktiken zu finden. Im Gegensatz zu nicht mehr rückholbaren Einmal-Maßnahmen wie Schuldenerlass, Schuldenübernahme oder -garantien erlaubt das Mittel ei-

nes schrittweise (in »Tranchen«) auszahlenden Kredits am ehesten eine kontinuierliche und glaubwürdige Überwachung der Reformfortschritte.

Ambivalent zu sehen ist m.E. der von der Politik stark hervorgehobene Beschluss zur Beteiligung des privaten Sektors, da dieser einmal um den Preis erheblicher öffentlicher Sicherheiten gegenüber den Investoren erkaufte wurde (und damit eher ein »Bailout« als ein »Bailin« ist); immerhin wurden absehbare negative Side Effects einer harten Umschuldung durch die Vermeidung eines »Kreditereignisses« für die Kreditausfallversicherungen (CDS), sowie Rekapitalisierungszusagen für das griechische Bankensystem beschränkt und die für das Vertrauen in die europäische Geldpolitik zentrale Voraussetzung »ausreichender Sicherheiten« (Artikel 18 ESZB-Statut) durch die (im Einzelnen noch zu konkretisierende) Zusage zusätzlicher Besicherung griechischer Anleihen weitgehend beachtet.

4.

Die längerfristige Beurteilung der Beschlüsse und ihres Einflusses auf die Vertrauensbildung an den Märkten hängt jedoch überwiegend davon ab, inwieweit der neugestaltete *institutionelle Rahmen* die richtigen *Anreizeffekte* schafft. Wie die Erfahrung zeigt, laufen gut gemeinte Auflagen und Monitoringverfahren meist ins Leere, wenn Fehlanreize im institutionellen Rahmen ein »Ausarbitrieren« der Vorgaben und Auflagen prämiieren.

Unter diesem Gesichtspunkt wecken die – im Detail allerdings noch offenen – Grundsatzbeschlüsse zu *Sekundärmarktkäufen* durch die europäischen Fonds EFSF und ESM ebenso Bedenken wie die Einräumung einer »vorsorglichen *Programmlinie*« der europäischen Fonds. Auch die (weitere) Reduzierung der Zinssätze für die Programmkredite bis »nahe an die Finanzierungskosten des EFSF« (Ziffer III der Gipfelerklärung vom 21. Juli 2011) dürfte nicht gerade den Druck in Richtung eigene Kapitalmarktfähigkeit und Ablösung der europäischen Kredite durch die Peripheriestaaten erhöhen.

Käufe am Sekundärmarkt bergen die Versuchung, die »Rauchentwicklung« (= höhere Zinssätze) zu bekämpfen, statt sich den Feuer- und Brandherden zuzuwenden (Ineffizienzen der Finanz- und Wirtschaftspolitik); anders als bei Primärmarktkaufen, die einer Kreditvergabe äquivalent sind, ist es auch schwierig, Sekundärmarktkaufe mit dem Kriterium der Konditionalität zu verbinden.

Der Konnex mit der gebotenen Konditionalität ist auch das Hauptproblem der ins Auge gefassten vorbeugenden Kreditlinie, da auch die als Vorbild genommene flexible Kreditlinie (FCL) des IWF nur auf einer allgemeinen Einschätzung der Financial Soundness eines Landes und nicht auf konkreten Konditionen aufbaut. Eine strikte Konditionalität der Hilfen ist aber auch in dem als Rechtsgrundlage des künftigen

² Eine solche politische Union müsste auch Entscheidungsprozesse vorsehen, die dem Demokratieprinzip vollständig genügen, darunter ein annähernd gleiches Stimmgewicht bei den Wahlen zum Europäischen Parlament und in Wahlkreisen direkt gewählte Europäische Abgeordnete.

tigen ESM ab 2013 vorgesehenen Artikel 136 Absatz 3 AEUV verankert. Die (wenigen) inhaltlichen Vorgaben der geplanten Ergänzung des institutionellen Rahmens dürfen nicht schon erodieren, bevor sie in Kraft getreten sind.

Bei der nun mehr unter polnischer Ratspräsidentschaft anstehenden Ausgestaltung der Beschlüsse im Detail sollten deshalb dem Grundsatz der *finanzpolitischen Eigenverantwortung* eines jeden Mitgliedstaats der Währungsunion größtes Gewicht beigemessen werden und insbesondere die Grundsätze der *Konditionalität* und *Marktdisziplin* konsequent umgesetzt werden. Dies könnte zum Beispiel darin bestehen, die »vorsorgliche Programmlinie« in ein ebenfalls »vorsorgliches«, aber verbindliches Anpassungsprogramm einzubetten und die Sekundärmarktkäufe auf ein Angebot an das Eurosystem zur Übernahme dort aufgelaufener Staatsanleihen (SMP) zu konzentrieren. Bei den beschlossenen Zinssenkungen für die Programmkredite sollte jedenfalls sichergestellt werden, dass nicht die Fehler wiederholt werden, die in der Phase der Zinskonvergenz der Währungsunion nach 1998 gemacht wurden; d.h. der Entlastungseffekt der niedrigen Zinsen müsste voll zur Senkung der Etatdefizite und nicht für andere Haushaltsziele verwendet werden.

Der entscheidende Lackmustest für die Glaubwürdigkeit der Beschlüsse dürfte allerdings die angekündigte Stärkung des *Stabilitäts- und Wachstumspaktes* sein. Wesentliche Elemente hierzu sind nach den Erfahrungen der Vergangenheit die Einführung einer »umgekehrten Mehrheit« (Reverse Majority), und zwar nicht nur im »präventiven Teil«, sondern vor allem beim reaktiven Teil des Paktes, also bei der Feststellung eines erhöhten Defizits und der Einleitung des »exzessiven Defizitverfahrens« (EDP). Ferner gehören hierzu glaubwürdige Sanktionen, darunter die Einbehaltung europäischer Fondsmittel »an der Quelle« und die Aussetzung der Stimmberechtigung eines Landes bei finanz- und haushaltsrelevanten Entscheidungen der europäischen Gremien. Auch die bei der Abschwächung des Paktes im Jahre 2005 eingeführte und in der Öffentlichkeit wenig beachtete Möglichkeit von »Verfahrensschleifen«, also der beliebigen Wiederholung des »sanktionsrechtlichen Vorspiels« (wie Empfehlungen und deren Veröffentlichung), ist wieder zu Gunsten eines glaubwürdigen Eskalationsmechanismus' zu streichen.

Das wichtige Ziel, »Ansteckungseffekten« (Contagion) auf andere Länder des Währungsraumes vorzubeugen, lässt sich – wie bei der Gefahr medizinischer Ansteckung – am ehesten durch eine *Immunisierung* der potenziellen Ansteckungskandidaten erreichen. Auf die Staatsschulden- und Zahlungsbilanzkrise übersetzt heißt dies, die finanzpolitische Eigenverantwortung als Anreiz zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit und damit des Vertrauens in die jeweiligen Länder konkret umzusetzen. Das Beharren hierauf wird in

den Medien mitunter als »fehlende Solidarität« der europäischen Kernländer und insbesondere Deutschlands mit anderen europäischen Staaten bezeichnet. Die wahre Solidarität zeigt sich aber in der Nachhaltigkeit, in der Schaffung dauerhaft stabiler Grundlagen für die Währungsunion. Solidarität setzt eben Solidität voraus.