

Die Währungsunion – auf dem Weg in eine neue Stabilitätskultur

von Klaus Regling

Die Ratingagentur Fitch hat in einer Studie – *The Euro Area Financial Crisis – How Does It End*¹ – drei mögliche Szenarien aufgezeichnet, um die Schuldenkrise zu überwinden. Eine erste Option zielt auf einen Umbau der Währungsunion mit Fernziel der “Vereinigten Staaten von Europa”. In einem ersten Schritt könnte ein europäischer Finanzminister etabliert werden, der Durchgriffsrechte in die nationalen Haushalte erhält. Weitergehende Überlegungen sehen die Einrichtung einer Fiskalunion vor, um die Möglichkeit zur Emission von Euro-Bonds zu schaffen. Alle Szenarien würden die Bewältigung der Schuldenkrise über eine vertiefte Integration erleichtern. Sie setzen aber zugleich Änderungen im Lissabon-Vertrag und eine erhebliche Übertragung einzelstaatlicher Souveränität auf die europäische Ebene voraus. Dies halte ich in den nächsten Jahren für schwierig. Europa ist in der Geschichte niemals in drastischen Veränderungen vorangegangen, sondern immer nur in kleinen Schritten.

Auf der Gegenseite spielt Fitch, wenn das Szenario von der Agentur auch als unrealistisch eingestuft wird, den Ausstieg eines Euro-Mitglieds aus der Währungsunion durch. Skeptiker des Euro haben seit Jahren argumentiert, die Währungsunion sei mit ihrer Asymmetrie aus zentraler Geldpolitik und dezentraler Fiskal- und Wirtschaftspolitik nicht überlebensfähig. Staaten, die die Wettbewerbsfähigkeit verlieren und dies nicht über den Wechselkurs kompensieren können, müssten die Währungszone verlassen. Dies zielt in der aktuellen öffentlichen Diskussion vor allem auf Griechenland.

Ich teile diese Position nicht. Zunächst sehen die Verträge keinen Ausschluss eines Mitglieds aus der Währungsunion vor. Zweitens überwiegen, so eine Studie der Schweizer Bank UBS, die ökonomischen Kosten eines Ausschlusses eines Euro-Mitglieds deutlich die finanziellen Aufwendungen, um die Währungsunion

1 Vgl. unter http://www.fitchratings.cl/Upload/euro%20area%20financial_2011.pdf.

unverändert zu erhalten. Für Deutschland lässt sich die Rechnung auch anders stellen. Die KfW beziffert den wirtschaftlichen Vorteil durch Teilnahme an der Währungsunion auf bis zu 60 Mrd. Euro allein in den letzten beiden Jahren. Drittens beweist das EU-Mitglied Lettland, das zwar nicht zur Eurozone gehört, aber eine feste Bindung an den Euro unterhält, dass im Miteinander von Haushaltskonsolidierung, Strukturreformen und innerer Abwertung eine Rückkehr zur Wettbewerbsfähigkeit möglich ist – und das in einem relativ kurzen Zeitraum und nach einem Schrumpfen der Wirtschaft um fast 20 Prozent.

Es bleibt daher nur der „dritte Weg“, oder wie es der Ökonom *Barry Eichengreen* formuliert: *“There are circumstances where history can't be run in reverse and the creation of the euro is one of these. Europe has its Monetary Union. It now has no choice but to make it work”*.² Diesen Weg hat die Politik in Europa in Reaktion auf die Finanz- und Schuldenkrise eingeschlagen – und dafür gibt es gute ökonomische und politische Gründe. Der Euro kann in seiner ersten Dekade beachtliche Erfolge aufweisen: niedrige Inflationsraten, die Sicherung des Binnenmarkts und den Aufstieg zur eindeutig zweitwichtigsten Reservewährung der Welt. Dennoch wäre es vermessen gewesen, die Währungsunion von Beginn an als perfekt zu bezeichnen. Die Mängel, die existierten und die seit Jahren bekannt waren, wurden jetzt durch die Finanz- und Schuldenkrise offengelegt. Darauf hat die Politik mit Anpassungen in der Finanzmarktregulierung, der *„economic governance“* und der Krisenbewältigung reagiert.

An den Märkten wacht seit Januar ein neuer europäischer Systemrisikorateur (ESRB) über die Stabilität des gesamten Finanzsystems. Der ESRB wird flankiert von drei neuen europäischen Agenturen – EBA, EIOPA, ESMA – für Banken, Versicherungen und Wertpapiere. Der Aufbau des ESRB mit der erstmaligen Einbindung von Notenbanken, Aufsichtsbehörden und EU-Kommission ermöglicht es, Daten über Bankbilanzen, Kapital- und Kreditströme sowie makroökonomische Entwicklung miteinander zu verknüpfen, um frühzeitig systemische Risiken zu identifizieren und zu lokalisieren. Irlands Immobilienkrise wäre nicht zu einem solchen Risikofaktor für das Land geworden, wenn es eine ESRB-Überwachung vor einigen Jahren schon gegeben hätte.

Auch bei der *economic governance* gehen die Staaten voran. Mit dem *“Europäischen Semester”* schlägt Europa einen grundlegend neuen Weg ein. Das Semester schafft die Möglichkeit, einzelstaatliche Reformprogramme und Haushalte

2 Vgl. unter http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/one_way_euro_7-29-11.pdf.

vor Verabschiedung durch die nationalen Parlamente zu begutachten, um rechtzeitig Probleme aufzudecken, die negativ auf die Partnerstaaten ausstrahlen können. Europa hat darüber hinaus ein Gesetzespaket verabschiedet, um den Stabilitätspakt zu verschärfen; insbesondere wird die Möglichkeit politischer Einflussnahme durch neue Abstimmungsmöglichkeiten begrenzt. Ein neues wirtschaftspolitisches Überwachungsverfahren (*Excessive Imbalance Procedure*) zielt darauf ab, rechtzeitig wirtschaftliche Ungleichgewichte zwischen den Staaten zu begrenzen.

Das Legislativ-Paket wird vom „Euro-Plus-Pakt“ flankiert, der nationale Bereiche abdeckt, für die es keine EU-Kompetenzen gibt. Eine Reihe von Staaten haben im Rahmen des Euro-Plus-Pakts signalisiert, nationale Schuldenbremsen in ihren Verfassungen zu verankern. Die Staats- und Regierungschefs werden in diesem Monat auf Vorlage von EU-Präsident *Herman Van Rompuy* ferner Vorschläge beraten, um Entscheidungsstrukturen und Kommunikation der Eurozone zu verbessern.

Das alles dient in erster Linie der Krisenprävention ebenso wie die Anstrengungen der Euro-Staaten, nationale Sparprogramme und wirtschaftliche Strukturformen zu forcieren. Die Finanz- und Schuldenkrise hat aber auch gezeigt, dass die Währungsunion, die im Gegensatz zu den USA nicht über ein klar identifizierbares fiskales „Rettungszentrum“ verfügt, einen Mechanismus zur Krisenbewältigung braucht. Die EU-Staats- und Regierungschefs beschlossen deshalb im Mai 2010, im Rahmen eines Gesamtpakets zur Sicherung der Finanzstabilität der Währungszone, die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) einzurichten. Die EFSF ist ein temporärer Rettungsmechanismus mit Sitz in Luxemburg, dessen Aktionäre die Euro-Staaten sind. Sie verfügt aktuell über ein Ausleihungsvolumen von etwa 240 Milliarden Euro, abgesichert durch Garantien der Euro-Länder. Im März dieses Jahres verständigten sich die Staats- und Regierungschefs darauf, das Kreditvolumen der EFSF auf 440 Milliarden Euro anzuheben und der EFSF Anleihekäufe von Staaten innerhalb eines makroökonomischen Anpassungsprogramms am Primärmarkt zu ermöglichen. Im Juli wurde die politische Einigung erzielt, das EFSF-Aufgabenspektrum um folgende Instrumente zu erweitern: vorsorgliche Kreditlinien, Darlehen an Regierungen zur Kapitalisierung von Finanzinstituten in Nicht-Programm-Ländern sowie Interventionen am Sekundärmarkt.

Die EFSF wird 2013 in den permanenten Rettungsschirm ESM übergehen, der mit Eigenkapital i.H.v. 80 Mrd. Euro ausgestattet wird und über ein identisches Handlungsspektrum verfügt. Er wird, anders als die EFSF, automatisch die Ein-

beziehung des Privatsektors je nach Solvenz eines Empfängerlandes vorsehen. Dieses Vorgehen orientiert sich am IWF-Ansatz. Grundlage für die Beteiligung privater Gläubiger ist eine Schuldentragfähigkeitsanalyse. Stellt diese einen vorübergehenden Liquiditätengpass fest, wird der Privatsektor ermutigt, sein finanzielles Engagement aufrechtzuerhalten. Ist das Land überschuldet, werden die privaten Gläubiger unmittelbar einbezogen. In solchen Fällen wird die Gewährung öffentlicher Hilfen an eine Lastenteilung geknüpft. Die Einführung standardisierter Umschuldungsklauseln (CACs) ab 2013 in Schuldverschreibungen der Euro-Staaten wird die Schulden-Restrukturierung im Währungsraum erleichtern.

Die Euro-Staaten schließen mit EFSF/ESM eine strukturelle Lücke im Konzept der Währungsunion. Die EU-27 verfügt seit 1988 über das Instrument der Zahlungsbilanzhilfe, die EU-Staaten in Schwierigkeiten vorübergehend Finanzhilfe einräumt. Im Gegenzug verpflichten die Staaten sich, strukturelle Reformen und Sparmaßnahmen durchzuführen, um ihre Zahlungsprobleme zu beheben. Länder, die den Euro eingeführt haben, können diese europäische Zahlungsbilanzhilfen nicht nutzen.

Vorbild für das Instrument der Zahlungsbilanzhilfe in der EU und für EFSF/ESM in der Währungsunion ist das Konzept des Internationale Währungsfonds (IWF). Angeschlagenen Staaten wird mit Hilfe von Krediten Zeit eingeräumt, ihre Budgets zu sanieren und die Wirtschaft wieder wettbewerbsfähig zu machen. Der IWF verfolgt diese Politik seit 60 Jahren mit Erfolg. Die Deutsche Bundesbank erhielt für ihre anteiligen Finanzierungen von IWF-Programmen Zinsen und musste zu keinem Zeitpunkt Abschreibungen vornehmen.

EFSF und ESM sind aber keine ‚Kopien‘ des Währungsfonds. Beide Stabilisierungsinstrumente sind nicht für die Formulierung makroökonomischer Anpassungsprogramme in angeschlagenen Staaten zuständig. Das übernehmen, wie auch das Monitoring der Stabilisierungsprogramme, die Europäische Kommission, der IWF und die Europäische Zentralbank. Europa vermeidet mit dieser Aufgabenteilung Doppelarbeit. Andererseits werden EFSF und ESM mit der Möglichkeit der Rekapitalisierung von Finanzinstituten und Interventionen am Sekundärmarkt über Instrumente der Krisenprävention verfügen, die der IWF nicht hat.

Europa hat seit Ausbruch der Schuldenkrise umfassende Maßnahmen zur Krisenprävention und Krisenbewältigung auf den Weg gebracht. Bei vollständiger Umsetzung auf nationaler und europäischer Ebene wird die Währungsunion in

Zukunft besser funktionieren. Sollte es dennoch zu Liquiditätsengpässen individueller Staaten kommen, kann ein Rettungsmechanismus mit flexiblen Instrumenten – Kredite, präventive Kreditlinien, Interventionen am Primär- und Sekundärmarkt, Rekapitalisierung von Finanzinstituten – helfen, die notwendigen Anpassungsmaßnahmen in einzelnen Mitgliedstaaten zu ermöglichen. Es wird „Zeit gekauft“, bis diese Anpassungsmaßnahmen ihre Wirkung entfalten. Alle Instrumente sowie Interventionen von EFSF und ESM sind an strikte Auflagen geknüpft. Die Währungsunion wird daher keine Transferunion; es wird keinen dauerhaften „Länderfinanzausgleich“ von reich nach arm geben. Es wird Hilfe zur Selbsthilfe finanziert, damit ein Land nach Überbrückung der Probleme aus eigener Kraft wieder an den Kapitalmarkt zurückkehren kann – ein Konzept, das sich beim IWF seit 60 Jahren bewährt hat und jetzt bei Irland und Portugal positive Wirkung zeigt.