

Friedrich Heinemann

Zwischen »Kernschmelze« und »Fass ohne Boden« – zum Dissens deutscher Ökonomen in der Schuldenkrise

1. Kontroverse Erwartungen vor Einführung des Euro

Der Euro hat deutsche Ökonomen bereits vor seiner Einführung polarisiert. Auf die in Maastricht im Februar 1992 unterzeichnete Grundsatzentscheidung zugunsten einer europäischen Währung reagierte die Fachwelt mit viel beachteten öffentlichen Aufrufen: 1992 warnten in einem von Renate Ohr und Wolf Schäfer initiierten Manifest die Unterzeichner vor einer überhasteten Einführung einer Europäischen Währungsunion, diese würde »Westeuropa starken ökonomischen Spannungen aussetzen, die in absehbarer Zeit zu einer politischen Zerreißprobe führen können und damit das Integrationsziel gefährden«.¹ Kurz vor der Euro-Einführung drängten die Euro-Skeptiker noch einmal auf eine Verschiebung, mahnten eine harte Konvergenzprüfung an und forderten, die Währungsunion notfalls nur mit einer kleinen Gruppe von Ländern zu beginnen.² Aber auch die Befürworter einer plangemäßen Euro-Einführung verliehen ihrem Anliegen mit einem öffentlichen Manifest Nachdruck: Der Euro habe alle Chancen, eine stabile Währung zu werden, Ängste vor einer Transferunion seien übertrieben und die Währungsunion solle pünktlich im Jahr 1999 starten, um die ökonomischen Vorteile einer Einheitswährung endlich zu realisieren.³

Mit der europäischen Schuldenkrise, die seit dem Verlust des Kapitalmarktzugangs von Griechenland, Portugal und Irland im Frühjahr 2010 in immer neuen Wellen Europas Politik und Ökonomie in Atem hält, sind zentrale Streitfragen der damaligen Kontroverse entschieden. Tatsächlich haben sich viele Befürchtungen der Euro-Skeptiker bewahrheitet, während die Ereignisse viele Hoffnungen der Euro-Befürworter offenkundig enttäuscht haben. So sind die folgenden Einsichten heute kaum ernsthaft zu bestreiten: Es ist bei der Einführung des Euro nicht gelungen, die Konvergenzkriterien konsequent anzuwenden. Die zur Disziplinierung in der Währungsunion errichteten Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts waren nicht effektiv und konnten keine Rückführung der Staatsverschuldung auf nachhaltige Niveaus sicherstellen. Der Euro hat sich zudem in den Ländern der Peripherie eindeutig nicht als Reform- und Flexibi-

1 Renate Ohr / Wolf Schäfer, »Die währungspolitischen Beschlüsse von Maastricht: Eine Gefahr für Europa« in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 11.6.1992, Ziffer 10.

2 Vgl. Wim Kösters / Manfred M. Neumann / Renate Ohr / Roland Vaubel, »Zweites Manifest der Euroskeptiker« in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 9.2.1998, Ziffer 5.

3 Vgl. Peter Bofinger / Lutz Hoffmann / Claus Köhler / Gerold Krause-Jung, »Ein Manifest für den Euro« in: *manager magazin* vom September 1997, S. 8-11.

lisierungsprogramm erwiesen, das Wähler, Politik und Tarifparteien in allen Teilnehmerländer zu einer wettbewerbsfähigen Wirtschafts- und Lohnpolitik gezwungen hätte. Ganz im Gegenteil ist es innerhalb der Eurozone zu einer stark divergenten Entwicklung gekommen. Somit können wichtige Thesen der Euro-Befürworter von damals wie »Ängste vor einer Transferunion sind übertrieben« oder »der Euro schafft eine Stabilitätsgemeinschaft in Europa«⁴ im Hinblick auf die Dimension der fiskalischen Stabilität als falsifiziert gelten. Allerdings bleibt die Debatte im Hinblick auf die Geldwertstabilität bislang unentschieden: Die Sorge der Euro-Skeptiker, die Europäische Zentralbank (EZB) werde keine Preisstabilität durchsetzen können,⁵ hat sich bislang – gemessen an der Inflationsentwicklung in der Eurozone – nicht bewahrheitet. Allerdings verschärft die Einbindung der EZB in die Euro-Rettungspolitik die Zweifel daran, ob ihr bisheriger Erfolg in der Inflationsvermeidung in die Zukunft fortgeschrieben werden kann. Durch die seit Mai 2010 erfolgten Käufe von Staatsanleihen und die im September 2012 erfolgte Etablierung des quantitativ nicht beschränkten Kaufprogramms für Staatsanleihen (»Outright Monetary Transactions (OMT)-Programm«)⁶ ist die Verbindung zwischen Notenpresse und Schuldenfinanzierung enger geworden, was die Risiken für die Preisstabilität verstärkt hat.⁷

In gewisser Weise haben somit die Erfahrungen mit der Gemeinschaftswährung seit 1999 einige der damaligen Debatten empirisch entschieden: Im Rückblick steht insgesamt außer Frage, dass die Europäische Währungsunion in ihrer seit 1999 realisierten Ausdehnung kein optimaler Währungsraum ist, bislang nicht mit der notwendigen inneren Anpassungsfähigkeit ausgestattet war und zumindest bis zu den krisenbedingt seit 2010 eingeleiteten Reformen nicht über ausreichend effektive Ordnungsregeln verfügt hat.

Wer nach dieser Klärung heute eine neue Einigkeit der Ökonomen im Hinblick auf die ökonomischen Herausforderungen in der Eurozone erwarten würde, sieht sich allerdings getäuscht. Denn in der Bewertung der europäischen Schuldenkrise und der von der Politik verfolgten Krisenpolitik zeigen sich erneut tiefe Gräben. Auch heute sind die deutschen Volkswirte polarisiert. Den unterschiedlichen Gegnern von Rettungsfazilitäten und Bankenunion stehen andere gegenüber, die noch umfassendere Rettungsoperationen fordern, als sie bislang politisch durchsetzbar waren. Der Dissens reicht dabei bis hin zur Frage, ob die Eurozone in ihrer gegenwärtigen Zusammensetzung in Zukunft Bestand

4 Bofinger/Hoffmann/Köhler/Krause-Jung, »Ein Manifest für den Euro«, aaO. (FN 3), S. 8-9.

5 Vgl. Ohr/Schäfer, »Die währungspolitischen Beschlüsse von Maastricht: Eine Gefahr für Europa«, aaO. (FN 1), Ziffer 5.

6 European Central Bank, »Compliance of outright monetary transactions with the prohibition on monetary financing« in: *ECB Monthly Bulletin*, October (2012), S. 7-9.

7 Dieser Risikoeinschätzung hält die EZB entgegen, dass das OMT-Programm ein geldpolitisch motiviertes Programm sei, das angesichts von Fehlfunktionen am Anleihemarkt den geldpolitischen Transmissionmechanismus sicherstellen solle und daher keinen Verstoß gegen Art. 123 AEUV (Verbot des Zentralbankfinanzierung des Fiskus) darstelle. Zudem würden Geldmengeneffekte aufgrund von etwaigen Anleihekäufen vollständig sterilisiert (d. h. kompensiert durch Liquiditätsentzug über andere geldpolitische Instrumente) (European Central Bank, »Compliance of outright monetary transactions with the prohibition on monetary financing«, aaO. (FN 6)).

haben kann und soll. Auch heute sind es Ökonomen-Manifeste und vielfältige Hintergrundanalysen, in denen dieser Dissens zutage tritt. Beispielhaft sind hier auf der Seite der Kritiker aus der früheren Phase der Schuldenkrise die Stellungnahme des »Plenums der Ökonomen« vom 17. Februar 2011⁸ und später, im Juli 2012, der offene Brief deutscher Wirtschaftsprofessoren gegen eine Bankenunion⁹ zu nennen. Von erheblicher Öffentlichkeitswirkung sind auf den Seiten der Kritiker der Rettungspolitik die Analysen des Münchener Ökonomen Hans-Werner Sinn zu nennen.¹⁰ Die Schärfe der Kritik am bisherigen Krisenmanagement der Bundesregierung wird neben den intellektuellen Auseinandersetzungen auch an bis in politische Aktivitäten hineinreichende Positionierungen deutlich: So ist der Hamburger Ökonom Bernd Lucke, Initiator des »Plenums der Ökonomen«, auch Sprecher der 2013 neu gegründeten Anti-Euro-Partei »Alternative für Deutschland«, die »eine geordnete Auflösung des Euro-Währungsgebiets« fordert.¹¹ Diesen oftmals fundamentalen Kritikern stehen Verfechter einer aktiven Rettungspolitik gegenüber, die sich etwa für eine Bankenunion aussprechen.¹² Auch der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ist den Unterstützern einer aktiven Rettungspolitik zuzurechnen und fordert mit seinem prominenten Eintreten für einen Schuldentilgungsfonds sogar eine quantitativ und qualitativ noch weitgehendere Kreditfazilität, als dies die Politik bislang mit der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) realisiert hat.¹³

Politik und allgemeine Öffentlichkeit bleiben angesichts dieser dissonanten Ökonomenstimmen ratlos zurück. Für einen Beobachter der ökonomischen Debatte stellt sich die Frage, wie die ausgebildeten Spezialisten in ihren wirtschaftspolitischen Empfehlungen derart divergieren können. Ziel der folgenden Analyse ist es daher herauszuarbeiten, welche unterschiedlichen analytischen Befunde oder welche Gewichtungsunterschiede die starken Divergenzen erklären können. Im Folgenden werden die signifikanten Unterschiede zwischen den Lagern herausgearbeitet, die zu derart konträren Schlussfolgerungen führen. Der Beitrag schließt mit einigen Schlussfolgerungen zu zentralen Schwachpunkten der jeweiligen Argumentationen.

8 Vgl. Plenum der Ökonomen, »Stellungnahme zur EU-Schuldenkrise« in: *wiso.uni-hamburg.de* vom 17.2.2011, <http://www.wiso.uni-hamburg.de/lucke/?p=581> (Abruf: 2.4.2013).

9 Vgl. Walter Krämer, (Hg.), »Bankenkrise: Aufruf von 277 deutschsprachigen Wirtschaftsprofessoren« in: *statistik.uni-dortmund.de*, <http://www.statistik.tu-dortmund.de/kraemer.html> (Stand: 16.3.2013).

10 Beispielsweise Hans-Werner Sinn, »Die Europäische Fiskalunion: Gedanken zur Entwicklung der Eurozone« in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 13, Nr. 3 (2012), S. 137-178, und Hans-Werner Sinn, »Kurzvortrag zur Eurokrise vor dem Verfassungsgericht vom 10.7.2012« in: *ifo Schnelldienst* 65, Nr. 15 (2012), S. 22-26.

11 Alternative für Deutschland, »Schluss mit diesem Euro!« in: *alternativefuer.de* von 2013, <https://www.alternativefuer.de/> (Abruf: 2.4.2013).

12 Vgl. Frank Heinemann / Michael C. Burda / 14 weitere Erstunterzeichner, »Stellungnahme zur Europäischen Bankenunion« in: *Ökonomenstimme* vom 9.7.2012.

13 Vgl. Sachverständigenrat, »Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen« in: *Sondergutachten gemäß § 6 Absatz 2 Satz 1 des Gesetzes über die Bildung eines Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* vom 5.7.2012.

Dabei ist ein anfänglicher Warnhinweis unverzichtbar: Ein derart summarischer Vergleich wie der hier vorgelegte kann niemals allen Nuancen der genannten Autoren gerecht werden und nicht ohne Vereinfachungen auskommen. So gibt es sowohl bei den Gegnern und Befürwortern einer aktiven Rettungspolitik wiederum vielfältige Unterschiede. Tatsächlich ist eher von einem Kontinuum der verschiedenen Positionen als von einer dichotomen Spaltung in zwei Lager auszugehen. Das Kontinuum der Positionen reicht vom tiefen Euro-Pessimismus und der Forderung nach Rückabwicklung der Gemeinschaftswährung auf der einen Seite bis hin zu radikalen Stützungsforderungen unter Inkaufnahme unbegrenzter, unkonditionierter und gesamtschuldnerischer Haftung zwischen den Euro-Mitgliedstaaten auf der anderen Seite. Zudem unterscheiden sich die Befürworter einer aktiven Rettungspolitik hinsichtlich der bevorzugten Instrumente. Auch in diesem Lager wird umfassende Kritik an vielen politischen Entscheidungen im bisherigen Verlauf der Schuldenkrise geäußert. Dennoch dient es der intellektuellen Klärung, den fundamentalen Dissens zwischen prinzipieller Zustimmung und Ablehnung von politischen Eingriffen zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit von Krisenstaaten zu beleuchten – auch wenn dazu Vereinfachungen unumgänglich sind.

2. Einschätzung der Anpassungsfähigkeit innerhalb einer Währungsunion

Dass der durch die europäische Staatsverschuldung ausgelöste Ausbruch der Vertrauenskrise neben anderen Faktoren auf die großen realwirtschaftlichen Ungleichgewichte innerhalb der Eurozone zurückzuführen ist, ist bei allem Für und Wider in der Rettungspolitik unstrittig. Hohe Leistungsbilanzdefizite in einer Größenordnung von über zehn Prozent der Wirtschaftsleistung haben in Ländern wie Griechenland, Portugal und Spanien zu einer rasanten Akkumulation von Auslandsverschuldung geführt. Ursächlich für diese Entwicklung war ein anhaltender Verlust an Wettbewerbsfähigkeit dieser Ökonomien, der sich etwa an – im Vergleich zu Deutschland – stetig steigenden Lohnstückkosten festmachen lässt. Das Ursachenbündel, das zu diesem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit beigetragen hat, ist komplex, jedoch trotz aller unterschiedlichen Gewichtungen ebenfalls wenig kontrovers: Fehlfunktionen von Arbeitsmärkten, unzureichende Bildungssysteme, eine nicht die außenwirtschaftlichen Restriktionen beachtende Lohnpolitik, ein Finanz- und Immobilienblasen begünstigendes regulatorisches Umfeld und Unzulänglichkeiten in den staatlich gesetzten Standortbedingungen (Effizienz der öffentlichen Verwaltung, Bürokratie, Korruption) haben hier zusammen gewirkt.

Der Dissens zwischen den ökonomischen Studien besteht somit weniger in den Ergebnissen der Ursachenanalysen als in der Einschätzung von möglichen Wegen einer Krisenüberwindung: Die Rettungs-Skeptiker sind von einem tiefen Pessimismus im Hinblick auf die Frage durchdrungen, ob eine Verbesserung der Leistungsbilanzen der Krisenländer ohne eine Anpassung nominaler Wechselkurse – also ohne Rückkehr zu nationalen Währungen – möglich ist. Pointiert bringt Hans-Werner Sinn diesen Skeptizismus mit seiner »Fass ohne Boden-Theorie« zum Ausdruck: Er bemängelt die seines Erachtens fast gänzlich ausbleibende Anpassungen der Preise in den Krisenstaaten. Alle

Hilfen – über EFSF, ESM oder EZB – würden daher letztlich in ein »Fass ohne Boden« laufen. Aus seiner Sicht führt daher »kein Weg daran vorbei, den Euroraum auf diejenigen Länder zu reduzieren, die in diesem Raum wettbewerbsfähig sein können«. ¹⁴ Angesichts dessen mache es keinen Sinn, durch Kreditfazilitäten und Transfers über das Zahlungsverkehrssystem des Europäischen Systems der Zentralbanken (Target) Zeit zu kaufen. Denn die strukturellen Ursachen der Leistungsbilanzdefizite blieben weiter bestehen, weil sie durch den Ressourcentransfer weiter finanziert und dadurch die Gefahr heraufbeschwören würden, die Ungleichgewichte zu zementieren.

Die realwirtschaftlichen Anpassungschancen und die seit Ausbruch der Krise bereits erzielten Anpassungen werden von den Befürwortern einer aktiven Rettungspolitik hingegen deutlich positiver bewertet. So diagnostiziert der Sachverständigenrat in seinem Jahresgutachten 2012/13 eine gewisse Verbesserung bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und eine deutliche Verbesserung der Leistungsbilanzsalden in allen Problemländern. ¹⁵ Vor diesem Hintergrund werden Überbrückungskredite nicht als »Fass ohne Boden«, sondern eher als Instrumente betrachtet, mit denen bei allen damit verbundenen Nebenwirkungen doch Zeit gekauft werden kann, um aussichtsreiche Anpassungsprozesse voranschreiten zu lassen.

Die Kritiker nehmen die seit dem Jahr 2010 objektiv messbare starke Verringerung der Leistungsbilanzsalden zwar zur Kenntnis, verweisen aber darauf, dass dieser Effekt in erster Linie durch die Rezession in diesen Ländern und die damit verbundene Kontraktion der Importe bedingt sei und daher nicht nachhaltig sein könne. Erfolgsbeispiele wie Irland, das auch einen signifikanten Exportanstieg vorzuweisen hat, werden als untypisch relativiert. Irland habe geholfen, dass es schon früher in die Krise kam, als die Rettungsschirme noch nicht existierten und somit noch starke Anreize zur Anpassung bestanden hätten. ¹⁶

3. Moral Hazard

Wie die vorstehend skizzierte Argumentation deutlich macht, geht auf Seiten der Skeptiker eine starke Betonung der fehlenden Anpassungsfähigkeit Hand in Hand mit einer starken Gewichtung des Moral Hazard-Arguments. Das »moralische Risiko« (moral hazard) ist ein Grundproblem einer jeden Versicherung: Die Absicherung gegen Risiken verringert die Anreize des Versicherten, durch sein Verhalten die Risiken zu begrenzen. Dieses Phänomen ist potenziell auch für die Kreditfazilitäten in der Euro-Rettung von Bedeutung: Die Verfügbarkeit von günstigen Stützungskrediten aus EFSF, ESM oder im Rahmen von EZB-Anleihekäufen mindert den Disziplinierungsdruck der Märkte und

14 Sinn, »Kurzvortrag zur Eurokrise vor dem Verfassungsgericht vom 10.7.2012«, aaO. (FN 10), S. 26.

15 Vgl. Sachverständigenrat, »Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland« in: *Jahresgutachten 2012/13* vom November 2012, Ziffern 112 ff.

16 Vgl. Sinn, »Kurzvortrag zur Eurokrise vor dem Verfassungsgericht vom 10.7.2012«, aaO. (FN 10), S. 23.

könnte die Anreize zur Durchführung der fundamental notwendigen Reform- und Konsolidierungsschritte verringern.

Das Bewusstsein für die Entfaltung solcher Fehlanreize kennzeichnet die Debatte unter deutschen Ökonomen quer durch alle Lager. Auch die Befürworter von Rettungsoperationen erkennen dieses Grundproblem an, halten es aber für begrenzt oder für eine unvermeidbare Nebenwirkung einer notwendigen Medikation. Für die Rettungsskeptiker ist eine hohe Gewichtung des Moral Hazard-Arguments von zentraler Bedeutung für ihre Ablehnung: »Günstige Kreditkonditionen und die Haftung der europäischen Staatengemeinschaft würden hoch verschuldeten Ländern massive Anreize bieten, die Fehler der Vergangenheit zu wiederholen und eine Verschuldungspolitik zu Lasten der EU Partner fortzusetzen.«¹⁷ Das Moral Hazard-Argument bezieht sich dabei nicht nur auf die politischen Akteure und ihre Wähler. Fehlanreize seien mit der Rettungspolitik auch für Investoren verbunden, die in Staatsanleihen oder auch in Banken mit zweifelhafter Werthaltigkeit investieren: Durch die »Sozialisierung« von Schulden würden »einzelne Gläubigergruppen bezuschusst« und »volkswirtschaftlich zentrale Investitionsentscheidungen verzerrt«.¹⁸ Darüber hinaus würden auch die Tarifparteien in ihren Lohnverhandlungen und die Unternehmen in ihrem Preissetzungsverhalten beeinflusst und von den notwendigen Anpassungen tendenziell abgehalten, so dass aufgrund der Rettungskredite die fundamental notwendige reale Abwertung der Krisenländer ausgeblieben sei: »Die Lohnzugeständnisse der Gewerkschaften blieben klein, die Firmen mussten ihre Preise nicht senken, der Staat konnte weiter kreditfinanzierte Gehälter zahlen, aus denen Importe finanziert wurden.«¹⁹

Die Betonung der Moral Hazard-Effekte und der zuvor beschriebene Anpassungspessimismus sind logisch eng verbunden: Diejenigen, die starke Fehlanreize als Folge der Krisenkredite erwarten, sind pessimistischer im Hinblick auf die Möglichkeiten von realwirtschaftlichen Anpassungen in einem Währungsraum.

4. Vertrauen in Regeln

Die aus den EFSF- und ESM-Krediten resultierenden Fehlanreize könnten begrenzt werden, wenn es gelänge, die Auflagen dieser Kredite tatsächlich durchzusetzen und durch wirksame Regeln zu flankieren. So kennzeichnet es die bisherige Rettungspolitik, dass Kredite nur gegen Reform- und Konsolidierungsauflagen vergeben werden und die

17 Plenum der Ökonomen, »Stellungnahme zur EU-Schuldenkrise«, aaO. (FN 8), Ziffer 1.

18 Krämer, (Hg.), »Bankenkrise: Aufruf von 277 deutschsprachigen Wirtschaftsprofessoren«, aaO. (FN 9).

Diese Moral Hazard-Dimension unterstreicht auch der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie: »Die Fehlanreize der Rettungspakete bleiben nicht auf die Schuldnerstaaten beschränkt. Auch die privaten Gläubiger werden verleitet, künftig übermäßige Risiken bei der Anlage in Staatsschuld einzugehen« (Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, *Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union*, Gutachten Nr. 01/11, (Januar 2011), S. 16).

19 Sinn, »Kurzvortrag zur Eurokrise vor dem Verfassungsgericht vom 10.7.2012«, aaO. (FN 10), S. 23.

Errichtung von Kreditfazilitäten von umfassenden neuen Regeln bis hin zum Fiskalvertrag begleitet wird.²⁰ Auch im Hinblick auf die Erfolgsaussichten dieser neuen Governance-Institutionen unterscheiden sich Gegner und Befürworter der Rettungspolitik deutlich.

Zwar teilen die Anhänger einer aktiven Rettungspolitik durchaus eine gewisse Skepsis gegenüber der Effektivität von Regeln, halten diese aber für aussichtsreich, wenn bei ihrer Konstruktion aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt wird und ausreichend Sicherungen eingebaut werden. Beispielsweise hält es der Sachverständigenrat für möglich, die gemeinschaftlich garantierte Kreditsumme des von ihm in die Diskussion eingebrachten »Schuldentilgungsfonds« durch entsprechende Garantien der Begünstigten bis hin zur Abtretung zukünftiger Steuereinnahmen abzusichern und über Jahrzehnte bindende Vereinbarungen abzuschließen.²¹ Auch diagnostiziert der Rat eine ganze Reihe an Verbesserungen etwa in der Präzisierung und Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspakts und verweist auf empirische Erkenntnisse, wonach Fiskalregeln sehr wohl Defizite und Verschuldung verringern konnten. Der Rat kommt in Bezug auf die durch den Fiskalpakt angestoßenen neuen nationalen Regeln zu einem vorsichtigen, aber eben nicht hoffnungslosen Urteil: »Es bleibt offen, ob unter diesen Voraussetzungen nationale Fiskalregeln ähnlich positive Effekte auf die Haushaltskonsolidierung entfalten werden.«²²

Die Kritiker hingegen eint ein tiefer Pessimismus hinsichtlich der zu erwarteten Wirkung all dieser neuen Regeln: diesen räumen sie keine Chancen auf Wirksamkeit ein. Unter Verweis auf die schlechten Erfahrungen mit den Versuchen, die Verschuldungsneigung in der Währungsunion durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt einzudämmen, werden alle neuen diesbezüglichen Versuche als vergeblich betrachtet. Das Plenum der Ökonomen diagnostiziert ein »mangelndes Durchsetzungsvermögen« bei Versuchen einer schärferen Haushaltskontrolle oder beim »Pakt für Wettbewerbsfähigkeit«.²³ Die Gegner einer Bankenunion thematisieren den politischen Druck durch eine »strukturelle Mehrheit« der Schuldnerländer, die beständig darauf dringen würden, »die Haftungssumme zu vergrößern oder die Voraussetzungen für den Haftungsfall aufzuweichen«.²⁴ Somit seien weder Kreditkonditionalität noch Haftungsbegrenzung glaubwürdig: Die Haftungsbeschränkung im ESM habe die gleiche politische Qualität wie die No-Bailout-Regeln des Artikels 125 AEUV: Genauso wenig, wie die No-Bailout-Regel respektiert worden sei, werde die Staatengemeinschaft umhin kommen, notfalls das

20 Vgl. Friedrich Heinemann / Marc-Daniel Moessinger / Steffen Osterloh, »Feigenblatt oder fiskalische Zeitenwende? Zur potenziellen Wirksamkeit des Fiskalvertrags« in: *integration* 35, (2012), S. 167-182.

21 Vgl. Sachverständigenrat, »Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen«, aaO. (FN 13).

22 Sachverständigenrat, »Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland«, aaO. (FN 15), Ziffer 160.

23 Plenum der Ökonomen, »Stellungnahme zur EU-Schuldenkrise«, aaO. (FN 8), Ziffer 1.

24 Krämer, (Hg.), »Bankenkrise: Aufruf von 277 deutschsprachigen Wirtschaftswissenschaftlern«, aaO. (FN 9).

Stammkapital des ESM und damit die Haftung zu erhöhen.²⁵ Auch der Fiskalpakt könne nicht überzeugen, er sei »ein extrem kompliziertes Konstrukt, das niemals die Disziplinierungswirkung erreichen kann, die von den Märkten ausgeht.«²⁶

5. Ursachenanalyse: Multiple Gleichgewichte versus Fundamentale Insolvenz

Gegner und Befürworter einer aktiven Rettungspolitik haben des Weiteren unterschiedliche Sichtweisen darüber, wie die krisenhafte Zuspitzung und der drohende oder faktische Verlust des Kapitalmarktzugangs eines Euromitglieds zu interpretieren ist. Während die Befürworter die Krise auch als Phänomen einer sich selbst erfüllenden Abwärtsspirale interpretieren, betonen die Gegner langfristige Ungleichgewichte und tendieren dazu, aus dem Verlust des Kapitalmarktzugangs unmittelbar auf die fundamental gegebene Insolvenz von Krisenstaaten zu schließen.

Die Möglichkeit von Abwärtsspiralen wird in europäischen Analysen prominent etwa von De Grauwe ausgeführt: So seien Mitglieder einer Währungsunion mit dem Phänomen »multipler Gleichgewichte« konfrontiert. Anders als Länder mit eigener Währung sei ihre Liquidität nicht durch den Zugang zur eigenen Notenpresse für den Notfall garantiert. Daher sei eine Währungsunion inhärent fragil. Durch einen äußeren Schock könne es an den Anleihemärkten zum Umschwung vom »guten Gleichgewicht« in ein »schlechtes Gleichgewicht« kommen.²⁷ Im Falle eines »guten« Gleichgewichts herrsche Vertrauen in die nachhaltige Zahlungsfähigkeit von Staaten, seien die Zinsen niedrig und die Refinanzierung von fällig werdenden Anleihen mühelos möglich. Bei einem »schlechten« Gleichgewicht herrsche Misstrauen, seien die betroffenen Staaten mit hohen Risikoprämien konfrontiert und die Refinanzierung nur zu steigenden Zinskosten möglich. Das Umschlagen eines »guten« in ein »schlechtes« Gleichgewicht kann dieser Sichtweise zufolge durch eine sich selbst erfüllende Prophezeiungen in Gang kommen, weil steigende Zinsen zu einer objektiven Verschlechterung der Finanzierungssituation und diese Negativdynamik im ungünstigen Fall zur Illiquidität eines Landes führen könnten.²⁸

Die Verfechter aktiver Rettungsbemühungen verweisen in verschiedenen Zusammenhängen und Varianten nachdrücklich auf die Möglichkeit solch destruktiver Abwärtsspiralen, die auch solvente Länder bedrohen könnten: So beschreibt der Sachverständigenrat die Krise als einen »Teufelskreis« aus Staatsschulden-, Banken- und makroökonomischer Krise.²⁹ Diese Krisen würden sich wechselseitig verstärken. Beispielsweise gefährde der Wertverlust bei den Staatsanleihen die Stabilität des Bankensystems, wo-

25 Vgl. Sinn, »Die Europäische Fiskalunion: Gedanken zur Entwicklung der Eurozone«, aaO. (FN 10), S. 156.

26 Sinn, »Die Europäische Fiskalunion: Gedanken zur Entwicklung der Eurozone«, aaO. (FN 10), S. 164.

27 Paul De Grauwe, »The Governance of a Fragile Eurozone« in: *CEPS Working Document*, No. 346 (May 2011), S. 6.

28 Vgl. De Grauwe, »The Governance of a Fragile Eurozone«, aaO. (FN 27).

29 Sachverständigenrat, »Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen«, aaO. (FN 13), S. 1.

durch sich umgekehrt erneut die Belastung der Staatsfinanzen erhöhe. Auch die Anhänger einer Bankenunion sehen diese Selbstverstärkung, wobei sie das destruktive Zusammenspiel von Banken- und Staatsschuldenkrise betonen: Jede Bankenkrise werde gegenwärtig zu einer Staatsschuldenkrise und umgekehrt, »das Misstrauen schaukelt sich gegenseitig immer weiter hoch«.³⁰

Die Anerkennung oder Ablehnung der Existenz solcher Abwärtsspiralen dürfte neben den anderen Auffassungsunterschieden eine Schlüsselrolle für die fundamental divergierenden Politikempfehlungen der unterschiedlichen Lager sein. Für die Rettungsgegner steckt hinter dem Ausschluss eines Landes vom Kapitalmarkt letztlich eine fundamental begründete Insolvenz: »Staaten, die eines Rettungsschirmes bedürfen, weil ihre Gläubiger von einem bloßen Liquiditätsengpass nicht zu überzeugen sind, müssen daher als insolvent betrachtet werden«.³¹ Ein Rettungsschirm für lediglich illiquide, aber solvente Staaten sei deshalb nicht erforderlich, weil sich ein solventer Staat mit seinen Gläubigern stets auf eine Restrukturierung der Staatsschuld einigen könne. In dieser Sicht sei daher jeder Hilfskredit vergeudetes Geld in das bereits zitierte »Fass ohne Boden«, das noch dazu das Moral Hazard-Problem verstärke.³²

Die Befürworter einer aktiven Rettungspolitik kommen unter Verweis auf die Möglichkeit multipler Gleichgewichte zu gänzlich anderen Schlussfolgerungen. Für sie ist der Ausschluss eines Landes von der Anleihefinanzierung nicht notwendigerweise ein Beweis für die Insolvenz des betreffenden Landes, weil das schlechte Gleichgewicht auch ein solventes Land in die Illiquidität zwingen könnte. Sie billigen der Anleihenbewertung am Kapitalmarkt daher nur einen eingeschränkten Informationsgehalt im Hinblick auf die Frage zu, ob ein Land fundamental auf Dauer zur Bedienung seines Schuldendienstes in der Lage ist. Es kann in dieser Sichtweise Sinn machen, »Zeit zu kaufen«, um Konsolidierungs- und Reformbemühungen wirken zu lassen.

Diese Auffassungsunterschiede sind von zentraler Bedeutung für die Frage, ob und in welchem Ausmaß mit den Krisenfazilitäten bereits der Einstieg in eine Transferunion begonnen hat. Ein Kredit an ein eindeutig überschuldetes Land beinhaltet implizit einen Transfer in Höhe des zu erwartenden Kreditausfalls. Ein Kredit zur Liquiditätssicherung an ein solventes, aber kurzfristig liquiditätsbeschränktes Land hingegen ist frei von verdeckten Transfers. Für die Ökonomen, die unmittelbar vom Verlust des Kapitalmarktzugangs auf eine Insolvenz schließen, ist somit jeder Hilfskredit bereits Teil eines Transfersystems. Dies bewerten Ökonomen anders, die an die mögliche Existenz multipler Gleichgewichte glauben: Für sie können Hilfskredite helfen, eine Fehlfunktion des Anleihemarktes zu beheben und die Zahlungsfähigkeit eines Landes abzusichern, ohne dass damit notwendigerweise in Zukunft Transfers verbunden sein müssten.

30 Heinemann/Burda/14 weitere Erstunterzeichner, »Stellungnahme zur Europäischen Bankenunion«, aaO. (FN 12).

31 Plenum der Ökonomen, »Stellungnahme zur EU-Schuldenkrise«, aaO. (FN 8), Ziffer 1.

32 Vgl. Sinn, »Kurzvortrag zur Eurokrise vor dem Verfassungsgericht vom 10.7.2012«, aaO. (FN 10).

6. Die Folgen eines Euro-Zerfalls

Schließlich tendieren Gegner und Befürworter der Rettungspolitik dazu, die Folgen eines Zahlungsausfalls der Krisenländer unterschiedlich zu bewerten. Bei den Gegnern werden die Folgen tendenziell als überschaubar und beherrschbar betrachtet. Ohne ESM, EFSF und »Kreditersatzpolitik« der EZB müsste man mit Austritten peripherer Länder rechnen und mit Turbulenzen an den Kapitalmärkten, aber »es gäbe keinen Weltuntergang«. Es gäbe nur »die Überschuldungskrise, die sich ohnehin nicht vermeiden lässt«. ³³ Ansteckungsrisiken bestünden, würden aber aus Eigeninteresse übertrieben.

Der Sachverständigenrat ³⁴ und andere Befürworter einer aktiven Rettungspolitik ³⁵ teilen diese Gelassenheit nicht. Bindseil und Modery sprechen von einem unabsehbaren ökonomischen Schaden im Fall einer Kettenreaktion und »Kernschmelze«. ³⁶ Auch der Rat befürchtet beim Euro-Austritt einzelner Mitglieder eine »Kettenreaktion ...«, die sich immer tiefer in den Kern der Währungsunion hineinfrisst ³⁷ und an deren Ende ein währungspolitisches Auseinanderbrechen Deutschlands und Frankreichs stehen könnte. Hier sei für Deutschland und die Weltwirtschaft mit ganz erheblichen negativen Folgen zu rechnen. Dazu gehöre unter Verweis auf die globale Rezession des Jahres 2009 nach der Lehman-Pleite ein »Unsicherheitsschock« mit erneut tiefer Rezession, umfassende Vermögensverluste deutscher Auslandsforderungen und – bei Wiedereinführung der DM – eine Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exportwirtschaft. Mit einer Quantifizierung der möglichen Schäden hält sich der Rat aufgrund des hochgradig spekulativen Charakters solcher Berechnungen allerdings zurück. ³⁸

Diese Unterschiede der Folgenabschätzung hängen eng mit den zuvor betrachteten Auffassungsunterschieden zur Bewertungseffizienz der Anleihemärkte zusammen. Die Rettungsskeptiker sehen wirtschaftlich fundamental gesunde Staaten tendenziell als robust gegen Ansteckungseffekte an, weil sie die multiplen Gleichgewichte nicht als relevantes Phänomen anerkennen. Die Rettungsbefürworter hingegen sehen auch halbwegs solide Staaten nicht vor einer Ansteckung gegenüber einer um sich greifenden Marktpa-

33 Sinn, »Kurzvortrag zur Eurokrise vor dem Verfassungsgericht vom 10.7.2012«, aaO. (FN 10), S. 26.

34 Vgl. Sachverständigenrat, »Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen«, aaO. (FN 13).

35 Beispielsweise Ulrich Bindseil / Wolfgang Modery, »Ansteckungsgefahren im Eurogebiet und die Rettungsmaßnahmen des Frühling 2010« in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 12, Nr. 3 (2011), S. 215-241.

36 Bindseil/Modery, »Ansteckungsgefahren im Eurogebiet und die Rettungsmaßnahmen des Frühling 2010«, aaO. (FN 35), S. 240.

37 Sachverständigenrat, »Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen«, aaO. (FN 13), Ziffer 1.

38 Im Auftrag der Bertelsmann-Stiftung hat die Schweizer Prognos Simulationen für Staatsbankrotte in Griechenland, Portugal, Spanien und Italien vorgenommen und beziffert die Wachstumseinbußen auf 17 Billionen Euro in 42 betrachteten Volkswirtschaften bis zum Jahr 2020 (Bertelsmann Stiftung, »Zukunft Soziale Marktwirtschaft: Wirtschaftliche Folgen eines Euro-Austritts der südeuropäischen Mitgliedstaaten« in: *Policy Brief* 2012/06.).

nik gefeit und bewerten daher die Kosten einer krisenhaften Zuspitzung der Schuldenkrise als größer oder sogar als unabsehbar.

7. Die unterschiedlichen Weltbilder

Somit lassen sich die Weltbilder von Rettungsgegnern und –befürwortern – in unausweichlicher Vereinfachung – folgendermaßen zusammenfassen:

Die Gegner von EFSF, ESM, EZB-Anleihekäufen oder anderer denkbarer Krisenmechanismen

- halten die Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit der Krisenstaaten bei Verbleib im Euro-Währungsgebiet nicht für möglich,
- erwarten, dass Hilfskredite für die Geberländer zu einem guten Teil verloren sind und zu einem unmittelbaren Erlahmen aller Konsolidierungs- und Reformbemühungen führen,
- betrachten internationale Verträge, europäisches oder nationales Recht nicht als glaubwürdigen und ausreichenden Ersatz für den uneingeschränkten Disziplinierungsdruck der Märkte,
- haben eine starke Zuversicht, dass fundamental gesunde Staaten an den Kapitalmärkten liquide bleiben und bewerten infolgedessen Ansteckungsgefahren als gering, und
- betrachten die Folgen von Staatspleiten oder Euro-Austritten als beherrschbar und überschaubar.

Die Befürworter umgekehrt

- halten eine Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit auch innerhalb des einheitlichen Währungsraumes für möglich, wenn den Krisenländern dafür Zeit eingeräumt wird,
- betrachten Hilfskredite nicht (oder nur in geringem Maße) als verlorene Zuschüsse,
- sind zuversichtlich, dass die Konditionalität der Kredite durch Vereinbarungen und Regeln durchgesetzt werden kann,
- sind skeptisch, ob Kapitalmärkte jederzeit zutreffend über die langfristige Solvenz von Staaten urteilen können und halten Liquiditätskrisen auch für solvente Staaten für möglich,
- veranschlagen die Gefahr von unkontrollierbaren Ansteckungseffekten und Kettenreaktionen als hoch und
- sind sehr pessimistisch in Bezug auf die finanziellen und realwirtschaftlichen Kosten von Euro-Austritten und Pleiten größerer Euro-Staaten.

8. Schlussfolgerungen: Wer hat Recht?

Wenn sich die Ursachen der stark divergierenden Politikempfehlungen so klar benennen lassen, dann drängt sich die Frage auf, welche Seite über die überzeugenderen Argumente verfügt. Dazu ist aus heutiger Sicht folgendes zu sagen:

In den Argumentationsmustern beider Seiten gibt es klar erkennbare Schwächen. Mit ihrer Nichtbeachtung destruktiver Vertrauens- und Liquiditätskrisen, die auch fundamental solvente Länder treffen können, missachten grundsätzliche Rettungs-Kritiker zentrale Erkenntnisse der modernen Finanzmarkttheorie.³⁹ Es ist unbestritten, dass Banken ohne Einlagensicherung Gefahr laufen, durch einen zufällig ausgelösten Banken-Run in den Zusammenbruch getrieben zu werden und dass Solvenz nicht jederzeit Liquidität gewährleisten kann. Anleihemärkte sind ganz analogen Instabilitäten ausgesetzt. Die Kritiker liefern bis heute keine schlüssige Rechtfertigung dafür, warum sie diese Zusammenhänge im Kontext der europäischen Schulden- und Vertrauenskrise weitgehend ausblenden.

Umgekehrt können die Verfechter umfassender Kreditmechanismen die Frage nicht beantworten, wie das Moral Hazard-Problem überzeugend gelöst werden kann. Wenn es tatsächlich bei einer Staatspleite oder einem Euro-Austritt eines großen Eurolandes zur »Kernschmelze« käme, dann verfügen die Kreditgeber letztlich über keine glaubwürdige Möglichkeit zur Durchsetzung von Auflagen und Bedingungen.⁴⁰ Wenn die Zahlungsunfähigkeit eines Euromitglieds keinesfalls riskiert werden kann, dann ist die Drohung, bei Fehlverhalten den Kredithahn zuzudrehen, zeitinkonsistent und damit inhärent unglaubwürdig. Hier liegt die Schwäche einer jeden Rettungspolitik, die über keinen zuverlässigen Mechanismus der geordneten Bewältigung einer Staatsinsolvenz verfügt.⁴¹

Ansonsten verweist die Analyse auf Fragen, von denen viele empirisch beantwortbar sind und denen sich die Forschung in Zukunft verstärkt zuwenden sollte: Wie schnell sind Anpassungen der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb eines Währungsraumes möglich? Welche Anpassungsvarianten sind denkbar und eignen sich für welche Art von Volkswirtschaft? Wie wirksam sind welche Regeln und wie interagieren sie mit den Anpassungsprozessen in einer Währungsunion? Wie relevant sind Moral-Hazard-Effekte? All diese Fragen sind empirischen Tests zugänglich und sollten in der Forschung adressiert werden.

Die Frage, welche Kosten denn nun wirklich mit Zusammenbrüchen großer staatlicher Schuldner wie Italien oder Spanien oder mit einem Euro-Zerfall verbunden wären, ließe sich hingegen wohl nur zuverlässig beantworten, wenn die Politik diese Entwicklung in einem »Experiment« zuließe. Angesichts ihrer fundamentalen Uneinigkeit in dieser Frage im Spektrum von »Kernschmelze« bis »kein Weltuntergang« bieten die Ökonomen der Politik hier wenig Orientierungshilfe. Wer kann es den in letzter Instanz verant-

39 Vgl. Bindseil/Modery, »Ansteckungsgefahren im Eurogebiet und die Rettungsmaßnahmen des Frühling 2010«, aaO. (FN 35).

40 Dieses Problem bezieht sich auf »große« Euro-Länder, für die das klassische »too big to fail« gilt. Für ein Land wie Zypern war dieses Problem weniger relevant, so dass die Kreditgeber ihre Auflagen – Beteiligung der Spareinlagen – durchsetzen konnten. Die strategische Situation wäre bei einem ähnlichen Konflikt mit Spanien oder Italien anders und der Ausgang ungewiss.

41 Dies ist dem Sachverständigenrat allerdings durchaus bewusst, der im Rahmen seiner Gesamtkonzeption die Etablierung eines staatlichen Insolvenzverfahrens empfiehlt, vgl. Sachverständigenrat, »Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland«, aaO. (FN 15), Ziffer 181.

wortlichen politischen Akteuren verdenken, vorsichtig zu agieren und sich nicht auf diesen Versuch einlassen zu wollen?

Zusammenfassung

Wie schon vor der Einführung des Euro sind deutsche Ökonomen auch heute wieder tief gespalten in ihren Analysen und Empfehlungen zur Zukunft der europäischen Währung. Das Spektrum der Meinungen reicht dabei von einer dezidierten Ablehnung aller Kreditfazilitäten in Kombination mit der Forderung nach Auflösung der Eurozone bis hin zu Empfehlung, eine noch weitergehende wechselseitige Haftung der Euromitgliedstaaten zu akzeptieren. Dieser Beitrag beleuchtet exponierte Beiträge dieser Debatte und analysiert die Ursachen für diesen Dissens. Maßgeblich sind dabei unterschiedliche Sichtweisen in Bezug auf die folgenden Aspekte: die Anpassungsmöglichkeiten innerhalb eines Währungsraumes, das Ausmaß von Moral-Hazard-Effekten, die Wirksamkeit von Regeln, die Existenz selbst-verstärkender Abwärtsspiralen und die Kosten von Staatspleiten. Die Analyse zeigt den bestehenden empirischen Forschungsbedarf auf und identifiziert zentrale Schwachpunkte in beiden Argumentationsgängen.

Summary

As it was the case prior to the Euro introduction, German economists are again deeply split in their analyses and policy recommendations on the future of the European currency. The specter of opinions ranges from a decided rejection of all credit facilities combined with the plea in favor of a dissolution of the euro area up to proposals for further reaching mutual guarantees of euro area member countries. This contribution sheds light on prominent contributions to this debate and analyzes the causes for the dissent. It identifies as decisive different views with respect to the following aspects: the adjustment possibilities within a currency union, the extent of moral hazard effects, the effectiveness of rules, the existence of self-enforcing downward spirals and the cost of government defaults. The analysis hints towards the existing research needs and identifies important weaknesses in both argumentations.

Friedrich Heinemann, Between »meltdown« and »money sink« – the debt crisis controversy of German economists