

## Die Krise, die Reformen und die Zukunft der Eurozone

Der Euro ist zur Quelle politischer Konflikte geworden. In der Eurozone können eine auseinander driftende Wettbewerbsfähigkeit und Ungleichgewichte der Zahlungsbilanz nicht mehr durch nationale Wechselkurse korrigiert werden. Was diesen Mechanismus ersetzt und welche Handlungsempfehlungen angesagt sind, analysiert der Nationalökonom Christian Keuschnigg im jüngsten Policy Brief der Österreichischen Gesellschaft für Europapolitik (ÖGfE).



Deutsche Geldhäuser. Foto: dpa

Die Einführung des Euro sollte die wirtschaftliche Integration in Europa fördern und Wachstum stimulieren. In der aktuellen Krise erscheinen jedoch die wirtschaftlichen Vorteile plötzlich zweifelhaft, und der Euro ist zu einer Quelle von politischen Konflikten geworden.

### 3-fache Krise: 1. Leistungsbilanzkrise

Mit dem Euro fällt der nationale Wechselkurs weg. Er kann eine auseinanderdriftende Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr ausgleichen und Ungleichgewichte der Leistungsbilanz beseitigen. Also muss ein anderer Anpassungsmechanismus Platz greifen. Dazu gibt es im Wesentlichen drei Möglichkeiten:

- (i) Lohn- und Arbeitsmarktflexibilität
- (ii) Wanderung
- (iii) fiskalischer Ausgleich.

In Europa sind jedoch traditionell die Löhne starr, die Arbeitsmärkte rigide, die Wanderung zu klein und der Zentralhaushalt unbedeutend.

Weder kann der Euro separat für Krisenländer abwerten noch für Überschussländer wie Deutschland aufwerten. Wenn ein Land seine Wettbewerbsfähigkeit einbüßt, macht eine externe Abwertung die Exporte billiger, verteuert die Importe und hilft Leistungsbilanzdefizite zu beseitigen.

In der Eurozone bleibt nur eine interne Abwertung, um über geringere Lohnstückkosten die preisliche Wettbewerbsfähigkeit wiederzuerlangen. Ebenso muss die externe Aufwertung, die in Deutschland mit nationaler Währung stattfinden würde, durch interne Aufwertung mit höheren Lohnabschlüssen ersetzt werden, um die Produktivitätsgewinne zu verteilen.

### 2. Bankenkrise

Die jäh verschlechterten Wachstumsaussichten, der Anstieg der Zinsen angesichts des Kreditrisikos im Süden sowie das Platzen der Immobilienkrise machen viele Kredite notleidend. Die Abschreibungen auf ausstehende Kredite und Staatsanleihen reduzieren das ohnehin niedrige Eigenkapital der Banken. Die Zweifel bezüglich der Liquidität und das gegenseitige Misstrauen legen den Interbankenmarkt lahm, so dass viele Banken sich nur mehr bei den Nationalbanken

unter den erleichterten Bedingungen der EZB refinanzieren können.

Die mangelnde Krisenrobustheit steigert das systemische Risiko. Wenn eine große Bank riskant investiert und insolvent wird, weil nicht genügend Eigenkapital da ist, kann sie die Kredite von anderen Banken nicht mehr bedienen. Wenn auch diese zu wenig Eigenkapital haben, können sie diesen Kreditausfall ebenfalls nicht verkraften und werden ihrerseits insolvent. So kann die Insolvenz einer Bank sich zu einem systemischen Risiko ausweiten und in der Folge die Kreditversorgung der Realwirtschaft blockieren.

Die Banken halten einen hohen Anteil der Staatsanleihen ihres Sitzlandes und kommen in Bedrängnis, wenn diese Papiere an Wert verlieren. Der Staat verursacht die Bankenkrise. Eine Bankenkrise wird oft durch das Platzen einer Immobilienblase oder die sprunghafte Zunahme von Privatinsolvenzen in einer starken Rezession ausgelöst. Die Stützung systemisch wichtiger Banken bedingt umgekehrt einen drastischen Anstieg der Staatsschuld.

Dieser Teufelskreis ist umso dramatischer, je größer die Staatsschuld in der Ausgangslage ist und je geringer die Eigenkapitalquoten der Banken sind.

Ein integrierter Kapitalmarkt fördert das Wachstum, indem er das Kapital dorthin lenkt, wo es die höchsten Erträge erwirtschaftet. Die großen Banken vergeben in ganz Europa Kredite und Staatsanleihen werden in allen Ländern gehalten. Gerade weil der Euro den gemeinsamen Kapitalmarkt stark befördert hat, sind die Ansteckungsgefahren für andere Länder hoch.

### **3. Staatsschuldenkrise**

Die meisten Länder der Eurozone haben Staatsschulden weit jenseits der Maastricht-Grenze von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) angehäuft. Die Staaten sind mehrheitlich bereits mit zu hohen Schulden in die Wirtschaftskrise hineingegangen. Nun sind der fiskalische Spielraum erschöpft, die Bonität von überschuldeten Ländern gefährdet und die Zinskosten hoch.

Die Teilnahme an der Währungsunion macht die Staatsverschuldung riskanter! Die Staaten haben ihre geldpolitische Autonomie abgegeben und können die Rückzahlung nicht mehr selbst garantieren. Die EZB darf Staatsschulden nicht direkt finanzieren. Es fehlt also eine letzte Garantie.

Mit Beginn der Krise ab 2008 haben sich hohe Risikoprämien herausgebildet, da die Schuldentragfähigkeit für hoch verschuldete Länder angesichts ihrer Wettbewerbsprobleme und Wachstumsschwäche plötzlich zweifelhaft geworden ist.

Wenn ein Land das Vertrauen verliert, wird die Lage sehr schnell instabil. Die Gläubiger wollen die Staatsanleihen noch schnell verkaufen, bevor sie an Wert verlieren. Wenn die Kapitalflucht einsetzt, sinkt der Wert der Staatsschulden und steigen die Zinsen sprunghaft an.

### **Reform der Eurozone: Ungleichgewichte beseitigen**

Die Defizite und Überschüsse der Leistungsbilanzen können nicht ohne zentralen Beitrag der Mitgliedsländer selbst beseitigt werden. Die Löhne müssen auf ein Niveau angepasst werden, das der tatsächlichen Arbeitsproduktivität entspricht. Sie sind z.B. in Griechenland und Irland von 2000 bis 2011 um beinahe 50 Prozent gestiegen, in Deutschland dagegen nur um 20 Prozent. So wurde der Euro für manche Länder zu hart und für andere zu weich.

Um die Handelsdefizite zu beseitigen, müssen im Süden Arbeit und Investitionen vom geschützten in den handelbaren Sektor umgelenkt werden, um Exporte zu steigern und Importe vermehrt durch heimische Produktion zu ersetzen. Der Prozess ist mit einer tiefen Anpassungsrezession verbunden, weil die Jobs im geschützten Sektor schneller abgebaut als sie im handelbaren Sektor geschaffen werden.

Die Wettbewerbsfähigkeit muss schnell herbeigeführt werden, damit nicht weitere Defizite mit Hilfskrediten oder mit Target-Krediten bei der EZB finanziert werden. Daher müssen die Lohnkosten kurzfristig gesenkt werden. Wenn die Anpassungsrezession vorbei ist, können die Löhne umso schneller und stärker wieder aufholen, je mehr das Land in Innovation und Bildung investiert, Bürokratie und Korruption abbaut, effiziente Institutionen schafft und andere wachstumsfreundliche Programme in Angriff nimmt.

### **Überwindung der Bankenkrise**

Dringlich ist, die Krisenrobustheit der Banken zu stärken, indem ein höherer Teil der Kredite und anderer riskanter Forderungen mit Eigenkapital unterlegt wird. Dabei sollte die Eigenkapitalisierung umso höher sein, je riskanter das Geschäftsmodell und je größer und systemisch bedeutsamer eine Bank ist. Mehr Eigenkapital oder Eigenkapital ähnliche Finanzierungsformen reduzieren nicht nur das systemische Risiko innerhalb eines Landes, sondern auch die Ansteckungsgefahren für andere Länder in Europa.

Allenfalls ist mit einer moderaten Verteuerung und Verknappung der Kreditversorgung zu rechnen. Dies wäre der Preis für die größere Krisenrobustheit. Mit mehr Eigenkapital können Verluste in größerem Umfang und häufiger selber getragen werden, ohne sie auf den Steuerzahler abzuwälzen. Selbst wenn das Kreditvolumen an die Realwirtschaft leicht zurückgeht, ist diese "Privatisierung der Verluste" wünschenswert, damit die Zinsen alle Kosten der Finanzintermediation

enthalten.

Ein zweiter Pfeiler ist eine Bankenunion mit zentralisierter Aufsicht. Großbanken haben hohe Forderungen im Ausland ausstehen. Eine rein nationale Regulierung wird die grenzüberschreitenden Auswirkungen nicht ausreichend berücksichtigen und kann anderswo negative Folgen zeitigen. Daher gilt es, die Bankenregulierung und Aufsicht zu zentralisieren.

Ein anderer Grund dafür ist der Standortwettbewerb. Um eine Abwanderung von Bank- und Finanzgeschäften zu verhindern, haben einzelne Staaten einen Anreiz, die Auflagen zu lockern, um die nationale Finanzplatzentwicklung zu fördern. Dies geht jedoch auf Kosten der Finanzstabilität in ganz Europa. Schließlich stellen Großbanken ein so großes Klumpen-Risiko dar, dass kleine Länder mit den Kosten einer Restrukturierung oder Abwicklung überfordert wären.

## **Faktisch insolvente Banken sollten sofort abgewickelt werden**

Die Möglichkeit des Totalverlustes der Eigentümer ist eine Voraussetzung für Marktdisziplin. Mit einer zentralisierten Aufsicht und einem gemeinsamen Insolvenzrecht wird es möglich, eine geordnete Abwicklung von nicht mehr überlebensfähigen Banken durchzusetzen, ohne die Finanzstabilität zu gefährden. Dabei ist zwischen Illiquidität und Insolvenz zu unterscheiden. Wird eine profitable, aber vorübergehend illiquide Bank zwischenfinanziert, dann kommen die Kredite oder Beteiligungen zurück. Handelt es sich um eine faktisch insolvente Bank, dann sollte diese sofort abgewickelt werden. Jede weitere Finanzierung würde die Insolvenz lediglich verschleppen.

Die Abwicklung von insolventen und die Re-Kapitalisierung von überlebensfähigen Banken erfordern eine Finanzierungskapazität. Eine Möglichkeit besteht in der Selbstversicherung des Bankensektors mit Beiträgen an einen zentralen Fonds, ergänzt eventuell mit einer europaweiten Bankensteuer. Um eine versteckte Umverteilung und Quersubventionierung zu vermeiden, müssten die Versicherungsbeiträge risikoadäquat sein. Die Bemessungsgrundlage der Bankensteuer müsste das unterschiedliche Risiko verschiedener Geschäftsmodelle berücksichtigen. So kann die Steuer weniger riskante Bankgeschäfte begünstigen und das Risiko reduzieren helfen. Schließlich gilt es, die Altlasten z.B. über den ESM aufzuarbeiten, bevor ein Land der Bankenunion beitrifft.

## **Abbau der Staatsverschuldung**

Die Eurokrise hat gezeigt, dass Staatschulden in einer Währungsunion anfälliger gegenüber spekulativen Attacken und damit riskanter sind. Nach den Vorgaben des Fiskalpakts müssen daher die Staaten ihre Schulden auf ein sicher tragbares Niveau von weniger als 60 Prozent des BIPs abbauen. Dies ist im nationalen Interesse, denn niedrige Schulden sichern niedrige Zinsen dank unzweifelhafter Bonität. Sie tragen zu intergenerativer Ausgewogenheit bei, damit zukünftige Generationen mehr Leistungen für ihre Steuern bekommen anstatt die Schulden der Vergangenheit bedienen zu müssen. Und sie schaffen Spielraum, um plötzliche Ausgabenbedürfnisse mit Neuverschuldung finanzieren zu können, ohne die Schuldentragfähigkeit zu gefährden.

Ein insolventes Land kann ohne Schuldenschnitt nicht saniert werden. Weitere Zwischenkredite würden die Insolvenz lediglich hinauszögern und wären von vornherein zum großen Teil verloren. Es geht nur mehr um die Frage, wie hoch der Schuldenschnitt sein muss, damit wenigstens die verbleibende Schuld verlässlich zurückgezahlt werden kann.

## **Wenn die Investoren verschreckt werden**

In der Eurozone muss jedoch verhindert werden, dass ein allgemeiner Vertrauensverlust die Risikoscheu der Investoren multipliziert und damit weitere hoch verschuldete Länder in die Insolvenz treibt, weil die Risikoprämien übertrieben stark ansteigen.

Um ein solches Szenario zu vermeiden und das Vertrauen auf dem Kapitalmarkt wiederherzustellen, braucht es zwei Beiträge. In erster Linie muss das betroffene Land eine so starke Budgetsanierung einleiten, dass ein nachhaltiger Schuldenabbau realistisch wird. Die Reformen müssen gleichzeitig die Wachstumskräfte stärken, damit die Tragbarkeit der Schuld gesteigert wird.

Zum Zweiten müssen gemeinsame Institutionen errichtet werden, die den Anlegern eine Garantie geben, dass sie ihr Geld zurückerhalten. Damit wird ein übertriebener Anstieg der Risikoprämien vermieden, welcher die Sanierungsbemühungen wieder zu Nichte machen würde.

Die Strategie der Eurozone beruht auf dem Rettungsschirm ESM und den angekündigten Garantien der EZB. Der ESM ist mit Eigenkapitaleinlagen und Garantien ausgestattet und genießt höchste Bonität, so dass er Kapital zu sehr günstigen Konditionen beschaffen kann. Seine Aufgabe ist es, Krisenländern in Tranchen Kredite zu sehr niedrigen Zinsen, aber unter strikten Reformauflagen zu gewähren, wobei die Weiterfinanzierung von der Erfüllung der vereinbarten Reformziele abhängig ist.

## **Schuldenschnitt, bevor der ESM einsteigt**

Ziel der Reformauflagen ist es, die Tragfähigkeit der Schulden wieder herzustellen und so die Rückzahlung zu sichern.

Ähnlich wie der IWF sollte der ESM Kredite nur an Länder gewähren, die in Liquiditätsschwierigkeiten, aber noch solvent sind. Ist ein Land de facto insolvent, dann müssen die bisherigen Gläubiger einem Schuldenschnitt zustimmen, bevor der ESM einsteigt!

Die Garantie der EZB besteht in der Bereitschaft, Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt bei Bedarf in unbegrenztem Volumen aufzukaufen, um einen spekulativen Anstieg der Zinsen zu verhindern. Diese Politik definiert eine Zinsobergrenze, lässt aber 'normale' Zinsdifferenzen zu, die das unterschiedliche fiskalische Risiko widerspiegeln.

Eine Intervention der EZB ist daran geknüpft, dass das Land ein ESM-Programm akzeptiert. Ein erfolgreiches Anpassungsprogramm stellt die Kapitalmarktfähigkeit wieder her und ermöglicht der EZB einen vorhersehbaren Ausstieg, damit den Inflationsgefahren einer dauerhaften Staatsfinanzierung durch die Notenbank vorgebeugt wird.

## **Wie viel gemeinsame Haftung?**

Die Refinanzierung mit Eurobonds oder der Vorschlag des Sachverständigenrates (SVR), Schuldenteile von über 60 Prozent des BIP in einen Schuldentilgungsfonds einzubringen, könnte den Anlegern die Rückzahlung ebenfalls garantieren. Mit der gemeinsamen Haftung gäbe es einen einheitlichen Zins, der eine Umverteilung zur Folge hätte. Er wäre für finanzstarke und sparsame Länder höher und für schwache und ausgabefreudige Staaten niedriger.

Diese Solidarleistungen kämen zusätzlich zu den einbezahlten Eigenkapitalanteilen und den Haftungen für den ESM-Rettungsschirm, den Haftungen für die von der EZB aufgekauften Staatsanleihen und den Risiken, die von den Target-Verbindlichkeiten der Krisenländer ausgehen.

Die niedrigeren Zinsen würden zwar die Sanierung der Staatsfinanzen erleichtern. Andererseits mindern sie den Spardruck, was den Schuldenabbau verlangsamt oder gar zu neuen Schulden führen könnte. Ein Schuldentilgungsfonds läuft auf zeitlich begrenzte Eurobonds hinaus, versehen mit verstärkten Sanktions- und Kontrollmechanismen.

## **Marktdisziplin und Schuldenabbau**

Letzten Endes hebeln Eurobonds den Preismechanismus in Form von Risikoprämien aus. Anstatt dessen sollen Kontrollen und Auflagen die Marktdisziplin ersetzen, um den Schuldenabbau sicherzustellen. Diese Ziele sind aber mit dem ESM und dem Fiskalpakt schon realisiert!

Die Zwischenfinanzierung erfolgt zu niedrigsten Zinsen, welche die erstklassige Bonität des ESM aufgrund der gemeinsamen Garantien widerspiegeln. Länder, die ein ESM Programm nicht akzeptieren, haben es selber in der Hand, mit einer soliden Wirtschaftspolitik das Vertrauen der Kapitalmärkte herzustellen.

Ein Ausbau der EU zu einem europäischen Zentralstaat mit größerem Budget und europaweitem Finanzausgleich erscheint zweifelhaft. Die Länder Europas sind kulturell und gesellschaftlich sehr heterogen und unterscheiden sich in ihren Ansprüchen an den Staat. Die Konflikte um Finanzierungsbeiträge zum EU-Budget samt Sonderrabatten wecken Zweifel an der Bereitschaft zu einem umfangreichen Finanzausgleich. Nach dem Subsidiaritätsprinzip soll die Finanzpolitik grundsätzlich national bleiben. Ausnahmen davon wie jetzt bei der Errichtung des ESM, des Fiskalpaktes und der Bankenunion müssen speziell begründet werden.

## **Perspektiven der Eurozone**

Zwar ist die Lösung der Eurokrise noch mit erheblichen Risiken belastet. Das laufende Reformprogramm sollte jedoch die Eurozone in Zukunft besser aufstellen als je zuvor. Die neuen Institutionen ziehen Leitplanken ein, damit die nationale Wirtschaftspolitik nicht Schaden in anderen Ländern anrichten und neue politische Konflikte erzeugen kann, sondern zur gemeinsamen wirtschaftlichen Entwicklung beiträgt.

## **Handlungsempfehlungen**

1. Um den Wegfall der Wechselkurse zu ersetzen und Handelsungleichgewichte zu beseitigen, braucht es flexiblere Arbeits- und Produktmärkte und eine strikt produktivitätsorientierte Lohnpolitik in allen Mitgliedsländern.
2. Im Rahmen des Fiskalpaktes müssen die Staatsschulden auf ein sicher tragbares Niveau reduziert werden. Der Krisenfonds ESM gewährt Überbrückungskredite zu sehr niedrigen Zinsen, aber unter strikten Kontrollen und Reformauflagen, welche das Wachstum stärken und die Schuldentragfähigkeit wiederherstellen sollen.
3. Der Aufbau höherer Eigenkapitalquoten und die zentrale Aufsicht in einer Bankenunion mindern die systemischen Risiken im Bankensektor und die Ansteckungsgefahren in der Eurozone.

## **Der Autor**

*Prof. Christian Keuschnigg ist Direktor des Instituts für Höhere Studien und Professor für Nationalökonomie, insbesondere öffentliche Finanzen, an der Universität St.Gallen. Seine Forschungsinteressen beziehen sich insbesondere*

## **Über die ÖGfE**

*Die Österreichische Gesellschaft für Europapolitik (ÖGfE) ist ein parteipolitisch unabhängiger Verein auf sozialpartnerschaftlicher Basis. Sie informiert über die europäische Integration, fördert den offenen Dialog über aktuelle europapolitische Fragen.*