



## Impulsrede 2011

# Ein Scheitern ist nicht eingeplant, oder: Ordnungspolitische Prinzipien der Europäischen Währungsunion<sup>\*</sup>

## **Impulsrede zur Sozialen Marktwirtschaft Wirtschaftspolitischer Club Deutschland e.V.**

Prof. Dr. Lars P. Feld

### **1) Einleitung**

Europa ist in der Krise. Oder ist es nicht doch eher eine Krise des Euro? Oder vielmehr eine EU-Schuldenkrise bzw. eine Schuldenkrise einzelner Mitgliedsländer der Eurozone? Schon bei der Benennung des Phänomens driften die Meinungen auseinander. So verwundert es nicht, dass die Diagnose der Probleme umstritten ist. Gehen die Schuldenprobleme in diesen Ländern auf die Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2007-2009 zurück? Oder ist die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder Schuld? Hatten diese Länder nicht schon immer Mühe, eine solide Finanzpolitik zu betreiben? Jedenfalls erscheint vielen die Währungsunion

falsch konstruiert. War der Euro ein Fehler, wie unlängst Roland Vaubel behauptete?<sup>1</sup>

Bei so vielen Gründen für die Misere muss der bunte Strauß der Lösungen in die Extreme gehen: Von einer Auflösung der Währungsunion in zwei Währungsgebiete mit einem „Nordeuro“ und einem „Südeuro“ (Hans-Olaf Henkel), über eine Wirtschaftsregierung (Merkel-Sarkozy) und einen Europäischen Finanzminister (Jean-Claude Trichet) bis hin zu den Vereinigten Staaten von Europa (Ursula von der Leyen) mit einem voll austarierten Finanzgleichsystem nach deutschem „Vorbild“ (Wolfgang Kirsch, DZ Bank) findet man fast alles. Natürlich schwingt zuweilen der Impuls mit, Sünder und Betrüger zu bestrafen.

Angesichts dieses Debattenaufresses kommt man nicht umhin, der allenthalben anzutreffenden Feststellung zu folgen, dass sich Europa am Scheideweg befindet. Selbst die nur auf kurzfristige Lösungen setzenden Maßnahmen können eine Entwicklung in die eine oder die andere Richtung induzieren – hin zu einer Zunahme nationaler Egoismen in Europa oder hin zu einem europäischen Superstaat. Zu bedenken sind insbesondere die nicht intendierten Nebenwirkungen gewählter Lösungsansätze. Gut gemeint ist nicht selten das Gegenteil von gut. Selbst das Bild des Scheidewegs ist trügerisch, wenn man ihn wie der *Economist* als Bifurkation versteht:<sup>2</sup> Die Staats- und Regierungschefs könnten nach links oder nach rechts abbiegen. Die Befürchtung bestehe, dass sie geradeaus, sozusagen gegen die Wand führen. Dieses Bild ist falsch, weil es tatsächlich mehr als zwei Wege zwischen dem Rückfall in nationale Egoismen und dem europäischen Superstaat gibt.

In dieser Rede argumentiere ich nämlich, dass der Weg geradeaus wohl der richtige ist. Statt der Verfolgung visionärer Ziele

---

\* Geringfügig überarbeitete schriftliche Fassung der am 21. September 2011 im Bundeswirtschaftsministerium in Berlin gehaltenen Impulsrede zur Sozialen Marktwirtschaft. Die Form der Rede wurde beibehalten. Die Beschlüsse der Europäischen Staats- und Regierungschefs vom 26. Oktober 2011 sind nicht berücksichtigt. Somit ist der Text absichtlich auf dem Stand vom 21. September 2011 belassen.

1. Siehe dazu Roland Vaubel, „Der Euro war ein Fehler“, *Börsenzeitung* Nr. 178 vom 15. September 2011, S. 7 (Interview mit Stephan Balling).
2. Siehe dazu „Fudge, the final frontier: European leaders are at a fork in the road. They probably go straight on.“, *The Economist* 400 (8750) vom 10. September 2011, S. 69.

sollte die Lösung der kurzfristigen Liquiditäts- und Solvenzprobleme in der Währungsunion im Vordergrund stehen. Die Defekte des Maastricht Vertrages und in seinem Gefolge des Lissabon Vertrages sind nicht so gravierend, dass sie nicht durch akzeptable und, bei aller in Deutschland vorherrschenden Skepsis, politisch vertretbare Schritte behoben werden könnten. Nur: behoben werden müssen sie und dies bald.

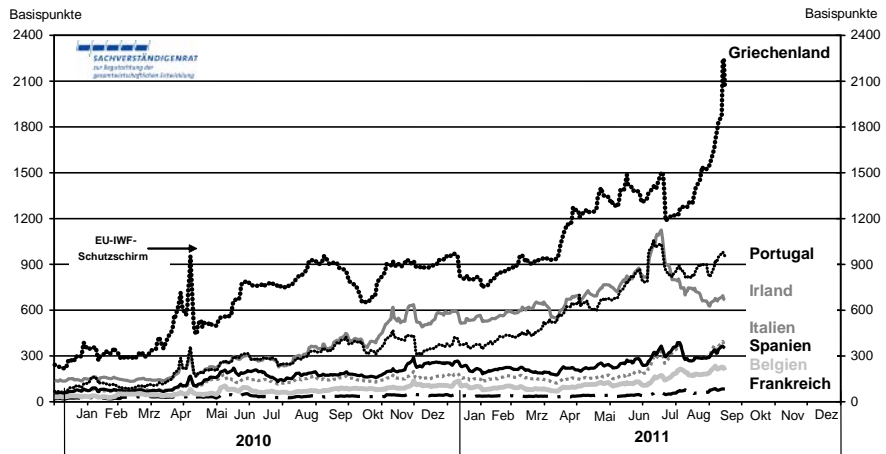
Zunächst ist es erforderlich, sich die zu lösenden Probleme zu vergegenwärtigen. Dazu biete ich in *Abschnitt 2* eine Diagnose an. Der nächste Schritt der Analyse führt uns die ordnungspolitische Konzeption der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion im Maastricht Vertrag vor Augen (*Abschnitt 3*). Danach werden die Ecklösungen eines Rückfalls in nationale Egoismen (*Abschnitt 4*) und einer Weichenstellung hin zu einem Europäischen Bundesstaat (*Abschnitt 5*) gewogen und für zu leicht befunden. In *Abschnitt 6* skizziere ich eine Lösung für die Bewältigung der Krise im Euroraum, die keinen Anspruch auf Originalität erhebt. Sie findet sich ähnlich bei anderen Ökonomen, die sich in dieser Hinsicht einiger sind als die Medien oder die Politik uns glauben machen möchten.

## **2) Die zu lösenden Probleme**

Für den unbedarften Beobachter liegt es auf der Hand: Die betroffenen Staaten geben zu viel Geld aus und bekommen nun die Quittung. Jedenfalls reagieren die Finanzmärkte auf die Verschuldungsprobleme der GIIPS-Staaten mit erheblichen Risikoauflagen. Die Renditedifferenzen der zehnjährigen Staatsanleihen zwischen den in *Abbildung 1* angegebenen Ländern und Deutschland belegen, dass Griechenland, Portugal, Irland, Spanien und Italien als deutlich schlechtere Schuldner angesehen werden als die Bundesrepublik. Zuletzt rentierten die deutschen Langläufer mit weniger als 2 Prozent nominal. Anleger in Deutschland akzeptieren derzeit negative Realzinsen. Griechenland muss hingegen einen Zins bei gleicher Laufzeit von rund 23 Prozent bieten, Portugal zahlt einen Zinsaufschlag im Vergleich zu Deutschland von

über 9 Prozent, Irland von rund 7 Prozent, Spanien und Italien von rund 4 Prozent. Korrespondierend, wenngleich zeitlich vorlaufend, sind die Kreditversicherungsprämien (CDS) für die betroffenen Länder angestiegen (Abbildung 2). In den CDS Prämien für Griechenland ist eine Wahrscheinlichkeit für einen Zahlungsausfall von über 95 Prozent eingepreist. Eine Beobachtung lässt sich sehr rasch anhand beider Abbildungen festhalten: Keiner der bisher unternommenen Schritte, kein „Rettungspaket“, keine Liquiditätshilfe konnte das Auseinanderdriften der Zinssätze in der Eurozone wirklich aufhalten. Bisher ist die Politik hinsichtlich ihrer Zielsetzung einer Beruhigung auf den Finanzmärkten zu kurz gesprungen.

### Renditedifferenzen der 10-jährigen Staatsanleihen



Stand: 16.09.2011

Abbildung 1: Renditedifferenzen der zehnjährigen Staatsanleihen, 2010 – 2011

Quelle: Thomson Financial Datastream, download von der Homepage des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/52.html>.

## Credit Default Swap Prämien bei 5-jähriger Laufzeit

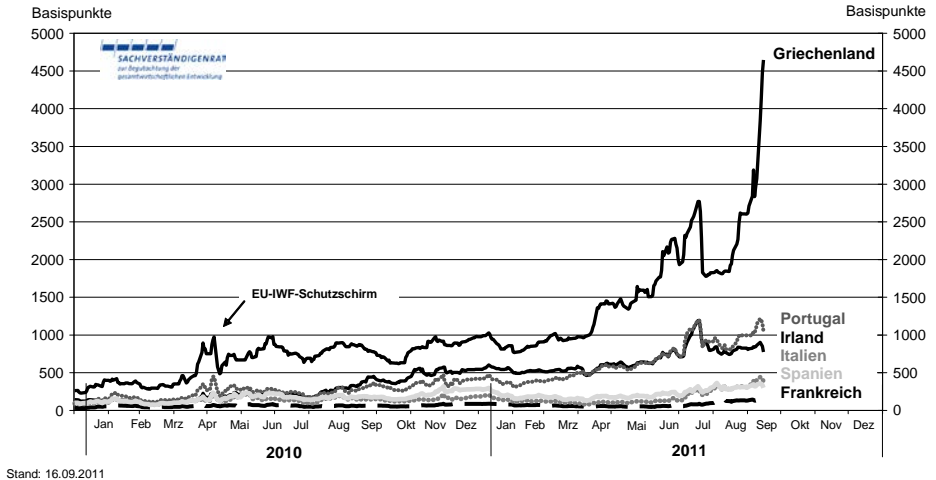


Abbildung 2: Credit Default Swap Prämien, 2010 – 2011

Quelle: Thomson Financial Datastream, download von der Homepage des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/52.html>.

Die Ursachen für diese Entwicklung sind vielfältig und je nach Land verschieden. Der oben genannte unbedarfte Beobachter macht es sich wohl zu einfach. Zunächst lässt sich die Finanz- und Wirtschaftskrise nicht als stichhaltige Begründung für die Schuldenprobleme aller fünf sich im Fokus der Finanzmärkte befindenden Länder heranziehen. Zwar reduzierte die Rezession die Bruttoinlandsprodukte dieser Länder, erhöhte die Haushaltsdefizite alleine schon aufgrund des Wirkens automatischer Stabilisatoren und führte so zu einer Erhöhung der Schuldenstandsquoten.

Nur in **Irland** wurde das Verschuldungsproblem des Staates jedoch durch eine Verwicklung seines Bankensystems in die internationale Finanzkrise ausgelöst. Noch 2008 belief sich die Schuldenstandsquote Irlands auf 47,5 Prozent und war somit seit dem Jahr 2000 von 40,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts relativ moderat angestiegen. Im Jahr 2009 sprang die irische Schulden-

standsquote auf 70,3 Prozent alleine durch die von der irischen Regierung vorgenommene Rekapitalisierung des Bankensystems. Irland befindet sich auf dem Weg, die 100 Prozent-Marke zu überschreiten. Gleichwohl zeichnet sich in Irland ab, dass die Talsohle durchschritten ist. Dafür sprechen die Entwicklungen bei den Direktinvestitionen und das moderate Wirtschaftswachstum der letzten Quartale. Vor allem deutet die in den *Abbildungen 1* und *2* erkennbare Entkopplung von Irland und Portugal darauf hin, dass die Finanzmärkte an die Erholung Irlands glauben. Die Konsolidierungspolitik der vergangenen Jahre mündet nicht notwendigerweise in der Spirale einer sich ständig verschlechternden Wirtschaftslage.

Eindeutig nicht auf die Finanzkrise lassen sich die Verschuldungsprobleme **Griechenlands** zurückführen. Noch im Jahr 2000 belief sich die griechische Schuldenstandsquote auf 115 Prozent des BIP. Bis zum Jahr 2008 sank sie auf 101 Prozent, stieg in der Folge jedoch wieder auf 119 Prozent des BIP an. Mittlerweile ist bekannt, dass die früheren Zahlen unter Revisionsvorbehalt stehen. Griechenland hat die an Eurostat gemeldeten Daten über einen längeren Zeitraum – schon beim Eintritt in die Währungsunion und später wieder – gefälscht. Im Laufe dieses Jahres erwarten Beobachter eine Schuldenstandsquote von über 160 Prozent des BIP. Griechenland ist somit seit langem übermäßig verschuldet. Hinzu tritt eine stark überregulierte, vom Klientelismus durchsetzte, mit schwachen staatlichen Institutionen, insbesondere einer schwachen staatlichen Verwaltung belasteten Wirtschaft, die im *Doing Business Indicator* der Weltbank auf der Höhe von Bangladesch geführt wird. Es gibt kaum einen ernst zu nehmenden Ökonomen, der bezweifelt, dass Griechenland ohne Schuldenschnitt nicht aus dieser Misere herausfindet. Griechenland braucht einen Neuanfang: fiskalisch, ökonomisch und verwaltungstechnisch. *Transfers will not do the trick*. Das zeigen die Erfahrungen Griechenlands mit den Zahlungen aus den Strukturfonds der EU.

Hinsichtlich der Verschuldungsprobleme **Portugals** zeichnet sich in der Tendenz ein ähnliches, aber weniger hartes Urteil ab. Portugal kämpfte seit seinem Eintritt in die Währungsunion mit Defizitquoten über oder allenfalls knapp unter 3 Prozent des BIP. Seine Schuldenstandsquote stieg von 62,0 Prozent im Jahr 2000 bis auf 87,0 Prozent im Jahr 2009. Die Kommission leitete in den

Jahren 2002 und 2005 Defizitverfahren gegen Portugal ein, die 2004 bzw. 2008 abgeschlossen wurden. Diese Verfahren konnten das Abgleiten Portugals in die Schuldenfalle nicht verhindern. Mitverantwortlich dafür ist die abnehmende Wettbewerbsfähigkeit der portugiesischen Unternehmen, die sich in den erheblichen Handels- und Leistungsbilanzdefiziten des Landes niederschlägt und auf überhöhte Lohnstückkosten zurückzuführen sein dürfte. Ähnlich wie Irland ist die Liquidität Portugals derzeit über die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität gesichert. Wenngleich die Situation in Portugal weniger eindeutig ist als in Irland, hält das Land die Vorgaben der Troika, bestehend aus IWF, EU und EZB ein; es ist sozusagen *on track* und könnte die Kehrtwende schaffen.

Die Situation in **Spanien** ist wesentlich differenzierter zu beurteilen. Im Zeitraum von 2000 bis 2008 reduzierte Spanien seine Schuldenstandsquote von 66,5 Prozent auf 46,8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Zudem führte Spanien seine Arbeitslosenquote von 19,8 Prozent im Jahr 1994 auf 10,6 Prozent im Jahr 2001 zurück. Im folgenden Jahrzehnt hielt sich die spanische Arbeitslosenquote in diesem Bereich. Nach dieser wirtschaftlich relativ erfolgreichen Zeit stieg die Arbeitslosenquote jedoch im Jahr 2009 wieder deutlich auf 18 Prozent an. Zurzeit sind fast 50 Prozent der erwerbsfähigen Jugendlichen in Spanien ohne Arbeit. Begleitet waren die Jahre bis 2008 von einem Immobilienboom. Als diese von den niedrigen Zinsen im Euroraum befeuerte Immobilienblase platzte, zog sie vornehmlich die spanischen Sparkassen nach unten. Die international wettbewerbsfähigen Großbanken Santander und BBVA waren hingegen von der internationalen Finanzmarktkrise und dem Platzen der Immobilienblase in den USA aufgrund der restriktiven spanischen Finanzmarktaufsicht nicht betroffen. Sie spüren allerdings mittlerweile die hausgemachten Probleme. So eindeutig hausgemacht die spanischen Probleme trotz des Einhaltens der Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts sind, so eindeutig müssen sie intern gelöst werden. Die spanische Regierung hat bereits einiges unternommen, wird aber zur Restrukturierung des Arbeitsmarkts einen steinigen Weg zurücklegen müssen. Hinsichtlich der öffentlichen Finanzen des Landes kämpft die Zentralregierung mit den Haushalten der autonomen Regionen, welche die notwendigen Konsolidierungsschritte bislang noch nicht unternommen haben.

In **Italien** ist die Lage noch klarer als Ergebnis anhaltender hausgemachter Probleme in der Finanzpolitik anzusehen. Von 1990 bis 2000 stieg die italienische Schuldenstandsquote von 97,6 Prozent auf 121 Prozent an. Sie sank bis 2008 auf 114,5 Prozent, liegt in diesem Jahr aber über 120 Prozent. Im Jahr 2005 leitete die Kommission ein Defizitverfahren gegen Italien ein, das 2008 abgeschlossen wurde. Italien ist relativ ungeschoren durch die Finanzkrise gekommen. Die italienischen Banken waren kaum von den Einbrüchen auf den internationalen Finanzmärkten betroffen. Aus der Rezession kommt Italien jedoch nur mit moderaten Wachstumsraten. Die italienische Wirtschaft hat nicht den Schwung der deutschen. Vor allem gelingt es der Regierung Berlusconi nicht, eine glaubhafte Konsolidierungsstrategie zu entwickeln.

Jedes der fünf betrachteten Länder hat somit seine individuellen Probleme. Sie resultieren zum Teil aus einer ungenügenden Wettbewerbsfähigkeit, wie in Griechenland, Portugal, teilweise auch in Italien und Spanien. Zu einem anderen Teil sind sie Ergebnis einer unsoliden Finanzpolitik in der Vergangenheit wie in Griechenland, Portugal und Italien. In Spanien (und Irland) haben Immobilienblasen hausgemachte Probleme verursacht. Die internationale Finanzkrise kann nur in Irland zur Erklärung der Verschuldungsprobleme überzeugen.

Gleichwohl bleibt die Frage, warum die Finanzmärkte die Bonität der Mitgliedsländer der Eurozone nicht schon in ruhigeren Zeiten differenzierter betrachteten. Dies kann mit Fehlinformationen durch die Länder, etwa im Falle Griechenlands zusammenhängen oder das Ergebnis einer fehlenden Glaubwürdigkeit der Nicht-Beistandsklausel im Lissabon Vertrag sein. Etwas mehr Aufmerksamkeit hätte man sich dennoch gewünscht. Dies schon als Irrationalität der Finanzmärkte abzutun, ist jedoch überzogen. Die Finanzmärkte reagieren jetzt mit einer differenzierten Einschätzung der Bonität der Anleihen europäischer Staaten. Übertreibungen sind dabei nicht ausgeschlossen und die Reaktionen der Finanzmarktteilnehmer wirken eher wie eine Abstrafung einzelner Länder ex post. Die aktuellen Zinsdifferenziale werden schließlich aber doch Anreize für eine solide Finanzpolitik in der Zukunft setzen.



### 3) Das ordnungspolitische Konstrukt der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion

Wie konnte es soweit kommen? Was ist schief gelaufen? Die Versuchung liegt nahe, die Ursachen in falschen ordnungspolitischen Weichenstellungen für die Währungsunion zu suchen. Gerade in Deutschland war doch die Skepsis groß. 62 Professoren warnten 1992 in einem Aufruf in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vor der Einführung der Währungsunion: Die Europäische Währungsunion sei kein optimaler Währungsraum. Wenn den Mitgliedsländern das Instrument der Abwertung nicht mehr zur Verfügung stehe, müssten andere Mechanismen, etwa Anpassungen auf den Arbeitsmärkten oder Transferzahlungen im Sinne eines Finanzausgleichs, allfällige Spannungen ausgleichen. Die europäischen Arbeitsmärkte seien aber zu rigide und die innereuropäische Solidarität sei nicht hinreichend ausgeprägt, um einen Finanzausgleich, der asymmetrische Schocks zwischen den Ländern abfangen könnte, zu begründen. Die potentiell entstehenden ökonomischen Spannungen könnten politische Zentrifugalkräfte in Europa bis hin zur Desintegration auslösen.

Hinter dem Konstrukt der Währungsunion steht gleichwohl kein Wunschdenken. Für ihre Väter war die Währungsunion nicht in erster Linie als Mechanismus zur Einsparung von Transaktionskosten, etwa der Kosten des Währungsumtauschs oder des Wegfalls des Wechselkursrisikos, anzusehen. Obwohl diese Kosten durchaus beachtlich sind und durch die gemeinsame Währung zudem ein tieferer Kapitalmarkt in Europa entstehen konnte, ist der große Vorteil der Währungsunion ein ordnungspolitischer.

Eine gemeinsame Währung in Europa schafft *„Geld, das man nicht selbst herstellen kann“* (Sievert 1992). Der Maastricht Vertrag und in der Folge der Lissabon Vertrag legen die Europäische Zentralbank auf das Ziel der Preisstabilität fest. Zugleich wird ihr eine weitgehende Unabhängigkeit zugesichert. Die EZB ist in allen formalen Dimensionen die unabhängigste Notenbank der Welt. Durch eine Ausrichtung ihrer Geldpolitik an der Deutschen Bundesbank sollte deren stabilitätspolitisches Erbe auf die europäische Ebene gehoben werden. Die nationalen Notenbanken sind zudem in das Europäische System der Zentralbanken eingebun-

den und damit dem Druck nationaler Finanzpolitik und Arbeitsmarktpolitik etwas entrückt. Die nationalen Interessenskonflikte, die gerade in Europa nicht selten zu Lasten der Preisstabilität ausgetragen wurden, sollten in den Mitgliedsländern gelöst werden. Die Geldpolitik wäre dahingehend in Zukunft außen vor. Obwohl Hayek (1977) eine Entnationalisierung des Geldes auf anderem Wege herbeiführen wollte, gewährleistet die Währungsunion schließlich eine solche Entnationalisierung, allerdings unter Beibehaltung des Geldschöpfungsmonopols.

Der frühere, langjährige Vorsitzende des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Olaf Sievert, brachte die ordnungspolitische Ratio der gemeinsamen europäischen Währung auf den Punkt:

*„Sie [Die Geschichte des Geldwesens] ist vor allem eine wechselvolle Geschichte der mißbräuchlichen Nutzung des Rechts, Geld zu schaffen. Handlungsmöglichkeiten und Vorteile gewinnen und nutzen, die einem nicht zustehen, indem man Geld ausgibt, das man nicht hat, aber herstellen kann, indem man Einkommen und Vermögen entstehen läßt, für die es eine reale Grundlage nicht gibt, die also, wenn überhaupt, nur auf Kosten von anderen gewonnen werden können, und – nicht zuletzt – indem man Schulden entwertet, die mit gutem Geld zu bezahlen man versprochen hat, kurz, Lug und Trug im Gewande staatlicher Hoheit, das hat über die Jahrhunderte die Attraktivität der einzelstaatlichen Souveränität über das Geldwesen ausgemacht.“*  
(Sievert 1992).

Der Maastricht Vertrag schaffe eine internationale Geldordnung in Europa, die eine Objektivierung der Geldversorgung in einem Ausmaß sicherstelle, das seit dem Goldstandard nicht mehr bestand.

Notabene gehört zum „Lug und Trug im Gewande staatlicher Hoheit“ die Möglichkeit der Abwertung einer Währung. Sie ist das außenwirtschaftliche Pendant der binnenwirtschaftlichen Geldillusion, die darauf baut, mit etwas mehr Inflation etwas Arbeitslosigkeit abzubauen. Bewusst sollen die Mitgliedsländer in der Währungsunion nicht mehr auf das Instrument der Abwertung zu-

rückgreifen können, um ihre Wettbewerbsfähigkeit kurzfristig zu beeinflussen. Eine Abwertung erhöht die Wettbewerbsfähigkeit nur kurzfristig, weil die realwirtschaftlichen Bedingungen eines Landes, die seine Wettbewerbsfähigkeit reduzierten, dadurch nicht verändert werden. Typischerweise handelt es sich um eine falsche Lohn- und Arbeitsmarktpolitik, welche die Lohnstückkosten über die gesamtwirtschaftliche Produktivität hebt und die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen beeinträchtigt. Die Abwertung kompensiert den Lohnkostennachteil temporär, führt aber zumeist über steigende Importpreise und den dadurch auftretenden Inflationsdruck zu weiteren Lohnsteigerungen. Die Spirale von Abwertung – Inflation – übermäßigen Lohnerhöhungen dreht sich weiter. Gerade die südeuropäischen Länder hatten vor Eintritt in die Währungsunion damit leidvolle Erfahrungen gemacht. Es soll niemand so tun, als ob Italien vor seinem Beitritt nicht am Abgrund gestanden hätte!

Zu dieser ordnungspolitischen Konzeption gehört zwingend, dass die Finanzpolitik und die sonstige Wirtschaftspolitik, insbesondere die Festlegung der Rahmenbedingungen für die Arbeitsmärkte der Mitgliedsländer, in der nationalen Autonomie und damit in der nationalen Verantwortlichkeit liegen. Es soll auf der europäischen Ebene weder für die Finanzpolitik noch für die Arbeitsmarktpolitik möglich sein, Druck auf die EZB zu machen, damit sie die Fehler in diesen Politikbereichen durch eine inflationäre Politik über-tüncht. Wenn falsche Finanz- und Arbeitsmarktpolitik durch diese inflationäre Farbe hervortreten, wirken sie sich in der Regel schlimmer aus. Erneut dazu Olaf Sievert (1992):

*„Gutes Geld, Geld von verlässlich vorhersehbarem Wert, von außen vorgegeben für alle, diese fundamentale Ordnungsbedingung für ein System dezentralen Entscheidens nicht nur im privaten, sondern auch im staatlichen und im intermediären Bereich ist das wichtigste Band für einen Staatenbund. Und es wäre zugleich ein Band, von dem man sagen könnte: Es hält zwar nicht beliebige Belastungen aus, aber es wird halten, solange der grundlegende ordnungspolitische Konsens hält, der einen Staatenbund tragen muß.“*

Der Konstruktionsfehler der Währungsunion lag also nicht, wie manche behaupten, in der fehlenden supranationalen Autonomie

in der Finanz-, Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik. Vielmehr ist die dezentrale Verantwortlichkeit der Nationalstaaten für ihre Wirtschaftspolitik ein konstitutives Merkmal der Währungsunion, sozusagen einer der tragenden Pfeiler des neuen Währungsgebäudes, den einzureißen man sich nicht ohne bleibende Schäden erlauben kann. Man müsste die Statik des Gebäudes neu austarieren.

Gleichwohl wussten die Väter der Währungsunion, dass die in Stabilitätspolitik wenig geübten Mitgliedsländer gerne den sofortigen Vorteil niedriger Zinsen genießen würden und die mittelfristig notwendigen realwirtschaftlichen Anpassungen zur Herstellung der Wettbewerbsfähigkeit aufschieben würden. Daher wurden die Maastricht Kriterien und in der Folge der Stabilitäts- und Wachstumspakt zur Korrektur finanzpolitischer Fehlentwicklungen neben die Vergemeinschaftung der Geldpolitik gestellt. Blauäugig dürften damals die wenigsten gewesen sein. Man wusste: Wenige Jahre des Einübens solider Finanz- und Wirtschaftspolitik machen noch keine Solidität und schon gar keine Stabilitätskultur. Die Hoffnung bestand jedoch, dass die Vorgaben für fiskalpolitische Disziplin besser als nichts seien. Die Hoffnung trog bzw.: sie wurde betrogen – nicht zuletzt, sondern zuallererst von Deutschland.

Der Konstruktionsfehler der Währungsunion war und ist an zwei anderen Stellen zu finden. Erstens war die Nicht-Beistandsklausel des Maastricht und des Lissabon Vertrages (Art. 125 AEUV) nicht glaubwürdig. Liest man heute den Art. 125 AEUV dann wirkt er nackt im Vergleich zu Art. 126 AEUV, der das Verfahren bei übermäßigen Defiziten regelt. Den Finanzmarktteilnehmer wurde nicht signalisiert, dass sie bei einer übermäßigen Verschuldung eines Mitgliedslandes in letzter Konsequenz mit dem Zahlungsausfall rechnen mussten. Eine staatliche Insolvenzordnung wurde nicht erwogen. Zweitens wurde die Möglichkeit einer tiefen Finanz- und Bankenkrise, wie sie die Welt jüngst erschütterte, nicht hinreichend in Betracht gezogen. Die Interdependenzen zwischen der Banken- und Finanzmarktregulierung und der Schuldenpolitik der Mitgliedsländer wurden zu wenig gesehen. Drohen Ansteckungsgefahren bei einem Zahlungsausfall eines Landes und sind die davon betroffenen Banken nicht mit genügend Eigenkapital ausgestattet, um dies zu verkraften, ist die Nicht-Beistandsklausel unglaubwürdig. Selbst eine Insolvenzordnung für Staaten

würde dies nicht heilen (Wissenschaftlicher Beirat beim BMF 2010).

#### **4) Gefahren durch Austritte aus der Währungsunion**

Die ordnungspolitischen Grundlagen der Währungsunion lassen viele zu dem Schluss gelangen, dass in der gegenwärtigen Situation mit einer übermäßigen Verschuldung von Ländern der Eurozone nur ein Austritt derjenigen, die erkennbar insolvent sind, die Probleme lösen kann – frei nach dem Motto: Die Regeln waren von Anfang an bekannt; wer sich nicht daran hält, soll austreten. Unglaublichkeit sei schon in der Kindererziehung ein Problem. Aber: Wer würde schon heute ernsthaft die eigenen Kinder ins Verderben stürzen, um glaubwürdig zu bleiben? Die wenigsten.

Die früheren Gegner der Währungsunion schlagen die gleiche Lösung vor, jedoch mit Rückgriff auf das Abwertungsargument. Wenn Griechenland seine eigene Währung abwerten könne, dann gewinne es seine Wettbewerbsfähigkeit zurück. Dieses Argument baut auf die Geldillusion der Marktteilnehmer. Und: Wer auf Geldillusion baut, der baut auf Sand. Kritischer ist die Ignoranz zu beurteilen, mit der die Kosten des Austritts eines Landes aus der Währungsunion für dieses Land selbst und für den Rest der Eurozone abgetan werden.

Würde Griechenland austreten, müssten seine Gläubiger mit höchster Wahrscheinlichkeit einen stärkeren Haircut hinnehmen als die Finanzmärkte heute schon antizipieren: 80-90 Prozent statt der eingepreisten 50 Prozent. Das griechische Bankensystem wäre sofort insolvent. Die Gefahr eines *Bank run* mit weiteren Turbulenzen wäre groß. Zudem würde ein für den Austritt erforderliches Währungsgesetz zwar alle internen Vertragsbeziehungen erfassen und die fixierten Geldbeträge konvertieren. Aber alle Vertragsbeziehungen über die Grenze hinweg würden in Frage gestellt, ohne ersetzt zu werden. Sie müssten individuell abgewickelt werden. Die davon betroffenen Unternehmen könnten in Zahlungsschwierigkeiten kommen. Lieferbeziehungen würden beeinträchtigt. Ein Anstieg der ohnehin schon hohen Arbeitslosigkeit

keit und ungünstige Auswirkungen auf die Versorgung der Bevölkerung wären die Folge. Von der Realisierung dieses Albtraums kann man Griechenland nur abraten.

Schon der höhere Haircut deutet an, dass dieses Szenario größere Ansteckungsgefahren hat. Die in Griechenland engagierten europäischen Banken müssten deutlich höhere Abschreibungen hinnehmen. Bestenfalls löste dies einen größeren Refinanzierungsbedarf als bei einer geordneten Umschuldung aus. Die Situation könnte aber leicht zu einem so großen Misstrauen in das Bankensystem führen, wie man es nach der Lehman-Pleite beobachten durfte. Schlimmer noch könnte das dann sicherlich eintretende Hinterfragen der verbleibenden geografischen Abgrenzung der Währungsunion werden. Welcher übermäßig verschuldete Staat wäre der nächste Dominostein? Und wo würde die Welle halt machen? An den Pyrenäen, den Alpen – oder am Rhein? Zweiter Teil des Albtraums – zweiter Teil des Abratens.

Fazit: Ein Austritt eines Landes – Griechenlands – aus der Währungsunion würde mehr Probleme schaffen als er lösen könnte. Ein Zurück zu Maastricht ist damit nicht möglich. Man kann lediglich in die Zeit vor Maastricht zurückfallen. Ob der gemeinsame europäische Binnenmarkt in der heutigen Form dann erhalten bliebe, ist äußerst fraglich. Der Sound einer australischen Band namens AC/DC liefert zu diesem Szenario die Lautmalerei:

*“Lock up your daughter, lock up your wife, lock up your backdoor, I run for your life. This man is back in town, don't you mess around .... TNT, it's dynamite.”*

## **5) „Mehr Europa“ als Antwort: Auf dem Weg zum Europäischen Bundesstaat?**

Für nicht wenige Eliten ist angesichts der ernststen Lage in der Eurozone und dem zuvor skizzierten Horrorszenario der einzige Ausweg in einer Flucht nach vorne zu suchen. Schlagworte wie „die Wirtschaftsregierung“, „der Europäische Finanzminister“, „der Europäische Bundesstaat“, jedenfalls „Mehr Europa“ machen die Runde. Die wenigsten, die diese Schlagworte benutzen, machen

sich die Mühe zu erklären, was sie damit meinen, inwiefern diese Lösungsansätze auf das eigentlich zu adressierende Problem gerichtet sind und welche konkreten Schritte damit verbunden sind. Die Vorstellungen sind nebulös; dies gilt vor allem verfassungs- und europarechtlich.

Der Begriff „**Wirtschaftsregierung**“ ist ein Wieselwort. Damit kann alles gemeint sein, von einer Koordination der Wirtschaftspolitik zwischen den Partnern, die vor allem informativen Charakter hat, bis zu einer echten europäischen Kompetenz in Kernbereichen der Wirtschaftspolitik. Eine solche echte Wirtschaftsregierung würde eine erhebliche Kompetenzverschiebung zu Lasten der Mitgliedsländer erfordern. Dies wollte man mit der Währungsunion gerade nicht. Es sollte den Staats- und Regierungschefs nicht möglich sein, ein Gegengewicht zur geldpolitischen Instanz der EZB zu bilden. Die Mitgliedsländer müssen vielmehr mit ihren realwirtschaftlichen Bedingungen ohne Geldillusion in Wettbewerb zueinander treten. Wenn ihre Unternehmen in diesem Wettbewerb nicht mehr genügend Waren und Dienstleistungen an Mann und Frau bringen, so müssen sie alle Anstrengungen unternehmen, kostengünstiger zu produzieren. Nicht die Wirtschaftsregierung, sondern die Kostenstrukturen für die Unternehmen in den Mitgliedsländern bestimmen, ob ein Leistungsbilanzüberschuss oder -defizit entsteht bzw. korrigiert wird.

Ist die Wirtschaftsregierung lediglich als unverbindlicher Informationsaustausch zu verstehen – und manch einer versteht sie offenbar so –, dann verursacht sie wenig Schaden, aber sie kann ebenso wenig bewirken. Es ist zwar zumeist nicht schädlich, wenn vernünftige Menschen miteinander reden. Ein gewisses Unbehagen beschleicht einen aber doch. Denn die Gefahr, dass am Ende verbindliche Beschlüsse stehen, die auf ein „raising rivals' costs“ abzielen, ist groß.

Der „**Europäische Finanzminister**“ ist ein ebensolches Wieselwort wie die „Wirtschaftsregierung“. Hier sind ebenfalls verschiedene Ausgestaltungen denkbar. Ein europäischer Finanzminister, der mit Haushaltskompetenzen, insbesondere der Besteuerungs- und der Verschuldungskompetenz ausgestattet ist, könnte ebenso gemeint sein, wie eine Aufsichtsinstanz, welche die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts durchsetzt bzw. Sorge trägt, dass keine übermäßige Verschuldung in den Mitgliedsländern ent-

steht. In beiden Ausgestaltungsformen sind wiederum erhebliche Kompetenzübertragungen auf die europäische Ebene notwendig. Die Haushaltsautonomie der Mitgliedsländer würde mehr oder weniger stark beeinträchtigt. Eine Besteuerungs- und Verschuldungskompetenz ist für die Europäische Union nicht sinnvoll. Die von ihr derzeit wahrgenommenen Aufgaben, aber auch Aufgaben, welche die EU vernünftigerweise in der Zukunft wahrnehmen könnte, machen solche Kompetenzen nicht notwendig (Feld und Necker 2010). Die Befürchtung, dass bei einem einmal eingerichteten Finanzministerium eine Dynamik hin zu Besteuerungs- und Verschuldungskompetenzen der EU nicht mehr aufzuhalten sein würde, ist nicht von der Hand zu weisen.

Die Effektivität einer Aufsicht nationaler Haushalte durch einen Europäischen Finanzminister lässt sich trefflich bezweifeln. Im Grunde reicht es nicht aus, für solche Fälle eine (erhebliche) Beschränkung der nationalen Haushaltsautonomie vorzusehen. Vielmehr müsste das Verwaltungspersonal zur effektiven Überprüfung nationaler Finanzpolitik zur Verfügung stehen. Die Erfahrung mit haushaltsautonomen Gliedstaaten in Bundesstaaten, vor allem in der Bundesrepublik Deutschland, nähren Zweifel daran, dass dies in sinnvoller Weise möglich ist. Wenn es uns in Deutschland nicht gelingt, den sprichwörtlichen Sparkommissar vom Bund nach Bremen oder ins Saarland zu entsenden, es sogar umstritten ist, ob oder und unter welchen Bedingungen dies verfassungsrechtlich möglich ist, warum sollte das auf dem Weg von Brüssel nach Athen besser gelingen? Im deutschen Bundesstaat sind alle gewohnt, sich an das Grundgesetz zu halten, und Deutschland hat immerhin eine Verfassung. Wie viel schwieriger muss die Einrichtung von Durchgriffsrechten auf nationale Haushalte auf Basis des völkerrechtlichen Vertrags des Staatenverbundes Europäische Union sein! Man müsste Sicherheiten für eine Europäische Einrichtung definieren, welche die nationalen Haushalte überwachen sollte. Damit rückt man in die Nähe der von Finnland verlangten Besicherung. Letztlich überwiegt somit die Skepsis.

Von dieser Idee ist es nicht mehr weit zum „**Europäischen Bundesstaat**“. Fehlte nicht gerade die verfassungsrechtlich legitimierte Eingriffsmöglichkeit? Voilà, schaffen wir sie! Dies hat nicht nur die Nebenwirkung der Abschaffung des Grundgesetzes. Ein



bedeutender Unterschied zwischen dem Staatenverbund und dem Bundesstaat ist das Ausmaß an Solidarität, zu der sich die Bürger eines Beitrittsstaates verpflichten. Das bündische Prinzip ist konstitutives Merkmal jedes Bundesstaates. Selbst in der stark dezentral ausgerichteten föderalen Schweiz legt Art. 44 Abs. 2 Bundesverfassung das Prinzip der Bundestreue fest. In Deutschland leitete das Bundesverfassungsgericht aus dem bündischen Prinzip im Jahr 1992 die Solidarhaftung für Länder fest, die sich in einer extremen Haushaltsnotlage befinden. Lediglich in den USA ist die Situation ein wenig anders zu sehen. Dort wurde das bündische Prinzip vor allem für den Verteidigungsfall akzeptiert. Wurden die überschuldeten Gliedstaaten noch nach dem Unabhängigkeitskrieg aufgefangen, versagte der Bund ihnen dies Mitte des 19. Jahrhunderts und zwang sie zur Umschuldung. Seither ist es nicht mehr notwendig gewesen, die Frage nach der Solidarhaftung im amerikanischen Bundesstaat zu stellen. Dies könnte aufgrund der prekären Finanzlage einiger Gliedstaaten in den kommenden Jahren anders sein. Da diese zudem „too big to fail“ sind, dürfte die Antwort auf die Frage anders als im 19. Jahrhundert ausfallen.

Da das bündische Prinzip fester Bestandteil einer bundesstaatlichen Verfassung ist, würde in Europa der Druck zu einem stärkeren Finanzausgleich zwischen den Mitgliedsländern zunehmen. Konrad und Zschäpitz (2011) haben sich Gedanken gemacht, wie dieser aussehen könnte, und raten davon ab: Gleicht ein europäischer Finanzausgleich 50 Prozent der Abweichung eines Landes von der durchschnittlichen Finanzkraft aus, so gehört Deutschland zu den Nettozahlern. Es müsste mit einer Transferzahlung von 74 Mrd. Euro pro Jahr rechnen.

Abgesehen von diesen enormen fiskalischen Belastungen des Bundeshaushalts, die sicherlich nicht wünschenswert sind, verkennt der Vorschlag eines europäischen Finanzausgleichsystems die negativen Anreizwirkungen, die dieser hätte. Die Anreize zur soliden Finanzpolitik würden in den hoch verschuldeten Ländern gänzlich verschüttet. Der Finanzausgleich schafft ein partielles, aber permanentes Bail-out mit allen negativen Auswirkungen, die wir aus der föderalstaatlichen Wirklichkeit Deutschlands kennen. Von den ungünstigen Verschuldungsanreizen über den nachlässigen Umgang mit Finanzmitteln auf der Ausgabenseite des Budgets bis hin zur Verzögerung des Strukturwandels und zur Ab-

nahme der regionalen Wettbewerbsfähigkeit finden sich Belege (Feld und von Hagen 2007). Die heutigen Probleme würden nicht bekämpft, sondern befördert. Solche Vorschläge zur Lösung der EU-Schuldenkrise sind entweder von hoher Ignoranz hinsichtlich der Ergebnisse jahrzehntelanger Föderalismusforschung insbesondere in Deutschland gekennzeichnet oder sie sind schlicht unverantwortlich. Zum Mitschreiben: Der deutsche Föderalismus hat sich nicht bewährt. Dies ist ein naturalistischer Fehlschluss.

Hinzu kommt: Für alle diese Vorschläge müsste das europäische Vertragswerk zum Teil erheblich geändert werden – mit allen Unwägbarkeiten, welche die nationalen Ratifizierungsprozesse beithalten. Mehr noch: Über all diesen Vorschlägen schwebt das Damoklesschwert des deutschen Verfassungsrechts. In seinem Lissabonurteil aus dem Jahr 2009 macht das Bundesverfassungsgericht unmissverständlich klar, dass Verfassungsänderungen, die Kompetenzen an die Europäische Union abtreten und dabei den Bereich der Ewigkeitsgarantie des Grundgesetzes tangieren, nicht ohne ein obligatorisches Referendum möglich sind, denn:

*„Ohne den ausdrücklich erklärten Willen der Völker sind die gewählten Organe nicht befugt, in ihren staatlichen Verfassungsräumen ein neues Legitimationssubjekt zu schaffen oder die vorhandenen zu delegitimieren.“<sup>3</sup>*

Diese Position hat zuletzt Peter Huber, der erst nach dem Lissabon-Urteil in das Bundesverfassungsgericht berufen wurde, in einem Interview in der *Süddeutschen Zeitung* geschärft: *„Zunächst müsste das deutsche Volk als Träger der verfassungsgebenden Gewalt das Grundgesetz öffnen und die Bindung an die Ewigkeitsgarantie ganz oder teilweise beiseiteschieben.“<sup>4</sup>* Solche Träume seien daher erstmal ausgeträumt.

In seinem jüngsten Urteil setzen die Karlsruher Richter zudem enge Grenzen für finanzpolitische Aktivitäten auf der europäischen Ebene.<sup>5</sup> So stärken sie die Rechte des Parlaments:

- 
3. Siehe BVerfG NJW 2009, 2267 (2286 [Rn. 347]).
  4. Siehe Peter Michael Huber, „Keine europäische Wirtschaftsregierung ohne Änderung des Grundgesetzes“, *Süddeutsche Zeitung* Nr. 216 vom 19. September 2011, S. 6 (Gespräch mit W. Janisch und H. Prantl).
  5. Siehe BVerfG, 2 BvR 987/10 vom 7.9.2011, Absatz-Nr. (1 - 142), [http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20110907\\_2bvr098710.html](http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20110907_2bvr098710.html).

*„Die Grundentscheidungen über Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Hand zählen zum Kern der parlamentarischen Rechte in der Demokratie. Art. 38 Abs. 1 Satz 1 GG schließt es aus, die durch die Wahl bewirkte Legitimation von Staatsgewalt und Einflussnahme auf deren Ausübung durch Fesselung des Haushaltsgesetzgebers so zu entleeren, dass das Demokratieprinzip verletzt wird. [...] Der Wahlakt wäre entwertet, wenn der Deutsche Bundestag nicht länger über diejenigen Gestaltungsmittel zur Erfüllung ausgabenwirksamer Staatsaufgaben und zum Gebrauch seiner Befugnisse verfügte, für deren Inanspruchnahme seine Handlungsmacht durch die Wähler legitimiert wird.“ (BVerfG, 2 BvR 987/10 vom 7.9.2011, Absatz-Nr. 104).*

Darüber hinaus komme es auf die Begrenztheit der eingegangenen internationalen Verpflichtungen an, ob das Demokratieprinzip durch Übertragung haushaltspolitischer Kompetenzen auf die europäische Ebene entleert wird:

*„Das Wahlrecht ist verletzt, wenn sich der Deutsche Bundestag seiner parlamentarischen Haushaltsverantwortung dadurch entäußert, dass er oder zukünftige Bundestage das Budgetrecht nicht mehr in eigener Verantwortung ausüben können. [...] Für die Einhaltung der Grundsätze der Demokratie kommt es darauf an, ob der Deutsche Bundestag der Ort bleibt, in dem eigenverantwortlich über Einnahmen und Ausgaben entschieden wird, auch im Hinblick auf internationale und europäische Verbindlichkeiten. [...] Vor diesem Hintergrund darf der Deutsche Bundestag seine Budgetverantwortung nicht durch unbestimmte haushaltspolitische Ermächtigungen auf andere Akteure übertragen. Insbesondere darf er sich, auch durch Gesetz, keinen finanzwirksamen Mechanismen ausliefern, die – sei es aufgrund ihrer Gesamtkonzeption, sei es aufgrund einer Gesamtwürdigung der Einzelmaßnahmen – zu nicht überschaubaren haushaltsbedeutsamen Belastungen ohne vorherige konstitutive Zustimmung führen können, seien es Ausgaben oder Einnahmeausfälle. [...] Daher dürfen keine dauerhaften völkervertragsrechtli-*

*chen Mechanismen begründet werden, die auf eine Haftungsübernahme für Willensentscheidungen anderer Staaten hinauslaufen, vor allem wenn sie mit schwer kalkulierbaren Folgewirkungen verbunden sind. Jede ausgabenwirksame solidarische Hilfsmaßnahme des Bundes größeren Umfangs im internationalen oder unionalen Bereich muss vom Bundestag im Einzelnen bewilligt werden.“* (BVerfG, 2 BvR 987/10 vom 7.9.2011, Absatz-Nr. 124ff.).

Diese Passagen können als Verdikt gegen Eurobonds verstanden werden. Erneut ist diese Einschätzung verkürzt, weil dabei offen bleibt, wie der Eurobond konzipiert ist. Eurobonds gibt es bereits heute, schon lange im Rahmen der Finanzierungsaktivitäten der Europäischen Investitionsbank und seit kurzem im Rahmen der Tätigkeit der EFSF. Eurobonds lassen sich jedoch auch als allgemeines Instrument zur Refinanzierung der Mitgliedsländer für alle möglichen Zwecke, die sie im Inland politisch verfolgen, verstehen.

Wie das Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 7. September 2011 verdeutlicht, kommt es auf die Begrenzung des Instruments an und darauf, dass der Bundesgesetzgeber (Bundestag und Bundesrat) jeder einzelnen Maßnahme zustimmt. Die von der Bundesrepublik Deutschland im Rahmen des ersten Griechenland-Pakets und der EFSF eingegangenen Verpflichtungen sind daher nicht verfassungswidrig. Sie sind in der Sache, zeitlich und in der Höhe begrenzt. Bei welcher Höhe der Verpflichtungen nicht mehr von einer wirklichen Begrenzung auszugehen ist, lassen die Richter zwar offen. Die teilschuldnerische Haftung bei diesen Verpflichtungen dürfte jedoch ein entscheidendes Kriterium sein.

Hingegen ist ein Eurobond, der als allgemeines Finanzierungskriterium Sinn macht, durch eine gesamtschuldnerische Haftung gekennzeichnet. Ist sie nicht gesamtschuldnerisch, müsste der so konstruierte Eurobond auf ein AAA-Rating verzichten. Es ist eine Verpflichtung der Kategorie „Drei Musketiere“:<sup>6</sup> Einer für alle und alle für einen. Jeder haftet gesamtschuldnerisch in Höhe des mit der Anleihe aufgenommenen Betrages. Im Zweifel, wenn alle anderen Schuldner wegfallen, haftet ein Land für die gesamte

---

6. So bezeichnet ihn meine Ratskollegin Beatrice Weder di Mauro.

Summe. Darüber hinaus müsste der deutsche Haushaltsgesetzgeber jeweils einzeln entscheiden. Als allgemeines Finanzierungsinstrument können Eurobonds daher nicht konzipiert sein.

Ökonomisch machen Eurobonds nur als Mittel zur Bewältigung der kurzfristigen Liquiditätsprobleme der überschuldeten Länder Sinn. Mittel- und langfristige überwiegen jedoch die Nachteile. Aufgrund der im Vergleich zu nationalen Anleihen günstigeren Refinanzierungsbedingungen, die Eurobonds für hoch verschuldete Staaten bereithalten, haben diese Staaten deutlich verminderte Anreize, eine solide Finanzpolitik zu betreiben. Weniger verkläu-suliert: Man lädt sie erneut zum Schuldenmachen in großem Stil ein. Der Eurobond vom Typ „Drei Musketiere“ würde einen tragenden Pfeiler der Europäischen Währungsunion einreißen und die nationale Verschuldung vergemeinschaften. Dies hätte mittel- und langfristige unkalkulierbare Auswirkungen für die Haushaltsau-tonomie der Bundesrepublik Deutschland.

## **6) Insolvenzordnung für Staaten und Europäischer Währungsfonds als Lösung**

Nachdem deutlich geworden ist, dass dramatische Schritte zur Bewältigung der EU-Schuldenkrise keine Aussichten auf Erfolg haben, ist es Zeit, Farbe zu bekennen. Wie kann eine Lösung aussehen? Dabei sind lang- und kurzfristige wirtschaftspolitische Maßnahmen zu unterscheiden. Langfristig geht es darum, den Ordnungsrahmen der Europäischen Währungsunion so abzuändern, dass die in *Abschnitt 3* festgestellten Konzeptionsfehler behoben werden. Kurzfristig geht es darum, die griechische Überschuldung glaubhaft anzugehen, ohne dass sich dies für andere hoch verschuldete EU-Länder ungünstig auswirkt oder gar das gesamte Banken- und Finanzsystem ansteckt.

Die Konstruktionsfehler der Währungsunion finden sich in der fehlenden Insolvenzordnung für Staaten und in der unzureichenden Banken- und Finanzmarktregulierung. An diesen beiden Punkten müssen die Reformen ansetzen, um langfristig die tragenden Säulen des Lissabon Vertrages zu stützen. Insbesondere sollen

die getroffenen Maßnahmen sicherstellen, dass die Mitgliedsländer der Eurozone ihre Finanzpolitik in nationaler Autonomie und Verantwortlichkeit betreiben. Es geht um die Wiedereinsetzung der Nicht-Beistandsklausel. Dafür ist vor allem ein Europäischer Krisenmechanismus erforderlich, der letztlich ein wenig mehr Europa als heute bedeutet, aber weit hinter den in *Abschnitt 5* diskutierten Maßnahmen für eine weitere europäische Integration zurückbleibt.

Vor diesem Hintergrund sind die bereits vorbereiteten, wenn auch noch nicht ratifizierten Maßnahmen auf eine Lösung der in *Abschnitt 2* skizzierten Probleme gerichtet und sie sind, wenigstens im Grundsatz, nicht falsch. Dies gilt zuallererst für den neuen Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM). Der ESM etabliert eine Art Europäischen Währungsfonds. Im Regelwerk ist festgehalten, unter welchen Bedingungen EU-Mitgliedsländern Kredite zur Überbrückung kurzfristiger Liquiditätsschwierigkeiten gewährt werden. Hat ein Staat Solvenzprobleme, so muss er zwingend mit seinen Gläubigern in Verhandlungen treten mit dem Ziel, eine Umschuldung zu erreichen, welche die Tragfähigkeit seiner öffentlichen Finanzen sicherstellt. Damit ist eine Beteiligung privater Gläubiger an der Refinanzierung eines überschuldeten Staates angelegt. Ob es dazu kommt, hängt natürlich von den Verhandlungen selbst ab und davon, mit welchen Anreizen die Verhandlungspartner in die Verhandlungen treten. Um solchen Verhandlungen Leitplanken zu setzen, sollen Anleihen der europäischen Partnerländer ab 2013 mit *Collective Action Clauses* ausgestattet sein. Die von Deutschland im Rahmen des ESM einzugehenden Verpflichtungen sind zwar zeitlich unbegrenzt. Die sonstigen im ESM festgelegten Rahmenbedingungen stellen gleichwohl eine weitgehende Begrenzung dieser Verpflichtungen der Höhe nach sicher. Diese besteht zudem in der Sache, die Einzelermächtigung durch den Bundestag kann aufgrund der Einstimmigkeit sichergestellt werden, und Deutschland ist letztlich nicht den finanzpolitischen Entscheidungen eines Partnerstaates ausgeliefert.

Die Kritik am ESM richtet sich auf einen anderen Punkt (Wissenschaftlicher Beirat beim BMF 2011, Kronberger Kreis 2011). Die Frage, ob ein Land (vorübergehende) Liquiditätsprobleme oder ein (grundlegendes) Solvenzproblem hat, wird im ESM politisch entschieden. Die Kriterien, nach denen zu entscheiden ist, liegen

nicht a priori fest. Damit hat der ESM hinsichtlich der Beteiligung privater Gläubiger ein ähnliches Glaubwürdigkeitsproblem wie der Stabilitäts- und Wachstumspakt: Entscheiden potentielle Sünder über Sünder, so werden unangenehme Entscheidungen vertagt oder gar nicht getroffen. Gerade vor dem Hintergrund der Debatten über eine Umschuldung Griechenlands lässt sich dieses Glaubwürdigkeitsproblem nicht von der Hand weisen. Die Glaubwürdigkeit der Nicht-Beistandsklausel wird dadurch nicht hinreichend erhöht.

Ähnlich kritisch kann man sich zu den Maßnahmen zur Banken- und Finanzmarktregulierung äußern. Die in Basel III vereinbarten Eigenkapitalvorschriften sind zu gering. Dem Schweizer Beispiel folgend sollten sie angehoben werden. Der Kronberger Kreis (2011a) hat dazu Vorschläge unterbreitet. Statt schärfere Eigenkapitalvorschriften vorzusehen, streiten sich die EU-Mitgliedsländer aber lieber über die Einführung einer Finanztransaktionssteuer, die erkennbar fiskalischen Zwecken dient, aber nicht zielgenau auf die Rekapitalisierung des Bankensystems gerichtet ist. Im Gegenteil entzieht sie dem Bankensystem sogar Mittel.

Die vorgeschlagenen Korrekturen des Stabilitäts- und Wachstumspakts sind in weiten Teilen nicht zu beanstanden. Manches Positive findet sich darin, insbesondere im sog. präventiven Arm. Zum Loben stehe ich aber nicht hier. Denn ein zentrales Problem ist nicht behoben. Dem Stabilitäts- und Wachstumspakt wird keine Glaubwürdigkeit zuerkannt, weil potentielle Sünder über Sünder aktiv entscheiden. Jede Stufe der *Excessive Deficit Procedure* kann nur durch einen aktiven Beschluss des ECOFIN mit qualifizierter Mehrheit ausgelöst werden. Dies gilt für eine stärkere Aufsicht der nationalen Haushaltspolitik ebenso wie für die Verhängung von Sanktionen oder der Umwandlung einer unverzinslichen Einlage in eine Strafe. Deutschland und Frankreich haben die Zweifel an dieser Glaubwürdigkeit durch ihre ungeahndeten Verstöße gegen den Pakt zur Gewissheit werden lassen. Ihre Intervention kam rechtzeitig, bevor sie ein Stück ihrer Haushaltsautonomie an die Kommission hätten abgeben müssen. Dies ist auf einer vorgelagerten Stufe des Verfahrens der Fall, bevor man auf die Sanktionsstufe gelangt. Die Beschlüsse zur Revision des Stabilitäts- und Wachstumspakts stellen sich diesem Problem, indem Sanktionen zukünftig nur noch mit qualifizierter Mehrheit abbe-

dungen werden können, statt sie aktiv auszulösen. Das Glaubwürdigkeitsproblem wird jedoch damit nicht behoben, weil dieser „Quasi-Automatismus“ nicht schon auf früheren Stufen, insbesondere für Eingriffe in die Haushaltsautonomie eintritt.

Zum Euro-Plus-Pakt ist nicht viel zu sagen. Wie bei der in *Abchnitt 5* angesprochenen Wirtschaftsregierung, läuft er auf eine unverbindliche Koordination der Finanz- und Wirtschaftspolitik im Euroraum hinaus. Die Grundidee, die Wettbewerbsfähigkeit in den Problemstaaten zu steigern, ist grundsätzlich nicht falsch. Gleichwohl greift sie in die nationale Autonomie ein und bedroht damit einen Pfeiler der Währungsunion. Die Vereinbarungen stellen zwar Absichtserklärungen dar (Gut, dass wir darüber geredet haben). Die bisher getroffenen Vereinbarungen nähren jedoch die Skepsis, dass damit letztlich eine Politik des „*raising rivals' costs*“ verfolgt werden könnte. Die beiden einzigen konkreten Schritte sind die Koordination in der Unternehmensbesteuerung und der Ungleichgewichtsmechanismus.

Die konsolidierte Körperschaftsteuerbemessungsgrundlage wird von der Kommission in einem Richtlinienentwurf empfohlen. Die Umsetzung würde zu erheblichen fiskalischen Kosten in Deutschland führen. Zudem würde man bestehende Verzerrungen (Verlustverrechnung) durch neue Verzerrungen (Formelaufteilung, Eigentümerstrukturen) ersetzen (Wissenschaftlicher Beirat beim BMF 2007). Der Ungleichgewichtsmechanismus nimmt neben den Ländern, die Leistungsbilanzdefizite aufweisen, Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen ins Blickfeld. Sanktionen gegen Überschussländer sind nicht prinzipiell ausgeschlossen. Beide Maßnahmen zielen auf eine Schwächung Deutschlands im europäischen Standortwettbewerb ab. Die Erkenntnis, dass die deutsche Wettbewerbsfähigkeit das Ergebnis dezentraler Entscheidungen von Unternehmen und Arbeitnehmern ist, hat sich nicht durchgesetzt.

Ordnungspolitische Weichenstellungen ziehen immer die Kritik auf sich, dass sie in zu geringem Maße auf die Lösung aktueller Probleme abzielen. Zwar ist dieser Vorwurf nicht ganz berechtigt, weil der ESM ja gerade einen Krisenmechanismus etabliert. Aber in der Tat ist diese Insolvenzordnung für die EU erst ab dem Jahr 2013 wirksam. Kurzfristig gelten die Regeln der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF), die im Mai 2010 eingerichtet



wurde. Im Grunde ist die EFSF nicht darauf ausgerichtet, private Gläubiger im Sinne eines Umschuldungsverfahrens zu beteiligen, wengleich die Beschlüsse vom 21. Juli 2011 der EFSF weitere Instrumente in die Hand geben, die eine Umschuldung begleiten könnten.

Kurzfristige Lösungen für die Insolvenz Griechenlands müssen hier ansetzen. Zwar wäre es wunderbar, wenn Griechenland die ihm gewährten Liquiditätskredite und seine gesamten Schulden zurückzahlen würde, durch eine Politik der Konsolidierung und Lohnzurückhaltung zu einer soliden Finanzpolitik und zu höherer Wettbewerbsfähigkeit finden würde – alleine: dies ist höchst unwahrscheinlich. Noch dieses Jahr wird Griechenland eine Schuldenstandsquote von 160 Prozent überschreiten. Diese Zahl hätte das Land nach den Plänen der Troika – IWF, EU, EZB – aus dem vergangenen Jahr gar nicht erreichen dürfen. Sinkende Schuldenstandsquoten sind angesichts der Finanzentwicklung und der tiefen Rezession nicht in Sicht. Bald wird ein Zehntel der jährlichen griechischen Wirtschaftskraft nur für den Zinsendienst und dann vornehmlich ans Ausland aufzuwenden sein. Um durch eine interne Abwertung mit den Problemen fertig zu werden, muss das Land die kommenden zehn Jahre durchhalten. Das ist politisch kaum durchzusetzen. Griechenland braucht die Umschuldung, damit seine Bürger die Konsolidierungslasten in den kommenden zehn Jahren tragen können und zu tragen bereit sind.

Gefragt sind Maßnahmen, die die Tragfähigkeit der griechischen Finanzen herstellen, die andere hoch verschuldete Länder in der EU nicht in die Bredouille bringen, die das Banken- und Finanzsystem nicht anstecken oder gar zum nächsten Kollaps führen und die zugleich keine ordnungspolitischen Weichenstellungen vornehmen, die langfristig negativ zu beurteilen sind. Die in den *Abschnitten 4 und 5* diskutierten Lösungsvorschläge erfüllen diese Bedingungen nicht.

Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011) hat im Juli 2011 einen Vorschlag skizziert, der die genannten Kriterien erfüllen könnte. Der Rat schlägt vor, eine Umschuldung Griechenlands über einen Anleihetausch im Rahmen der EFSF durchzuführen. Die Gläubiger können eine mittlerweile hoch riskante Griechenland-Anleihe gegen eine AAA-geratete Anleihe der EFSF mit einem Abschlag des Nominalwerts

um 50 Prozent tauschen. Die vom EFSF gehaltenen Anleihen werden bei Fälligkeit nur dann an Griechenland mit diesem Abschlag weitergegeben, wenn das Land die mit der Troika getroffenen Vereinbarungen einhält. Griechenland käme unter Berücksichtigung der Tatsache, dass etwa Kredite des IWF voll zu bedienen wären, durch diesen Schuldenschnitt auf eine Schuldenstandsquote von rund 110 Prozent. Der Anreiz zur Konsolidierung bliebe erhalten. Aber es wäre ein Licht am Ende des Tunnels zu sehen und die Bereitschaft zur Konsolidierung würde sich dadurch erhöhen.

Würde diese Umschuldung realisiert, so müsste das griechische Bankensystem, das gegenüber dem griechischen Staat stark exponiert ist, refinanziert werden. Es wäre ansonsten insolvent. Die anderen europäischen Banken müssten entsprechende Abschreibungen vornehmen. Gegebenenfalls könnten sie durch nationale Rekapitalisierungsprogramme aufgefangen werden. Da die Banken besser als im vorigen Jahr dastehen, sollten sie solche Programme jedoch nicht benötigen. Das Übergreifen auf andere EU-Staaten ließe sich verhindern. Portugal und Irland sind für die kommenden Jahre bereits über die EFSF finanziert und somit keinen erneuten Liquiditätsproblemen ausgesetzt. Beide Länder könnten aber die Umschuldung für sich ebenfalls in Anspruch nehmen wollen, um geringere Anpassungslasten zu haben. Beiden Ländern muss auf politischem Wege klar sein, dass sie diesen Weg nicht gehen können. Sie sind zudem bereits weit in ihren Konsolidierungsanstrengungen fortgeschritten und auf gutem Weg.

So bleiben Spanien und Italien. Ob die Beschlüsse vom 21. Juli umgesetzt werden oder eine Umschuldung Griechenlands über die EFSF umgesetzt wird: Jedenfalls reicht das Volumen der EFSF nicht aus, beide Länder völlig zu refinanzieren. Eine weitere Aufstockung der EFSF wird kaum politisch durchsetzbar sein und ist verfassungsrechtlich problematisch. Die Refinanzierung Spaniens und Italien über Eurobonds geht ordnungspolitisch in die falsche Richtung und ist ebenfalls verfassungsrechtlich bedenklich.

Die volle Refinanzierung ist letztlich ordnungspolitisch auch nicht einzusehen. Beide Länder haben hinreichend viele Steuerzahler mit hohem Einkommen und Vermögen, die eine glaubwürdige Konsolidierung sicherstellen könnten. In beiden Ländern sind hin-

reichend große Spielräume auf der Ausgabenseite für eine glaubwürdige Konsolidierung vorhanden. Beide Länder könnten eine *contingent credit line* des IWF in Anspruch nehmen, um allfällige Liquiditätsengpässe aufzufangen. Die in beiden Ländern nicht hinreichend erkennbare Bereitschaft, alles Notwendige zu tun, um die Liquiditätskrise abzuwenden, ist dabei nicht hilfreich. Die Herabstufungen italienischer Anleihen gehen auf dieses Problem zurück.

Würden alle Stricke reißen blieben im Grundsatz zwei Instanzen, die eine Krise abwenden könnten: Die EZB und die EFSF. Die EZB kauft bereits seit diesem Sommer wieder Staatsanleihen. Sie könnte sich ihrer Aufgabe, die Funktionsfähigkeit des Bankensystems aufrecht zu erhalten, nicht verschließen, wenn eine Krise drohte. Man mag die Lage, in welche die EZB gebracht würde, spieltheoretisch als Chicken Game begreifen oder man kann feststellen, dass sie als Lender of Last Resort agieren würde. In einem solchen Fall würde die Glaubwürdigkeit der EZB weiter aufs Spiel gesetzt.

Der Anleihekauf durch die EZB auf den Sekundärmärkten ist nicht nur nachteilig, weil er nach einer Monetisierung der italienischen und spanischen Staatsschuld riecht. Die EZB hat zudem keinerlei Möglichkeiten, diesen Ländern Auflagen zu machen und sie zu einer soliden Finanzpolitik in der Zukunft zu bewegen. Ein Krisenmanagement durch die EFSF könnte dieses Problem lösen. Würde man die EFSF mit einer Banklizenz für die Wahrnehmung bestimmter Aufgaben ausstatten, so könnte sie sich bei der EZB finanzieren und in ihrem Portfolio befindliche Anleihen als Sicherheiten hinterlegen. Diese indirekte Finanzierungsmöglichkeit ist im Vergleich zum direkten Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB das kleinere Übel, weil die EFSF die Möglichkeit hätte, Auflagen durchzusetzen. Gleichwohl ist der Unterschied zur direkten Monetisierung nicht allzu groß.

Möglicherweise genügt eine Hebelung des einsetzbaren Kapitals der EFSF, um die Mittel zur Finanzierung von Liquiditätshilfen an Italien und Spanien bis zur Etablierung des ESM bereitzustellen. Die Länder der Eurozone gewännen dann genügend Zeit, um ihre Haushalte so glaubhaft zu konsolidieren, dass ihre Finanzlage von den Finanzmarktteilnehmern als tragfähig angesehen wird. Die hoch verschuldeten Länder der EU sollten diese Zeit nutzen.

## Referenzen

- Feld, Lars P. und Sarah Necker (2010), *Fiskalföderalismus in der Europäischen Union: Herausforderungen für die Reform der Finanzverfassung der EU*, Projektstudie im Auftrag des European Liberal Forum asbl, Brüssel und Berlin.
- Feld, Lars P. und Jürgen von Hagen (2007), Federal Republic of Germany, in: Anwar Shah (ed.), *The Practice of Fiscal Federalism: Comparative Perspectives*, A Global Dialogue on Federalism Series Vol. 4, McGill University Press, Montreal et al., S. 125 – 150.
- Hayek, Friedrich A. von (1977), *Entnationalisierung des Geldes. Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufmittel*, Mohr Siebeck, Tübingen.
- Konrad, Kai A. und Holger Zschäpitz (2011), The Future of the Eurozone, *CESifo Forum* 12 (2), S. 46 – 49.
- Kronberger Kreis (2011), Das Reformpaket – ein starkes Stück, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* Nr. 73 vom Montag, 28. März 2011, S. 15.
- Kronberger Kreis (2011a), *Systemstabilität für die Finanzmärkte*, Schriftenreihe Band 53, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), Krise der Währungsunion: Zeit für Plan B, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* Nr. 166 vom 20. Juli 2011, S. 10.
- Sievert, Olaf (1992), Geld, das man nicht selbst herstellen kann: Ein ordnungspolitisches Plädoyer für die Währungsunion, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 26. September 1992; wieder abgedruckt in: Peter Bofinger, Stephan Collignon und Ernst-Moritz Lipp (Hrsg.), *Währungsunion oder Währungschaos?*, Gabler, Wiesbaden 1993, S. 13 – 24.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2007), *Einheitliche Bemessungsgrundlage der Körperschaftsteuer in der Europäischen Union*, Gutachten, Schriftenreihe des

Bundesministeriums der Finanzen, Band 81, Stollfuß Verlag, Bonn.

Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2010), *Ohne Finanzmarktreformen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise*, Brief an Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble.

Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2011), *Zu den Schlussfolgerungen der Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets vom 11. März 2011*, Brief an Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble, Berlin.



# Prof. Dr. Lars P. Feld

## **Persönliche Daten**

- Geboren am 9. August in Saarbrücken, verheiratet, drei Kinder

## **Positionen**

- Professor für Wirtschaftspolitik, Universität Freiburg, seit 2010
- Leiter des Walter Eucken Instituts, seit 2010
- Mitglied im Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, seit 2011
- Ständiger Gastprofessor am Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) Mannheim, seit 2007

## **Expertise**

- Finanzwissenschaft
- Neue Politische Ökonomie
- Ökonomische Analyse des Rechts
- Neue Psychologische Ökonomie

## **Publikationen**

siehe Homepage des Walter Eucken Instituts

## **Ausbildung**

- 2002 Habilitation, Universität St. Gallen
- 1999 Promotion, Universität St. Gallen
- 1993 Diplom-Volkswirt, Universität des Saarlandes
- 1985 Abitur, Illtalgymnasium, Illingen

## **Berufliche Erfahrung**

- 2006 – 2010 Universitätsprofessor (W3) für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Finanzwissenschaft, an der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg und Forschungsprofessor am Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) Mannheim.
- 2002 – 2006 Universitätsprofessor (C4) für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Finanzwissenschaft, an der Philipps-Universität Marburg (Lahn)
- 2002 – 2005 Gastprofessor an der Faculté des sciences économiques der Université de Rennes 1 (Frankreich).
- 1999 – 2002 Nachwuchsdozent für Volkswirtschaftslehre an der Universität St. Gallen.
- 1999 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Schweizerischen Institut für Aussenwirtschaft, Struktur- und Regionalforschung (SIASR), Universität St. Gallen bei Prof. Dr. Gebhard Kirchgässner
- 1998 Stipendiat des Schweizerischen Nationalfonds und Visiting Fellow an der Marshall School of Business, University of Southern California (USC), Los Angeles, bei Prof. John G. Matsusaka, Ph.D.
- 1998 Research Fellow am Centre de Recherche en Économie et en Gestion, Université de Rennes 1, Rennes, Frankreich bei Prof. Dr. Yvon Rocaboy.
- 1995 – 1997 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Schweizerischen Institut für Aussenwirtschaft, Struktur- und Regionalforschung (SIASR), Universität St. Gallen bei Prof. Dr. Gebhard Kirchgässner

- 1993 – 1995 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Finanzwissenschaft der Universität des Saarlandes, Saarbrücken bei Prof. Dr. Werner W. Pommerehne

### **Mitgliedschaften (eine Auswahl)**

- Sprecher des Kronberger Kreises (Wissenschaftlicher Beirat der Stiftung Marktwirtschaft), seit 2008
- Mitglied im Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen, seit 2003
- Ordentliches Mitglied der Deutschen Akademie der Naturforscher Leopoldina (Nationale Akademie der Wissenschaften)
- Mont Pèlerin Society; European Public Choice Society; American Economic Association; Association for Public Economic Theory; European Economic Association; Friedrich A. von Hayek-Gesellschaft; List-Gesellschaft; National Tax Association; Verein für Socialpolitik

### **Herausgebertätigkeiten (eine Auswahl)**

- Beiträge zur Ordnungstheorie und Ordnungspolitik (Herausgeber)
- Der moderne Staat – Zeitschrift für Public Policy, Recht und Management (Editorial Board)
- Journal des Economistes et des Etudes Humaines (Editorial Board)
- Neue Studien zur Politischen Ökonomie (Mitherausgeber)
- Perspektiven der Wirtschaftspolitik (federführender Herausgeber)
- Public Choice (Editorial Board)
- Steuerwissenschaftliche Schriften (Mitherausgeber)
- Untersuchungen zur Ordnungstheorie und Ordnungspolitik (Herausgeber)