



Kiel

Working Papers

**Kiel Institute
for the World Economy**



**Ist die Währungsunion zu retten?
Für einen anreizeffizienten
Krisenmechanismus**

von Henning Klodt

Nr. 1690 | März 2011

Web: www.ifw-kiel.de

Kiel Working Paper No. 1690 | March 2011

Ist die Währungsunion zu retten? Für einen anreizeffizienten Krisenmechanismus

Von Henning Klodt

Abstract:

Are the measures of the European Stability Mechanism sufficient for preventing further debt crises similar to those in Greece and Portugal? Definitely not, because private investors still enjoy rather high interest rates of dubious government bonds without being adequately involved in bearing the risks. The paper argues that government bonds of indebted countries should undergo a substantial haircut at the expense of private investors. In turn, the devaluated bonds should be guaranteed by the community of Euro countries. An essential precondition for these measures to work is an appropriate banking regulation which prevents systemic banks from destabilizing entire economies when going bust. Neither the provisional nor the permanent European Stability Mechanism meet these requirements of an incentive efficient rescue plan.

Zusammenfassung:

Sind die Maßnahmen des Europäischen Stabilitätsmechanismus geeignet, Schuldenkrisen wie die in Griechenland und Portugal künftig zu verhindern? Eindeutig nicht, denn private Investoren profitieren nach wie vor von den hohen Zinsen der notleidenden Staatsschuldtitel, ohne angemessen an den Ausfallrisiken beteiligt zu sein. In diesem Beitrag wird herausgearbeitet, dass die Staatsschuld-papiere der Krisenländer einem spürbaren Haircut auf Kosten der privaten Gläubiger unterzogen werden sollten. Im Gegenzug sollten die anderen Euro-Länder die abgewerteten Staatsschuld-papiere garantieren. Unverzichtbar für das Wirken dieser Maßnahmen ist eine angemessene Bankenregulierung, damit systemische Banken nicht länger damit drohen können, durch ihre Insolvenz ganze Volkswirtschaften zu destabilisieren. Weder der temporäre noch der permanente European Stability Mechanism erfüllen diese Anforderungen eines anreizeffizienten Rettungsplans.

Keywords: European Monetary Union, Debt Mechanics, Brady Bonds

JEL classification: F3; E6

Henning Klodt

Kiel Institute for the World Economy

24100 Kiel, Germany

Phone: +49 431 8814 251

E-mail: henning.klodt@ifw-kiel.de

The responsibility for the contents of the working papers rests with the author, not the Institute. Since working papers are of a preliminary nature, it may be useful to contact the author of a particular working paper about results or caveats before referring to, or quoting, a paper. Any comments on working papers should be sent directly to the author.

Coverphoto: uni_com on photocase.com

1. Einleitung*

"Versailles ohne Krieg", titelte Gabor Steingart am 19. November 2010 im Handelsblatt, als es um die Auseinandersetzungen zwischen Deutschland und den anderen EU-Ländern zur Euro-Rettung ging. Wie auch immer man zu dieser Schlagzeile steht – sie verdeutlicht jedenfalls, wie emotional die Debatte geführt wird. Die sachliche Bestandsaufnahme von Ausmaß und Ursachen der Probleme im Euro-Raum und die nüchterne Einschätzung der Handlungsoptionen geraten dabei mitunter ein wenig aus dem Blick.

In diesem Beitrag wird die These vertreten, dass die gegenwärtige Krise in der Europäischen Währungsunion eine Krise einzelner Länder darstellt und keine Währungskrise (*Abschnitt 2*), dass die Währungsunion aber über ihre inhärente "Schuldenmechanik" maßgeblich zur Entstehung der Länderkrisen beigetragen hat (*Abschnitt 3*). Dabei sind die Ausprägungen der Krisen zwischen den verschiedenen Ländern höchst unterschiedlich (*Abschnitt 4*). Wie den Länderkrisen begegnet werden kann, ohne damit doch noch in Euro-Krise auszulösen, ist Thema des *Abschnitts 5*. *Abschnitt 6* fasst zusammen und stellt die Kernelemente dar, wie die Währungsunion dauerhaft stabilisiert werden könnte.

2. Euro-Krise?

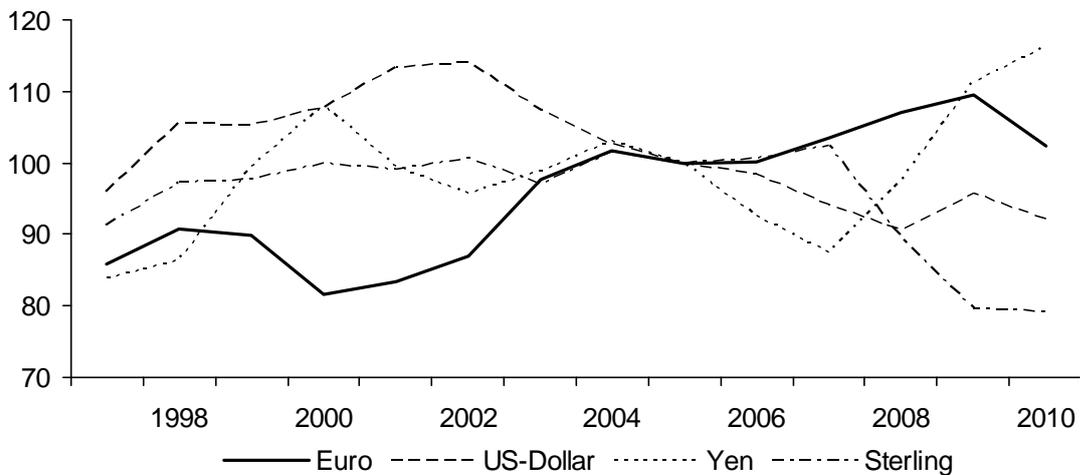
"There is no generally accepted formal definition of a currency crisis, but we know them when we see them", schreibt Paul Krugman (2000: 1). Trotz dieser sicherlich zutreffenden Einschätzung gehört es wohl doch zu den Merkmalen von Währungskrisen, dass sie mit beträchtlichen Abwertungen und Kapitalabflüssen verknüpft sind. Von dramatischen Abwertungen kann beim Euro keine Rede sein. Immerhin war er bei seiner Einführung weniger als einen US-Dollar wert, während er gegenwärtig deutlich höher notiert. Wie *Schaubild 1* zeigt, haben in den letzten Jahren vor allem der US-Dollar und das britische Pfund an Wert verloren, während der Euro eher stärker geworden ist.

Es könnte natürlich argumentiert werden, der Euro befinde sich sehr wohl in einer Währungskrise, aber diese habe sich noch nicht an den Devisenmärkten niedergeschlagen. Eine solche Diagnose könnte plausibel sein, wenn andere Indikatoren als der Wechselkurs auf Probleme hinweisen würden, die als Vorboten einer Währungskrise interpretiert werden könnten. Die historische Erfahrung mit Währungskrisen zeigt, dass derartige Vorboten in aller Regel etwas

* Der Autor dankt den Teilnehmern der Jahrestagung 2011 des Wirtschaftspolitischen Ausschusses des Vereins für Socialpolitik und seinem Kollegen Jens Boysen-Hogrefe für hilfreiche Anregungen und Kommentare.

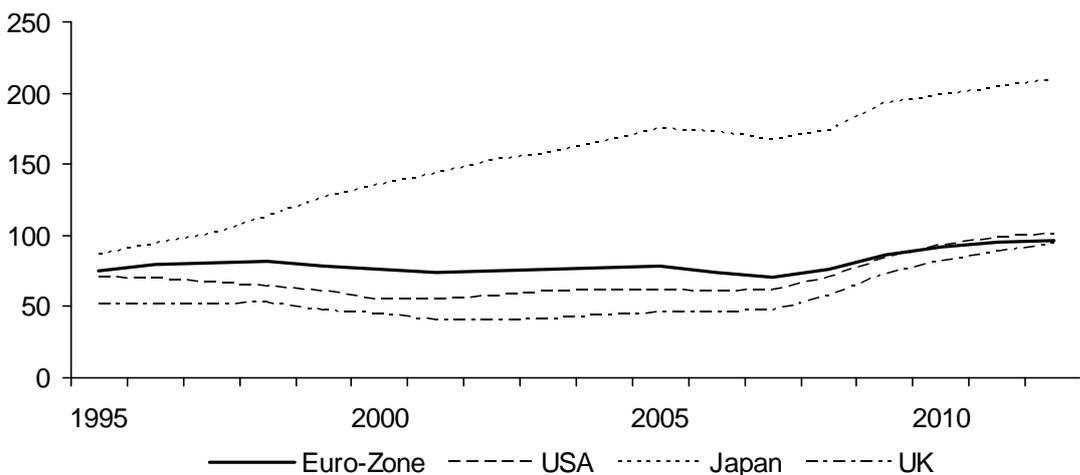
mit Verschuldung zu tun haben. Ein wichtiger Indikator in diesem Zusammenhang ist die Verschuldung der öffentlichen Haushalte. Sie ist tatsächlich in der Euro-Zone nach dem Jahr 2007 um rund 20 Prozentpunkte gestiegen und reicht mittlerweile fast an die 100 Prozent-Marke heran (*Schaubild 2*). Diese Entwicklung ist ohne Zweifel besorgniserregend, aber Indikator einer Währungskrise ist sie damit noch lange nicht. Denn in anderen Währungsräumen sind ähnliche Entwicklungen zu beobachten, so dass eher von einer globalen Schuldenkrise als von einzelnen Währungskrisen gesprochen werden kann.

Schaubild 1 – Effektive Wechselkurse (2005 = 100)



Quelle:OECD.

Schaubild 2 – Öffentlicher Schuldenstand (in % des BIP)

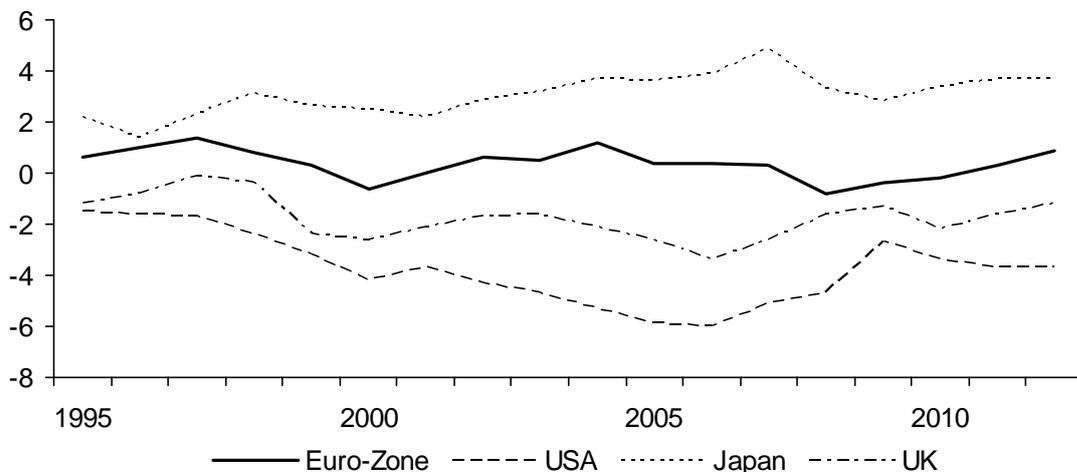


Quelle:OECD.

Währungskrisen können nicht nur von öffentlichen, sondern auch von privaten Schulden verursacht werden. Wie sich die Verschuldung eines Landes insgesamt gegenüber dem Aus-

land entwickelt, lässt sich ablesen an der Leistungsbilanz. Dabei muss ein hohes Leistungsbilanzdefizit nicht zwangsläufig eine Krise signalisieren, da es auch das Vertrauen internationaler Kapitalanleger in die Rentabilität des Kapitaleinsatzes im jeweiligen Zielland signalisieren kann. Doch derartige Interpretationsprobleme stellen sich beim Euro nicht, denn es gibt gar kein Leistungsbilanzdefizit, über das man sich sorgen könnte (*Schaubild 3*). Problematisch erscheint eher die Entwicklung in den Vereinigten Staaten, wo das Leistungsbilanzdefizit nach einer kurzen Phase der Rückbildung mittlerweile wieder zunimmt.

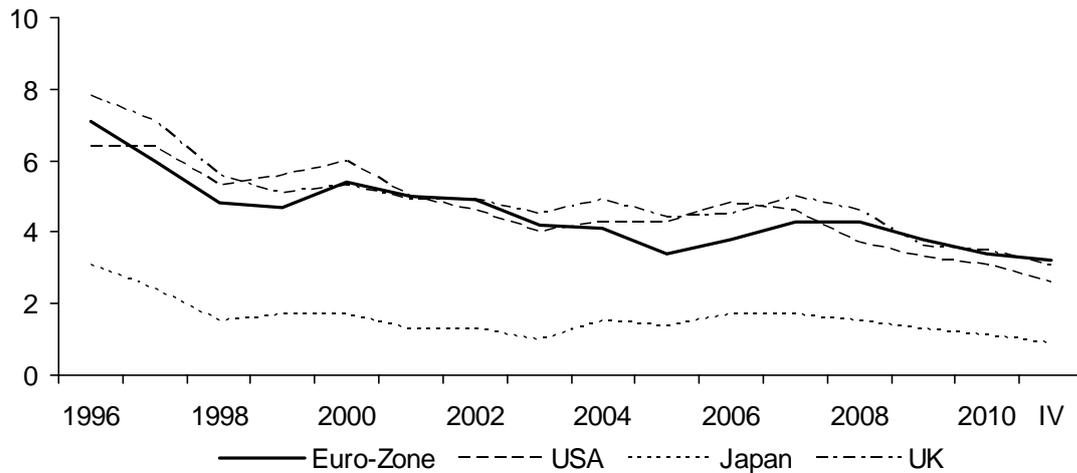
Schaubild 3 – Leistungsbilanzsalden (in % des BIP)



Quelle:OECD.

Letztlich zeigt sich das Vertrauen der internationalen Finanzinvestoren in eine Währung nicht nur an der Entwicklung der Wechselkurse, sondern vielleicht noch viel zuverlässiger an der Zinsentwicklung. Die Zinssätze für langfristige Staatsschuldtitel sind seit Mitte der 1990er Jahre kontinuierlich im Rückwärtsgang, und zwar nicht nur für die Euro-Zone, sondern auch für die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Japan (*Schaubild 4*). Dieser Rückgang signalisiert in erster Linie rückläufige Inflationserwartungen. Es kann damit gerechnet werden, dass sich diese Entwicklung umkehren wird, wenn aufgrund der weltweiten exorbitanten Geldmengenwachse stärkere Inflationstendenzen sichtbar werden sollten.

Schaubild 4 – Zinssätze für 10-jährige Staatsschuldtitel



Quelle:OECD.

Wie auch immer all diese Indikatoren im einzelnen zu interpretieren sind – von einem allgemeinen Vertrauensverlust der Finanzmärkte gegenüber dem Euro kann offenkundig keine Rede sein.¹

3. Schuldenmechanik und Schuldenfallen

Die Diagnose, nach der sich der Euro als Währung bester Gesundheit erfreut, ist durchaus vereinbar mit der Diagnose, nach der die Währungsunion ein wesentlicher Krisenverursacher in einzelnen Mitgliedsländern ist. Wie an anderer Stelle ausführlich erläutert (Baumgarten, Klodt 2010, 2011), gerieten die ärmeren Beitrittsländer nahezu zwangsläufig in eine Situation, die als "Schuldenmechanik" bezeichnet werden kann.

Die Schuldenmechanik funktioniert wie folgt:

- Vor Eintritt in die Währungsunion besitzen die ärmeren Beitrittsländer gegenüber den reicheren Ländern typischerweise ein höheres *Zinsniveau*, und zwar nicht nur nominal, sondern auch real. Ursächlich dafür ist das geringere Vertrauen, das Finanzinvestoren in die Bonität ärmerer Länder setzen. Der Zins, den diese Länder zahlen müssen, enthält also eine Risikoprämie.
- Zugleich ist das *Preisniveau* in den ärmeren Ländern niedriger. Die Erklärung liegt beim sogenannten Balassa-Samuelson-Effekt, der auf die unterschiedlichen Auswir-

¹ So argumentieren auch Franz, Fuest, Hellwig, Sinn (2010) und der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2011).

kungen des internationalen Preiszusammenhangs bei handelbaren und bei nicht-handelbaren Gütern abstellt.

Mit dem Beitritt und der darauf folgenden Integration in die Währungsunion

- führt die *Integration der Kapitalmärkte* zu relativ rasch sinkenden Zinsen in den ärmeren Mitgliedsländern, da diese von dem Vertrauen profitieren, das der Gemeinschaftswährung insgesamt entgegengebracht wird.
- führt die *Integration der Gütermärkte* zu einer allmählichen Angleichung der internationalen Produktivitätsunterschiede bei handelbaren Gütern, wodurch sich die Löhne in den ärmeren Ländern allmählich an das Niveau in den reicheren Ländern anpassen. Durch den intersektoralen Lohnverbund werden damit auch die Löhne im Bereich nicht-handelbarer Güter nach oben gezogen. Da es hier aber an entsprechenden Produktivitätssteigerungen fehlt, steigen die Preise für nicht-handelbare Güter in den ärmeren Ländern stärker als in den reicheren Ländern. Dies schlägt sich entsprechend in ihren gesamtwirtschaftlichen Inflationsraten nieder. Die Phase der überdurchschnittlichen Preissteigerungen reflektiert letztlich die Integration der Gütermärkte, die erheblich länger dauert als die Integration der Kapitalmärkte.²

4. Länderkrisen

Um beurteilen zu können, wie mit den aktuellen Länderkrisen in der Euro-Zone umgegangen werden soll, kommt es entscheidend darauf an, ob und inwieweit die betroffenen Länder in der Lage sind, ihre Probleme selbst in den Griff zu bekommen, oder ob sie auf externe Hilfe angewiesen sind. Dies kann hier zwar nicht im Detail untersucht werden. Um einen Eindruck von den Größenordnungen der Probleme zu bekommen, sind aber in *Tabelle 1* einige Kennziffern zusammengestellt, die zumindest ein erstes Urteil erlauben. Das Augenmerk liegt dabei vorrangig auf Indikatoren zur Verschuldung, denn die Länderkrisen in der Euro-Zone sind im Kern Schuldenkrisen.

² Maurer (2010) beschreibt ebenfalls die überdurchschnittlich hohen Preissteigerungen bei nicht-handelbaren Gütern in den weniger entwickelten Ländern der Währungsunion.

Tabelle 1 – Länderindikatoren zur Schuldenkrise

Land	HH-Saldo (a)	Schuldenquote (a)	private Sparquote (b)	Zinssatz (c)	Zinslastquote (d)	
					explizit	implizit (e)
Griechenland						
2005	-5,3	114,0	-8,0	3,6	4,4	4,1
2010	-8,3	129,2	-7,3(f)	9,1	5,3	15,5
2012	-6,5	142,2	.	12,0	5,6	17,1
Portugal						
2005	-5,9	71,8	2,5	3,4	2,4	2,4
2010	-7,3	92,9	-0,9(g)	5,2	2,9	7,1
2012	-4,4	100,6	.	7,6	3,9	7,6
Irland						
2005	1,7	32,3	5,2	3,3	0,9	1,1
2010	-32,3	104,9	11,1	5,5	5,5	9,8
2012	-7,4	115,6	9,3	9,4	5,7	10,9
Spanien						
2005	1,0	50,7	4,7	3,4	1,6	1,7
2010	-9,2	72,2	6,1(g)	4,1	1,6	3,9
2012	-4,4	79,6	.	5,4	1,8	4,3
Italien						
2005	-4,4	119,9	9,9	3,6	4,5	4,3
2010	-5,0	131,3	5,1	3,8	4,3	6,4
2012	-3,1	133,0	5,9	4,8	4,9	6,4
Belgien						
2005	-2,9	95,9	10,2	3,4	4,1	3,3
2010	-4,9	102,5	12,2	3,3	3,3	4,4
2012	-3,6	105,2	11,6	4,3	3,6	4,5
Deutschland						
2005	-3,3	71,2	10,5	3,4	2,4	2,4
2010	-4,0	79,9	11,5	2,7	2,2	2,5
2012	-2,1	82,0	11,4	3,1	2,3	2,5

(a) In % des BIP. – (b) In % des verfügbaren Einkommens. – (c) 10-jährige Staatsanleihen, letzter Wert: Ende Februar 2011. – (d) Netto-Zinszahlungen des Staates in % des BIP. – (e) Bei aktuellem Zinssatz für gesamte Staatsschuld. – (f) 2006. – (g) 2008.

Quelle: OECD (2010); Bloomberg; eigene Berechnungen.

In der Tabelle sind neben den aktuellen Zahlen auch Prognosen für das Jahr 2012 dargestellt, die auf Schätzungen der OECD zurückgehen. Die erste Spalte zeigt, wie weit Griechenland, Portugal, Irland und Spanien davon entfernt sind, ihre laufende Staatsverschuldung in den

Griff zu bekommen. Insbesondere Irland, das in der Vergangenheit zeitweise sogar Haushaltsüberschüsse aufwies, musste im Jahr 2010 ein geradezu astronomisches Haushaltsdefizit verbuchen. Ursächlich dafür war in erster Linie die Inanspruchnahme des Staatshaushaltes aus den Garantien für den Bankensektor, wobei sich diese Garantien insgesamt auf über 250 Prozent des irischen Sozialprodukts belaufen. Wenn es zu keinen neuen Banken Krisen kommt, kann davon ausgegangen werden, dass das irische Haushaltsdefizit in den kommenden Jahren wieder auf vertretbare Ausmaße zurückgeführt werden wird, aber aufgrund dieses Einmal-Effekts ist es zu einem sprunghaften Anstieg der staatlichen Schuldenquote gekommen. Diese Schuldenquote, die in Spalte 2 der Tabelle ausgewiesen ist, liegt mittlerweile nicht nur in Griechenland, Italien und Belgien, sondern jetzt auch in Irland über 100 Prozent.

Relevant für die Verschuldung eines Landes sind natürlich nicht nur die staatlichen, sondern auch die privaten Haushalte. Ein Indikator dafür ist die private Sparquote, die international sehr unterschiedlich ist,³ für die aber eine Größenordnung zwischen 5 und 10 Prozent erwartet werden kann. Tatsächlich bewegen sich die privaten Sparquoten in Irland, Spanien, Italien und Belgien etwa in dieser Bandbreite. In Griechenland und Portugal dagegen sieht die Lage deutlich schlechter aus. Es ist sicherlich kein Zufall, dass für diese beiden Länder (genau wie für Spanien) keine aktuellen Zahlen veröffentlicht werden, denn die letztverfügbaren Zahlen zeichnen insbesondere für Griechenland ein dramatisches Bild. Eine Sparquote im negativen Bereich ist ein eindeutiger Indikator dafür, dass sich die privaten Haushalte eines Landes in einer Schieflage befinden. In Portugal ist die Situation ähnlich, wenn auch nicht ganz so ausgeprägt.

Ob und inwieweit die Finanzmärkte den Ländern zutrauen, ihre Schulden tatsächlich zu bedienen, wird deutlich an den aktuellen Zinssätzen, die sie am Kapitalmarkt zahlen müssen. Demnach ist das Vertrauen der Finanzmärkte in die Bonität Spaniens, Italiens und Belgiens noch recht groß, während Griechenland, Portugal und Irland mit ausgeprägten Spreads leben müssen. Wie problematisch die Spreads für die jeweiligen Staatshaushalte sind, hängt von der Zinslastquote ab. Diese ist definiert als Relation der staatlichen Zinsausgaben zum Bruttoinlandsprodukt. Hier sind es Griechenland und Irland, die deutlich überdurchschnittliche Werte aufweisen, während Portugal mit einer Zinslastquote von 2,9 Prozent noch vergleichsweise gut dasteht (der Anteil der Zinsausgaben am Staatshaushalt ist natürlich höher; er liegt für Portugal im Jahr 2010 bei 6,0 Prozent).

³ Eine Ursache für die internationalen Unterschiede liegt in der Ausgestaltung der Sozialsysteme und der daraus folgenden unterschiedlichen Verbuchung der Vorsorgeaufwendungen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.

Die expliziten Zinslastquoten sind allerdings trügerisch, da in umfangreichem Maße langjährige Staatsschuldtitel im Umlauf sind, die demnächst zur Umschuldung anstehen. Um diesen Effekt erfassen zu können, ist in der letzten Spalte von Tabelle 1 dargestellt, wie hoch die Zinslastquote wäre, wenn die gesamte Staatsschuld mit dem aktuellen Zinssatz bedient werden müsste. Diese "implizite Zinslastquote" ist gegenwärtig durchweg höher als die explizite und in manchen Ländern schlichtweg untragbar hoch. Zwar gibt es letztlich keine objektiv messbare Grenze der Staatsverschuldung, aber es erscheint plausibel, dass eine implizite Zinslastquote von 17,1 Prozent, wie sie sich für Griechenland für das Jahr 2012 errechnet, aus dem laufenden griechischen Sozialprodukt kaum finanzierbar sein dürfte. Kritische Werte erreicht die implizite Zinslastquote auch für Portugal und Irland, während Spanien aus diesem Blickwinkel heraus zumindest derzeit nicht als Krisenkandidat einzustufen ist.

Angesichts dieser Zahlen gehört nicht viel Phantasie dazu vorherzusagen, dass insbesondere Griechenland kaum in der Lage sein dürfte, seine Staatsschulden zu bedienen, wenn es keine externe Hilfe bekommt. Kritisch ist die implizite Zinslast auch in Portugal. Insbesondere die seit vielen Jahren schon hochdefizitäre Leistungsbilanz weckt Zweifel, ob Portugal über die Wirtschaftskraft verfügt, die zur Bedienung der hohen Auslandsschulden nötig wäre. Die irische Regierung dagegen, die ebenfalls mit einer exorbitant hohen Zinslast konfrontiert ist, verfügt über weitaus größere Spielräume als die anderen beiden Länder, zusätzliche Steuereinnahmen zu generieren. Dort erscheint es durchaus vorstellbar, die aktuelle Schuldenkrise aus eigener Kraft zu überwinden, wenn entsprechende Korrekturen in der nationalen Steuerpolitik politisch durchgesetzt werden können.

5. Ansatzpunkte für anreizeffizientes Umschulden

Die politische Debatte zum Umgang mit den Länderkrisen im Euro-Raum wirkt mitunter fast kopflos. Noch im März 2010 hatte Bundeskanzlerin Angela Merkel gefordert, chronische Schuldensünder aus der Euro-Zone auszuschließen (Handelsblatt-Online, 27. März 2010). Schon im Juni 2010 kämpfte sie gemeinsam mit Nicolas Sarkozy für eine EU-Wirtschaftsregierung (Spiegel-Online, 14. Juni 2010), was nichts anderes bedeutet als eine Kehrwendung um 180 Grad, denn eine gemeinschaftliche Fiskalpolitik würde nahezu unausweichlich in eine europäische Transferunion führen. Der Wirtschaftsweisen Peter Bofinger fordert leidenschaftlich die Ausgabe von Eurobonds (Süddeutsche Zeitung, 8. Dezember 2010), während das Ifo-Institut dieses Instrument ebenso leidenschaftlich ablehnt (Sinn, Carstensen (2010)). Die EU-Kommission erklärte in ihrem Anpassungsprogramm für Griechenland vom August 2010

kategorisch: "*Debt restructuring is not an option*" (EU-Kommission 2010: 11). Spätestens seit Januar 2011 arbeitet sie aber gemeinsam mit dem IWF und der EZB an der konkreten Umsetzung einer solchen Umschuldung (Welt-Online, 20. Januar 2011).

Mehr Struktur könnte die Debatte gewinnen, wenn zunächst einmal geklärt wird, welche Grundbedingungen ein Rettungsplan erfüllen soll. Aus ökonomischer Sicht sind die zentralen Bedingungen dabei die *Effektivität* und die *Anreizeffizienz*. *Effektivität* bedeutet, insbesondere den hochverschuldeten Ländern Griechenland und Portugal die ungeordnete Insolvenz zu ersparen und die Europäische Währungsunion vor dem Zusammenbruch zu bewahren. Damit scheidet der ursprünglich von Kanzlerin Merkel favorisierte Rauswurf der Schuldenländer aus der Euro-Zone aus, denn diese wären dann kaum noch in der Lage, ihre auf Euro oder Dollar lautenden Schulden zu bedienen, wenn sie dafür nur auf wiedereingeführte Drachmen oder Escudos zurückgreifen könnten. Wie in den Ausführungen zur Schuldenmechanik in Abschnitt 3 gezeigt, war es wohl ein Fehler, Griechenland und Portugal überhaupt in die Euro-Zone aufzunehmen. Aber diese Entscheidung ist zumindest kurzfristig nicht reversibel.

Anreizeffizienz bedeutet, die Hauptakteure zu veranlassen, an der Überwindung der Schuldenkrisen aktiv mitzuwirken und künftige Schuldenkrisen zu vermeiden. Für hochverschuldete Länder wie Griechenland und vermutlich auch Portugal wäre die Umschuldung das geeignete Instrument. Dabei würden die im Umlauf befindlichen Staatschuldbriefe umgetauscht gegen sogenannte "Brady-Bonds" (Hoffmann 2011), die entweder einen reduzierten Rückzahlungswert (Discount-Bonds) oder einen reduzierten Zinssatz (Par Bonds) aufweisen. Wenn der auf diese Weise erzielte "Haircut" hoch genug ausfiele, bekämen die Regierungen der Schuldenländer eine realistische Perspektive, ihre Staatshaushalte wieder konsolidieren zu können.⁴

Um den Regierungen nicht nur eine Möglichkeit, sondern auch einen Anreiz zur Konsolidierung zu geben, darf die Umschuldung für sie allerdings nicht kostenlos erfolgen. Weitgehend wirkungslos wären Strafzahlungen, wie sie der formal immer noch gültige Stabilitäts- und Wachstumspakt oder der von Daniel Gros und Thomas Mayer (2010) vorgeschlagene Europäische Währungsfond vorsehen, denn einem völlig überschuldeten Staat dürfte es wenig ausmachen, wenn zu den bereit vorhandenen Schulden noch die Strafzahlungsschulden hinzukämen. Politisch wirksamer wäre der vorübergehende Verlust der Haushaltssouveränität,

⁴ In die aktuelle Diskussion wurde der Vorschlag der Brady-Bonds von Kenneth Rogoff (2010) eingebracht. Er verweist darauf, dass Argentinien in den 1990er Jahren erst durch einen Haircut von 30 Prozent wieder handlungsfähig wurde. Für Griechenland dürfte der nötige Haircut eher höher ausfallen. Siehe auch Langhammer (2011).

der die politischen Gestaltungsmöglichkeiten der Regierungen beschneiden würde.⁵ Die Regierungen hätten dann abzuwägen zwischen dem völligen Verlust ihrer fiskalischen Handlungsfähigkeit bei Verweigerung der Teilnahme und dem damit verknüpften Staatsbankrott und einem nur teilweisen Verlust ihrer fiskalischen Handlungsfähigkeit bei temporärem Verzicht auf ihre Haushaltssouveränität.⁶

Wenn die Umwandlung der Staatsschuld-papiere in Brady-Bonds kurzfristig umgesetzt werden soll, ist eine Einwilligung der privaten Gläubiger erforderlich, da die Umschuldung ansonsten einer Enteignung gleichkäme. Auch für sie muss die Umschuldung also anreizeffizient sein. Für die Gläubiger hätten die Brady-Bonds einen höheren Wert als die ursprünglichen Staatsschuld-papiere, wenn die übrigen Euro-Länder die Brady-Bonds garantieren würden, nicht aber die alten Staatsschuld-papiere. Unter diesen Bedingungen hätten die Schuldner abzuwägen zwischen dem Halten der alten Papiere mit hohem Ausfallrisiko und dem Umtausch in Brady-Bonds mit niedrigem Ausfallrisiko. Die Kurs- oder Zinsverluste beim Umtausch der alten Papiere würden zugleich Anreize für sie setzen, eine allzu sorglose Finanzierung der Staatsschulden in Zukunft zu vermeiden.

Anreizeffizient wären die Brady-Bonds schließlich auch für solvente EU-Länder wie Deutschland. Diese Länder würden zwar durch die Gemeinschaftsgarantien mit in die Haftung genommen, doch aufgrund der Haircuts wären die Haftungssummen ungleich niedriger als unter dem derzeitigen Regime des Euro-Rettungsschirms. Schließlich winkte ihnen der Lohn, die Europäische Währungsunion nachhaltig stabilisieren zu können, ohne den Weg in die Transferunion gehen zu müssen.

Der Erfolg sämtlicher Rettungspläne ist allerdings an eine zentrale Voraussetzung geknüpft: die Schaffung eines funktionsfähigen Regulierungsrahmens für systemische Finanzinstitutionen.⁷ Solange es daran mangelt, können die Banken stets damit drohen, durch ihre eigene Insolvenz einen Strudel an den Finanzmärkten auszulösen, dessen wirtschaftliche Folgen für alle Beteiligten äußerst unangenehm wären. Diesen Hebel nutzt jetzt sogar die neue irische

⁵ Ein analoges Instrument bietet die kommunale Finanzverfassung in Deutschland, die überschuldete Kommunen unter Länderaufsicht stellt.

⁶ Wie die externe Haushaltsüberwachung institutionell zu verankern ist, soll hier nicht diskutiert werden. Eine Möglichkeit dazu hat Dennis Snower mit seinem Vorschlag einer "Schuldenkommission" aufgezeigt (Institut für Weltwirtschaft 2010).

⁷ Dem sogenannten "Plenum der Ökonomen", das sich in einer von fast 200 Wirtschaftsprofessoren unterzeichneten Erklärung zur Schuldenkrise geäußert hat (Lucke 2011), wird vorgeworfen, diesen Punkt völlig missachtet zu haben. Explizit im Mittelpunkt steht die Rolle der Gläubigerbanken dagegen bei Smeets (2010).

Regierung, die damit droht, ihre internationalen Gläubigerbanken in den Konkurs zu treiben, wenn die Euroländer nicht bereit sind, ihr einen über den ursprünglich vereinbarten Rahmen hinausgehenden Zinsnachlass zu gewähren (Süddeutsche Zeitung, 25. Februar 2011).⁸ Insofern gehört die Schaffung eines Insolvenzrechts für systemische Finanzinstitutionen und/oder eine weit über Basel III hinausgehende Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen⁹ an den Anfang und nicht an das Ende aller Rettungspläne.

6. Grundbedingung einer stabilen Währungsunion: Einheit von Handlung und Haftung

Die aktuellen Regelungen unter der EFSF (European Financial Stability Facility) und dem EFSM (European Financial Stability Mechanism) des Euro-Rettungsschirms und die geplanten Regelungen des permanenten Krisenmechanismus ESM (European Stability Mechanism), der ab Juli 2013 den derzeitigen Rettungsschirm ersetzen soll, sind nicht anreizeffizient. Ansatzweise gelungen ist lediglich die Disziplinierung der Regierungen der Schuldenländer, denn diese müssen sich bei Inanspruchnahme der Hilfen relativ strikten Konsolidierungsaufgaben unterwerfen. Stark unterentwickelt ist dagegen die Beteiligung der privaten Gläubiger, die auch unter dem vorübergehenden und dem permanenten Krisenmechanismus letztlich so weitermachen können wie bisher. Beeinträchtigt werden ihre Anreize zu risikobewusstem Verhalten unter anderem durch die im ESM vorgesehene Möglichkeit, dass die Schuldnerländer, ihre Staatsanleihen aus Mitteln des ESM zurückkaufen. Denn dadurch werden private Investoren, die jahrelang von den hohen Zinsen profitiert haben, zusätzlich vor Verlusten geschützt. Spiegelbildlich dazu sind die Anreize für die solventen Euro-Länder gering, sich nachhaltig für den Erhalt der Währungsunion einzusetzen, denn ihnen werden vergleichsweise hohe Opfer abverlangt, ohne dass ein wirkliches Aufbrechen der Schuldenmechanik der Währungsunion erkennbar wäre.

Es gehört nicht viel Phantasie zu der Prognose, der permanente Krisenmechanismus könne den Grundstein für eine permanente Krise legen. Die Gefahr ist groß, dass die Politik sich dann, um der Dauerkrise zu entkommen, in eine Transferunion flüchtet, die die Krisenländer kurzfristig stabilisiert, die Währungsunion insgesamt aber langfristig destabilisiert, da sie das

⁸ Unter den zehn größten privaten Gläubigern des griechischen Staates stehen an erster Stelle die Hypo Real Estate (7,9 Mrd. Euro), an vierter Stelle die Commerzbank (2,9 Mrd. Euro), an siebter Stelle die Deutsche Bank (1,7 Mrd. Euro) und an zehnter Stelle die Landesbank Baden-Württemberg (1,4 Mrd. Euro) (EU-Kommission 2010: 11).

⁹ Die allfälligen Klagen der Banken, eine weitergehende Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen wäre für sie völlig untragbar, ist nur schwer in Einklang zu bringen mit dem Modigliani-Miller-Theorem.

Schuldenmachen ihrer Mitgliedsländer belohnt. Dabei müssen Transfers per se keineswegs destabilisierend für die Währungsunion wirken. Problematisch werden sie erst dann, wenn einzelne Mitgliedsländer darauf vertrauen können, übermäßige Staatsschulden würden quasi automatisch durch Finanztransfers zwischen solventen und insolventen Mitgliedsländern abgetragen.¹⁰

Wie muss eine Währungsunion, die heterogene Länder umfasst und in der die von Robert Mundell (1961) geforderte Faktormobilität nicht gegeben ist, konstruiert sein, um dauerhaft funktionieren zu können? Sie muss dem Grundprinzip folgen, dass Handlung und Haftung zusammenfallen und der Griff in fremde Taschen zur Finanzierung der eigenen Schulden verwehrt ist.

- An *allererster* Stelle steht dabei die Regulierung des Finanzsektors. Solange systemrelevante Banken damit drohen können, durch ihre Insolvenz ganze Volkswirtschaften zu destabilisieren, werden alle Haftungsregeln zwischen Regierungen und Staaten ins Leere laufen.
- Das *zweite* Kernelement sind die Zinssignale an den Kapitalmärkten, die Entfaltungsspielraum benötigen, um Überschuldungsprobleme einzelner Länder frühzeitig anzeigen zu können. Diese Funktion können sie nur erfüllen, wenn den Gläubigern keine Illusionen darüber gemacht werden, im Ernstfall würde die Gemeinschaft der Euro-Länder für die Schulden ihrer einzelnen Mitglieder aufkommen.
- Das *dritte* Kernelement stellt die Schaffung geeigneter Instrumente zur Umschuldung dar, wie sie oben am Beispiel der Brady-Bonds skizziert wurden. Hier liegt eigentlich keine Aufgabe der europäischen Wirtschaftspolitik, sondern eher eine Aufgabe für die unmittelbar involvierten Gläubiger und Schuldner. Die Gemeinschaft der Euro-Länder ist allerdings als Bürge gefordert in Situationen, in denen es zu überschießenden Reaktionen an den Finanzmärkten kommt und die Schuldenländer kurzfristig nicht in der Lage sind, selbst die Brady-Bonds zu garantieren.
- Im Grunde stellt die gemeinschaftliche Bereitstellung von Bürgschaften für Brady-Bonds eine Verletzung des Prinzips der Einheit von Handlung und Haftung dar. Deshalb wird als *viertes* Kernelement ein Sanktionsmechanismus benötigt für jene Länder, die diese Garan-

¹⁰ Der Wissenschaftliche Beirat beim BMWi beschreibt eindringlich, wie Rettungsschirme ohne flankierende Insolvenzregeln den Weg in die Transferunion ebnet (Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie 2011). Anderer Ansicht ist Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble (2011).

tien in Anspruch nehmen. Als politisch wirksamstes Instrument bietet sich die temporäre Abtretung der Haushaltssouveränität der Schuldenländer an die Garantieländer an.

Bislang ist keines dieser vier Kernelemente wirklich implementiert. Es wäre deshalb verwe-
gen, der Europäischen Währungsunion eine sichere Zukunft vorherzusagen.

Literatur

Baumgarten, M./Klodt, H. (2010): Die Schuldenmechanik in einer nicht-optimalen Währungsunion. In: Wirtschaftsdienst, 90 (6): 374-379.

Baumgarten, M./Klodt, H. (2011): Greece and Beyond: The Debt Mechanics of the Euro. In: Aussenwirtschaft, 65 (4).

Bofinger, P. (2010): Ungeliebt und wunderbar. Süddeutsche Zeitung, 8. Dezember: 2.

Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2011): Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union. Gutachten 01/11 des Wissenschaftlichen Beirats, Berlin.

European Commission (2010): The Economic Adjustment Programme for Greece. European Economy, Occasional Papers 68, August.

Franz, W./Fuest, C./Hellwig, H./Sinn, H.-W. (2010): A Euro Rescue Plan. In: CES ifo Forum, 11 (2): 101-104.

Gros, D./Mayer, T. (2010): How to Deal With Sovereign Default in Europe: Create the European Monetary Fund Now! CEPS Policy Brief 202: Brüssel.

Handelsblatt.com (2010): Sarkozy und Brown schmettern Merkels Ausschluss-Idee ab. 27. März (www.handelsblatt.com).

Hoffmann, C. (2011): Blaupause für Europa. In: Süddeutsche Zeitung, 21. Januar: 25.

Institut für Weltwirtschaft (2010): IfW-Präsident Snower fordert Schuldenkommission für Griechenland. Pressemitteilung vom 25. Februar.

Krugman, P.R. (ed.) (2000): Currency Crises. The University of Chicago Press: Chicago.

Langhammer, R.J., (2011). Wie Griechenlands Umschuldung funktionieren könnte. Wirtschaftswoche, 18. Februar.

Lucke, B. (2011): Stellungnahme zur EU-Schuldenkrise. Plenum der Ökonomen, 17. Februar (www.wiso.uni-hamburg.de/lucke/?p=581).

- Maurer, R.* (2010): Die Verschuldungskrise der Europäischen Währungsunion – Fiskalische Disziplinlosigkeit oder Konstruktionsfehler? DIW-Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, 79 (4).
- Mundell, R.* (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. In: American Economic Review, 51 (4): 657-665.
- OECD* (2010): Economic Outlook. Volume 2010/2: Paris.
- Rogoff, K.* (2010): The Euro at Mid-Crisis. Project Syndicate, 2. Dezember (www.project-syndicate.org).
- Schäuble, W.* (2011): EU-Rettungsschirm: Folgt der Einstieg in eine Transferunion? In: Ifo-Schnelldienst, 64 (3): 3-6.
- Schrader, K./Laaser, C.F.* (2010): Den Anschluss nie gefunden. Die Ursachen der griechischen Tagödie. In: Wirtschaftsdienst, 90 (8): 540-547.
- Sinn, H,W./Carstensen, K* (2010): Ein Krisenmechanismus für die Euro-Zone. Ifo Schnelldienst, Sonderausgabe, 23. November.
- Smeets, H.-D.* (2010): Euro-Rettungspaket(e) – Ein Beitrag zur Rettung des Euro? In: List Forum, 36 (3): 236-254.
- Spiegel Online* (2010): Merkel und Sarkozy verkünden Finanzkompromiss. 14. Juni (www.spiegel.de/politik/ausland).
- Steingart, G.* (2010): Merkels Europolitik – Versailles ohne Krieg. Handelsblatt, 19./20. November: 1.
- Süddeutsche Zeitung* (2011): Iren wollen Hilfspaket neu verhandeln. 25. Februar: 17.
- Welt Online* (2011): EU arbeitet an "Brady-Plan" für Griechenland. 30. Januar (www.welt.de/wirtschaft).
- Wigger, B.U.* (2010): Öffentliche Haushalte in der Krise. In: Teurl, T., Wirtschaftspolitische Konsequenzen der Wirtschaftskrise, Duncker und Humblot: Berlin: 85-104.