

Kann eine Fiskalunion den Euro retten? Sparen allein hilft nicht!

Prof. Dr. Peter Spahn, Universität Hohenheim

Die Konstruktion der EWU leidet an vier eng verbundenen Problemerkreisen:

- Divergenzen in der güterwirtschaftlichen Leistungsfähigkeit werden nicht hinreichend durch die Löhne ausgeglichen. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass strukturelle "Entwicklungsbooms" gerade in aufholenden Ländern (finanziert durch einen ergiebigen Euro-Kapitalmarkt) die Löhne über Nachfrageeffekte und starke nationale Preissteigerungen antreiben.
- Persistente strukturelle Budgetdefizite zeigen – unterschiedlich ausgeprägt in einzelnen Ländern – eine politische Schwäche bei der Kontrolle der Staatshaushalte.
- Über die Jahrzehnte sind dadurch hohe Schuldenstände entstanden, die bei fiskalischen Schocks rasch Zweifel an der Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen auslösen.
- In den alten Regularien der EWU war weder ein monetärer noch ein fiskalischer *Lender of Last Resort* für die nationale Staatsverschuldung vorgesehen. Dies war zum einen Ausdruck eines gefühlten Mangels an politischer Union, zum anderen ein strategisches Moment: Die ungeschützte Abhängigkeit von den Finanzmärkten sollte die Verschuldungsneigung bremsen. Jedoch war schon im Delors-Bericht von 1989 gewarnt worden, dass die Finanzmärkte die ihnen zugedachte Disziplinierungsfunktion nicht erbringen, da die Anlagebereitschaft prozyklisch mit dem Wirtschaftsklima schwankt. Erscheint dabei das *Roll-over* der Staatsschuld aus Sicht der einzelnen Anleger nicht gesichert, können Marktstörungen rasch in ein Insolvenzzenario steigender Zinsen führen (De Grauwe 2011; Sachverständigenrat 2011: Zf. 143 ff).

Der "irreversible Einstieg in die Fiskalunion" (Merkel)

Der im Dezember 2011 beschlossene EU-Fiskalpakt greift zu kurz, um die obigen Probleme zu lösen. Schon die rechtliche Qualität dieser Beschlüsse ist unklar: Innerhalb der Nationalstaaten können sich verfassungsrechtliche Hindernisse stellen; Widersprüche zu geltenden EU-Verträgen werden die Verbindlichkeit der einzelnen Punkte zu bloßen Empfehlungen und informellen Selbstverpflichtungen entwerten. Zwar sollen nun die Abstimmungsregeln Sanktionen erleichtern, da diese nur noch mit 2/3-Mehrheit gestoppt werden können; entscheidend bleiben aber die Interessen der Kontrolleure: Sie werden Kontrollen nur dann strikter handhaben, wenn sie ein Eigeninteresse an der finanziellen Solidität aller EWU-Mitgliedsstaaten ha-

ben.¹ Dies führt zu einem bislang wenig beachteten Argument *für* Euro-Bonds: Hier ist die Kollektivhaftung unmittelbar institutionalisiert, im Gegensatz zur bisherigen Regelung, bei der jedes Land darauf hoffte, dass die Nachbarstaaten ihre Schuldenprobleme allein würden lösen müssen.

Euro-Bonds sind jedoch bis jetzt aus guten Gründen nicht vorgesehen. Eine anreiztheoretisch denkbare Variante mit kollektiv garantierten *Blue Bonds* und national emittierten *Red Bonds* scheitert am hohen Schuldenstand einiger Länder.² Italien müsste 60% seiner Schulden mit eigenen, nachrangigen Schuldtiteln finanzieren und könnte die damit verbundene Zinslast nicht tragen. Vollständig "sozialisierte" Euro-Bonds aber sind wegen des massiven *Moral-Hazard*-Problems abzulehnen. Kontroll- und Zugriffsrechte erscheinen auch nach den EU-Beschlüssen als zu schwach. Strafzahlungen nach dem Auftreten von zu hohen Defiziten sind nicht unbedingt zielführend. Sinnvoll wären u.U. rechtzeitige Eingriffe in die Ausgabengestaltung; jedoch ist ein so weit gehender Autonomieverzicht unwahrscheinlich.

Schulden- und Vermögensschnitt

Die Konzentration der EU-Beschlüsse auf eine sparsamere Haushaltsführung (auch erkennbar in der Absicht, Schuldenbremsen in die Verfassungen aufzunehmen) ist naheliegend, eine Schuldenkrise offenbart jedoch einen Abschreibungsbedarf bei den Forderungsbeständen. Kapitalverluste kann man nicht durch Kostensenkungen decken. Sparpolitik auf gesamtwirtschaftlicher Ebene mag ein gut gemeintes Signal an die beim *Roll-over* gefragten Gläubiger senden; nötig aber wäre eine schlagartige Verringerung des Schuldenstandes, verbunden mit einer Wachstumsperspektive, die die Tragfähigkeit des Restbestandes anzeigt.

Der Sachverständigenrat (2011: Zf. 184 ff) schlägt vor, 2,3 Bill. € der europäischen Staatsschulden in den kommenden 25 Jahren regelgebunden zu tilgen. Es ist jedoch makroökonomisch und verteilungspolitisch ineffizient, den Wachstumsprozess über Jahrzehnte durch Steuern und Ausgabenverzicht zu belasten, nur um notleidende Forderungen am Leben zu erhalten. Vorzuziehen wäre die Abschreibung eines harten Kerns von *Bad Bonds* (1-1,5 Bill.),

¹ Der deutsche Finanzminister hatte 2004 den schweren strategischen Fehler begangen, als erster "Budgetsünder" über die Strafe zu verhandeln anstatt sofort zu zahlen und damit die Standards für die Folgefälle vorzugeben (um dies tun zu können, hätte Deutschland die Regelübertretung sogar provozieren müssen). In der Folge blieb der Stabilitäts- und Wachstumspakt wirkungslos; es wurden nie Strafen verhängt, nicht zuletzt weil die Kontrolleure hofften, als potenzielle spätere Sünder ebenfalls Milde erwarten zu können.

² Auch der Vorschlag zur Emission von "ESBies" (Brunnermeier u.a. 2011) zielt in erster Linie auf die Abschöpfung einer potenziellen Liquiditätsprämie bei homogenen Euro-Assets, jedoch ausdrücklich nicht auf die Lösung nationaler Schuldenkrisen.

begleitet von einer (progressiv gestaffelten) Vermögensabgabe der privaten Haushalte in den jeweiligen Schuldnerstaaten. Diese Gegenbuchung ist aus drei Gründen angezeigt:

- Der breiten Öffentlichkeit, die die Euro-Krise gern noch als bloßes "Spekulationsprodukt der Finanzwelt" sieht, ist nur so der Ernst der Lage klar zu machen.
- Das Politikversagen vergangener Jahrzehnte ist offenzulegen: Ein Teil der Vermögensbildung der privaten Haushalte ist faktisch lediglich eine vermiedene Steuerschuld; all zu gern griffen Regierungen zu den abwegigsten Argumenten, um eine Steuerfinanzierung ihrer Ausgaben zu umgehen.
- Die Bevölkerung ist als *Principal* für das Verhalten ihres *Agent*, der Regierung, verantwortlich; es ist absurd, dass Steuerzahler in Geberländern, nicht aber Vermögensbesitzer in Schuldnerländern zu Bürgen diverser Rettungsschirme werden. Schließlich hat die Bevölkerung der Schuldnerländer auch güterwirtschaftlich von der Schuldaufnahme profitiert.

Die Euro-Retter scheuen das politisch unangenehme Thema eines privaten Vermögensschnitts und präsentieren statt dessen hilflose Versuche, Investoren für die Übernahme des Altschuldenrisikos zu finden. Weitgesteckte Hoffnungen auf Hebelungsprojekte, Versicherungslösungen und IWF-Kredite haben sich nicht erfüllt. Faktisch wird bereits eine indirekte Monetisierung durch die EZB betrieben, indem die Banken bei großzügigen langfristigen Refinanzierungskrediten (mit voller Zuteilung) Staatspapiere hinterlegen können und zum Erwerb weiterer Schuldtitel angeregt werden. Andere Notenbanken haben direkt weit größere Mengen an Staatsschulden angekauft, aber primär aus geld- und nicht schuldenpolitischen Gründen. Ein Übergang der EZB zu unbegrenzten Wertpapierankäufen würde wahrscheinlich den Wechselkurs des Euro abstürzen lassen.³

Zahlungsbilanzungleichwichte und Fiskalpolitik

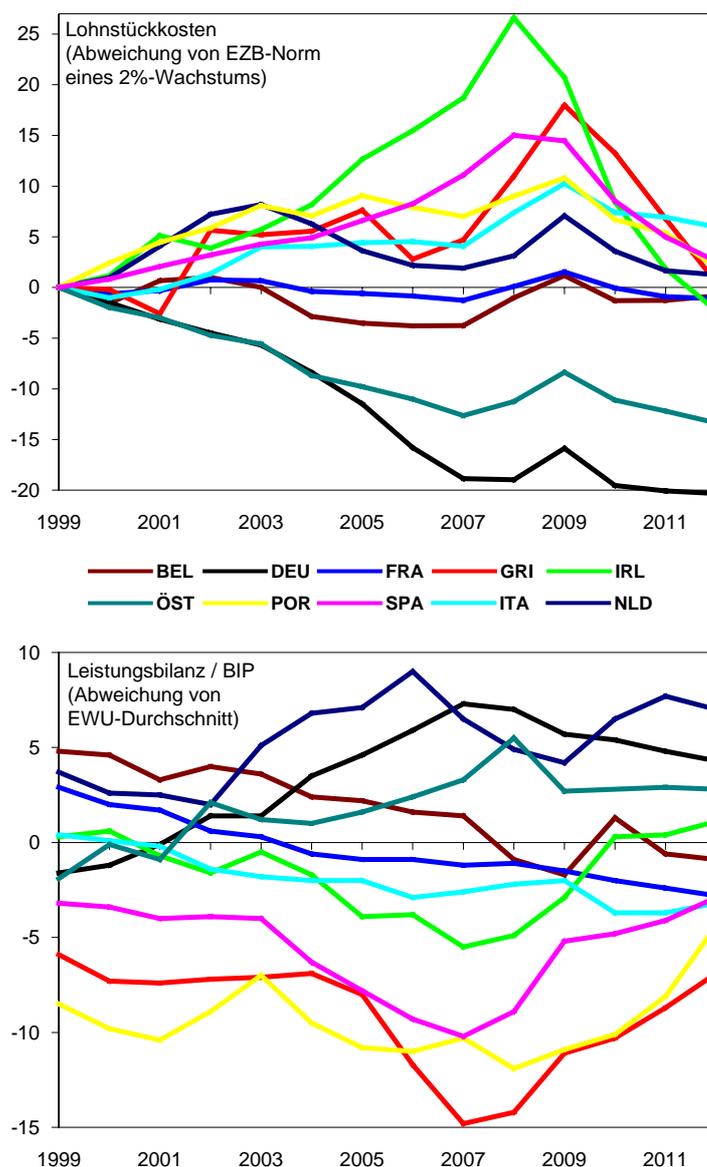
Die Beschlüsse zum Einstieg in die Fiskalunion zeigen wenig Bezug zum Hauptproblem in der EWU: der Divergenz von Lohnkosten und Handelssalden. Im Grunde hätte sich die gegenwärtige EWU-Krise mit den fiskalpolitischen Reformen weder erkennen noch verhindern lassen. Nicht Griechenland oder Italien, sondern Spanien (wo die Staatsverschuldung erst als Folge der Krise anstieg) repräsentiert das systemische Problem:

- Nationale Sonderkonjunkturen werden nicht wie noch im EWS durch Zahlungsbilanz-

³ Ein solches Ankaufprogramm würde auch wiederum Euro-Bonds voraussetzen, weil die EZB ansonsten über die maximal tolerablen Zinsen in den einzelnen Mitgliedsstaaten befinden müsste, also auch für die länderspezifische Zinsstruktur im Euro-Raum verantwortlich wäre – ein politisch kaum tragfähiger Zustand.

schränken und Devisenmarktreaktionen gebremst.

- Die "Auslandsverschuldung" wird durch den gemeinsamen Euro-Finanzmarkt infolge scheinbar gesunkener Risiken erleichtert.
- Je homogener hier die Zinssätze für nationale Schuldtitel, desto eher hängt der nationale Realzins in prozyklischer Weise von der nationalen Lohninflation ab.
- Als Konsequenz daraus hat sich die Wettbewerbsfähigkeit auseinanderentwickelt und es sind hohe, persistente Leistungsbilanzungleichgewichte entstanden.



Nach 2007 ging der Kapitalimport der GIPS-Länder mehr oder weniger deutlich zurück. Die seitdem praktizierte Finanzierung von (abnehmenden) Leistungsbilanzdefiziten und (zunehmender) Kapitalflucht geht mit wachsenden TARGET-Salden der Bundesbank einher. Aber

es ist ein Euphemismus, dies als Kreditgewährung der Bundesbank zu interpretieren (Sinn/Wollmershäuser 2011; Krämer/Spahn 2012). Faktisch drucken die Zahlungsbilanzdefizitländer die für ihre Zahlungen nötigen Euro-Reserven über die dezentrale Geldschöpfung ihrer nationalen Notenbanken selbst; dies wird durch die Qualitätsherabsetzung der bei der Bankenrefinanzierung zu hinterlegenden Sicherheiten und die völlige Aufgabe einer quantitativen Begrenzung der Euro-Geldmenge ermöglicht.

Bei der Bundesbank sammeln sich die Zahlungseingänge der Überweisungsprozesse als vollwertige Euro-Bestände (und nicht etwa als Kreditforderungen). Der Vorgang entspricht auch nicht dem Dollar-Ankauf in der Spätphase von Bretton Woods. Will man einen Vergleich aus der Währungsgeschichte heranziehen, so wäre das Bild einer Produktion gefälschter Goldreserven durch Defizitländer im Goldstandard angemessen, die so ihrer volkswirtschaftlichen Budgetbeschränkung zu entgehen suchen. Die systematische Aneignung fremder Ressourcen durch selbst geschaffene Zahlungsmittel ist der sicherste Weg, die allgemeine Akzeptanz einer Währung zu zerstören.⁴

Eine Fiskalunion, die die tieferen Ursachen derartig eklatanter Normenverletzungen bekämpfen wollte, müsste mehr als nur Sparpolitik bieten. Die gegenwärtig erkennbaren Angleichungsbewegungen bei Lohnkosten und Leistungsbilanzen sind eher ein Kriseneffekt. Notwendig wäre eine Unterstützung der Lohnpolitik bei der Bewältigung dieser makroökonomischen Ungleichgewichte. Aus amerikanischer Sicht wird in diesem Zusammenhang auf den Beitrag von zwischenstaatlichen Transfers verwiesen (Feldstein 2011). Dieses Instrument erweckt Assoziationen an konsumtive Umverteilungsbestrebungen, die auf Seiten der Geberländer in Europa kaum mehrheitsfähig sind.

Immerhin sollte den Überschussländern – und allen voran Deutschland – klar sein, dass anhaltende Nettoimporte einzelner Länder in der EWU ebenso wenig durchzuhalten sind wie permanente Exportüberschüsse, eben weil man ansonsten periodisch die Schulden der Defizitländer übernehmen muss. Folglich sollte die Maastricht-3%-Grenze nicht für nationale Budgetdefizite, sondern für – negative wie positive – Leistungsbilanzsalden festgelegt werden; damit wird nach $Im-Ex = (G-T) + (I-S)$ die Summe aus öffentlicher *und* privater Neuverschuldung erfasst (Horn u.a. 2010). Da die Lohnpolitik aller Voraussicht nach damit überfordert

⁴ Allerdings hat Deutschland von dieser unerlaubten Geldschöpfung außerordentlich profitiert. Hätte ein Linkskeynesianer Anfang 2008 ein öffentliches Investitionsprogramm von ca. 300 Mrd. € vorgeschlagen, verteilt auf drei Jahre und finanziert durch die Notenpresse, wäre dies von der Mehrheit der deutschen Ökonomen als inflatorischer Unfug gebrandmarkt worden. Nun hat sich (wieder einmal) gezeigt, dass die Angebotsgrenzen sehr elastisch sind. Die Inflation ist ausgeblieben. Bedauerlich ist nur, dass die auf den monetären Impuls hin produzierten Güter im Ausland und nicht in Deutschland genutzt werden.

sein wird, dieses Ziel über Preiseffekte zu erreichen, müsste die nationale Fiskalpolitik mittels Einkommenseffekten unterstützend eingreifen. In den 2000er Jahren hätte dies eine auf Konsumbegrenzung angelegte Steuerpolitik in den GIPS-Ländern und z.B. verstärkte öffentliche Investitionen in Deutschland erfordert.

Fazit

Eine Fiskalunion allein kann den Euro nicht retten. Das Altschuldenproblem ist ungelöst. Es kennzeichnet das mangelnde wechselseitige Vertrauen in der Euro-Zone, dass man der EZB nicht empfehlen mag, das Liquiditätsmanagement der europäischen Staatsschulden zu übernehmen: Einige Länder könnten dies als Aufweichung ihrer Budgetbeschränkung verstehen. Zudem stünde eine Fiskalunion vor der widersprüchlichen Aufgabe, einerseits für annähernd gleiche Rahmenbedingungen (bei Steuerbelastung, Infrastruktur, sozialpolitischen Standards etc.) zu sorgen und andererseits konjunkturelle Divergenzen zwischen den Euro-Mitgliedsländern zu kompensieren. Die gut gemeinte Verordnung zum Haushaltsausgleich und das Konzept einer Funktionalisierung der Budgetpolitik zur Leistungsbilanzstabilisierung passen nur halb zusammen.

Dennoch wird man alles daran setzen, den Euro zu retten. Es entspricht politischer Logik, immer weitere Beträge für Projekte aufzuwenden, die man nach aktuellen Erfahrungen niemals begonnen hätte. So werden die Pläne zur Fiskalunion in einer Schuldenunion enden.

Literatur

- Brunnermeier, M. u.a. (2011), "European Safe Bonds (ESBies)", <http://euro-nomics.com/2011/european-safe-bonds>.
- De Grauwe, P. (2011), "A Fragile Eurozone in Search of a Better Governance", *CESifo Working Paper* 3456, München.
- Feldstein, M. (2011), "The Euro and European Economic Conditions", *NBER Working Paper* 17617, Cambridge.
- Horn, G. A. u.a. (2010), "Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts – Nicht nur öffentliche, auch private Verschuldung zählt", *IMK Report* 51, Düsseldorf.
- Krämer, H. / Spahn, P. (2012), "Sinn after Böhm-Bawerk – Income Distribution, Capital Flows and Current Account Imbalances in EMU", in: Kurz, H. u.a. (Hg.), *Macroeconomics and the History of Economic Thought*, London, 231-250.
- Sachverständigenrat (2011), *Verantwortung für Europa wahrnehmen*, Jahrgutachten 2011/12, Wiesbaden.
- Sinn, H.-W. / Wollmershäuser, T. (2011), "Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows – The ECB's Rescue Facility", *NBER Working Paper* 17626, Cambridge.