

Der Ordnungspolitische Kommentar

Nr. 4/2010

06. April 2010

Strikte Regelbindung zur Abwendung einer griechischen Tragödie

Von Christian Vossler

Griechenland muss in den nächsten Monaten Anleihen im Wert von über 20 Milliarden Euro am Kapitalmarkt platzieren und hohe Zinsen fürchten. Bisher galten Staatsanleihen – vor allem aus der EU – als sichere Anlage, weil die Staaten das Recht haben, Steuern zu erheben, um die Schulden bedienen zu können. Doch dieses Bild ändert sich zunehmend.

Immer mehr Schulden...

Nicht nur die Griechen haben in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten über ihre Verhältnisse gelebt. Der Hang zu Defiziten ist weit verbreitet. Was bleibt den Politikern auch anderes übrig, als Kredite aufzunehmen, wenn die Steuereinnahmen für die von ihnen gegebenen Versprechen nicht ausreichen?

Eine tragende Rolle bei der ausufernden Staatsverschuldung in den letzten Jahrzehnten spielten konjunkturelle Krisen und die folgende Reaktion der Politiker. Eigentlich dämpfen die Sozialsysteme konjunkturelle Krisen schon durch automatische Stabilisatoren. Dennoch wollen sich die Politiker gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten profilieren und versuchen daher, durch aktive Fiskalpolitik die Konjunktur zu glätten. Natürlich geht dies immer mit dem Vorsatz einher, die hohen Schulden aus den Krisenphasen in den zu erwartenden besseren Zeiten wieder zurückzuführen. Das klingt einleuchtend, hat nur leider noch nie wirklich funktioniert. Wenn eine Regierung bereits in konjunkturell guten Zeiten nicht einmal die Neuverschuldung zurückführen kann, deutet dies auf schwere strukturelle Probleme hin, die dringend beseitigt werden müssen.

...werden den Staaten zum Verhängnis

Weil die Gläubiger jedoch nicht gezwungen werden, dem Staat einen Kredit zu gewähren, erscheint die Schuldenaufnahme auf den ersten Blick auch nicht so schlimm. Doch eine übermäßige Neuverschuldung kann signifikante Probleme für die Volkswirtschaft mit sich bringen. So kommt es zu einem Anstieg der Zins-Last-Quote im öffentlichen Haushalt. Der finanzpolitische Handlungsspielraum wird eingeengt. Zusätzlich werden private Nachfrager am Kapitalmarkt verdrängt, weil die zusätzliche Nachfrage des Staates zu höheren Zinsen am Kapital-

markt führt. Letztlich kann der Staat nicht auf Dauer über seine Verhältnisse leben, sondern unterliegt einer intertemporalen Budgetrestriktion. Wachsen die Schulden stärker als das Bruttoinlandsprodukt, so steigt die Belastung durch die Zinszahlungen exponentiell an. Die Bonität sinkt und die Risikoprämie steigt, weil die Kreditgeber Zweifel bekommen, ob die Bürger noch bereit sein werden, die erforderlichen Steuern zu zahlen. Die Finanzierungslasten für die nachfolgenden Generationen steigen. Die Kreditaufnahme wird zu einem Vertrag zulasten Dritter. Die steigende Steuerbelastung verschlechtert den Investitionsstandort, so dass Sach- und Humankapital ins Ausland abwandern. Des Weiteren entstehen inflatorische Tendenzen und eine damit verbundene Fehlallokation der Ressourcen, welche nur durch eine tatsächlich unabhängige Zentralbank, die sich der Geldstabilität verpflichtet fühlt, verhindert werden kann.

Regeln haben ihren Sinn

Die Probleme, die mit einer hohen Verschuldung einhergehen, wurden auch bei der Konstituierung der Europäischen Währungsunion gesehen. Daher wurde der Stabilitäts- und Wachstumspakt implementiert, der eine zu hohe Verschuldung der Mitgliedsländer verhindern sollte.

Das Haushaltsdefizit Griechenlands ist jedoch zurzeit mehr als viermal höher als erlaubt, und die Schulden belaufen sich auf 113 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (2009). Zulässig sind nur 60 Prozent. Was ist schief gelaufen? Das große Problem des Stabilitäts- und Wachstumspakts ist, dass statt ökonomischer Argumente häufig politisches Kalkül im Vordergrund steht. Stellt die Europäische Kommission fest, dass ein Land gegen die Defizitkriterien verstoßen hat, beginnt ein politischer Entscheidungsprozess über die durchzuführenden Maßnahmen, die bis zu Strafzahlungen des betroffenen Landes reichen. Letztlich entscheidet der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister. Dieser ist aber extrem zurückhaltend beim Verhängen von Sanktionen. Schließlich könnten die eigenen Länder selber in die Bredouille geraten. So geschah im Jahr 2002, als die Europäische Kommission ein Defizitverfahren gegen Deutschland und Frankreich startete. Letztendlich wurden keine Sanktionen verhängt, sondern die schon weiche Formulierung des Paktes wurde weiter geschwächt. Natürlich sollte das nicht als Freibrief für die Länder gelten, und die Tatsache, dass Griechenland so massiv gegen europäische Regeln verstoßen hat,

ist nicht zu entschuldigen. Das Problem besteht darin, dass die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht rigoros angewandt werden. Gegen finanzielle Sanktionen wird argumentiert, dass finanzielle Strafen die Probleme in einer bereits sehr angespannten Lage noch verschärfen. Doch muss vor allem der dynamische Anreiz dieser Regeln bedacht werden, denn nur bei glaubwürdigen Sanktionsandrohungen hätten die Länder einen Anreiz, schon im Vorfeld darauf hinzuwirken, nicht gegen die Regeln zu verstoßen.

Die Rolle des Kapitalmarktes

Naturgemäß sehen viele Politiker die Ursache nicht im eigenen Verschulden, sondern bei sogenannten Spekulanten, die die Zinsen für griechische Anleihen in die Höhe treiben. Die Kausalkette ist jedoch andersherum und zeigt die disziplinierende Wirkung des Kapitalmarktes. Ein hoher Zinssatz resultiert aus einer schlechter eingeschätzten Bonität, z. B. auf Grund einer unsoliden Fiskalpolitik. Dies sollte den betroffenen Ländern in aller Deutlichkeit zeigen, dass dringender Konsolidierungsbedarf besteht. Grundsätzlich ist auch die Rolle der Credit Default Swaps so zu bewerten. Diese stellen eine Ausfallversicherung für Anleihen dar. Steigt das Risiko eines Ausfalls, steigt der Preis für diese Swaps. Diese Preise reagieren schneller als die Kurse der Anleihen und sind daher ein wichtiger Indikator, um Risiken zu erkennen. Man kann mit diesem Instrument auch spekulieren, ohne die Anleihe zu besitzen und letztlich von sinkenden Anleihepreisen profitieren. Dieses Verhalten ist nicht unmoralisch, sondern hat eine wichtige Signalfunktion. Wenn viele Spekulanten eine Gefahr für eine Anleihe sehen und sich entsprechend positionieren, zeigt die Entwicklung des Swap-Preises die Bedenken der Investoren an. Gerade auf den Finanzmärkten, wo viele Akteure agieren, kann so auf eine breite Wissensbasis zurückgegriffen werden. Die einzelnen, weit verbreiteten Informationen werden effizient genutzt und bewerten die Gefahr in einer einzigen Kenngröße.

Was ist zu tun?

Wer muss die Kosten der griechischen Krise tragen? Klar ist, dass strukturelle Veränderungen in Griechenland nötig sind. Das wurde auch von der griechischen Regierung bereits erkannt, und sie hat entsprechende Reformen auf den Weg gebracht. Doch müssen die Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion den Griechen schnell finanziell helfen? Eigentlich ist die Antwort einfach, denn im Maastrichter Vertrag ist geregelt, dass es keinen Bail-Out einzelner Länder gibt. Diese Regel ist vernünftig und

wichtig, denn ansonsten wären die Anreize eines einzelnen Landes, sich über Gebühr zu verschulden, zu groß. Es könnte immer auf Hilfe vertrauen. Dies würde zu einer noch stärkeren Verschuldung innerhalb der Europäischen Währungsunion mit den bekannten Problemen führen. Des Weiteren könnte am Kapitalmarkt nicht mehr zwischen den Schulden der einzelnen Länder differenziert werden. Fiskalpolitisch stabile Länder müssten eine zu hohe Zinslast tragen, für unsolide Länder wäre diese zu niedrig. Eine effiziente Kapitalallokation wäre nicht mehr möglich. Aus diesem Grund sind die Vorschläge einer europäischen Anleihe strikt abzulehnen. Auch koordinierte finanzielle Hilfen der Mitgliedsländer sollten unterbleiben. Werden einem Land derartige Hilfen gewährt, wäre es anderen Ländern nur schwer zu vermitteln, warum ihnen nicht auch geholfen wird. Die No-Bail-Out Klausel wäre damit hinfällig. Aktuell steht es schließlich nicht nur um die griechischen Finanzen schlecht. Den überschuldeten Ländern muss klar signalisiert werden, dass sie die strukturellen Verwerfungen selbst zu lösen haben. Erst wenn das nicht gelingt, wäre der Internationale Währungsfond (IWF) einzuschalten. Für europäische Eitelkeiten ist kein Platz. Der IWF besitzt die Erfahrung und die Druckmittel, um ein Land wieder auf einen soliden Kurs zu bringen, denn ohne harte Auflagen geht es nicht. Würde die Europäische Union Griechenland mit strengen Auflagen zur Hilfe eilen, wäre zumindest fraglich, wie glaubwürdig diese Auflagen auch überwacht werden, denn mit der Überwachung hapert es ja augenscheinlich. Schon wegen der internen Verflechtung ist die Position der Europäischen Union sicherlich schwächer als die des IWFs.

Momentan scheint es jedoch, dass die Kapitalmärkte die Reformbemühungen der Griechen anerkennen. Eine erste Anleihe konnte erfolgreich platziert werden. Griechenland wird aber nur dann gestärkt aus der Krise herauskommen, wenn es darauf verzichtet, auf finanzielle Unterstützung der Mitgliedstaaten der Währungsunion bzw. der gesamten Europäischen Union zu drängen. Vielleicht ist Griechenland dann auch als Vorbild für andere Staaten zu sehen, denn Strukturreformen müssen in den einzelnen Ländern bewältigt werden. Das erfordert eine Stärkung und nicht eine Aufweichung der Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts, insbesondere der laufenden Kontrolle und des frühzeitigen Eingriffs im Falle von Fehlentwicklungen.

9286 Zeichen

Dieser Ordnungspolitische Kommentar reflektiert die Meinung des Autors, nicht notwendigerweise die des Instituts für Wirtschaftspolitik oder des Otto-Wolff-Instituts für Wirtschaftsordnung. Der Inhalt kann vollständig oder auszugsweise bei Erwähnung des Autors zu Publikationszwecken verwendet werden. Für weitere Informationen und Rückfragen zum Inhalt wenden Sie sich bitte direkt an den Autor.

Der Autor ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität zu Köln.

Kontakt: Tel. 0221-470 5349 oder E-Mail: vossler@wiso.uni-koeln.de