

# Der Ordnungspolitische Kommentar

Nr. 10/2012

02. Oktober 2012

## Mit der Bazooka gegen die Krise?

Von Leonard Münstermann

Entsprechend dem Credo ihres Präsidenten Mario Draghi, alles zum Erhalt der Währungsunion zu tun, hat die Europäische Zentralbank (EZB) beschlossen, unbegrenzt Staatsanleihen europäischer Krisenstaaten aufzukaufen. Dies setzt unmittelbar an den Refinanzierungskosten der europäischen Krisenstaaten an, welche diese als eines ihrer größten Probleme wahrnehmen. Auf dem Kapitalmarkt müssen diese Staaten einen Zinsaufschlag bezahlen, was die Aufnahme neuer Kredite verteuert. Durch den Beschluss der EZB können diese Staaten nun zu risikounabhängigen Konditionen neue Kredite aufnehmen, für welche alle Euro-Mitgliedsstaaten haften.

### Zinsspreads

Die Refinanzierungskosten europäischer Staaten waren bis zur Einführung des Euro stets sehr unterschiedlich. Während viele südeuropäische Staaten zweistellige Zinsen auf ihre Staatsanleihen zahlen mussten, konnte sich Deutschland vergleichsweise günstig refinanzieren. Mit der Einführung des Euro verschwanden dann diese sogenannten Zinsspreads. Südeuropäische Staaten konnten sich seitdem zu günstigeren Konditionen verschulden als jemals zuvor. Die damalige Hoffnung, dass die betroffenen Staaten dies zur Haushaltssanierung nutzen würden, hat sich allerdings in einigen Fällen nicht erfüllt. Stattdessen wurden die günstigen Kreditbedingungen in manchen Staaten zu einer Ausweitung der öffentlichen und/oder privaten Verschuldung genutzt.

Ab 2008/09 traten Zinsspreads auf europäische Staatsanleihen anlässlich der massiven Korrektur des griechischen Haushaltsdefizits wieder deutlich zutage. Die Ursache war allerdings vielmehr die im Zuge der Finanzmarktkrise vorgenommene Neubewertung der Ausfallrisiken. Im Vergleich zur Modellwelt ist diese plötzliche und drastische Zinsanpassung sicherlich als Beleg dafür anzusehen, dass reale Kapitalmärkte nicht perfekt funktionieren. Wenn auch verspätet, hat der Marktmechanismus aber dennoch zu einer risikoäquivalenten Zinsanpassung geführt. Diese ist dabei nicht als „Angriff der Märkte“, sondern als veränderte Erwartung der Anleger zu begreifen, nach welcher europäische Staatsanleihen nicht mehr generell als risikolos eingestuft wurden. Während südeuropäische Staaten früher eine steigende Verschuldung mittels monetärer Staatsfinanzierung bekämpften, also eine

Entwertung der Verschuldung durch Inflation anstreben, stand ihnen diese Möglichkeit seit der Abgabe der geldpolitischen Souveränität an die supranationale EZB zunächst nicht mehr zur Verfügung. Infolgedessen entstand ein beispielloser Reformdruck.

### Folgen der Rettungsschirmpolitik

In Reaktion auf diesen Druck des Marktes wurde im Mai 2010 der politische Entschluss gefasst, von der sogenannten No-Bailout-Regel abzuweichen. Eingerichtet wurde ein Rettungsschirm, über den sich Krisenstaaten zu geringen Konditionen als über den Kapitalmarkt refinanzieren konnten. Dies wurde verkauft als Akt der Solidarität, mit dem der Bankrott sowie der Austritt einzelner Staaten aus der Währungsunion verhindert werden sollte.

Dem liegt allerdings ein höchst fragwürdiges Solidaritätsverständnis zugrunde. Die Rettungsschirmpolitik verteilt unabhängig von der Wirtschaftskraft eines Landes um. So haftet beispielsweise die Slowakei für die Kredite an Griechenland und Spanien mit, obwohl beide über ein höheres Pro-Kopf-Einkommen verfügen als die Slowakei. Umverteilung findet nicht von reichen zu armen Ländern statt, sondern von haushaltsdisziplinierten zu verschwenderischen Ländern. Eine derartige Umverteilung ist nicht solidarisch, sondern setzt Anreize zu Moral Hazard, also einer durch die Vertragsbeziehung ausgelösten Verhaltensänderung eines Vertragspartners. Für die Regierung eines Krisenstaates ist es eine rationale Strategie, die Bemühungen zur Haushaltskonsolidierung (z.B. Rentenkürzungen, Steuererhöhungen, Gehaltskürzungen und Entlassungen im öffentlichen Dienst) einzuschränken, sobald durch ein Bailout der Druck des Marktes zur Haushaltskonsolidierung sinkt.

Da die Rettungsschirmpolitik faktisch die Signalfunktion der Zinsen ausschaltet und den Reformdruck des Marktes beschränkt, wurden diese von einem bewusst inszenierten politischen Druck zur Haushaltskonsolidierung zur Beschränkung des Moral-Hazard flankiert. Zu nennen ist dabei die aus EU-Kommission, IWF und EZB gebildete Troika, von deren Berichten formal Auszahlungen aus dem Rettungsschirm abhängen, sowie der Fiskalpakt. Die Politik der kleinen Schritte, bei der die Auszahlung weiterer Tranchen des Rettungsschirms von der Erfüllung von Reformmaßnahmen abhängig gemacht wurde, hat dabei einen erheblichen Reformprozess in Gang gesetzt. Gleichwohl liegt es in der Natur der Sache, dass der poli-

tisch erzeugte Reformdruck geringer ist als derjenige des Marktes. Denn der Grund für die Abweichung von der No-Bailout-Klausel war gerade, dass der Reformdruck des Marktes als unzumutbar aufgefasst wurde. Zudem handelt es sich bei politischen Reformauflagen stets um das Ergebnis von politischen Verhandlungen, bei denen die (potentiellen) Nehmerstaaten über eine Mehrheit verfügen. Trotz des innerhalb des Europäischen Rates geltenden Einstimmigkeitsprinzips haben diese Mehrheitsverhältnisse Einfluss auf die Verhandlungsergebnisse. Dies lässt sich beispielhaft an der mehrmaligen Senkung der Zinsen, welche auf die Kredite des Rettungsschirms zu zahlen sind, zeigen.

### Handlungsoptionen

Seit dem Beginn der Rettungsschirmpolitik im Mai 2010 befindet sich die Eurozone in einem permanenten Verteilungskampf. Die politisch erzwungenen Sparmaßnahmen wirken in den südeuropäischen Staaten kurzfristig kontraktiv und erzeugen erhebliche politische Widerstände. Auch in den nordeuropäischen Staaten wächst angesichts der stetig steigenden Haftungssummen der Widerstand in der Bevölkerung. In zunehmendem Maße wird deutlich, dass eine von Brüssel und Berlin diktierte Sparpolitik gegen den Willen der betroffenen Bevölkerung die politischen Ziele der EU, nämlich eine Versöhnung Europas, gefährdet und auf Dauer nicht durchzuhalten ist.

Aus dieser Situationsbeschreibung können nun zwei diametral entgegengesetzte Schlussfolgerungen gezogen werden. Die erste Möglichkeit besteht darin, neben dem geplanten dauerhaften Rettungsschirm ESM in erheblichem Maße haushaltspolitische Souveränitätsrechte auf die europäische Ebene zu verlagern. Damit dieses, bisher als Königsrecht des nationalen Parlaments aufgefasste Recht auch auf europäischer Ebene demokratisch legitimiert bleibt, bedarf es dann allerdings einer europäischen Verfassung. Eine dauerhafte Lösung stellt dies jedoch nur dar, wenn es gelingt, bindende Regeln zur Haushaltskonsolidierung zu verankern. Inwiefern dies gelingen kann, erscheint angesichts der Erfahrungen mit dem Stabilitäts пакт sowie der No-Bailout-Regel, welche beide aus politischem Opportunismus übergangen wurden, fraglich.

Die zweite Möglichkeit besteht darin, zur strikten Anwendung des No-Bailout-Prinzips zurückzukehren. Dies hätte zur Folge, dass einige Krisenstaaten einen erheblichen Schuldenschnitt durchführen und zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit vermutlich die Währungsunion verlassen müssten.

Da beide Handlungsoptionen als politisch nicht opportun erscheinen, wird derzeit ein höchst problematischer dritter

Weg gewählt. Bundeskanzlerin Merkel verkündet einerseits, eine offene Haftungsunion mittels eines Schuldentilgungsfonds oder Eurobonds werde es solange sie lebt nicht geben, hat aber andererseits keine Bedenken mehr gegen eine unbegrenzte Haftungsunion durch die Hintertür. Der Beschluss der europäischen Zentralbank, unbegrenzt Staatsanleihen europäischer Krisenstaaten aufzukaufen, stellt letztlich ein funktionales Äquivalent zu einer Erhöhung des Rettungsschirms dar. Während allerdings eine Erhöhung des Rettungsschirms zwingend in der Höhe begrenzt und von den nationalen Parlamenten beschlossen werden müsste, gilt dies nicht für die Staatsanleihenkäufe der EZB. Im Europäischen Rat können zudem eine Erhöhung des Rettungsschirms sowie insbesondere eine Veränderung der Bedingungen für die Gewährung von Krediten nur einstimmig beschlossen werden, während im EZB-Rat eine einfache Mehrheit genügt. Die EZB wird damit zu einem politischen Entscheidungsgremium, welchem sowohl die Verantwortung für die, zum Erhalt der Währungsunion angeblich erforderliche, günstige Refinanzierung der Krisenstaaten als auch für die Preisniveaustabilität zukommt. Da diese Ziele in einem Spannungsverhältnis stehen, welches erfahrungsgemäß zu Lasten der Preisniveaustabilität geht, war es gerade die Idee der Unabhängigkeit der Zentralbank, die Zuständigkeit für beide Ziele klar institutionell zu trennen. Dass diese institutionelle Trennung – gegen den Widerstand der Deutschen Bundesbank – nun aufgelöst wird, hat weitreichende Konsequenzen. Wenn Konsumverzicht aufgrund von Inflation und Niedrigzinsen dauerhaft real keinen Ertrag in Form von Zinsen mehr bringt, so sinkt die Rentabilität des Sparens massiv. Um z.B. eine identische Auszahlung aus einer kapitalgedeckten Altersvorsorge zu erreichen, müssen Sparer bei einer Reduktion des Realzinses ihre Sparbemühungen deutlich erhöhen.

### Fazit

Die europäische Währungsunion war von Anfang an ein politisch motiviertes Projekt. Welche ökonomischen Lasten eine Gesellschaft zum Erhalt dieser Währungsunion zu zahlen bereit ist, kann somit letztlich nur politisch entschieden werden. Sofern eine gemeinsame Haftung zum Erhalt der Währungsunion gewünscht ist, muss ein Weg zur Beschränkung des Moral Hazard gefunden und eine entsprechende politische Entscheidung der Bürger Europas herbeigeführt werden. Die Verschleierung der ökonomischen Kosten durch die Verlagerung der Rettungspolitik auf die demokratisch nicht legitimierte EZB erscheint dabei als denkbar schlechtester Weg.

9620 Zeichen

Dieser Ordnungspolitische Kommentar reflektiert die Meinung der Autoren, 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.

Leonard Münstermann ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftspolitik. Kontakt: Tel: 0221-470 5352 oder E-Mail: muenstermann@wiso.uni-koeln.de.