
KONSEQUENZEN AUS DER GRIECHENLAND-KRISE FÜR EINEN STABILEREN EURO-RAUM

Sondergutachten

Juli 2015

Mitglieder des Sachverständigenrates:

Prof. Dr. Peter Bofinger

Prof. Dr. Lars P. Feld

Prof. Dr. Christoph M. Schmidt, Vorsitzender

Prof. Dr. Isabel Schnabel

Prof. Volker Wieland, Ph.D.

Sachverständigenrat zur Begutachtung
der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung
c/o Statistisches Bundesamt
65180 Wiesbaden

Tel.: 0049 611 / 75 2390

Fax: 0049 611 / 75 2538

E-Mail: srw@destatis.de

Internet: www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de

VORWORT

1. Der Zusammenhalt des gemeinsamen Währungsraums schien angesichts des deutlichen Rückgangs der Zinsaufschläge seit Sommer 2012 gesichert. Doch der seit Jahresbeginn andauernde Konflikt zwischen der neuen griechischen Regierung und der Eurogruppe hat erneut an den **Grundfesten der europäischen Währungsunion** gerüttelt. Zwar münden diese Entwicklungen nach aktuellem Sachstand in Verhandlungen für ein drittes umfangreiches Hilfspaket für Griechenland, sodass zumindest die Chance besteht, dass Griechenland die Krise innerhalb der Währungsunion überwinden kann. Dennoch stellt sich mit hoher Dringlichkeit die Frage, ob die bisherigen **Reformen des institutionellen Rahmens** der Währungsunion ausreichen, um auszuschließen, dass ihr Erhalt in der Zukunft durch ähnliche Entwicklungen erneut gefährdet wird.
2. In den vergangenen Jahren wurden bedeutende Veränderungen des institutionellen Rahmens umgesetzt, insbesondere die Errichtung der Europäischen Bankenunion und des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Dabei wurde die nationale Verantwortung der Euro-Mitgliedstaaten für tragfähige öffentliche Haushalte und internationale Wettbewerbsfähigkeit betont. Auf diesem Weg sind jedoch **weitere wichtige Reformschritte** erforderlich: Die Bankenunion muss durch die Weiterentwicklung des Abwicklungsregimes und durch Gründung einer eigenständigen Allfinanzaufsicht gestärkt werden. Die Privilegierung von Staatsanleihen in der Bankenregulierung muss beendet werden, und eine konsequente Anwendung von Fiskal- und Insolvenzregeln für Staaten muss Schuldenstände reduzieren sowie die **Nicht-Beistandsklausel glaubwürdig** machen.
3. Kurzfristig wirksame Maßnahmen zur Abwendung akuter Probleme, etwa Ausnahmeregelungen von der Nicht-Beistandsklausel zur Eindämmung der Krise in Griechenland, bergen langfristig eine ernsthafte **Gefahr für die Stabilität** des Euro-Raums. Ähnliches gilt für aktuell diskutierte Reformvorschläge wie die Einrichtung einer Fiskalkapazität oder einer europäischen Arbeitslosenversicherung. Denn die **Übertragung von Haftungsrisiken** einzelner Mitgliedstaaten auf die Gemeinschaft wird über kurz oder lang zwingend zu erhöhter Instabilität führen, wenn sie nicht durch eine entsprechende **Übertragung nationaler Souveränität** für die Wirtschafts- und Finanzpolitik begleitet wird. Dafür fehlen jedoch die politische Bereitschaft sowie die Aussicht auf eine demokratische Legitimation.
4. Reformen des Rahmenwerks dürfen nicht allein mit dem Willen begründet werden, **ein positives Signal** für die europäische Integration zu setzen, solange die Mitgliedstaaten nicht zu einer weitgehenden Übertragung nationaler Souveränität für ihre Wirtschafts- und Finanzpolitik bereit sind. Zwar birgt jede Weiterentwicklung der Architektur des Euro-Raums Risiken. Dies gilt nicht zuletzt für die Überlegung, die Stabilität des Währungsraums durch eine explizite Regelung für staatliche Insolvenzen zu erhöhen. Doch in einer Abwägung der Risiken ist dies allemal besser, als mit Blick auf die politisch Handelnden Anreizprobleme weitgehend zu ignorieren. Denn jeder alternative Vorschlag zur Weiterent-

wicklung des Euro-Raums, der eine stärkere gemeinschaftliche Haftung vorsieht, ohne gleichzeitig einen glaubwürdigen Weg für die weitgehende Übertragung nationaler Souveränität vorweisen zu können, birgt weit größere Risiken als die hier diskutierte behutsame Einführung eines staatlichen Insolvenzregimes.

5. Letztlich müssen alle Reformvorschläge einer kritischen Überprüfung der durch sie gesetzten Anreize für die nationale Wirtschafts- und Finanzpolitik standhalten. Der institutionelle Rahmen des gemeinsamen Währungsraums kann nur dann Stabilität gewährleisten, wenn er dem **Leitgedanken der Einheit von Haftung und Kontrolle** folgt. Reformen, die von diesem Leitgedanken weg führen, bereiten die Grundlage für weitere Krisen und dürften daher im Gegensatz zu ihrer Intention dem Integrationsprozess sogar schaden.
6. Diese Überlegungen veranlassen den Sachverständigenrat, der Bundesregierung ein Sondergutachten gemäß § 6 Absatz 2 Satz 1 des Gesetzes über die Bildung eines Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung vorzulegen. Es trägt den Titel:

„Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euro-Raum“

Ein Mitglied des Rates, Peter Bofinger, kann sich dem Tenor dieses Sondergutachtens nicht anschließen und legt daher ein Minderheitsvotum vor.

Wiesbaden, 27. Juli 2015

Peter Bofinger
Lars P. Feld
Christoph M. Schmidt
Isabel Schnabel
Volker Wieland

Der Sachverständigenrat dankt dem Statistischen Bundesamt für die erneut ausgezeichnete Zusammenarbeit und wertvolle Unterstützung. Ein besonderer Dank gebührt den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern der Verbindungsstelle zwischen dem Statistischen Bundesamt und dem Sachverständigenrat, die an der Erstellung dieses Sondergutachtens mit außerordentlichem Engagement mitgewirkt haben. Unser Dank gilt daher der Geschäftsführerin, Dipl.-Volkswirtin Birgit Hein sowie Jasmin Conrad, Anita Demir, Christoph Hesse, Uwe Krüger, Dipl.-Volkswirt Peter Kuntze, Volker Schmitt und Hans-Jürgen Schwab.

Das vorliegende Sondergutachten beruht ganz wesentlich auf der Unterstützung durch den wissenschaftlichen Stab, der die Arbeiten des Sachverständigenrates mit einer weit über das übliche Maß hinausgehenden Einsatzbereitschaft und hervorragender fachlicher Expertise begleitet hat. Ein herzlicher Dank geht daher an Dr. Bodo Aretz, Sebastian Breuer, M.Sc., Désirée I. Christofzik, M.A., Dr. Steffen Elstner (kommissarisch stellvertretender Generalsekretär), Dr. Niklas Gadatsch, Dr. Manuel Kallweit, Dr. Marcus Klemm, Dr. Jens Klose, Dr. Tobias Körner, Dr. Henrike Michaelis, Alexander Schäfer, M.Sc. und Dipl.-Wirtschaftsmathematiker Uwe Scheuring. Ein sehr herzlicher Dank gebührt dem mittlerweile aus dem Amt geschiedenen Generalsekretär des Sachverständigenrates, Dr. Benjamin Weigert, sowie dem neuen Generalsekretär, Dr. Jochen Andritzky.

Fehler und Mängel, die das Gutachten enthält, gehen allein zu Lasten der Unterzeichner.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	1
I. Einleitung	3
II. Ausgangslage	4
1. Die aktuelle Situation in Griechenland	4
→ Eine politische Krise der Währungsunion	4
→ Verhandlungen über ein drittes Hilfsprogramm	5
→ Erfolgsfaktoren für Griechenland	6
2. Die Stabilität der Währungsunion	7
III. Rückschau auf Fehlentwicklungen in den Krisenländern	10
1. Kreditfinanzierte Boomphase bis zum Jahr 2007	10
2. Die Krise ab dem Jahr 2008	15
IV. Rettungspolitik im Zuge der Euro-Krise	19
1. Das Gesamtbild sehen	19
2. Rettungspolitik durchaus angemessen	22
3. Die Rolle der EZB in der Krisenpolitik	24
→ Finanzmarktinterventionen	24
→ ELA-Notfallkredite	25
V. Weiterentwicklung des Rahmenwerks	26
1. Ein stabiler institutioneller Rahmen	26
2. Verbleibende Lücken im Ordnungsrahmen	28
→ Weiterentwicklung der Finanzmarktordnung	29
→ Der Krisenmechanismus	31
→ Die Stärkung der fiskalischen Säule	34
3. Instabilität durch voreilige Integrationsschritte	35
VI. Zusammenfassung und Ausblick	38
Eine andere Meinung	42
Literatur	51

EXECUTIVE SUMMARY

1. Die Krise im Euro-Raum hat die **Grundprobleme** der Konzeption des gemeinsamen Währungsraums offengelegt. Zum einen mangelte es an einer effektiven Disziplinierung der Wirtschafts- und Finanzpolitik. Zum anderen fehlte ein glaubhafter Mechanismus, um auf Krisen zu reagieren. Diese institutionellen Defizite trugen zu Fehlentwicklungen bei, welche die Ökonomien einzelner Mitgliedstaaten verwundbar machten und die Ausbreitung der Krise begünstigten.
2. Angesichts dieser Fehlentwicklungen war in den Krisenländern eine **makro-ökonomische Anpassung** unausweichlich. Hierzu gehörten die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und Maßnahmen zur Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit. Diese Schritte waren für die Bevölkerung in den jeweiligen Ländern mit schmerzhaften Einschnitten verbunden.
3. Um die Krisenländer in diesem Anpassungsprozess zu unterstützen und die Finanzsysteme zu stabilisieren, wurden **Anpassungsprogramme** vereinbart. Irland, Portugal und Spanien haben ihre Programme erfolgreich beendet. Allerdings stellen der mangelnde Fortschritt und die jüngsten Verwerfungen in Griechenland in den Augen mancher die gesamte Rettungspolitik in Frage.
4. Doch die Situation Griechenlands sollte nicht als Beleg für eine gescheiterte **Rettungspolitik** interpretiert werden. Erstens hat die Rettungspolitik eine systemische Krise abgewendet und damit den Zusammenhalt der Währungsunion gewahrt. Zweitens wurde die Zeit genutzt, um die Währungsunion durch Reformen krisenfester zu machen. Drittens hat sich die wirtschaftliche Situation in Irland, Portugal und Spanien inzwischen erheblich verbessert.
5. In den vergangenen Jahren hat sich gezeigt, dass die Mitgliedstaaten des Euro-Raums überwiegend **keinen Verzicht auf Haushaltsautonomie** wünschen. Um dennoch einen stabilen Ordnungsrahmen für die Währungsunion zu erhalten, der dem Leitgedanken der Einheit von Haftung und Kontrolle genügt, hat der Sachverständigenrat unter dem Stichwort „**Maastricht 2.0**“ einen langfristigen Ordnungsrahmen erarbeitet (JG 2012 Ziffern 173 ff.; JG 2013 Ziffern 269 ff.).

In den vergangenen Jahren wurden bereits **wesentliche Veränderungen des institutionellen Rahmens** umgesetzt, die dem Konzept Maastricht 2.0 entsprechen. Dabei wurde die nationale Verantwortung der Euro-Mitgliedstaaten für tragfähige öffentliche Haushalte und internationale Wettbewerbsfähigkeit betont.

6. Einige dieser Reformen sind jedoch unvollständig. Die **Bankenunion** muss durch die Weiterentwicklung des Abwicklungsregimes und durch Gründung einer eigenständigen Allfinanzaufsicht gestärkt werden. Das Problem des **Risikoverbands zwischen Banken und Staaten** sollte weiter entschärft werden, indem die Privilegierung von Staatsanleihen in der Bankenregulierung beendet und Ermessensspielräume bei der Gläubigerbeteiligung reduziert werden.

7. Im Zuge der Rettungspolitik wurde die **EZB in die Rolle der Krisenmanagerin** gedrängt. Dies setzt ein falsches Signal für die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte. Die strikte Einhaltung von **Fiskalregeln** dürfte der einzige Weg sein, um das Problem hoher Altschulden zu überwinden.
8. Damit die Nicht-Beistandsklausel glaubwürdig wird, ist ein **Insolvenzmechanismus** erforderlich, der für zukünftige Anpassungsprogramme eine Laufzeitverlängerung zur Bedingung macht, wenn die Staatsschulden als nicht tragfähig erachtet werden. Bei Überschuldung oder grobem Verstoß gegen die Fiskalregeln sollte ein ESM-Anpassungsprogramm nur nach einem Schuldenschnitt für private Gläubiger genehmigt werden. Die dauerhaft fehlende Kooperationsbereitschaft eines Mitgliedstaats kann die Stabilität der Währungsunion existenziell bedrohen. Daher muss der Austritt eines Mitgliedstaats aus der Währungsunion als **Ultima Ratio** möglich sein.
9. Im Gegensatz zu diesen Reformen bergen kurzfristig wirksame Maßnahmen zur Abwendung akuter Probleme langfristig eine ernsthafte Gefahr für die Stabilität des Euro-Raums. Dies gilt insbesondere für aktuell diskutierte Reformvorschläge wie die Einrichtung einer Fiskalkapazität oder einer europäischen Arbeitslosenversicherung. Der institutionelle Rahmen des gemeinsamen Währungsraums kann nur dann Stabilität gewährleisten, wenn er dem **Leitgedanken der Einheit von Haftung und Kontrolle** folgt. Reformen, die von diesem Leitgedanken wegführen, bereiten die Grundlage für weitere Krisen und dürften dem Integrationsprozess sogar schaden.

I. EINLEITUNG

10. Seit dem griechischen Regierungswechsel im Januar 2015 dominiert die **Krise in Griechenland** die wirtschafts- und europapolitischen Debatten. Nachdem sich Griechenland nicht mit seinen Gläubigern einigen konnte, lief im Juni das zweite Hilfspaket aus. Die griechischen Banken mussten geschlossen und Kapitalverkehrskontrollen eingeführt werden. Viele griechische Bürger befinden sich in einer prekären wirtschaftlichen Lage. Obwohl die Bürger das zuvor verhandelte Hilfspaket in einem Referendum mit deutlicher Mehrheit abgelehnt hatten, haben die Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion in einem schwierigen Verhandlungsprozess ein **neues, umfangreicheres, auf drei Jahre ausgelegtes Hilfspaket** angestoßen.

Die Entwicklungen in Griechenland haben die bisherige **Rettungspolitik** in Reaktion auf die Krise im Euro-Raum jedoch in Zweifel gezogen. Daher erscheint ein weiteres Hilfspaket für Griechenland in einem zweifelhaften Licht. Ein Austritt Griechenlands steht immer noch im Raum.

11. Die Turbulenzen der vergangenen Monate und die bevorstehenden Herausforderungen für die Stabilität der Währungsunion machen aus Sicht des Sachverständigenrates eine Weiterentwicklung **des institutionellen Rahmens** erforderlich. Obwohl direkte Ansteckungseffekte, etwa über die Finanzmärkte, ausgeblieben sind, könnte bereits die Drohung eines möglichen Austritts eines Mitgliedstaats die Natur der Währungsunion verändert und dadurch andere Mitgliedstaaten in Mitleidenschaft gezogen haben. Dies könnte Deutschland wirtschaftlich und politisch treffen.
12. Daher werden von vielen Seiten **weitere Integrationsschritte** gefordert. Der Bericht der fünf Präsidenten schlägt beispielsweise die rasche Einführung einer gemeinsamen Einlagenversicherung und eine stärkere Verbindlichkeit des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht vor (Juncker et al., 2015). Der Sachverständigenrat nimmt dies zum Anlass, eine **Einschätzung der Rettungspolitik** im Lichte der Entwicklungen vorzunehmen. Zudem identifiziert er vor dem Hintergrund des bestehenden Regelwerks **Lücken in der Architektur der Währungsunion** und zeigt mögliche Wege auf, sie zu schließen:

Die Bankenunion muss durch die Weiterentwicklung des Abwicklungsregimes und die Begründung einer eigenständigen Allfinanzaufsicht gestärkt werden. Die Privilegierung von Staatsanleihen in der Bankenregulierung muss beendet werden. Vor allem aber muss eine konsequente Anwendung von Fiskal- und Insolvenzregeln für Staaten die Schuldenstände reduzieren und die **Nicht-Beistandsklausel glaubwürdig** machen. Auf diese Weise würde das vom Sachverständigenrat vorgeschlagene Rahmenwerk Maastricht 2.0 vervollständigt.

13. Damit grenzt sich der Rat ausdrücklich von Vorschlägen ab, die in der Einrichtung neuer fiskalpolitischer Instanzen auf EU-Ebene den wichtigsten Schritt einer weiteren europäischen Integration sehen. Diskutiert werden zudem die Schaffung einer europäischen Arbeitslosenversicherung sowie eine weitgehende Koordination der gesamten, die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Volkswirtschaften bestimmenden Wirtschaftspolitik im Rahmen einer Wirtschaftsregierung. Diese Vorschläge ignorieren allesamt, dass gleichzeitig zwingend zentrale Elemente der nationalen Souveränität aufgegeben werden müssten. Dazu besteht in den Mitgliedstaaten wohl kaum die Bereitschaft.
14. Aus Sicht des Sachverständigenrates zeigt bereits der Konflikt zwischen der neuen griechischen Regierung und den anderen Mitgliedstaaten, dass die nicht durch die vorherige Aufgabe nationaler Souveränität demokratisch legitimierte Übernahme von Haftungsrisiken durch die europäischen Steuerzahler große **politische Risiken** mit sich bringen kann. Dieser Konflikt hat den politischen und öffentlichen Diskurs zwischen den Mitgliedstaaten stark in Mitleidenschaft gezogen. Es ist offenbar im europäischen Miteinander ein wesentlicher Unterschied, ob man anonymen Finanzmärkten oder den Steuerzahlern der europäischen Partnerländer die Rückzahlung von Krediten verweigert.

Die Schaffung einer europäischen Wirtschaftsregierung birgt dasselbe Konfliktpotenzial. Aus diesen Gründen sollte der institutionelle Rahmen der Währungsunion so gestaltet sein, dass öffentliche Mittel in möglichst geringem Maße zur Krisenrettung von Staaten oder Banken zum Einsatz kommen. Nur dann besteht die Aussicht darauf, dass künftig derartige Konflikte vermieden werden können.

II. AUSGANGSLAGE

1. Die aktuelle Situation in Griechenland

15. Im Januar 2015 trat in Griechenland eine **neue Regierung** mit dem Ziel an, die Kreditvereinbarungen mit den Gläubigern neu zu verhandeln. Nach mehreren ergebnislosen Verhandlungsrunden wurde das zweite Hilfsprogramm um vier Monate bis Juni verlängert. Mangels Einigung lief das Programm letztlich zum 30. Juni aus. Griechenland geriet gegenüber dem Internationalen Währungsfonds (IWF) in Zahlungsverzug, und die Europäische Zentralbank (EZB) sah sich gezwungen, die Nothilfen (ELA) für das Bankensystem zu deckeln. Infolgedessen musste die griechische Regierung die Banken schließen und Kapitalverkehrskontrollen einführen.

Eine politische Krise der Währungsunion

16. Die Verschärfung der Griechenland-Krise hat bislang zu keinen bedeutenden finanziellen oder realwirtschaftlichen Ansteckungseffekten geführt. Dies wurde von den Finanzmärkten erwartet, ebenso wie von der Mehrheit des Sachverständigenrates, die jedoch politische Ansteckungseffekte befürchtete (Feld et al.,

2015). Der lange Verhandlungsprozess zwischen der griechischen Regierung, die einen harten Konfrontationskurs einschlug und sich den Bedingungen des laufenden Hilfspakets versagte, und den europäischen Partnern mündete tatsächlich in eine **politische Krise** der Währungsunion. Dabei nahm die griechische Regierung den Einbruch ihrer Wirtschaft sowie ein vorübergehendes Einfrieren der Nothilfen der EZB für das Bankensystem in Kauf. Mit der erfolgreichen Kampagne für ein „Nein“ zum Angebot der Gläubigerländer schien die Syriza-Regierung nach Einschätzung vieler Beobachter den Boden für einen Austritt Griechenlands aus der gemeinsamen Währung zu bereiten.

17. Erst das Treffen der Finanzminister und Staats- und Regierungschefs der 19 Mitgliedstaaten vom 10. bis 12. Juli 2015 führte zu einem Verhandlungsergebnis. Es muss davon ausgegangen werden, dass es ohne die Erwägung eines temporären, **freiwilligen Austritts** Griechenlands aus dem Euro-Raum kaum zu der Einigung gekommen wäre, auf ein drittes Hilfsprogramm mit umfangreichen Auflagen hinzuarbeiten. In Anbetracht der erheblichen Finanzierungszusagen sind diese Bedingungen jedoch unerlässlich. In dieser kontroversen Auseinandersetzung war es daher nach Einschätzung des Sachverständigenrates sinnvoll, dass die Option eines Austritts aus der Währungsunion angesprochen wurde.
18. Durch das neue Programm eröffnet sich jetzt zumindest eine Chance, den wirtschaftlichen Anpassungsprozess für die griechische Volkswirtschaft innerhalb der Währungsunion doch noch zu einem guten Ende zu führen. Dieses Programm wird allerdings nur dann erfolgreich sein, wenn es konsequent umgesetzt wird. Parallel dazu gilt es, durch eine kluge Weiterentwicklung des Ordnungsrahmens der Währungsunion die Bedingungen zu schaffen, unter denen in Zukunft eine ähnliche **Eskalation des politischen Verhandlungsprozesses** vermieden werden kann.

Verhandlungen über ein drittes Hilfsprogramm

19. Die Staats- und Regierungschefs des Euro-Raums haben konkrete Beschlüsse des griechischen Parlaments zur Voraussetzung für die **Aufnahme von Verhandlungen über ein drittes Hilfspaket** gemacht (Eurogruppe, 2015a). Als erste Schritte wurden eine sofortige Umsetzung einer Renten- und Umsatzsteuerreform, die Stärkung der Unabhängigkeit des nationalen Statistikamts und die Einsetzung eines Fiskalrats verlangt. Am 16. Juli hat das griechische Parlament diese Maßnahmen beschlossen (Eurogruppe, 2015b). Daraufhin wurde eine Brückenfinanzierung über 7 Mrd Euro gewährt, aus der die seit Juni fällige Rate an den IWF gezahlt werden konnte. Eine Reform des Justizsystems sowie die Umsetzung der Bankenrichtlinie BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive) wurden am 22. Juli umgesetzt.

Darüber hinaus muss sich die griechische Regierung formell dazu verpflichten, zeitnah **Reformen** im Bereich der Produkt-, Energie-, Arbeits- und Finanzmärkte im Sinne geltender EU- oder OECD-Standards zu vollziehen sowie die öffentliche Verwaltung zu modernisieren. Eine weitere Voraussetzung ist die Einrichtung eines unabhängigen Treuhandfonds zur Abwicklung von Privatisierungen unter Aufsicht internationaler Institutionen. Der Aufbau einer funktio-

nierenden Marktwirtschaft und der durch die Privatisierungen geförderte Eintritt ausländischer Investoren in den griechischen Markt dürften den Wettbewerb und letztlich das künftige Wachstum stärken.

20. Unter diesen Bedingungen stellen die Gläubiger ein **Finanzierungsvolumen** von über 80 Mrd Euro über drei Jahre in Aussicht. Darin enthalten sind 10 bis 25 Mrd Euro für die Rekapitalisierung des Bankensystems. Eine Brückenfinanzierung über rund 12 Mrd Euro soll unter anderem die Rückzahlung von Anleihen im Besitz der EZB ermöglichen. Der Finanzierungsplan sieht zudem eine finanzielle Beteiligung durch den IWF sowie Emissionen am Kapitalmarkt vor. Ein erneuter Schuldenschnitt wurde hingegen ausgeschlossen. Zudem wurden Griechenland Mittel der Europäischen Kommission in Aussicht gestellt, um Investitionen im Umfang von bis zu 35 Mrd Euro anzustoßen.

Erfolgsfaktoren für Griechenland

21. Wesentlich für den Erfolg eines Anschlussprogramms ist eine stärkere **Reformbereitschaft (Ownership)** der griechischen Politik und Bevölkerung. Die Gläubiger sollten deshalb darauf hinwirken, dass die Programmkonditionalität nicht nur von der griechischen Regierung, sondern auch von Oppositionsparteien gestützt wird. Um eine weitere Flexibilisierung der rigiden Wirtschaftsstrukturen voranzutreiben, bedarf es struktureller Reformen. Dafür wäre es sinnvoll, externe technische Expertise einfließen zu lassen, beispielsweise vom IWF, der OECD, der Weltbank oder den Verwaltungen anderer Staaten. Die bisherige Politik der amtierenden Regierung, sogar bereits beschlossene Reformen auszusetzen, rechtfertigt keine Vorleistungen der Gläubiger. Daher sollte die Erfüllung von Programmkonditionalität Vorbedingung für die Auszahlung einzelner Tranchen sein (Prior Actions).
22. Die **Stabilisierung des Bankensystems** ist eine Voraussetzung für die Wiederherstellung von Vertrauen und Wachstum. Dies erfordert, dass vorhandene Verluste in den Bankbilanzen aufgedeckt und die Banken rekapitalisiert werden. Zunächst müssen hierzu die Eigner zur Deckung der Verluste vollständig herangezogen werden, zusätzlich müssen die Gläubiger von Bankanleihen sowie unversicherte Einleger beteiligt werden. Da Kleinanleger geschützt werden müssen und verbliebene unversicherte Einlagen vermutlich gering sind, ist der Spielraum für eine Verlustbeteiligung der Einleger begrenzt. In Ermangelung griechischer staatlicher Mittel sind Hilfgelder der Gläubigerstaaten zur Stabilisierung der Banken unvermeidlich.

Kontrollrechte der Eigner sollten nicht durch den griechischen Staat ausgeübt werden können. Das leitende Management sollte ersetzt werden. Stattdessen sollten europäische oder internationale Institutionen mit der Kontrolle und unabhängige Fachkräfte mit dem Management betraut werden. Die Europäische Investitionsbank (EIB) und die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD) werden bereits als Kandidaten gehandelt (Gros und De Groen, 2015). Eine weitere Möglichkeit bestünde darin, die rekapitalisierten griechischen Banken an ausländische Banken zu veräußern. Die Unabhängigkeit von lokalen Beziehungsgeflechten müsste sichergestellt sein, um Interessenkonflikte

zu vermeiden, die ansonsten den Erfolg dieses Prozesses torpedieren könnten. Erst mit der Rückkehr des Vertrauens können die Kapitalverkehrskontrollen gelockert werden.

2. Die Stabilität der Währungsunion

23. Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion soll die wirtschaftliche Stabilität, das Wachstum und die Integration der Mitgliedstaaten fördern. Die wirtschaftlichen Vorteile eines tiefer integrierten Güter- und Finanzmarkts, die den Wettbewerb bei niedrigen Transaktionskosten ohne Wechselkursrisiko fördern, bedingen jedoch, dass die Mitgliedstaaten ihre eigenständige Geldpolitik aufgeben. Damit verzichten sie auf einen wichtigen wirtschaftlichen **Anpassungsmechanismus**, der in den Jahrzehnten vor Einführung des Euro wiederholt genutzt worden war. Im Fall eines wirtschaftlichen Einbruchs eines Mitgliedstaats kann dieser seine Währung gegenüber den anderen Mitgliedstaaten nicht mehr abwerten. Damit ist dieser Weg zur Gewinnung preislicher Wettbewerbsfähigkeit ausgeschlossen. Zudem ist die Möglichkeit eingeschränkt, Schuldenlasten durch überraschende Inflation zu reduzieren.

Die verbleibende Alternative ist die **interne Abwertung**, also die Anpassung von Löhnen und Preisen, um die preisliche Wettbewerbsfähigkeit und Schuldentragfähigkeit wiederherzustellen. Je rigider die Güter- und Faktormärkte eines Landes sind, desto länger dauert die interne Abwertung und desto schwerer fällt der Abbau der Arbeitslosigkeit.

24. Der Wegfall der Geldpolitik aus dem Instrumentenkasten der Mitgliedstaaten konzentriert die wirtschaftspolitische Steuerungsfähigkeit auf nationaler Ebene insbesondere auf die Finanzpolitik. Wie in anderen Politikbereichen müssen hierbei Haftung und Kontrolle in derselben Hand liegen. **Fehlanreize** (Moral Hazard) können entstehen, wenn auf der europäischen Ebene eine gemeinschaftliche Haftung für die Fiskalpolitik einzelner Mitgliedstaaten übernommen wird. Diese Gefahr wurde vor Krisenbeginn häufig als eine abstrakte Diskussion abgetan und im politischen Handeln ignoriert, doch seitdem wurde offenkundig, wie schwer sie in der Realität tatsächlich wiegt.
25. Daraus folgen zwei grundsätzliche Gestaltungsoptionen für einen gemeinsamen Währungsraum, die auf Dauer Stabilität versprechen können: In einer **politischen Union** treten die Mitglieder die Souveränität über ihre Fiskalpolitik an die Gemeinschaft ab. Im Gegenzug haftet die Gemeinschaft für die gemeinsame Staatsverschuldung. Mit einer gemeinsamen Haftung allein ist es also nicht getan, nur ein weitgehender Souveränitätsverzicht kann die politische Union wirksam begründen.

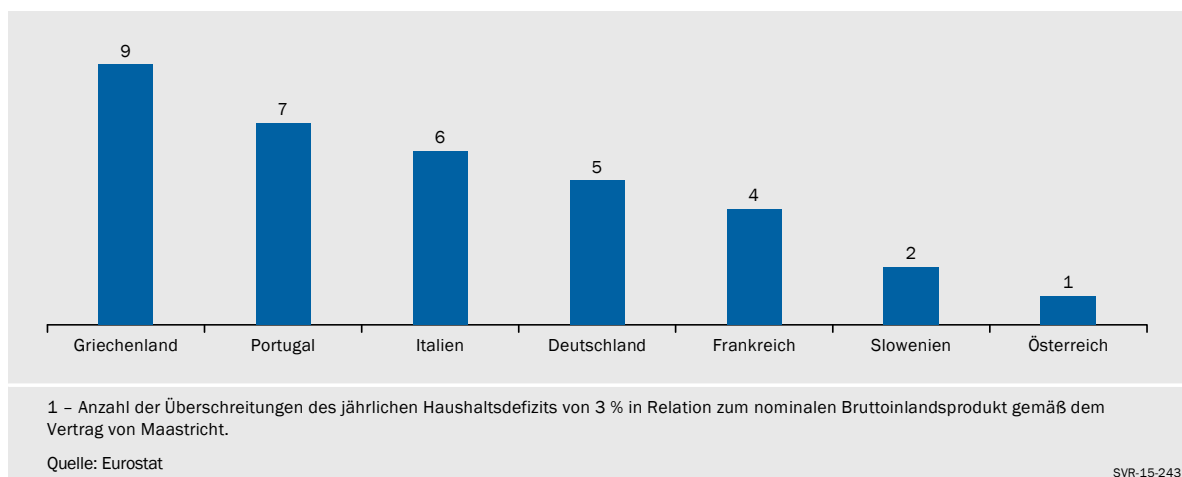
Alternativ verbleiben fiskalische Hoheit und Haftung auf **nationaler Ebene**, den einzelnen Mitgliedstaaten stehen demnach keine politischen Partner, sondern anonyme Finanzmärkte gegenüber, wenn es um die Einhaltung von Zahlungsverpflichtungen geht. Die Haftungsverschiebung auf andere Mitgliedstaaten muss allerdings in diesem Fall glaubwürdig ausgeschlossen werden (**Nicht-**

Beistandsklausel). Nur dann können die Finanzmärkte ihre Disziplinierungsfunktion ausüben, indem sie über höhere Risikoprämien auf Staatsanleihen die fiskalische Disziplin der Mitglieder einfordern.

26. Mit dem **Vertrag von Maastricht**, durch den sich die Euro-Mitgliedstaaten zur Fiskaldisziplin verpflichten, hat man sich auf das Prinzip der fiskalischen Souveränität der Nationalstaaten, also gegen eine politische Union, verständigt. Doch die im Vertrag vereinbarten Regeln, etwa die des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP), die dazu dienen sollten, die Nicht-Beistandsklausel wirksam in fiskalpolitischen Handlungen zu verankern, wurden nicht eingehalten und die vorgesehenen Sanktionsmechanismen wurden kaum eingesetzt: Zwischen den Jahren 1999 und 2007 wurden 34 Überschreitungen des 3 %-Grenzwerts gezählt, wobei in keinem Fall ein Verfahren auf die letzte Sanktionsstufe gehoben wurde. [↘ ABBILDUNG 1](#) Die Regelverstöße Deutschlands und Frankreichs hatten dabei besondere Signalwirkung.

[↘ ABBILDUNG 1](#)

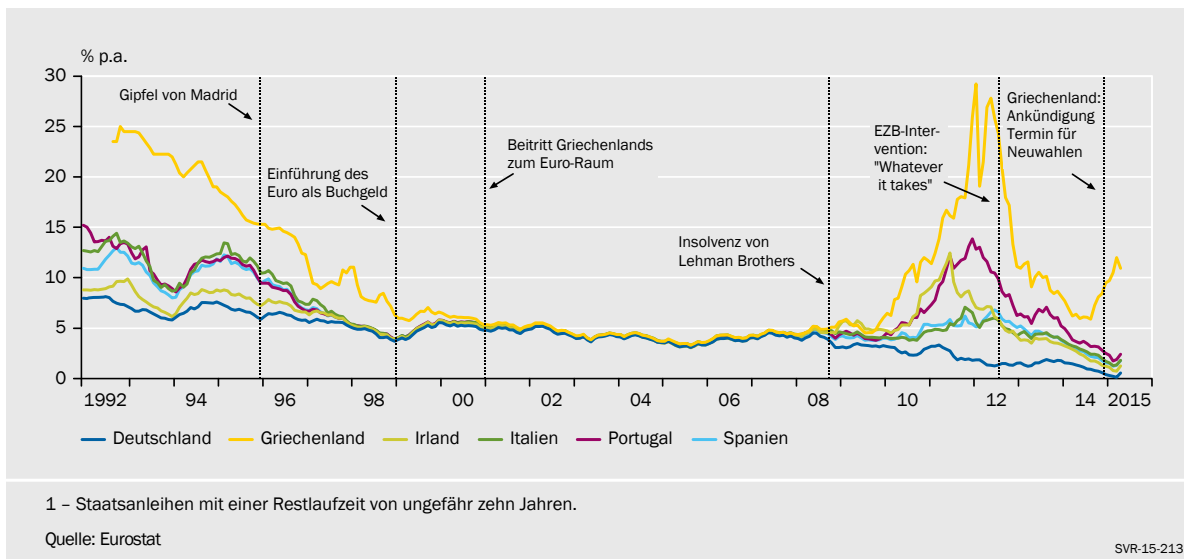
Überschreitungen des 3 %-Grenzwerts im Zeitraum 1999 bis 2007¹



27. In dieser Zeit übten demnach weder der SWP noch die **Finanzmärkte** eine ausreichende disziplinierende Wirkung auf die Finanzpolitik aus. Ungeachtet der makroökonomischen und fiskalpolitischen Unterschiede hatten die Mitgliedstaaten zwischen den Jahren 2001 und 2007 zu fast identischen Zinskosten Zugang zu den Finanzmärkten. [↘ ABBILDUNG 2](#) Dies überrascht nicht, da die Staatsanleihen der Mitgliedstaaten sowohl in den Refinanzierungsgeschäften der EZB als auch in der Eigenkapitalregulierung für Banken gleich behandelt wurden.
28. Diese Konstellation setzte also keine Anreize für eine konservative Finanzpolitik. Als schließlich die globale Finanz- und Wirtschaftskrise den Euro-Raum traf, fehlte daher manchen Mitgliedstaaten ein ausreichender fiskalischer Spielraum. Gleichzeitig bestand kein **Krisenmechanismus**, um die systemische Krise zu bewältigen. Dieser wurde nach Krisenbeginn schrittweise, aber nur in Teilen geschaffen. Erst die Intervention der EZB im Juli des Jahres 2012 erreichte eine Beruhigung der Finanzmärkte. Durch die Anbindung der Outright Monetary Transactions (OMT) an die Programmkonditionalität des ESM geriet die EZB in einen Graubereich zwischen Geld- und Fiskalpolitik (JG 2013 Ziffer 253).

↳ ABBILDUNG 2

Renditen langfristiger Staatsanleihen¹



29. Auch im Bereich der **Banken** fielen Haftung und Kontrolle auseinander. In der Währungsunion tragen die Mitgliedstaaten diejenigen Risiken gemeinschaftlich, die sich in der gemeinsamen Zentralbankbilanz niederschlagen. Sind Bankenaufsicht und -abwicklung national organisiert, entstehen daher Anreize, Risiken des heimischen Bankensystems auf die europäische Ebene zu verschieben (JG 2013 Ziffer 270). Dies kann dazu führen, dass dem Aufbau einer übermäßigen privaten Verschuldung über den Bankensektor nicht konsequent entgegen gewirkt wird. Im Krisenfall kann die Restrukturierung des heimischen Bankensektors verschleppt werden. Diese Tendenz wird dadurch begünstigt, dass Banken wichtige Gläubiger der Staaten sind. Ein weiteres Grundproblem des Euro-Raums bestand daher im Fehlen einer **gemeinsamen Bankenaufsicht** und **glaubwürdiger, gemeinsamer Abwicklungsmechanismen**.
30. Die Europäische Währungsunion wurde also mit konzeptionellen und institutionellen Schwächen geboren. Die **Vervollständigung der Euro-Architektur** und die **Herstellung der Glaubwürdigkeit** ihrer Regeln sind vor dem Hintergrund der Heterogenität und Rigidität der Volkswirtschaften ihrer Mitgliedstaaten von entscheidender Bedeutung.

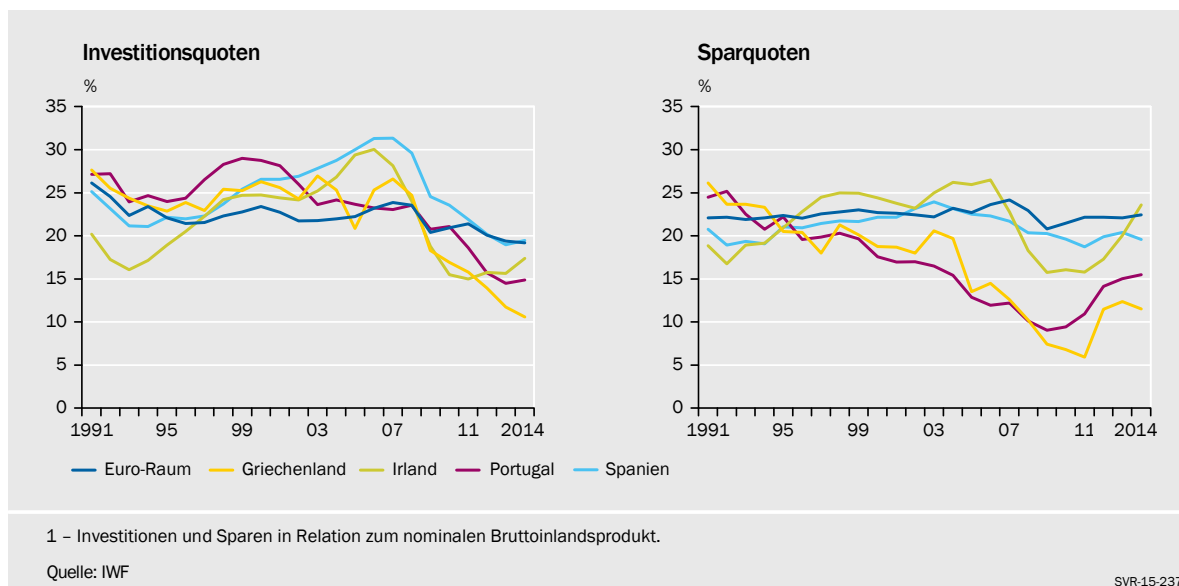
III. RÜCKSCHAU AUF FEHLENTWICKLUNGEN IN DEN KRISENLÄNDERN

1. Kreditfinanzierte Boomphase bis zum Jahr 2007

31. Die Einführung des Euro und die **Liberalisierung der europäischen Finanzmärkte** gingen mit einer deutlichen Reduktion der länderspezifischen Risikoprämien einher. Seit Mitte der 1990er-Jahre haben sich daher die Finanzierungsbedingungen für Private und für die öffentlichen Haushalte vieler Euro-Mitgliedstaaten massiv verbessert. In der Folge kam es zu **hohen Kapitalflüssen** zwischen den Mitgliedstaaten und entsprechenden Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Spar- und Investitionsquoten (Jaumotte und Sodsriwi-Boon, 2010). Zunächst konnte dies durchaus damit begründet werden, dass Länder mit geringeren Pro-Kopf-Einkommen höhere Wachstumschancen aufwiesen. Deshalb erschien es sinnvoll, zusätzlich zu inländischen Ersparnissen ausländisches Kapital zu importieren und in Produktionskapazitäten zu investieren. Jedoch fällt auf, dass in Griechenland und Portugal zwischen den Jahren 2001 und 2007 ein merklicher Rückgang der Sparquoten bei annähernd gleicher oder fallender Investitionstätigkeit zu verzeichnen war. [↘ ABBILDUNG 3](#)

[↘ ABBILDUNG 3](#)

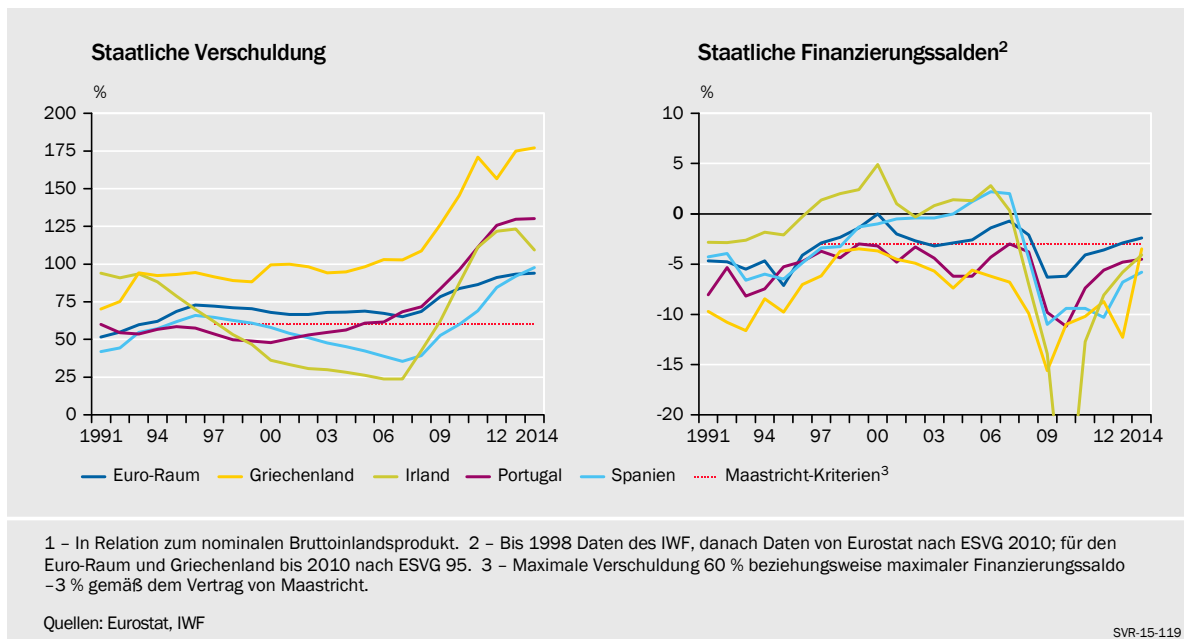
Investitions- und Sparquoten¹



32. Aufgrund der **besseren Finanzierungsbedingungen** reduzierten sich die Zinslasten der öffentlichen Haushalte, was für sich genommen über die Zeit eine Verminderung der öffentlichen Schuldenstände bewirkt hätte. [↘ KASTEN 1](#) Diese Entlastung wurde jedoch nicht zur Schuldenreduktion genutzt. [↘ ABBILDUNG 4](#)

ABBILDUNG 4

Verschuldung und Finanzierungssalden¹



KASTEN 1

Szenarien zur Auswirkung der Fiskalpolitik auf die Staatsschuldenquote

Haushaltskonsolidierung und eine Reduktion der Zinsausgaben prägten den Zeitraum vor Einführung des Euro. Nach dessen Einführung folgte eine weitverbreitete Erosion der Haushaltsdisziplin – verbunden mit einer weniger positiven Konjunkturlage. Daher stellt sich die Frage, inwieweit die konsequente Einhaltung des damaligen SWP die Staatsverschuldung begrenzt und welchen Beitrag die Beibehaltung der damaligen Primärsalden, also des öffentlichen Finanzierungssaldos vor Zinsausgaben, zur Schuldenreduktion geleistet hätte.

Die **Veränderung der Staatsschuldenquote**, ΔVS_t ,

$$\Delta VS_t = (i_t - \pi_t - g_t^{BIP,real})VS_{t-1} - PS_t + \text{andere Faktoren}$$

ergibt sich aus dem durchschnittlichen Nominalzins, i_t , der auf die Staatsschulden der Vorperiode, VS_{t-1} , gezahlt wurde, dem Primärsaldo der laufenden Periode in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, PS_t , und einer Restgröße, die sogenannte Stock-Flow-Adjustments beinhaltet. Dabei handelt es sich um Transaktionen, die den Schuldenstand verändern, aber nicht zum öffentlichen Finanzierungssaldo gerechnet werden (JG 2013 Ziffer 563). Neben den genannten Größen beeinflussen makroökonomische Entwicklungen die Staatsschuldenquote. So sinkt diese jeweils bei einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts, $g_t^{BIP,real}$, und des Preisniveaus, π_t , ebenfalls proportional zu den Staatsschulden der Vorperiode, VS_{t-1} .

Verlauf von Zinsausgaben und Primärsalden

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen der Euro-Beitrittsländer hatten sich um die Jahrtausendwende an das Zinsniveau deutscher Staatsanleihen angepasst, was zu **erheblichen Kosteneinsparungen** in den öffentlichen Haushalten führte. Diese Kosteneinsparung wurde in vielen Ländern jedoch durch **eine schwächere Entwicklung des primären Haushaltsüberschusses** nach dem Euro-Eintritt kompensiert.

Griechenland beispielsweise leistete Zinszahlungen in Höhe von über 10 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bis Mitte der 1990er-Jahre. [↘ ABBILDUNG 5, LINKS](#) Bis zum Jahr 2000 sanken sie auf 7,2 %, im Jahr 2007 betrug sie nur noch 4,6 %. In den Jahren 1998 bis 2000 betrug Griechenlands durchschnittlicher Primärüberschuss rund 4 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Nach dem Beitritt in die Währungsunion sank er bis zum Jahr 2007 – ungeachtet einer positiven Konjunkturlage – auf ein Defizit von 2 %, das während der Euro-Krise 10 % erreichte. Die sinkenden Zinslasten wurden somit durch eine stetige Verschlechterung des Primärsaldos **überkompensiert**, sodass die Staatsschuldenquote nach dem Jahr 2003 anstieg.

Szenarien

Zwei Szenarien können die Auswirkung dieses Rückgangs der Fiskaldisziplin auf die Staatsschuldenquote verdeutlichen. Zur Vereinfachung wird angenommen, dass Wachstum und Zinsen exogen sind. Im **ersten Szenario** wird unterstellt, dass die Länder ihre Fiskaldisziplin – gemessen am durchschnittlichen Primärsaldo der letzten drei Jahre vor Euro-Einführung – fortgesetzt hätten. Konkret wird der Primärsaldo ab dem Beitrittsjahr für jedes Land so angepasst, dass er mindestens dem Durchschnitt der Primärsalden der letzten drei Jahre vor dem Beitritt entspricht. Anschließend wird auf Basis der angepassten Primärsalden die akkumulierte Veränderung der Schuldenstandsquote bestimmt. [↘ ABBILDUNG 5, RECHTS](#) Das Szenario zeigt, dass Griechenland und Portugal sich in den Jahren 2007 und 2008 in einer erheblich besseren fiskalischen Position befunden hätten. In Griechenland beträgt die Differenz zur tatsächlichen Schuldenstandsquote mehr als 40 Prozentpunkte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, in Portugal sind es 8 Prozentpunkte.

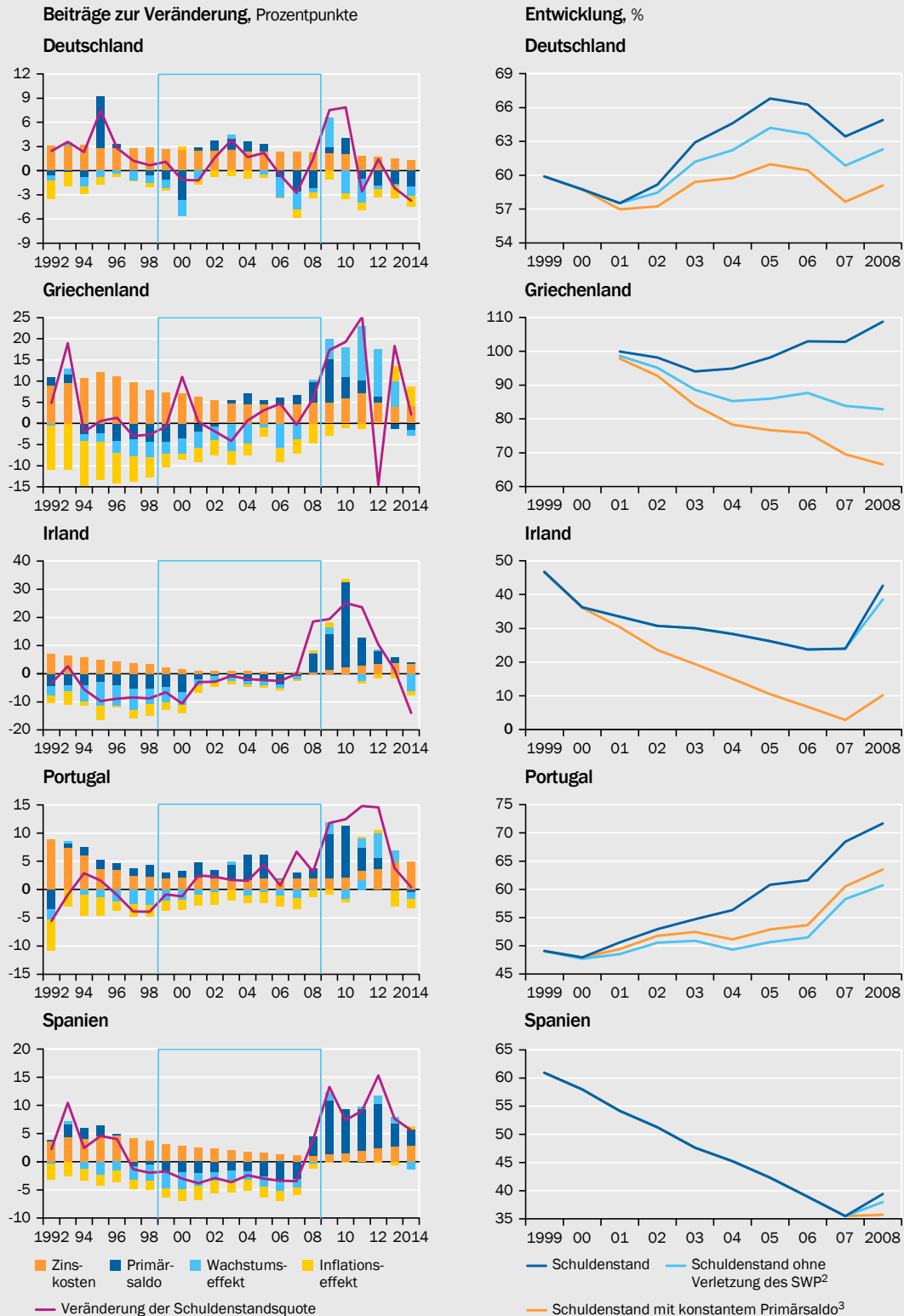
In einem **zweiten Szenario** wird untersucht, ob zumindest eine strikte Einhaltung des alten SWP dazu beigetragen hätte, den Anstieg der Schuldenstandsquoten vor der Krise zu verhindern. In diesem Szenario wird angenommen, dass das Staatsdefizit den Betrag von 3 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, also die Grenze des SWP, nicht überschreitet, um dann den akkumulierten Effekt auf die Schuldenstandsquote zu ermitteln. Das Ergebnis zeigt, dass die akkumulierten Verstöße gegen den SWP in Griechenland bis zum Jahr 2008 immerhin 26 Prozentpunkte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt ausmachten. Im Vergleich hierzu betrug die akkumulierten Verstöße Deutschlands aus den Jahren 2002 bis 2005 insgesamt nur 2,5 Prozentpunkte. Bei strikter Einhaltung des alten SWP hätten die öffentlichen Schuldenstände im Jahr 2008 in Griechenland und Portugal 83 % beziehungsweise 61 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt anstatt 109 % beziehungsweise 72 % betragen.

Die Szenarien verdeutlichen, dass eine konsequente Einhaltung des SWP fiskalische Freiräume geschaffen und vermutlich das Ausmaß der Schuldenkrise verringert hätte. Im Unterschied zu Deutschland akkumulieren sich die Verstöße gegen den SWP in Griechenland und Portugal auf erhebliche Größenordnungen. Dies unterscheidet Griechenland und Portugal von Irland und Spanien, die im Vorfeld der Krise regelkonforme Staatshaushalte erzielten.

Dabei müssen die quantitativen Ergebnisse der kontrafaktischen Simulationen insoweit mit Vorsicht interpretiert werden, als sie die Wechselwirkung zwischen Primärsaldo, Zinsentwicklung und Wachstum vernachlässigen. Deren Umfang könnte nur mittels eines gesamtwirtschaftlichen makroökonomischen Modells eingeschätzt werden.

ABBILDUNG 5

Beiträge und Szenarien zur Entwicklung der Schuldenstandsquoten¹
Angaben in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt



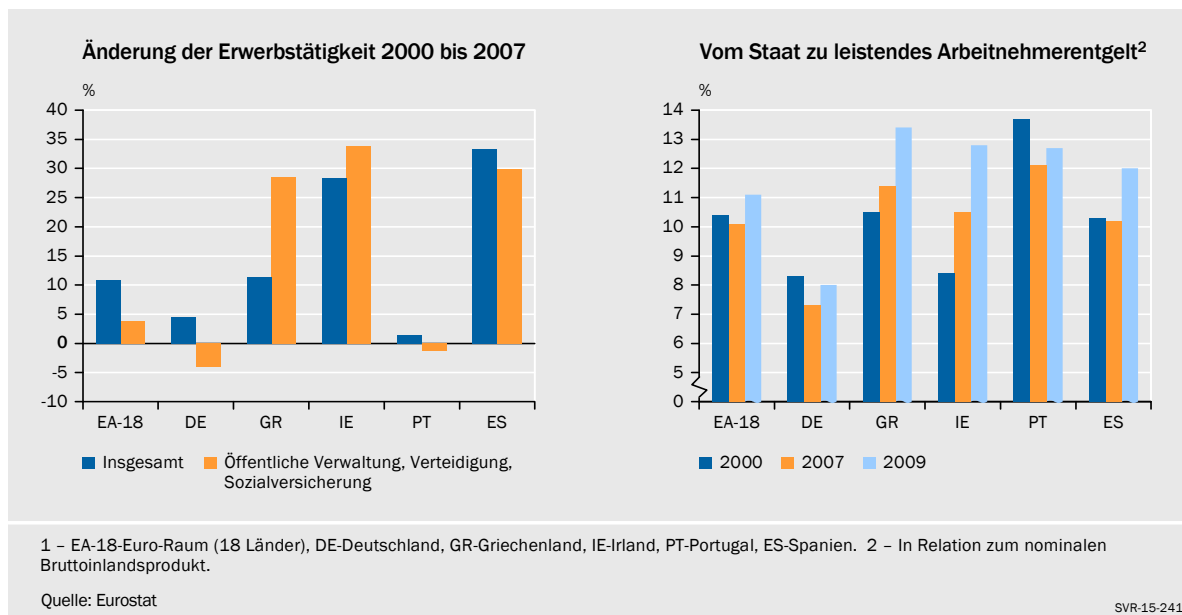
1 – Eigene Berechnungen. 2 – Szenario: Die 3 %-Defizitgrenze des alten Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) wird jedes Jahr eingehalten. 3 – Szenario: Mindestens der durchschnittliche Primärsaldo der letzten 3 Jahre vor Einführung des Euro wird jedes Jahr erzielt.

Quellen: IWF, Sachverständigenrat

33. Die öffentlichen Mehrausgaben wurden oft für **Konsumausgaben des Staates** und nicht für kapazitätserweiternde und produktivitätssteigernde Investitionen verwendet. Beispiele sind die Ausweitung der Beschäftigung und die Lohnentwicklung im öffentlichen Sektor. ↘ **ABBILDUNG 6** So stieg in Griechenland die Beschäftigung im öffentlichen Bereich zwischen den Jahren 2000 und 2007 um über 25 %. Die Staatsausgaben für Personal verdoppelten sich von rund 14 Mrd auf 28 Mrd Euro. Auch in anderen Bereichen übertrafen die staatlichen Ausgabenanstiege die Inflationsraten deutlich, zum Beispiel für Renten (OECD, 2011a).

↘ **ABBILDUNG 6**

Erwerbstätigkeit und Arbeitnehmerentgelt¹

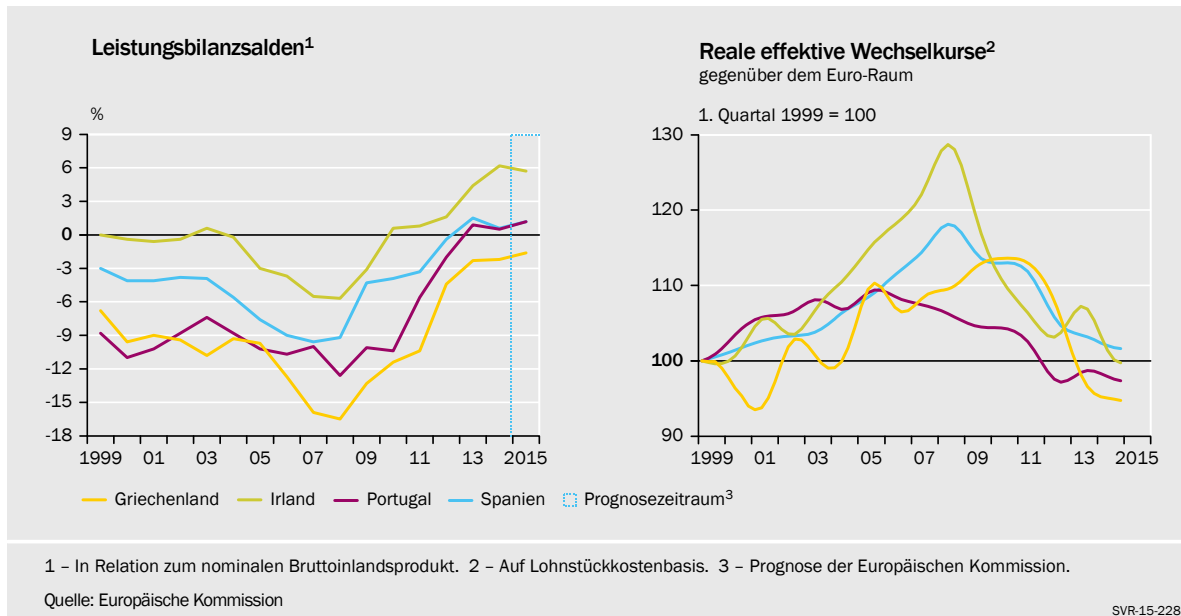


34. Im Unterschied zu Griechenland und Portugal haben Spanien und Irland in den Jahren bis 2007 **nicht gegen den SWP** verstoßen. In vielen Jahren konnten sie sogar Überschüsse in ihren öffentlichen Haushalten vorweisen und ihre öffentlichen Schuldenstände reduzieren. Die Ursachen der makroökonomischen Fehlentwicklungen liegen in diesen Ländern überwiegend im **Privatsektor**. Die mit der Einführung des Euro verbesserten Finanzierungsbedingungen gingen mit einer kräftigen Kreditexpansion insbesondere der privaten Haushalte einher, die einen übertriebenen Boom im Immobiliensektor in einigen Ländern gefördert haben (JG 2013 Kasten 26). Dieser Boom wurde durch mangelnde Regulierung, unzureichende Aufsicht und eine lockere Geldpolitik begünstigt.
35. Trotz der unterschiedlichen Ursachen des starken Anstiegs der gesamtwirtschaftlichen Verschuldung zeigen sich Gemeinsamkeiten bei den folgenden makroökonomischen Fehlentwicklungen. Im Zuge der schuldenfinanzierten Boomphasen erlitten alle betrachteten Länder einen **deutlichen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit** in Folge hoher Lohnsteigerungen und Inflationsraten. Hieraus entstand ein Wettbewerbsnachteil für heimische Exportunternehmen, der in einen **Verlust von Handelsanteilen** mündete.

Im Zusammenspiel mit dem kreditfinanzierten Anstieg der inländischen Nachfrage und der darin enthaltenen Importe führte der Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit zu hohen **Leistungsbilanzdefiziten**. [ABBILDUNG 7](#) So wiesen Griechenland und Portugal zwischen den Jahren 2000 und 2007 durchschnittliche Leistungsbilanzdefizite von rund 10 % des Bruttoinlandsprodukts aus.

▸ **ABBILDUNG 7**

Leistungsbilanzsalden und reale effektive Wechselkurse



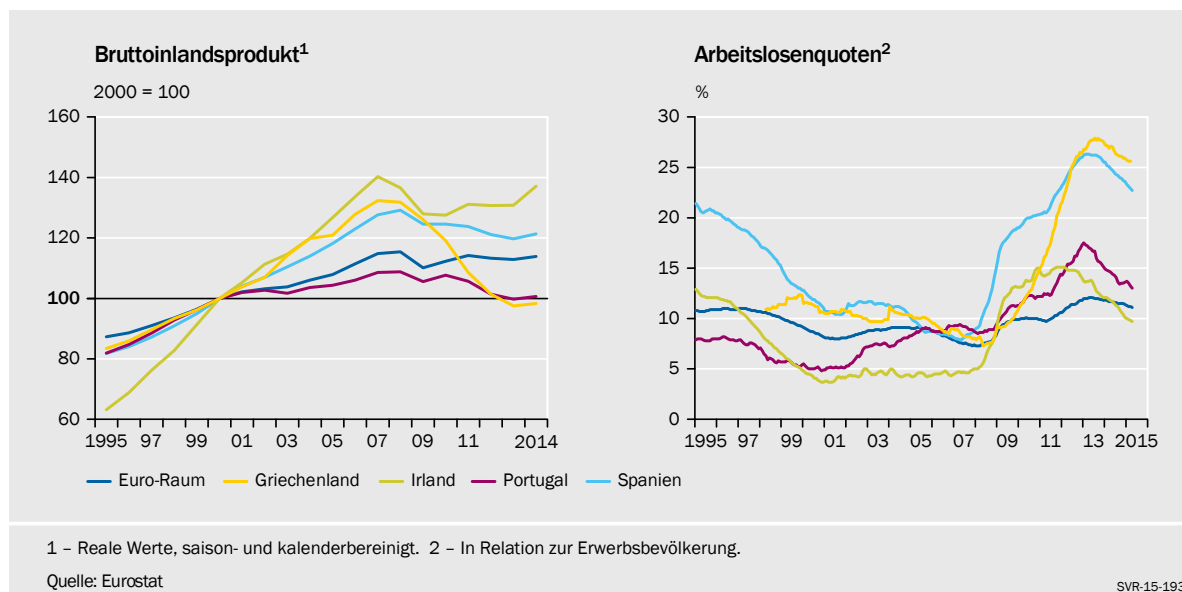
2. Die Krise ab dem Jahr 2008

36. Die Wirtschaftsaufschwünge in den späteren Programmländern vor dem Jahr 2008 basierten auf starken Kapitalzuflüssen aus dem Ausland. Hierbei vertrauten die Kapitalgeber darauf, dass die gute Wirtschaftsentwicklung anhält oder dass im Krisenfall die Nicht-Beistandsklausel ausgehebelt würde, und verlangten **keine angemessenen Risikoprämien**. Infolge der weltweiten Finanzkrise seit 2007 kam es zu einem tiefen Einbruch der Weltwirtschaft.
37. Die globale Krise nahm ihren Ausgang darin, dass die Akteure am Markt die zu erwartende Profitabilität vergangener Investitionen, insbesondere im Immobiliensektor, **neu bewerten** mussten. Hinzu kam die Unsicherheit über die Auswirkungen dieser Verluste auf die Stabilität des Finanzsystems. Der resultierende Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage übertrug sich über die globalen Handelsbeziehungen auf die Wirtschaft anderer Länder. [ABBILDUNG 8 LINKS](#)

Zudem breitete sich die systemische Finanzmarktkrise in Europa aus und führte dort zu wachsendem **Misstrauen zwischen den Marktakteuren**. Es folgte ein deutlicher Anstieg der Risikoaufschläge. Die Gewährung von Krediten wurde kritischer hinterfragt. Auch in Deutschland wurde eine Verschärfung der Kreditvergabestandards wahrgenommen. Die im Laufe der Jahre angewachsenen strukturellen Probleme der späteren Programmländer rückten in den Fokus der Finanzmärkte.

ABBILDUNG 8

Indikatoren zur konjunkturellen Entwicklung



38. Nach Ausbruch der Krise nahmen die Marktakteure verstärkt wahr, dass Griechenland, Irland, Portugal und Spanien massiv an **Wettbewerbsfähigkeit verloren** hatten. In Portugal und insbesondere Griechenland kam es aufgrund der schlechten fiskalischen Ausgangsposition zu einer Staatsschuldenkrise. Die öffentlich nur gering verschuldeten Länder Irland und Spanien gerieten hingegen in erster Linie durch den **Risikoverbund zwischen Staat und Banken** in Bedrängnis. So mussten die öffentlichen Haushalte die Last der faulen Kredite übernehmen, um eine systemische Finanzmarktkrise in Europa zu vermeiden. In allen Programmländern wie auch in anderen Ländern wurden die Bankensysteme durch den massiven Einsatz öffentlicher Gelder gestützt. In Irland beispielsweise verursachten allein die **Kosten der Bankenrettung** in den Jahren 2009 bis 2011 einen Anstieg der Staatsschuldenquote um etwa 40 Prozentpunkte (Laeven und Valencia, 2012).
39. Die Zweifel der Finanzmärkte an der Zahlungsfähigkeit der Krisenländer äußerten sich in stark ansteigenden Risikoprämien für Staatsanleihen. Es folgte ein sich selbstverstärkender Prozess aus steigenden Schulden, schwindendem Vertrauen und zunehmenden Risikoaufschlägen. Als erster Mitgliedstaat musste schließlich Griechenland im Mai 2010 **Hilfskredite** des IWF und der europäischen Gemeinschaft in Anspruch nehmen. Zeitgleich wurde ein europäischer Rettungsschirm geschaffen (EFSF, EFSM). Damit wurde die Hoffnung verknüpft, dass bereits die Existenz dieses Rettungsschirms ausreichen würde, um Vertrauen zu schaffen und eine Verschärfung der Krise in anderen Ländern abzuwenden. Jedoch hatte dies keinen Erfolg, sodass im November 2010 Irland und im April 2011 Portugal ebenfalls Anträge auf Hilfskredite, verbunden mit einem makroökonomischen Anpassungsprogramm, stellen mussten. Spanien nahm im Juli 2012 schließlich einen Hilfskredit zur Stützung des spanischen Bankensystems auf.

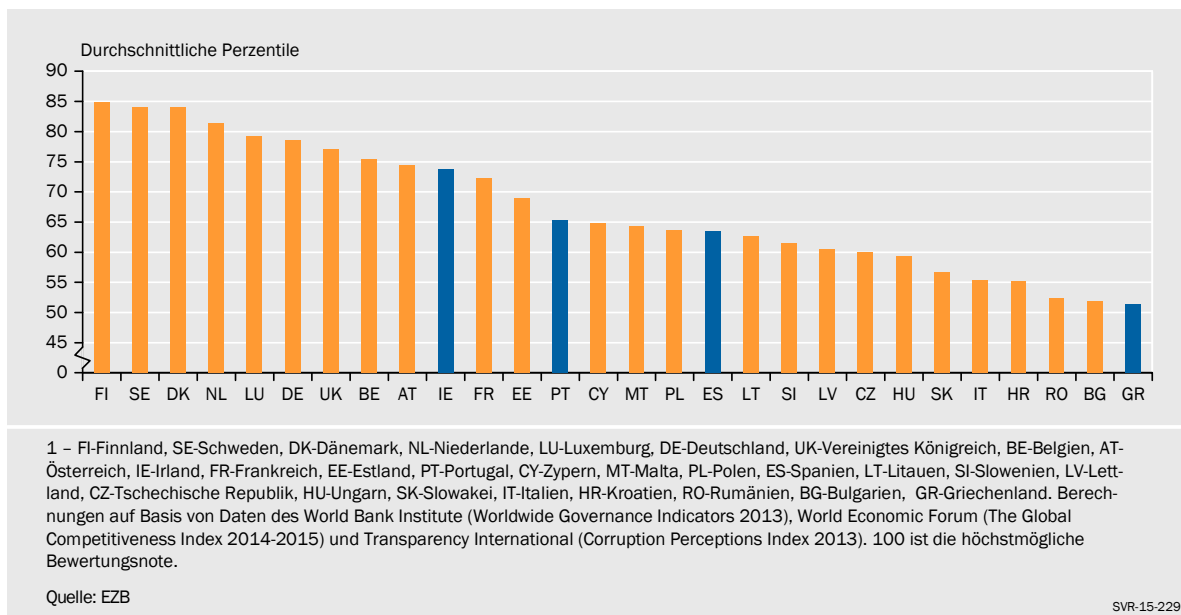
40. Eine Strategie der „Balance von Leistung und Gegenleistung“ bildete die Maxime des Rettungshandelns, die Rettungskredite im Tausch gegen **tiefgreifende Reformen** gewährte. Hierzu gehörten die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, Maßnahmen zur Wiedererlangung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, die Flexibilisierung der Güter- und Faktormärkte und Verbesserungen der institutionellen Rahmenbedingungen. Die Umsetzung dieser Maßnahmen stellte die Regierungen in allen Programmländern vor große **soziale und ökonomische Herausforderungen**. In allen Programmländern fand ein massiver Rückgang der Beschäftigung statt. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit [↘ ABBILDUNG 8 RECHTS](#) konnte auch nicht durch erhöhte Arbeitsmobilität abgefangen werden.
41. In Irland und Portugal wurden die vereinbarten **Reformen** weitgehend **erfolgreich umgesetzt**. So zeigt die Evaluierung des irischen Anpassungsprogramms durch den IWF, dass Irland die vereinbarten Programmziele nahezu vollständig und innerhalb des Zeitplans erreicht hat (IWF, 2015). Portugal gelang es ebenfalls, die vereinbarten Maßnahmen seines makroökonomischen Anpassungsprogramms erfolgreich umzusetzen (Europäische Kommission, 2014). Die portugiesische Wirtschaft ist im Vergleich zur irischen jedoch weniger dynamisch.
42. Dank der erfolgreichen Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen sowie der massiven geldpolitischen Lockerung durch die EZB konnten die Rettungsprogramme in Irland, Portugal und Spanien inzwischen beendet werden. Diese Länder befinden sich in einer **konjunkturellen Erholungsphase**. In Spanien und Portugal nimmt die Arbeitslosigkeit sichtbar ab und die Bruttowertschöpfung steigt seit dem vergangenen Jahr. Dieser Prozess hatte in **Irland** schon früher eingesetzt und ist in einen **kräftigen Aufschwung** umgeschlagen. Zu der besonders positiven Entwicklung Irlands dürfte beigetragen haben, dass der Arbeitsmarkt vergleichsweise flexibel ist und die Exporte durch die früher einsetzende Konjunkturerholung in den wichtigen Absatzmärkten, den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich, gestützt wurde.
43. Die **Situation in Griechenland** stellt sich anders dar. Dort war die Wirtschaftsleistung seit Ausbruch der Krise am stärksten eingebrochen. Das reale Bruttoinlandsprodukt ist seit dem Jahr 2007 um rund 26 % gefallen und lag im Jahr 2014 knapp unter dem Niveau des Jahres 2000. Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Griechenland verläuft stockend, wenngleich im Jahr 2014 wieder ein leichtes Wirtschaftswachstum zu beobachten war. Diese verhaltene Erholung dürfte daran liegen, dass bei Krisenbeginn ein Großteil der Produktion und des Kapitalstocks **nicht marktfähig** war (Boysen-Hogrefe et al., 2015).
44. Seit dem Jahr 2010 hat Griechenland auf der fiskalischen und der strukturellen Seite eine Vielzahl an Reformen angestoßen. Dabei hatten die **fiskalischen Anpassungen** einen erheblich größeren Umfang als jene in Irland, Portugal und Spanien. Im Gegensatz zu den fiskalischen Anpassungen liegt Griechenland bei der **Umsetzung von Strukturreformen** sichtbar hinter den Programmzielen zurück. Etliche Maßnahmen stehen noch aus, die notwendig wären, um die Wachstumsaussichten Griechenlands nachhaltig zu verbessern. Griechenland verfehlte somit regelmäßig die festgelegten Ziele der Reformprogramme

(IWF, 2013, 2014a). Eine Studie der OECD deutet darauf hin, dass die griechische Staatsverwaltung hieran eine Mitverantwortung trägt, da sie offenbar erhebliche Schwierigkeiten mit der Umsetzung komplexer Reformen hat (OECD, 2011b).

45. Die strukturellen Probleme insbesondere der griechischen Wirtschaft lassen sich anhand von Indikatoren der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit verdeutlichen. Die **nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit** umfasst eine Vielzahl an Themenfeldern (JG 2014 Ziffern 144 ff.). Darunter finden sich Faktoren wie die Effektivität von staatlichen Institutionen, die Qualität der Infrastruktur und unternehmerische Rahmenbedingungen. Die verfügbaren Indikatoren sind zwar nicht frei von methodischen Problemen (JG 2004 Kasten 28). Gleichwohl liefern sie insgesamt eine breite Palette an relevanten Informationen zur Beschaffenheit des institutionellen Umfelds (EZB, 2014a). Studien deuten darauf hin, dass gerade die nicht-preislichen Wettbewerbsfaktoren eine große Bedeutung für die Entwicklung der Mitgliedstaaten im Euro-Raum haben (Estrada et al., 2013).

▾ **ABBILDUNG 9**

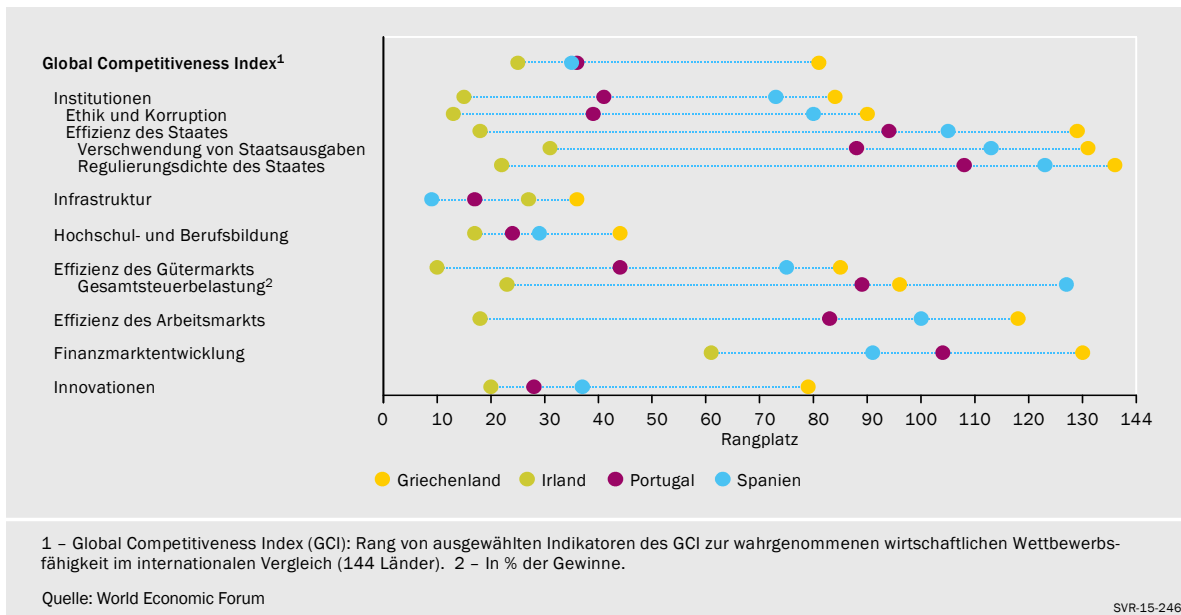
Nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit in der Europäischen Union¹



46. Das Niveau der **nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit Griechenlands** wird über nahezu alle verfügbaren Indikatoren hinweg als auffallend **schwach** eingeschätzt. So zeigt die Aggregation der Werte dreier anerkannter Indikatoren, dass Griechenlands nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der Europäischen Union momentan auf dem letzten Rang liegt. ▾ **ABBILDUNG 9** Innerhalb der einzelnen Unterkategorien des Global Competitiveness Index zeigt sich zudem, dass Griechenland insbesondere in jenen Kategorien Defizite aufweist, welche die Effizienz des Staates, der Güter- und Arbeitsmärkte sowie die Entwicklung des Finanzmarkts erfassen. ▾ **ABBILDUNG 10** Gerade diese Bereiche sind jedoch von enormer Bedeutung für die Erfolgsaussichten makroökonomischer Anpassungsprogramme.

▾ ABBILDUNG 10

Ausgewählte Indikatoren zur nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit (2014)



47. Die beschlossenen **Strukturenreformen** reichen demnach bei weitem noch nicht aus, um die Probleme der griechischen Wirtschaft zu lindern. Trotz der hohen Reformaktivität ist Griechenland hinsichtlich seiner nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit noch immer das Schlusslicht in Europa. Der Grund dafür ist zum einen, dass das Ausgangsniveau zu Beginn der Krise sehr niedrig war, sowie zum anderen, dass nicht jede beschlossene Reform konsequent umgesetzt wurde. Dies dürfte einen bedeutenden Erklärungsanteil an der weitaus schwächeren makroökonomischen Entwicklung Griechenlands im Vergleich zu den übrigen Programmländern haben. Griechenland müsste daher dringend die Reformanstrengungen hinsichtlich des Staatswesens, der Finanzmärkte sowie der Arbeits- und Gütermärkte intensivieren.

IV. RETTUNGSPOLITIK IM ZUGE DER EURO-KRISE

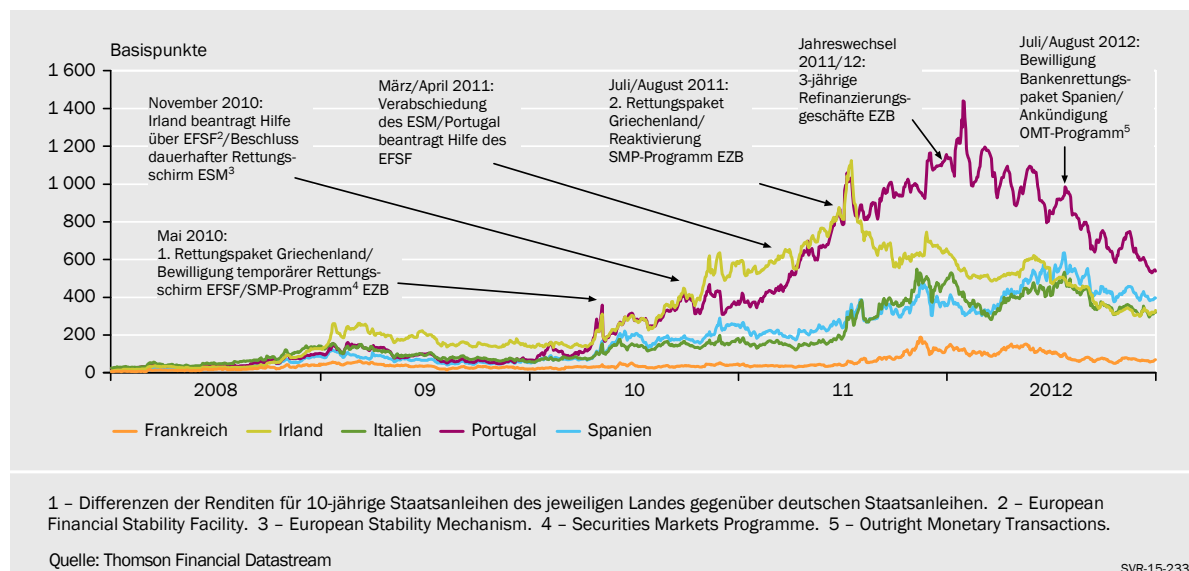
1. Das Gesamtbild sehen

48. In der öffentlichen Diskussion wird die Rettungspolitik der europäischen Partner und somit der deutschen Bundesregierung, welche diese Strategie entscheidend geprägt hat, häufig als **Misserfolg** bewertet. Die Kritik konzentriert sich aktuell vor allem darauf, dass die Rettungsmaßnahmen in Griechenland im Vergleich zur Ausgangslage zu Beginn der Krise zu keiner spürbaren Verbesserung der makroökonomischen Situation geführt hätten. Zudem wird im gleichen Zusammenhang häufig bemängelt, welche hohen Risiken für den Bundeshaushalt mit den Rettungspaketen verbunden sind.

49. Diese Bewertung übersieht jedoch die positiven Aspekte des **Gesamtbilds**. Wie sich an der Bestandsaufnahme der Fehlentwicklungen vor der Krise deutlich zeigt, waren nach deren Ausbrechen schmerzhaft makroökonomische Anpassungen nicht zu vermeiden. Die Krisenländer wären, hätte es keine koordinierte Rettungspolitik der europäischen Partner gegeben, durch die Finanzmärkte erst recht in eine harte Phase der Austerität gezwungen worden. Nur massive dauerhafte Transfers von Mitgliedstaaten (mit teilweise geringerem Pro-Kopf-Einkommen) an Griechenland hätten diese harte Phase vermeiden können. Die für das Rettungshandeln gewählte Strategie der gegenseitigen Stützung durch Kredite zusammen mit einer **Stärkung regelbasierter Politik** war aus Sicht aller Euro-Mitgliedstaaten insgesamt der richtige Weg.
50. Erstens drohte durch Ansteckungseffekte eine **finanzielle Systemkrise**, wie die Risikoaufschläge für Staatsanleihen [ABBILDUNG 11](#) und Liquiditätsabflüsse in mehreren Mitgliedstaaten des Euro-Raums verdeutlichen. Daher ergriffen die europäischen Regierungen gemeinsam mit der EZB im Mai 2010 **Maßnahmen**, um die Finanzmärkte zu beruhigen. Eine einfache Umsetzung der Nicht-Beistandsklausel erschien im Jahr 2010 im Falle Griechenlands zu gefährlich, da dies eine Umschuldung erfordert hätte und ein Risiko für den Marktzugang anderer Euro-Mitgliedstaaten barg. Vor diesem Hintergrund entschieden sich die Regierungen der Mitgliedstaaten für das erste Rettungsprogramm für Griechenland und die Errichtung der Rettungsschirme EFSM und EFSF (JG 2010 Kasten 6). Zudem legte die EZB ein Anleiheaufkaufprogramm (Securities Markets Programme, SMP) auf, mit dem sie Staatsanleihen von Krisenländern erwarb.

▸ ABBILDUNG 11

Zinsaufschläge auf Staatsanleihen im Vergleich zu Deutschland¹



Zur damaligen Zeit hätte der Zahlungsausfall eines Landes eine enorme Belastung für das europäische Finanzsystem dargestellt. Anstelle der Rettungsschirme für die Staaten hätten entsprechend **umfangreichere Mittel zur Rekapitalisierung der nationalen Banken** anderer Länder, einschließlich Deutschlands, eingesetzt werden müssen. Infolge der globalen Finanzkrise wurden deut-

sche Banken bereits bis Ende Mai 2010 mit 54,2 Mrd Euro von staatlicher Seite rekapitalisiert. Zudem wurden Garantien über 185,8 Mrd Euro und Risikoübernahmen von 56,3 Mrd Euro gewährt (Stolz und Wedow, 2010). Zu diesem Zeitpunkt hatten deutsche und andere europäische Banken noch hohe Auslandsforderungen gegenüber den Krisenländern. ↘ TABELLE 1 In der damaligen Zeit wurde bereits häufiger von der Gefahr einer „**Kreditklemme**“ in der deutschen Wirtschaft gesprochen, die auf eine Unterkapitalisierung der Banken zurückzuführen sei (Sinn, 2009; JG 2009 Ziffern 86 ff.; JG 2009 Kasten 2).

↘ TABELLE 1

Konsolidierte Auslandsforderungen von Banken ausgewählter Länder¹ gegenüber den Krisenländern
Ende März 2010

Krisenländer	Insgesamt	darunter:						Deutschland	Frankreich
		Deutschland	Frankreich	Niederlande	Vereinigtes Königreich	Vereinigte Staaten			
		Mrd US-Dollar					Anteile in %		
Griechenland	202,6	44,2	71,1	11,3	11,8	13,6	21,8	35,1	
Irland	627,6	174,0	50,3	25,9	164,0	60,6	27,7	8,0	
Portugal	243,6	44,5	42,1	12,2	25,0	5,2	18,3	17,3	
Spanien	857,0	213,1	199,8	99,5	110,2	62,2	24,9	23,3	
Zusammen	1 930,8	475,8	363,3	149,0	311,0	141,7	24,6	18,8	

1 – Länder, die der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berichten.
Quelle: BIZ

SVR-15-234

51. Zweitens ist zu berücksichtigen, dass die **europäische Ebene** im Rahmen des SWP die massive fiskalische Fehlentwicklung gerade in Griechenland bis zum Ausbruch der Euro-Krise sanktionslos hingenommen hat. Damit hat die **europäische Ebene zur Krisenanfälligkeit beigetragen** und musste entsprechend für die Krisenbewältigung eine besondere Verantwortung tragen. Dies spricht die griechischen Regierungen zwar keineswegs von ihrer Verantwortung für die Fiskalpolitik frei. Die übrigen Staaten hätten aber während des Aufbaus der Verschuldung über den SWP eingreifen müssen. Gleichzeitig wurden die nationalen Fiskalpolitiken von den Finanzmärkten unzureichend diszipliniert.

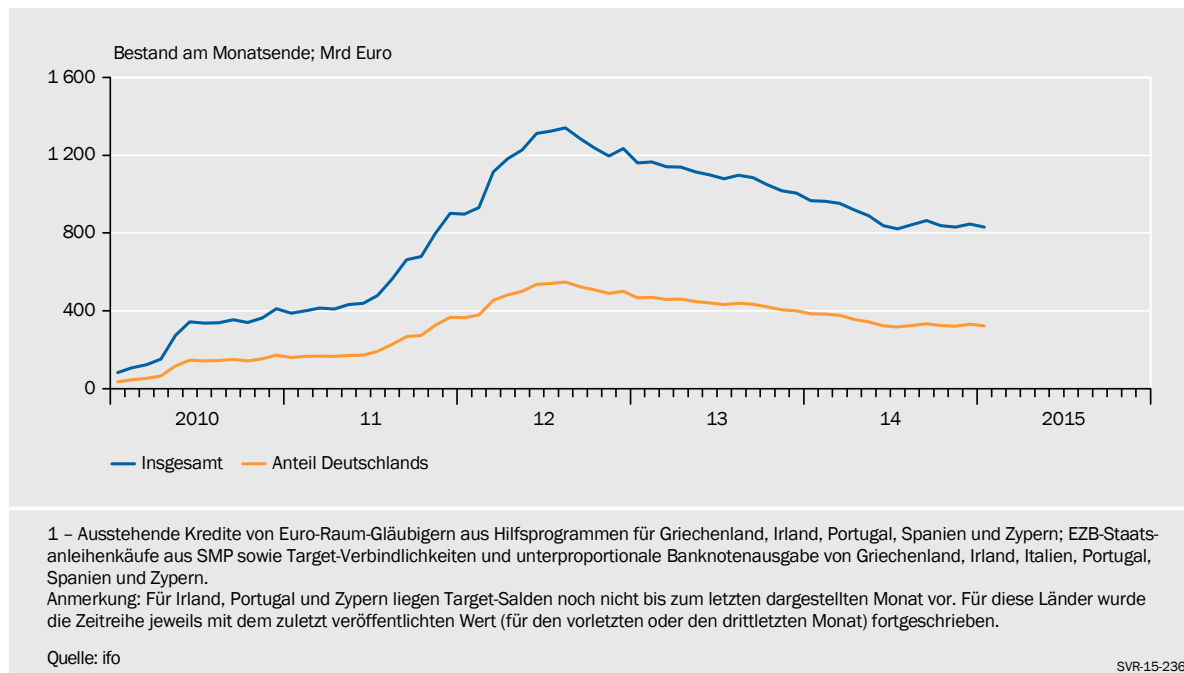
Die Kosten der Rettung sind daher als eine **Konsequenz der Fehler** der Umsetzung der Währungsunion in praktisches Handeln zu sehen, die vielfach unter Missachtung der eigentlichen Abreden geschah. Bei diesem nachlässigen Verhalten wurden die Auswirkungen einer national verfehlten Fiskalpolitik, einer darauf ungenügend reagierenden europäischen Fiskalaufsicht und einer nicht vorhandenen gemeinsamen Bankenaufsicht deutlich unterschätzt. Dies legt nahe, dass eine Schärfung der Abreden und ein konsequenteres Einfordern von Regeltreue künftig das Auftreten ähnlicher Krisen vermeiden könnte.

52. Drittens zeigt die wirtschaftliche Erholung in Irland, Portugal und Spanien, dass die europäische Rettungspolitik funktionieren kann. Diese Länder haben die **Kehrtwende vollzogen**, selbst wenn ihre vollständige Entfaltung noch länger

dauern wird. Die politische Strategie, finanzielle Unterstützung nur gegen strukturelle Reformen zu gewähren, hat in diesen Ländern dazu beigetragen, dass der Marktzugang und die Handlungsfähigkeit der Regierungen wiedererlangt wurden. Die übernommenen Haftungsrisiken für diese Länder seitens der europäischen Regierungen, der EZB und des IWF haben sich seit dem Höhepunkt der Krise zur Jahresmitte 2012 bereits spürbar reduziert. [↘ ABBILDUNG 12](#)

↘ ABBILDUNG 12

Haftungsrisiken aus ausgezahlten Hilfen¹



2. Rettungspolitik durchaus angemessen

53. Insbesondere im Kontext der Griechenland-Krise ist die Kritik verbreitet, dass die sogenannte **Austeritätspolitik**, also die Forderung einer raschen Defizitreduktion, das Wachstum und somit die Überwindung einer Krise nicht gefördert sondern sogar verhindert hätte (Krugman, 2015; Stiglitz, 2015; Summers, 2012). Der Rückgang der Wertschöpfung in den einzelnen Krisenländern wird dabei zum Großteil den fiskalischen Sparauflagen seitens der Kreditgeber zugeschrieben. Eine Alternative für diese Länder wäre demnach das „Herauswachsen“ aus ihren Schuldenproblemen durch nachfragestützende Konjunkturpakete gewesen. Der Sachverständigenrat kann sich dieser Position aus mehreren Gründen nicht anschließen.
54. Grundsätzlich strecken Hilfskredite die erforderliche Konsolidierung über die Zeit – im Gegensatz zu einer **sofortigen Konsolidierung** ohne Inanspruchnahme von Hilfskrediten (Blanchard, 2015). Griechenland kann sich seit dem Jahr 2010 nicht mehr am Kapitalmarkt refinanzieren und hätte aufgrund dieses Verlustes des Kapitalmarktzugangs ohne die finanzielle Unterstützung der europäischen Partnerländer sofort einen ausgeglichenen Haushalt aufweisen müs-

sen. Diese Anpassung konnte im Rahmen der Rettungsprogramme deutlich geordneter und daher mit geringeren sozialen Verwerfungen verlaufen. Die Rettungsprogramme trugen somit zur Verhinderung einer schärferen Austeritätspolitik bei. Strittig kann bei der Bewertung der Rettungspolitik somit allein sein, ob die Streckung nicht noch länger hätte ausfallen können.

55. Eine **zeitliche Streckung** der Konsolidierungsbemühungen bedeutet jedoch unweigerlich ein höheres Kreditvolumen der Rettungsprogramme. Dies trifft auf politische und ökonomische Restriktionen der Regierungen und Parlamente der Kapitalgeber. In der Abwägung zwischen den Kosten eines Rettungsprogramms und den auferlegten Konsolidierungserfordernissen für das entsprechende Krisenland darf zum einen nicht außer Acht gelassen werden, welche große Widerstände beim Schnüren der Rettungspakete in denjenigen Mitgliedstaaten zu überwinden waren, welche die Rettung finanzierten.

Zum anderen ergeben sich im Verhandlungsprozess wichtige Anreizprobleme hinsichtlich der Bereitschaft der Krisenländer zu einschneidenden Reformen: Mit dem zunehmenden Haftungsrisiko der Kapitalgeber aus Krediten, die in der Vergangenheit gewährt wurden, steigen die politischen Kosten einer Abschreibung. Dies stärkt die Verhandlungsmacht des Schuldnerlandes und erzeugt den problematischen Anreiz, „gutes Geld dem schlechten nachzuwerfen“ (**Escalation of Commitment**; Staw, 1981).

56. Ein **Herauswachsen** aus den Schulden ist zwar theoretisch denkbar. Dies würde sogar relativ zügig gelingen, wenn Primärüberschüsse erzielt würden und gleichzeitig das nominale Wirtschaftswachstum den effektiven Zinssatz der Staatsschulden überträfe. Der effektive Zinssatz griechischer Staatsschulden ist im Vergleich zu den anderen Euroländern in der Tat ausgesprochen niedrig. Die Rettungsprogramme halfen zudem nachweislich, den Rückgang der Nachfrage zu dämpfen. Der private und staatliche Konsum lagen weiterhin über den verfügbaren Einkommen. Doch dürfte ein höheres Wirtschaftswachstum allein mit nachfragestützenden Maßnahmen aufgrund der schwachen Wirtschaftsstrukturen kaum zu erreichen sein.

Alle Krisenländer wiesen bei Ausbruch der Krise massive Probleme hinsichtlich ihrer preislichen und nicht-preislichen **Wettbewerbsfähigkeit** auf. Besonders augenfällig wird dies in den Inflations- und Lohnentwicklungen der betroffenen Länder. Die Korrektur überhöhter Preise schlägt sich in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in einem Rückgang des nominalen Bruttoinlandsprodukts nieder. Ein noch stärkerer Einsatz von Krediten zur Nachfragestützung hätte somit wohl kaum geholfen, die strukturellen Probleme abzumildern (Blanchard, 2015).

57. Empirische Ergebnisse zeigen, dass die makroökonomischen Anpassungen nach Schulden- oder Währungskrisen mit **signifikanten Wachstumsverlusten** verbunden sind. In einer Währungsunion sind die anfänglichen Produktionseinbußen zwar nicht so stark ausgeprägt wie unter flexiblen Wechselkursen, allerdings verlaufen die Anpassungsprozesse deutlich langsamer. Gleichwohl haben die Anpassungsprozesse der Krisenländer im Euro-Raum große Fortschritte gemacht (JG 2013 Ziffern 84 ff.; JG 2014 Ziffern 216 ff.).

58. Insgesamt zeigt die **Strategie der Rettungsmaßnahmen**, in der öffentliche Mittel gegen Reformen sowie Konsolidierungsanstrengungen gewährt wurden, **durchaus Erfolge**. Aus der Perspektive der demokratisch legitimierten Parlamente der Kreditgeber ist kein anderes Vorgehen denkbar, als die Kreditgewährung an Bedingungen zu knüpfen und die Umsetzung der eingegangenen Verpflichtungen zu überprüfen.

In der Rettungspolitik für **Griechenland** stellt sich jedoch die Frage, ob der Fokus der bisherigen Reformanstrengungen stark genug auf den Aufbau eines funktionierenden und effizienten Staatswesens gelegt wurde. Hiermit wäre eine deutliche Verbesserung der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit einhergegangen, die Anreize für unternehmerisches Handeln sowie Investitionen geschaffen hätte. Die Einhaltung von Haushaltszielen durch Ausgabenkürzungen und Frühverrentung von Staatsbediensteten bedingt einen temporären Rückgang der Nachfrage und Wirtschaftsleistung. Steuererhöhungen sind dauerhaft wachstumsschädlich (JG 2013 Ziffern 209 ff.; Wolters, 2013).

3. Die Rolle der EZB in der Krisenpolitik

Finanzmarktinterventionen

59. Auf dem bisherigen Höhepunkt der Krise im Euro-Raum im Sommer 2012 hat die **EZB** spürbar zu einer **Beruhigung auf den Finanzmärkten** beigetragen. Mit dem Staatsanleiheaufkaufprogramm für spezielle Länder (Securities Markets Programme, SMP) und dem Instrument der Outright Monetary Transactions (OMT) hat sich die EZB jedoch in einen Graubereich zwischen Geld- und Fiskalpolitik vorgewagt. Es besteht die Gefahr, dass der Aufkauf von Staatsanleihen die gemeinschaftliche Haftung der Staaten des Euro-Raums erhöht, ohne dass dies demokratisch legitimiert ist. Der Sachverständigenrat spricht sich daher für den Einsatz fiskalischer Instrumente zur Bewältigung einer Überschuldungssituation einzelner Länder aus.
60. Um eine existenzbedrohende Intensivierung der Euro-Krise abzuwenden, hat die EZB im Sommer 2012 **OMT** als Instrument zum unbegrenzten Kauf von kurzfristigen Staatsanleihen von Programmländern initiiert (JG 2012 Ziffer 133, Kasten 8). Das OMT-Programm ist unbegrenzt und wurde im Kontext von EZB-Präsident Draghis Formulierung als Ankündigung interpretiert, mit allen Mitteln („whatever it takes“) den Zusammenhalt der Währungsunion sicherzustellen. Dies kann Fehlanreize für die Wirtschaftspolitik bergen. Obgleich die EZB die OMT-Transaktionen an die Konditionalität von Krisenprogrammen bindet, kann durch Zusage einer Marktintervention durch die EZB indirekt ein politischer Anreiz entstehen, Programmkonditionalität weniger streng zu interpretieren („Draghi put“), also beispielsweise höhere Haushaltsdefizite zu tolerieren (JG 2012 Ziffer 134).
61. Dies begründet Bedenken, dass die SMP- und OMT-Programme die **politische Unabhängigkeit** der Zentralbank beschränken und der sich daraus ergebende Interessenskonflikt zu Gefahren für die Preis- und Finanzstabilität führt. Gleich-

zeitig hängt es wesentlich von der **Anreizwirkung des OMT** ab, ob die drei zentralen Handlungsfelder – die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, die Bereinigung des Bankensektors und die Stärkung des Potenzialwachstums – tatsächlich entschieden angegangen werden (JG 2013 Ziffer 253). Denn nur so kann die Krise tatsächlich bewältigt werden.

ELA-Notfallkredite

62. Ein zweiter wichtiger Aspekt betrifft die Rolle der EZB bei der Bereitstellung von Bankliquidität. Solvente Geschäftsbanken können bei einem vorübergehenden Liquiditätsengpass von der nationalen Zentralbank in Ausnahmefällen **Notfallkredite** (Emergency Liquidity Assistance, ELA) erhalten (EZB, 2014b). Dabei können die Zentralbanken Sicherheiten akzeptieren, die von den Standards üblicher Refinanzierungsgeschäfte abweichen. Diese Entscheidung liegt im Ermessen der nationalen Zentralbank, welche die Risiken der Maßnahme trägt, und kann nur von einer Zweidrittelmehrheit des EZB-Rates abgelehnt werden (JG 2012 Ziffer 141). Somit kommt der nationalen Zentralbank und nicht der EZB in wesentlichen Aspekten die Rolle des Kreditgebers letzter Instanz zu (**Lender of Last Resort**).
63. Im Vorfeld eines ergebnislosen Auslaufens des Anpassungsprogramms für Griechenland hat die EZB den Zugang griechischer Banken zum EZB-Refinanzierungsfenster im Februar gestoppt (EZB, 2015). Seitdem kann eine Refinanzierung nur noch über ELA-Kredite erfolgen, wobei der EZB-Rat regelmäßig über eine Limitierung des maximal akzeptablen Volumens an Notfallkrediten berät. Spätestens mit dem Ende des zweiten Hilfsprogramms am 30. Juni muss die Solvenz der griechischen Banken bezweifelt werden. Die Fortsetzung von ELA in Griechenland nach diesem Zeitpunkt wirft **schwere Bedenken der monetären Staatsfinanzierung** auf (Weidmann, 2015). Der Sachverständigenrat mahnte bereits in der Vergangenheit an, dass die Vorgänge im Zuge der Vergabe der Nothilfe zum Teil als monetäre Staatsfinanzierung eingeordnet werden können (JG 2013 Ziffer 207).
64. Zusammenfassend ist die Rettungspolitik im Kontext der besonderen Umstände durchaus als angemessen zu bewerten. Kompromisse ergaben sich oft aus der Evolution des Krisenmechanismus. Bis zur Einführung von OMT durch die EZB im Juli 2012 war das Krisenmanagement darauf ausgelegt, **Zeit für Reformen zu geben, ohne Reformdruck zu nehmen**. Die vollzogene ökonomische Kehrtwende aller Krisenländer mit Ausnahme Griechenlands zeugen von der Wirksamkeit der Rettungspolitik.

V. WEITERENTWICKLUNG DES RAHMENWERKS

65. Die weitgehend positive Bewertung der Rettungspolitik darf nicht über den wesentlichen **Handlungsbedarf bei der institutionellen Ausgestaltung** des Euro-Raums hinwegtäuschen. Wenngleich viele Reformen der vergangenen Jahre bereits richtige Weichenstellungen bewirkt haben, bedarf es der **klugen Weiterentwicklung des Ordnungsrahmens** und einer **konsequenten Einhaltung der gemeinsamen Regeln**. Nachbesserungsbedarf besteht insbesondere bei der Bankenunion, bei welcher der Abwicklungsmechanismus vervollständigt und eine unabhängige Allfinanzaufsicht geschaffen werden sollten. Staatsanleihen sollten regulatorisch anderen Bankaktiva gleichgestellt werden. Eine Vereinfachung und stringenter Überwachung der europäischen Fiskalregeln ist unabdingbar, um zu gewährleisten, dass das Altlastenproblem hoher Staatsschulden verringert wird. Gleichzeitig ist ein wirksames Insolvenzregime erforderlich, um der Nicht-Beistandsklausel Glaubwürdigkeit zu verleihen.

1. Ein stabiler institutioneller Rahmen

66. Es gilt in Zukunft zu vermeiden, dass die Existenz der Währungsunion durch Wirtschaftskrisen in einzelnen Mitgliedstaaten gefährdet wird. Die Zerreißprobe, die aktuell durch das Ringen um einen gangbaren Weg zur Unterstützung Griechenlands ausgelöst wurde, darf sich nicht wiederholen. Daher muss der institutionelle Rahmen des Währungsraums weiterentwickelt werden. Im Grundsatz unterscheiden sich alle denkbaren Reformvorschläge vor allem im jeweiligen Ausmaß der **Verlagerung von Kompetenzen und Haftung** seitens der nationalen Fiskal- und Wirtschaftspolitik auf die europäische Ebene. Letztlich erweisen sich nur solche Vorschläge als überzeugend, die gewährleisten, dass die Kontrolle über das fiskal- und wirtschaftspolitische Handeln mit der Haftung für die Konsequenzen dieses Handelns zusammenfällt. Eine Architektur, bei der diese beiden Aspekte divergieren, trägt bereits im Keim Verteilungskonflikte in sich und kann zu ernsthaften politischen Spannungen führen.
67. Im Bereich der Finanzmarktordnung wurde mit der Einrichtung der europäischen **Bankenunion** im Verlauf der vergangenen Jahre das Gegenstück zur gemeinsamen Geld- und Währungspolitik begründet. Wenngleich die Bankenunion durch weitere, im Folgenden konkretisierte Reformen gestärkt werden sollte, wurde in diesem Bereich der Gleichklang von Haftung und Kontrolle durch die weitgehende Verlagerung der Aufsichts-, Restrukturierungs- und Abwicklungs Kompetenzen auf die europäische Ebene verwirklicht.
68. Im Hinblick auf die **Fiskal- und Wirtschaftspolitik** ergeben sich aus dem Haftungsprinzip zwei grundsätzliche Konstellationen:
- Die Übertragung fiskal- und wirtschaftspolitischer Souveränität auf die **europäische Ebene**, bei einer gleichzeitig umfassenden gemeinschaftlichen Haftung der europäischen Partner. Diese Vorgehensweise erfordert zwingend die Einrichtung einer effektiven zentralen Entscheidungsgewalt auf eu-

ropäischer Ebene, die gegebenenfalls zur Durchsetzung von Steuererhöhungen, Ausgabenkürzungen oder Strukturreformen in einem Land in der Lage ist (Problem der Durchgriffsrechte).

- Den Verbleib der Fiskal- und Wirtschaftspolitik in **nationaler Souveränität** bei gleichzeitigem Ausschluss jeglicher gemeinsamer Haftung für Staatsschulden. Es gilt somit die Nicht-Beistandsklausel (No-Bail-out). Um zu vermeiden, dass Liquiditäts- oder Solvenzkrise einzelner Mitgliedstaaten auf den Rest des Euro-Raums ausstrahlen und damit wiederum das Erfordernis entsteht, die Nicht-Beistandsklausel zu umgehen, müssen zwingend angemessene Schutzmechanismen etabliert werden (Problem der Glaubwürdigkeit).

69. Bei der **praktischen Umsetzung** dieser Grundkonzepte ist zu fragen, ob die jeweiligen Probleme – unzureichende Durchgriffsrechte beziehungsweise unzureichende Glaubwürdigkeit – wirksam ausgeräumt werden können. Dies ist nach Einschätzung des Sachverständigenrates mittelfristig lediglich für die zweite Option des Verbleibs der Fiskal- und Wirtschaftspolitik in nationaler Souveränität möglich, wenngleich die Glaubwürdigkeit der Nicht-Beistandsklausel nicht leicht herzustellen ist.

Der Sachverständigenrat schätzt hingegen die Erfolgsaussichten einer demokratisch legitimierten Übertragung der fiskal- und wirtschaftspolitischen Souveränität auf die europäische Ebene als gering ein. Die Mitgliedstaaten des Euro-Raums wünschen überwiegend **keinen Verzicht auf die nationale Haushaltsautonomie** (JG 2012 Ziffern 176 ff.).

70. Aus diesem Grund hat der Sachverständigenrat sich dafür ausgesprochen, die Fiskal- und Wirtschaftspolitik in nationaler Souveränität zu belassen und für diese Konstellation einen langfristigen Ordnungsrahmen unter dem Schlagwort „**Maastricht 2.0**“ erarbeitet (JG 2012 Ziffern 173 ff.; JG 2013 Ziffern 269 ff.).
 ▽ **ABBILDUNG 13** Dieser Ordnungsrahmen folgt dem Leitgedanken, primär die Krisenprävention und sekundär die Krisenbewältigung anzustreben, und besteht aus drei Säulen, geordnet nach der Ansiedlung von Verantwortung auf der europäischen Ebene:

- Die **Säule für die Stabilität des privaten Finanzsystems**: Die Gefahr systemischer Finanzkrisen begründet eine starke staatliche Rolle für Regulierung und Aufsicht. Die Möglichkeit der Risikoverschiebung von der nationalen Ebene auf die gemeinsame Zentralbankbilanz macht die Einrichtung einer Bankenunion mit gemeinsamen Aufsichts- und Abwicklungsmechanismen erforderlich. Diese Säule wurde in den Reformen der vergangenen Jahre weitgehend verwirklicht. Allerdings sind zusätzliche Reformen notwendig, um die Bankenunion zu vollenden.
- Die **Säule für die Krisenbewältigung**: Der Umgang mit Liquiditäts- und Solvenzkrise von Staaten sollte explizit geregelt werden, insbesondere um zu verhindern, dass die EZB als Krisenmanagerin in die Pflicht genommen wird und dabei ihre Unabhängigkeit aufs Spiel setzen muss. Der Krisenmechanismus sollte wie der ESM gemeinschaftlich Mittel zur Verfügung stellen, deren Freisetzung die Zustimmung der nationalen Regierungen erfordert

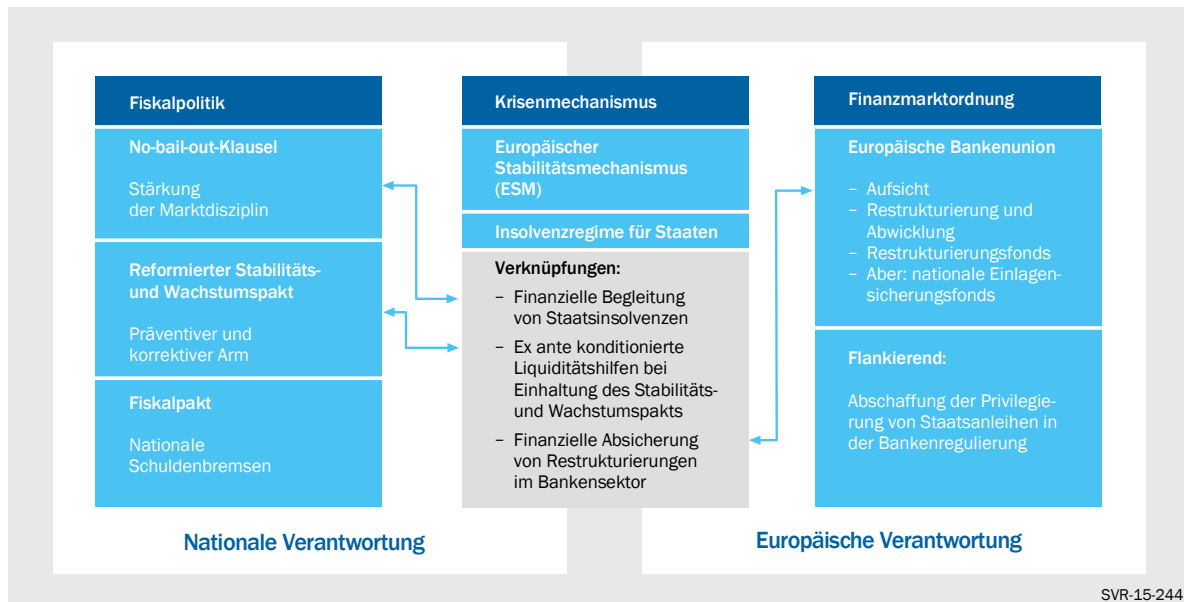
und strenge Konditionalität vorsieht. Zusätzlich soll er dafür Sorge tragen, dass Umstrukturierungen von Staatsschulden, wenn sie zur Wiederherstellung der Schuldentragfähigkeit nötig werden, geordnet verlaufen. Der Fall Griechenlands legt jedoch nahe, dass der Ausstieg eines Mitgliedstaats aus dem Euro als Ultima Ratio möglich sein muss.

- Die **Säule für fiskalische Stabilität**: Die Fiskalpolitik sollte weitgehend in nationaler Verantwortung verbleiben. Die Mitgliedstaaten werden jedoch durch einen Dreiklang glaubwürdiger Regeln zur verantwortungsvollen Fiskalpolitik angehalten: (i) Die Nicht-Beistandsklausel zur Stärkung der Marktdisziplin stellt sicher, dass private Kreditgeber und nicht die anderen Mitgliedstaaten die Konsequenzen einer unsoliden Finanzpolitik tragen. (ii) Auf Grundlage der gemeinsamen Fiskalregeln des SWP wird die nationale Fiskalpolitik überwacht und Regelverstöße werden sanktioniert. (iii) Nationale Schuldenbremsen und eine Kontrolle ihrer Bindungswirkung verhindern den Aufbau übermäßiger öffentlicher Verschuldung. Die jetzt anstehende Weiterentwicklung des Regelwerks sollte vor allem die Glaubwürdigkeit der Nicht-Beistandsklausel stärken.

Das Konzept Maastricht 2.0 sieht darüber hinaus vor, dass zentrale Aspekte wirtschaftspolitischen Handelns und der wirtschaftspolitischen Rahmensetzung, beispielsweise die Arbeitsmarktordnung, weiterhin in nationaler Verantwortung verbleiben.

▾ **ABBILDUNG 13**

Ein stabiler Ordnungsrahmen für den Euro-Raum: Maastricht 2.0



2. Verbleibende Lücken im Ordnungsrahmen

71. Die Reformen der vergangenen Jahre entsprechen im Wesentlichen dem **Konzept Maastricht 2.0**. Eine Bankenunion sowie ein Krisenmechanismus wurden eingeführt. Durch Verschärfung des SWP wird die nationale Finanzpolitik verstärkt europäisch kontrolliert. Die allgemeine Wirtschafts- und Fiskalpolitik

verbleiben hingegen in nationaler Verantwortung. Diese Reformen haben nach Einschätzung des Sachverständigenrates den Ordnungsrahmen bereits stabiler gemacht. Eine Bewertung seiner künftigen Stabilität muss mittlerweile vor dem Hintergrund dieser Veränderungen und nicht mit Bezug auf die Situation vor der Krise vorgenommen werden.

72. Da manche dieser Reformen jedoch unvollständig oder zu spät umgesetzt wurden, fühlte sich die EZB zu **tiefgreifenden Interventionen** veranlasst, welche die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik zu verwischen drohten. Das gilt insbesondere für die „Whatever it takes“-Rede von EZB-Präsident Draghi und die damit verbundene Ankündigung von OMT im Sommer 2012. Es ist daher erforderlich, nunmehr die verbleibenden Lücken in der europäischen Architektur zu schließen, um die Wirksamkeit des Ordnungsrahmens zu erhöhen und die Zentralbank in ihrer Rolle als Krisenmanagerin zu entlasten.

Weiterentwicklung der Finanzmarktordnung

73. Ein wesentliches Ziel der neuen Finanzmarktordnung im Euro-Raum ist die Durchtrennung des Verbunds zwischen Banken und Staaten. Durch die Umsetzung einer **strengeren Bankenregulierung** im Rahmen von Basel III und die Schaffung einer **europäischen Bankenunion** wurde die Stabilität im Bankensektor erhöht. Dadurch werden insbesondere die Auswirkungen von Problemen im Bankensektor auf die Staaten abgemildert.
74. Eine wichtige Rolle kommt hierbei dem **SRM (Single Resolution Mechanism)** zu, der – in Kombination mit der EU-Abwicklungsrichtlinie BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive) – vorsieht, dass die Lasten aus einer Bankenabwicklung zunächst von den Gläubigern (Bail-in) und anschließend vom Abwicklungsfonds (SRF, Single Resolution Fund) getragen werden. Die Nationalstaaten werden nur dann subsidiär zur Finanzierung herangezogen, wenn Bail-in und Fonds nicht ausreichen. So sollen die staatlichen Lasten aus Bankenrettungen reduziert werden, indem einerseits Krisen aufgrund der positiven Anreizeffekte des Abwicklungsmechanismus unwahrscheinlicher werden und andererseits die zu tragenden Kosten im Falle einer Krise gesenkt oder sogar auf Null reduziert werden.
75. Die **Wirksamkeit des SRM** ist jedoch bislang ungewiss. Die Entscheidungsstrukturen sind komplex und könnten eine rasche Reaktion verhindern. Außerdem ist die Gläubigerbeteiligung aufgrund einer unzureichenden Regelbindung bislang nicht hinreichend glaubwürdig, sodass eine Rückwirkung von Bankenproblemen auf Staaten nicht vollständig ausgeschlossen werden kann, zumal weniger signifikante Banken bislang nur unzureichend erfasst werden (JG 2014 Ziffern 357 ff.).

Das Abwicklungsregime sollte daher weiter gestärkt werden. So sollte die Abwicklungsbehörde mit **weitreichenderen Kompetenzen** ausgestattet werden, damit sie auch für kleinere Banken Abwicklungen einleiten und umsetzen kann. Ermessensspielräume bei der Gläubigerbeteiligung sollten deutlich reduziert werden. Ausnahmen von der Gläubigerbeteiligung dürfen nur im Fall einer

drohenden Systemkrise zugelassen werden und müssen mit hohen institutionellen Hürden verbunden sein (JG 2014 Ziffer 340).

76. Auch die **makroprudenzielle Regulierung** kann die Auswirkungen von Problemen im Bankensektor auf die Staaten abmildern, indem sie die Prozyklizität der Regulierung reduziert und somit ein krisenverschärfendes Deleveraging verhindert. Zentrale Instrumente sind hierbei zeitvariable Eigenkapitalanforderungen (Kapitalerhaltungspuffer, antizyklischer Puffer) sowie die Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen (JG 2014 Ziffer 384).
77. Der umgekehrte **Wirkungskanal von den Staaten auf die Banken** ist hingegen bislang kaum angegangen worden. Das wichtigste Problem sind die Risiken aus Bankforderungen gegenüber staatlichen Gläubigern. Banken sind im Falle einer Staatsinsolvenz Verlustrisiken ausgesetzt, sodass eine Restrukturierung der Staatsschulden erschwert wird. Die regulatorische Privilegierung von Staatsanleihen im Bereich der Eigenkapital-, Liquiditäts- und Großkreditregulierung verzerrt das Anlageverhalten der Banken in Richtung einer Investition in Staatsanleihen und damit die Preisbildung bei Staatsanleihen. Diese Privilegierung sollte daher beendet werden.
78. Seit der Krise ist es bei vielen Banken im Euro-Raum insbesondere zu einem starken Engagement in heimischen Staatsanleihen gekommen. Hierdurch sind in den Bankbilanzen erhebliche **Klumpenrisiken** entstanden, die regulatorisch derzeit nicht erfasst werden. Daher kommt einer Anpassung der Regulierung durch risikoadäquate Eigenkapitalunterlegung oder Großkreditbeschränkungen eine große Bedeutung zu. Ähnliche Regelungen sollten bei den **Versicherungen** Anwendung finden.
79. Bei der **Ausgestaltung der neuen Regulierung** ist darauf zu achten, dass diese mit anderen Regulierungen (insbesondere der Liquiditätsregulierung) **konsistent** ist. Einige Vorschläge (Brunnermeier et al., 2011; Corsetti et al., 2015) zielen auf die Schaffung eines „sicheren Wertpapiers“ durch Bündelung und Tranchierung umlaufender Staatsanleihen, wodurch gleichzeitig ein liquides und sicheres Wertpapier geschaffen und eine Diversifikation erreicht wird, ohne jedoch eine gemeinschaftliche Haftung vorzusehen.

Außerdem erhöht die neue Regulierung die Finanzierungskosten der Staaten und steigert gleichzeitig den Eigenkapitalbedarf der Banken. Da dies in der derzeitigen Lage die Stabilität von Staaten und Banken bedrohen könnte, ist eine schrittweise Einführung (**Phase-in**) der Regulierung sinnvoll. Die Entscheidung für diese Reform muss jedoch jetzt getroffen werden, damit die Staaten und Marktteilnehmer sich frühzeitig darauf einstellen können und eine Verschiebung der Reform in die unbestimmte Zukunft vermieden wird.

80. Eine **gemeinsame Einlagensicherung** ist zum jetzigen Zeitpunkt kritisch zu sehen. Zwar besteht über die Einlagensicherung eine Verbindung zwischen der Solvenz von Banken und Staaten. Außerdem wurde die Kontrolle über das Bankensystem durch die Implementierung der Bankenunion zumindest teilweise auf die europäische Ebene gehoben. Jedoch hat die nationale Wirtschafts- und Fiskalpolitik erheblichen Einfluss auf die Risiken im Bankensektor. Daher birgt eine

gemeinsame Einlagensicherung die Gefahr der Übertragung von Risiken auf die Gemeinschaft. Außerdem müsste zunächst die Altlastenproblematik gelöst werden (JG 2012 Ziffer 315).

81. Auch im Bereich der **einheitlichen Bankenaufsicht (SSM, Single Supervisory Mechanism)** besteht Nachbesserungsbedarf. Denn die durch die europäischen Verträge bedingte Kombination von Geldpolitik und Bankenaufsicht unter dem Dach der EZB birgt das Risiko von Interessenskonflikten (JG 2012 Ziffern 303 ff.). Diese zeigten sich beispielsweise bei der Genehmigung der ELA-Kredite durch die EZB im Falle Griechenlands. Erstrebenswert ist die Schaffung einer **eigenständigen europäischen Banken- oder sogar Allfinanzaufsicht**, die institutionell unabhängig von der Geldpolitik ist und die mikro- und makroprudenzielle Aufsicht integriert (JG 2014 Ziffer 381). Hierfür wäre jedoch eine Änderung der europäischen Verträge erforderlich.

Um zukünftig einen politischen Konflikt seitens der EZB zu vermeiden, hält es der Sachverständigenrat für erforderlich, dass die **Kriterien für die Gewährung von Notfallkrediten** – sowohl in Bezug auf die Bewertung von Sicherheiten als auch die Evaluation der Bankensolvenz und -liquidität – transparent dargelegt und harmonisiert werden. Fälle, in denen die Gefahr besteht, dass die Nothilfe letztlich zur monetären Staatsfinanzierung verwendet werden könnte, sollten strikter vermieden werden (JG 2013 Ziffern 202 ff.). Zudem hätte es nicht zu der massiven Verschlechterung der Situation in Griechenland kommen müssen, wenn die EZB schon früher die Nothilfen gedeckelt hätte.

Der Krisenmechanismus

82. Im September 2012 wurde mit dem **Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)** ein ständiger Krisenmechanismus für den Euro-Raum eingeführt. Dieser löst die seit dem Jahr 2010 bestehende Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) ab. Der ESM stellt Finanzmittel im Falle von Krisen, welche die Stabilität des Euro-Raums insgesamt gefährden, unter strenger Konditionalität zur Verfügung. Voraussetzungen für die Freigabe von Finanzmitteln sind die Ratifizierung des Fiskalpakts sowie eine qualifizierte Mehrheit im ESM-Entscheidungsgremium, in dem Deutschland ein Vetorecht besitzt (JG 2012 Ziffer 164).
83. Mit dem ESM wird die Gefahr von Ansteckungseffekten begrenzt, was die Glaubwürdigkeit der Nicht-Beistandsklausel steigert. Jedoch birgt die Verfügbarkeit von Krisenhilfen die Gefahr, dass Gläubiger von Staaten Risiken unterbewerten, was der Disziplinierungsfunktion der Märkte abträglich ist. Tatsächlich verhilft der ESM der Marktdisziplinierung erst dann zu völliger Wirksamkeit, wenn er durch ein **Insolvenzregime für Staaten** ergänzt wird, das die Unterstützung durch den ESM in besonders schweren Fällen zwingend an eine Umstrukturierung der staatlichen Schulden bindet. In der derzeitigen Vertragsfassung ist zwar eine private Gläubigerbeteiligung erwähnt, deren Ausgestaltung beschränkt sich aber auf die verpflichtende Aufnahme von Collective Action Clauses (CAC) in Emissionsbedingungen von Staatsanleihen, die bislang nicht mit einer nennenswerten Differenzierung der Renditen einherging (Corsetti et

al., 2015). Dies dürfte unter anderem daran liegen, dass die CAC nicht mit umfassenden Aggregationsklauseln verbunden sind, das heißt, dass sie sich nicht automatisch auf die gesamten ausstehenden Staatsanleihen beziehen.

84. Da eine Insolvenzordnung für Staaten die **glaubwürdige Verlustbeteiligung der Gläubiger** vorsieht, dient sie – ähnlich wie der Bail-in im Bankensektor – nicht allein der Verlustabsorption im Krisenfall, sondern vor allem der **Krisenprävention**. Eine Insolvenzordnung für Staaten setzt den Gläubigern Anreize, die Ausfallrisiken von Staatsanleihen und staatlichen Krediten möglichst genau einzuschätzen und durch Risikoaufschläge zu berücksichtigen. Dies soll ex ante zu einer Disziplinierung staatlicher Haushaltspolitik führen. Allerdings könnten Schuldner, die mit einer Umschuldung rechnen, den Anreiz haben, sich noch höher zu verschulden. Deshalb muss die Umschuldung zwingend mit einem **makroökonomischen Anpassungsprogramm** einhergehen, das diese negativen Anreize korrigiert.
85. Der Sachverständigenrat hat sich in der Vergangenheit intensiv mit möglichen Ausgestaltungen einer Insolvenzordnung für Staaten befasst (JG 2011 Ziffern 242 ff.; JG 2013 Ziffern 276 ff.). Eine staatliche Insolvenzordnung sollte im besten Fall eine Regelbindung herstellen, sodass eine Insolvenz **quasi-automatisch** entlang bestimmter Prüfsteine ablaufen kann und dem politischen Verhandlungsprozess weitgehend entzogen ist. Dies hat vor allem den Vorteil, dass die Unsicherheit reduziert wird und die Marktteilnehmer ihre Erwartungen entsprechend anpassen können. Gleichzeitig können zeitliche Verzögerungen und somit eine unnötige Wertvernichtung vermieden werden. Weitere wesentliche Elemente einer Insolvenzordnung sind Maßnahmen, die die Gleichbehandlung von Gläubigern sicherstellen und damit sowohl einen „rush to the exit“ als auch Holdout-Probleme reduzieren (Fuest et al., 2014).
86. Die vom Sachverständigenrat ursprünglich diskutierte Lösung für eine solche Insolvenzordnung versuchte, einen solchen Automatismus durch eine Orientierung an Schwellenwerten der Schuldenstandsquoten zu erreichen.

Diese Überlegungen hatten als gedanklichen **Ausgangspunkt** eine Welt, in der die staatlichen Schuldenstandsquoten der Euro-Mitgliedstaaten allesamt deutlich unter den heutigen Werten und im Ideal unterhalb der 60 %-Grenze des Maastricht-Vertrags liegen. Sie beantworteten die Frage nach einer Insolvenzordnung, die unter diesen Voraussetzungen – also bestenfalls in ferner Zukunft – eingeführt werden könnte. Insbesondere wäre, so der Gedankengang, ab einer Schuldenstandsquote von 90 % des Bruttoinlandsprodukts neben der Verpflichtung zur Durchführung eines makroökonomischen Anpassungsprogramms zwingend eine Umschuldung unter Beteiligung privater Gläubiger vorzusehen.

87. Die bereits jetzt hohe Verschuldung der Mitgliedstaaten der europäischen Währungsunion verhindert die Einführung einer solchen Insolvenzordnung zum heutigen Zeitpunkt. Eine regelgebundene Umschuldung in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad würde aktuell wohl jeden sinnvoll vorzusehenden Schwellenwert, der Verhandlungen über eine Umstrukturierung der Staatsschulden auslösen soll, in die Nähe der **aktuellen hohen Schuldenstandsquoten** mancher Mitgliedstaaten führen. Somit könnte allein die Ankündigung des In-

solvenzregimes auf den Finanzmärkten zu erheblichen Turbulenzen führen. Daher ist ein solches Verfahren zum jetzigen Zeitpunkt nicht praktikabel.

Es ist jedoch keineswegs anzuraten, auf das Erreichen eines deutlich günstigeren Zeitpunkts zu warten, an dem eine staatliche Insolvenzordnung dieser Art ohne die Gefahr von Turbulenzen eingeführt werden kann. Wenn es im Falle einer erneuten Krise immer noch keine Vorkehrungen für ein geordnetes Verfahren bei besonders hoch verschuldeten Mitgliedstaaten gibt, dann wäre es umso schwerer zu verhindern, dass erneut die **Steuerzahler in großem Umfang in die Pflicht genommen** würden. Damit könnte es erneut zu intensiven Konflikten zwischen den Mitgliedstaaten kommen.

88. Stattdessen sollte das Vorhaben, zu einer staatlichen Insolvenzordnung zu gelangen, zeitnah weiterverfolgt werden. Für die Einführung könnte jedoch eine Übergangsphase vorgesehen werden, in der die Regelungen der Insolvenzordnung allmählich in Kraft treten. Zentral ist, dass die Entscheidung zur Einführung des Insolvenzregimes jetzt getroffen wird, um zu vermeiden, dass diese auf die unbestimmte Zukunft verschoben wird. Sinnvoll wäre ein Vorgehen, bei dem eine weniger starre Regelbindung vorgesehen ist, aber dennoch von vornherein **die Frage der Schuldentragfähigkeit** systematisch mit Blick auf eine mögliche Beteiligung privater Gläubiger diskutiert wird. Am Anfang eines solchen Verfahrens sollte eine Prüfung durch den ESM stehen, ob sich der um Finanzhilfen ersuchende Mitgliedstaat in einer Haushaltsnotlage befindet. Ein zentraler Teil dieser Prüfung muss eine umfassende Tragfähigkeitsanalyse sein.

Wird eine Haushaltsnotlage festgestellt und besteht kein Kapitalmarktzugang mehr, so kann der ESM gegen strenge Konditionalität Finanzhilfen bereitstellen. Diagnostiziert der ESM eine **extreme Haushaltsnotlage**, etwa weil die Tragfähigkeitsanalyse zeigt, dass ein Mitgliedstaat nur durch eine Umschuldung wieder zu tragfähigen öffentlichen Finanzen finden kann, dann findet entweder eine einmalige Laufzeitverlängerung bestehender Anleihen statt oder, falls dies unzureichend ist, eine Restrukturierung der Schulden. Ein solches Vorgehen ähnelt dem aktuellen Vorschlag des IWF (IWF, 2014b).

Im Falle Griechenlands ist es bereits im Jahre 2012 zu massiven Gläubigerbeteiligungen in verschiedenen Formen gekommen. In zukünftigen Krisen wird dies ebenfalls kaum zu vermeiden sein. Deshalb sollten Vorkehrungen getroffen werden, dass solche **Gläubigerbeteiligungen** nicht ad hoc stattfinden, sondern geordneten Abläufen folgen und somit Effizienzverluste vermieden werden können (Zettelmeyer et al., 2013).

89. Wesentlich für eine Vervollständigung des Krisenmechanismus von Maastricht 2.0 durch eine Insolvenzordnung für Staaten wäre der **Abbau der Verschuldung** in den Mitgliedstaaten der Währungsunion. Dafür stehen keine einfachen Lösungen bereit (Corsetti et al., 2015). Wie der Sachverständigenrat dargestellt hat, funktioniert ein Schuldentilgungspakt angesichts von OMT nicht mehr (JG 2013 Ziffern 260 f.). Überlegungen, die eine Umverteilung von Finanzmitteln zwischen weniger und stärker verschuldeten Staaten im Sinne eines temporären Finanzausgleichs vorsehen, sind politisch nicht durchsetzbar. Zudem berücksichtigen sie zu wenig die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen

der Geberländer vor dem Hintergrund der demografischen Entwicklung. Finanztransfers haben schließlich immer ungünstige Anreizwirkungen für die Nehmerländer, und es ist fraglich, wie sehr diese durch eine Insolvenzordnung für Staaten beseitigt werden können.

Letztlich bleibt die Währungsunion daher auf Anstrengungen der Mitgliedstaaten zur Konsolidierung ihrer öffentlichen Finanzen in **Eigenverantwortung** angewiesen. Ohne die Konsolidierungsbereitschaft der hoch verschuldeten Mitgliedstaaten lässt sich die Altschuldenproblematik nicht lösen. Das Regelwerk der fiskalischen Säule kann den Mitgliedstaaten dabei eine Hilfestellung bieten. Diese gewinnt an Bedeutung angesichts der Altschuldenproblematik.

Die Stärkung der fiskalischen Säule

90. Die seit Krisenbeginn angestrebten Reformen des fiskalpolitischen Rahmenwerks haben die **fiskalische Säule fast vervollständigt**. Die nun bestehende Regelarchitektur ist grundsätzlich geeignet, die Haushaltsdisziplin der Mitgliedstaaten zu verbessern. Die Reform des SWP durch Hinzufügung von fünf neuen Verordnungen und einer Richtlinie („Six Pack“) im Jahr 2011, die verbesserte Überwachung und Koordination („Two Pack“) sowie die Verankerung von Fiskalregeln auf nationaler Ebene durch den Fiskalvertrag im Jahr 2013 haben wesentliche Schwächen des ursprünglichen SWP adressiert:
- **Fokussierung auf Schuldentragfähigkeit** (JG 2012 Ziffern 155 ff.): Die ursprüngliche Defizitregel des SWP war nicht zielführend, da sie keine Korrektur für vergangene Defizitüberschreitungen verlangte und andere schuldenstandserhöhende Effekte nicht berücksichtigte. Der „Six Pack“ sieht daher die Einleitung eines Defizitverfahrens bei Überschreitung des Schuldenstands von 60 % des Bruttoinlandsprodukts vor, bei dem ein Schuldenabbau in Höhe von 1/20 der Überschreitung erzielt werden muss.
 - **Transparenz und Voraussicht**: Die ursprünglichen Defizit- und Schuldenregeln wurden ex post evaluiert und orientierten sich nicht am Wirtschaftsverlauf oder Budgetprozess. Seit der ersten Reform des SWP im Jahr 2005 wird der Wirtschaftszyklus beim Defizitkriterium berücksichtigt, und es werden gegebenenfalls strukturelle Einsparungen von 0,5 % des Bruttoinlandsprodukts verlangt. Der „Six Pack“ ergänzt dies mit einer Ausgabenregel, die für die Budgetplanung verbindlich ist, und führt das „Europäische Semester“ zur Begleitung der nationalen Haushaltsplanung ein.
 - **Sanktionierung von Verstößen**: Verstöße gegen den SWP wurden nicht konsequent geahndet. Sanktionen erforderten eine Mehrheitsentscheidung des Ecofin-Rats, dessen Mitglieder eventuell aufgrund weit verbreiteter Verstöße gegen den SWP im eigenen nationalen Interesse gegen Sanktionen stimmten. Mit den Reformen wurden die geforderten Korrekturen im korrektiven Arm des SWP verschärft, die Möglichkeiten für Sanktionen erweitert und ein umgekehrtes Mehrheitsvotum eingeführt. Allerdings bleiben Zweifel, ob die Sanktionen tatsächlich zu verbesserter Fiskaldisziplin führen und ob sie ausreichend vor einem unkooperativen Verhalten eines Mitgliedstaats schützen.

91. Damit die reformierte fiskalische Säule effektiv eine Wiederholung von fiskalischen Fehlentwicklungen unterbindet, sind **Nachbesserungen** notwendig. So ist eine Vereinfachung der Regeln anzustreben, um destabilisierende diskretionäre Spielräume zu begrenzen, beispielsweise bei der Prognose des Konjunkturzyklus und des strukturellen Finanzsaldos. Insbesondere ist es für die Glaubwürdigkeit der Fiskalregeln entscheidend, dass die verantwortlichen europäischen Institutionen – Ecofin-Rat und EU-Kommission – das vorhandene Regelwerk konsequent nutzen, um die Fiskaldisziplin zu wahren.
92. Temporäre Abweichungen zu tolerieren, wie beispielsweise im Falle Frankreichs bei den gewährten Aufschüben zur Erreichung der Defizitgrenze im korrektiven Arm des SWP (Europäische Kommission, 2015a) sowie im Falle Italiens zur Einhaltung der 1/20-Regel zur Schuldenreduktion im präventiven Arm des SWP (Europäische Kommission, 2015b), ist eine Wiederholung vergangener Fehler. Angesichts der hohen Schuldenstandsquoten vieler Mitgliedstaaten des Euro-Raums, die als Altlasten fortwährend die wirtschaftliche Erholung belasten und damit die Stabilität des gemeinsamen Währungsraums in Frage stellen, ist die **Regeltreue beim Abbau struktureller Defizite** besonders wichtig. Wenngleich dies den Handelnden im Einzelfall nicht offensichtlich zu sein scheint, wird sich an der Konsequenz beim Abbau der Altlasten weitgehend die Zukunft des Euro-Raums entscheiden.
93. Die Griechenland-Krise hat gezeigt, dass die Glaubwürdigkeit der Nicht-Beistandsklausel von der **Kooperationsbereitschaft** eines Mitgliedstaats abhängt, der Finanzhilfen unter den Auflagen eines Anpassungsprogramms erhält. Will ein Mitgliedstaat überhaupt nicht kooperieren, so stellt sich die Frage, ob sein Verbleib in der Währungsunion möglich ist. Der **Austritt** eines Mitgliedstaats aus der Währungsunion ist vertragswidrig und verstößt somit gegen das Europarecht. Dies gilt gleichermaßen für die Einführung einer eigenen Währung wie für Parallelwährungen. Der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) sieht den Austritt nicht vor, weil in diesem Falle bei anderen Mitgliedstaaten, die zukünftig wirtschaftliche Probleme haben, Spekulationen über ihren Verbleib im Euro-Raum ausgelöst werden könnten.

Allerdings kann die dauerhaft fehlende Kooperationsbereitschaft eines Mitgliedstaats die Architektur der Währungsunion so sehr untergraben, dass das Gebäude einzustürzen droht. Die Mitgliedstaaten der Währungsunion würden erpressbar. In solchen Fällen muss der Austritt eines Mitgliedstaats aus der Währungsunion als **Ultima Ratio** möglich sein. Tritt dieser Fall ein, müssen Vorkehrungen getroffen werden, dass der Austritt geordnet vollzogen wird und dieser Mitgliedstaat wirtschaftliche Unterstützung zur Vermeidung humanitärer Katastrophen erhält.

3. Instabilität durch voreilige Integrationsschritte

94. Den Forderungen einer gemeinsamen Fiskalpolitik auf europäischer Ebene steht der Sachverständigenrat kritisch gegenüber. Die Schaffung einer **Fiskalkapazität** ist aus seiner Sicht weder notwendig noch zielführend (Feld und Osterloh,

2013; JG 2013 Ziffern 324 ff.). Befürworter dieses Instruments gehen davon aus, dass es innerhalb der Währungsunion die Anpassung in Reaktion auf länderspezifische Schocks erleichtert, die ohne Währungsunion zum Großteil über Währungsanpassungen verlaufen würde. Die Aufgabe der nationalen Währungen kann jedoch mindestens ebenso effektiv durch die Sicherstellung funktionierender Marktmechanismen auf Güter- und Faktormärkten kompensiert werden.

95. Der Grundgedanke, dass ein boomendes Land fiskalische Transfers an ein Land richtet, das sich in einer schlechteren Wirtschaftssituation befindet, **widerspricht dem Konzept von Maastricht 2.0** und ist mit großen Problemen behaftet.

So bestehen Zweifel, dass die erheblichen Anforderungen an die Genauigkeit der Messung von länderspezifischen Schocks und die Möglichkeit, diese auszugleichen, durch eine Fiskalkapazität erfüllt werden können. Die Fiskalkapazität könnte zudem signifikante Umverteilungswirkungen hervorrufen, indem es zu dauerhaften einseitigen Transfers zwischen den Ländern kommt. Das Problem würde zum Beispiel dadurch entstehen, dass die Messung von Produktionslücken in Echtzeit äußerst schwierig ist. Schließlich würden nachteilige Anreizeffekte auftreten, da Länder ihre eigenen Anstrengungen zur Verminderung der Anfälligkeit gegenüber Schocks einschränken würden.

96. Es ist zudem davon auszugehen, dass sich die Anpassungsfähigkeit von Währungsunionen über die Zeit erhöht (Frankel und Rose, 1998). Außerdem steht in Europa noch eine Vielzahl anderer Kanäle zur Verfügung, um länderspezifische Schocks abzufedern, insbesondere die Finanzmärkte. Studien für die Vereinigten Staaten zeigen, dass der weitaus größte Teil der Schockabsorption dort durch die Kapital- und Kreditmärkte und nicht durch Finanztransfers oder den Bundeshaushalt geleistet wird (Feld und Osterloh, 2013). Für die Europäische Währungsunion hat die Förderung der Finanzintegration daher große Bedeutung zur Sicherstellung der Anpassungsfähigkeit an Schocks. Nicht zuletzt entstehen für die Mitgliedstaaten durch eine Rückführung ihrer exzessiven Verschuldung zukünftig wieder Spielräume, um die eigene Fiskalpolitik zur Schockabsorption zu nutzen (JG 2013 Ziffer 335). Somit ist eine **Fiskalkapazität nicht erforderlich**.

97. Ähnliches gilt für den im Verlauf der Krise mehrfach diskutierten Vorschlag einer **europäischen Arbeitslosenversicherung**. Diese könnte im Prinzip als automatischer Stabilisator dabei helfen, länderspezifische Schocks in den Mitgliedstaaten des Euro-Raums auszugleichen. Im Gegensatz zu Transferzahlungen auf makroökonomischer Ebene würde eine solche Versicherung Zahlungen auf individueller Ebene leisten. Im Rahmen von Maastricht 2.0 ist eine europäische Arbeitslosenversicherung aus drei Gründen abzulehnen (JG 2013 Ziffern 327 ff.):

Erstens sind die nationalen Arbeitslosenversicherungen sehr unterschiedlich ausgestaltet, etwa hinsichtlich der Leistungshöhe, der Anspruchsvoraussetzungen und des Versichertenkreises. Zudem muss die Arbeitslosenversicherung mit den anderen Arbeitsmarktinstitutionen eines Landes und dem Steuer- und

Transfersystem harmonisieren. Die Errichtung einer europäischen Versicherung ist folglich **institutionell kaum umsetzbar**.

Zweitens kommt es voraussichtlich zu **Umverteilungswirkungen**, selbst wenn die Versicherungsleistungen auf ein Minimum hinsichtlich Höhe und Dauer beschränkt bleiben. Simulationsstudien kommen allerdings zu unterschiedlichen Ergebnissen (Rhein, 2013; Fichtner und Haan, 2014; Dolls et al., 2014). Berücksichtigt man, dass die Arbeitslosigkeit zumeist nicht ausschließlich konjunkturell, sondern ebenfalls strukturell begründet ist, dürfte ein europäischer Versicherungsmechanismus permanente Transferzahlungen bedingen.

Drittens bringt eine europäische Arbeitslosenversicherung **große Anreizprobleme** mit sich. Die Ausgestaltung der Sozial- und Arbeitsmarktmarktpolitik liegt wie kaum ein anderer Politikbereich im ureigenen Interesse der Mitgliedstaaten. Es ist daher angebracht, etwaige Transferzahlungen möglichst transparent auf makroökonomischer Ebene – beispielsweise über die Struktur- und Investitionsfonds oder einen Krisenmechanismus – zu belassen.

98. In der aktuellen Diskussion wird außerdem häufig die Vertiefung der europäischen Integration durch eine stärkere Harmonisierung der Wirtschaftspolitik vorgeschlagen. Ein prominentes Beispiel für diese Idee ist das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (VMU), das als ein **Element der wirtschaftspolitischen Steuerung** in der EU dienen soll. Mit dem VMU wird versucht, anhand von zehn makroökonomischen Indikatoren (Scoreboard), die von Eurostat ausgewiesen werden, ein makroökonomisches Ungleichgewicht zu identifizieren. Das endgültige Urteil hinsichtlich des Vorliegens eines „übermäßigen Ungleichgewichts“ wird allerdings in erster Linie auf Grundlage einer qualitativen Gesamtbewertung gefällt.
99. Ein Bestandteil des Verfahrens sind **Tiefenanalysen** der europäischen Kommission für diejenigen Mitgliedstaaten, die von Ungleichgewichten bedroht sind. Bei Eröffnung eines Verfahrens wird von dem betroffenen Mitgliedstaat die Umsetzung eines von ihm aufgestellten konkreten Maßnahmenplans zur Korrektur des konstatierten Ungleichgewichts erwartet. Die EU-Kommission kann jedoch nur Empfehlungen aussprechen. Erst bei mangelnder Umsetzung kann der Ecofin-Rat auf Empfehlung der EU-Kommission eine **Sanktion** mit umgekehrter qualifizierter Mehrheit beschließen. Hierbei handelt es sich anfangs um eine verzinsliche Einlage von 0,1 % des Bruttoinlandsprodukts und bei Wiederholung um eine jährliche Geldbuße in derselben Größenordnung.
100. Der Sachverständigenrat begrüßt zwar die **große Sichtbarkeit** des Scoreboards. Makroökonomische Entwicklungen der Mitgliedstaaten werden anhand mehrerer Indikatoren analysiert und sensibilisieren die Öffentlichkeit für länderspezifische Probleme. Jedoch besteht ein fundamentales Problem dieses Verfahrens in der inkorrekten Annahme, dass alle makroökonomischen Fehlentwicklungen auf **staatliches Fehlverhalten** zurückzuführen sind. Zudem bleibt der falsche Eindruck, dass ein Mitgliedstaat immer durch bessere Wirtschaftspolitik zur Korrektur bestimmter makroökonomischer Kennzahlen beitragen kann. Diese Einschätzung ist beispielsweise in Bezug auf den deutschen Leistungsbilanzüberschuss nicht angebracht (JG 2014 Ziffern 400 ff.).

Zudem ist zu kritisieren, dass die EU-Kommission mit Hilfe der Sanktionsmöglichkeit über ein Instrumentarium verfügt, um ihren wirtschaftspolitischen Einfluss in den Mitgliedstaaten zu erhöhen. Der Sachverständigenrat spricht sich daher **gegen eine stärkere Verbindlichkeit** des makroökonomischen Ungleichgewichtsverfahrens aus.

101. In der europäischen Diskussion wird zudem immer wieder eine stärkere **internationale Koordination von Lohnsetzungen** auf dem Arbeitsmarkt gefordert. So wurde jüngst vorgeschlagen, die Mindestlöhne in Frankreich und Deutschland miteinander abzustimmen oder in nationalen Lohnverhandlungen internationale Preisentwicklungen verstärkt in den Fokus zu rücken, um Ungleichgewichte im Euro-Raum zu vermeiden. Im Zusammenhang mit dem letztgenannten Punkt schlägt beispielsweise der Bericht der fünf Präsidenten (Juncker et al., 2015) vor, nationale unabhängige Einrichtungen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit zu schaffen. Diese Institutionen sollen unter anderem die Lohn- und Produktivitätsentwicklung in ihren Volkswirtschaften beobachten und Stellungnahmen darüber abgeben, die dann bei Tarifverhandlungen als Richtschnur dienen sollen.

Aus Sicht des Sachverständigenrates sind diese Vorschläge insgesamt **sehr kritisch zu sehen**. Schließlich ist davon auszugehen, dass Arbeitgeber und Arbeitnehmer in ihren Verhandlungen alle wichtigen makroökonomischen Entwicklungen berücksichtigen. Hierzu trägt in der jüngsten Zeit nicht zuletzt das VMU bei. Darüber hinaus erscheint es nahezu abenteuerlich zu erwarten, dass Unternehmen in ihren Entscheidungen Rücksicht auf Konkurrenten in anderen Mitgliedstaaten des Euro-Raums nehmen sollen. Die Tarifvertragsparteien sind ausschließlich dazu verpflichtet, die Interessen der von ihnen vertretenen Akteure zu wahren. Daher sind die Mitgliedstaaten und die dort handelnden Akteure aufgefordert, die jeweils für sie passenden Reformen zu identifizieren und entsprechende Entscheidungen zu treffen, um ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit zu bewahren (JG 2013 Ziffer 279).

VI. ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK

102. Die Krise im Euro-Raum hat zwei **Grundprobleme** der Konzeption des gemeinsamen Währungsraums offengelegt. Zum einen mangelte es an einer effektiven Disziplinierung der Wirtschafts- und Finanzpolitik. Zum anderen fehlte ein glaubhafter Mechanismus, um auf Krisen zu reagieren. Diese institutionellen Defizite trugen im heterogenen Wirtschaftsraum zu Fehlentwicklungen bei, welche die Ökonomien einzelner Mitgliedstaaten verwundbar machten und die Ausbreitung von Krisen begünstigten. Diese Fehlentwicklungen führten infolge der globalen Finanzkrise zu Krisen in Griechenland, Irland, Portugal und Spanien und gefährdeten letztlich die Integrität des gesamten Euro-Raums.
103. Angesichts dieser Fehlentwicklungen war in den Krisenländern eine **makroökonomische Anpassung** unausweichlich. Hierzu gehörten unter anderem die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und Maßnahmen zur Erhöhung

der Wettbewerbsfähigkeit. Diese Schritte waren für die Bevölkerung in den jeweiligen Ländern mit schmerzhaften Einschnitten und daraus resultierenden sozialen Spannungen verbunden.

Um die Krisenländer in diesem Anpassungsprozess zu unterstützen und die Finanzsysteme zu stabilisieren, wurden **Anpassungsprogramme** vereinbart. Diese wurden von demokratisch legitimierten Repräsentanten der Geber- und Nehmerländer verabschiedet und folgten dem Prinzip „Kredite gegen Reformen“. Das jeweilige Krisenland setzte die Reformen wiederum in Eigenregie um. Damit dies erfolgreich gelingen konnte, waren **glaubhafter Reformwille und -fähigkeit** unabdingbar.

104. Irland, Portugal, und Spanien haben ihre Programme erfolgreich beendet. Allerdings stellen der mangelnde Fortschritt und die jüngsten Verwerfungen in Griechenland in den Augen mancher die gesamte Rettungspolitik in Frage. Doch die Situation Griechenlands sollte nicht als Beleg für eine insgesamt gescheiterte **Rettungspolitik** interpretiert werden. Erstens hat die Rettungspolitik der Jahre 2010 bis 2014 eine systemische Krise abgewendet und damit den Zusammenhalt der Währungsunion gewahrt. Zweitens wurde die Zeit genutzt, um die Währungsunion durch Reformen krisenfester zu machen. Drittens konnten Irland, Portugal und Spanien dauerhaft das Vertrauen der Investoren zurückgewinnen und befinden sich in einem konjunkturellen Aufschwung, wenngleich die Arbeitslosigkeit dort nach wie vor hoch ist.
105. In den Diskussionen und Verhandlungen der vergangenen Jahre hat sich deutlich gezeigt, dass die Mitgliedstaaten des Euro-Raums aktuell überwiegend keinen Verzicht auf Haushaltsautonomie wünschen. Der Sachverständigenrat spricht sich vor diesem Hintergrund dafür aus, die Fiskal- und Wirtschaftspolitik so lange in **nationaler Souveränität** zu belassen, wie es in den Mitgliedstaaten keine ernsthafte Aussicht auf die effektive Übertragung dieser Souveränität auf die europäische Ebene gibt. Dies muss allerdings keinen Verzicht auf einen stabilen und in sich kohärenten Ordnungsrahmen für die Währungsunion bedeuten, der dem Leitgedanken der Einheit von Haftung und Kontrolle genügt.

Um eine solche stabile Architektur des Euro-Raums zu skizzieren, hat der Sachverständigenrat unter dem Stichwort „**Maastricht 2.0**“ einen langfristigen Ordnungsrahmen erarbeitet (JG 2012 Ziffern 173 ff.; JG 2013 Ziffern 269 ff.). Die Reformen der vergangenen Jahre entsprechen im Wesentlichen diesem Konzept: Durch Verschärfung des SWP mit neuen Regeln wird die nationale Finanzpolitik verstärkt europäisch kontrolliert. Ein Krisenmechanismus sowie eine Bankenunion wurden eingeführt. Die allgemeine Wirtschafts- und Fiskalpolitik verblieben hingegen weiterhin in nationaler Verantwortung. Diese Reformen haben den Ordnungsrahmen wesentlich stabiler gemacht.

106. Einige dieser Reformen sind jedoch unvollständig. Die **Bankenunion** in ihrer jetzigen Form bedarf der Weiterentwicklung. Erstrebenswert wären insbesondere:

- die Schaffung einer eigenständigen europäischen Banken- oder sogar Allfinanzaufsicht, die institutionell unabhängig von der Geldpolitik ist und die mikro- und makroprudenzielle Aufsicht integriert,
- weiterreichende Kompetenzen der Abwicklungsbehörde, auch für kleinere Banken,
- eine Reduktion der Ermessensspielräume bei der Gläubigerbeteiligung.

Zudem wurde das Problem des **Risikoverbunds zwischen Banken und Staaten** bislang nicht vollständig gelöst. Die Risikogewichte für Staatsanleihen in der Eigenkapitalregulierung sollten daher angepasst werden. Eine Begrenzung von Konzentrationen in Staatsanleihen in Anlehnung an die Großkreditvorschriften ist erstrebenswert.

107. Im Zuge der Rettungspolitik wurde die **EZB in die Rolle der Krisenmanagerin** gedrängt und agierte an der Grenze ihres Mandats. Die Ankündigung von EZB-Präsident Draghi, „alles zu tun“, um die Integrität des Euro-Raums zu verteidigen, hat zwar die Finanzmärkte beruhigt, setzt aber falsche Signale für die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte. Um dies zu verhindern, müssen **Fiskalregeln strikt eingehalten** werden. Dies dürfte der einzige Weg sein, um das Problem der Altlast hoher Schuldenstandsquoten zu überwinden.
108. Damit schließlich die Nicht-Beistandsklausel glaubwürdig bleibt, sollte der ESM in der weiteren Zukunft einen **Insolvenzmechanismus** schaffen, der für zukünftige Anpassungsprogramme eine Laufzeitverlängerung zur Bedingung macht, wenn die Staatsschulden als nicht tragfähig erachtet werden. Bei Überschuldung oder grobem Verstoß gegen die Fiskalregeln sollte ein ESM-Anpassungsprogramm nur nach einem Schuldenschnitt für private Gläubiger genehmigt werden.
109. Die Erfahrung mit Griechenland hat weiterhin gezeigt, dass die dauerhaft fehlende Kooperationsbereitschaft eines Mitgliedstaats die Stabilität der Währungsunion existenziell bedrohen kann. Ohne die Möglichkeit des Austritts würden die Mitgliedstaaten erpressbar. Daher muss der Austritt eines Mitgliedstaats aus der Währungsunion als **Ultima Ratio** möglich sein. Dies gilt auch deshalb, weil die Bevölkerung der anderen Mitgliedstaaten nicht bereit sein wird, einzelne Mitgliedstaaten in beliebigem Umfang zu finanzieren. Dies müssen die demokratisch legitimierten Regierungen der Staaten, welche die Finanzierungslasten schultern, bei den Verhandlungen berücksichtigen. Zudem könnte es Ausstrahlungseffekte auf andere EU-Länder – insbesondere auf das Vereinigte Königreich – geben, die sich politisch immer stärker vom Euro-Raum zu entfremden drohen.
110. Die derzeitigen Verwerfungen um Griechenland sollten nicht Anlass für **vorschnelle Integrationsschritte** sein. Der Sachverständigenrat wiederholt hiermit seine Kritik an Vorschlägen, die mit dem Prinzip des Einklangs von Haftung und Kontrolle nicht vereinbar sind, sondern im Gegenteil eher davon wegführen:

- **Schaffung einer Fiskalkapazität:** Das Konzept eines fiskalischen Transfers von Ländern mit überdurchschnittlicher Wirtschaftsentwicklung an Länder mit schwächerer Wirtschaftsentwicklung ist aufgrund von Messproblemen praxisuntauglich, schafft falsche Anreize und birgt die Gefahr von dauerhaft einseitigen Transfers (JG 2013 Ziffern 324 ff). Dies trifft genauso auf die mögliche Einrichtung einer europäischen Arbeitslosenversicherung zu.
- **Stärkere Verbindlichkeit des makroökonomischen Ungleichgewichtsverfahrens:** Das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (VMU) stellt ein Element der wirtschaftspolitischen Steuerung in der Europäischen Union da. Zwar hilft die große Sichtbarkeit des im VMU vorgesehenen „Scoreboards“ makroökonomischer Indikatoren bei der Identifizierung von Ungleichgewichten. Jedoch sind nicht alle Fehlentwicklungen auf staatliches Fehlverhalten zurückzuführen oder können durch staatliches Eingreifen korrigiert werden (JG 2012 Ziffer 168).

111. Angesichts der akuten Gefahr für den Zusammenhalt des gemeinsamen **Währungsraums**, der aus der erneuten Zuspitzung der Krise in Griechenland resultierte, muss überlegt werden, durch welche Reformen des Ordnungsrahmens sich künftig eine Wiederholung einer solchen Zerreißprobe vermeiden lässt.

Aber eine Reform dieses Rahmenwerks darf nicht allein mit dem Willen begründet werden, positive Signale für die europäische Integration zu setzen. Solange die Mitgliedstaaten nicht zu einer **Übertragung nationaler Souveränität** für ihre Wirtschafts- und Finanzpolitik auf die europäische Ebene bereit sind, müssen alle Reformvorschläge einer kritischen Überprüfung der durch sie gesetzten **Anreize für die nationale Wirtschafts- und Finanzpolitik** standhalten. Der institutionelle Rahmen des gemeinsamen Währungsraums kann nur dann Stabilität gewährleisten, wenn er dem **Leitgedanken der Einheit von Haftung und Kontrolle** folgt. Reformen, die von diesem Leitgedanken noch weiter wegführen, bereiten die Grundlage für weitere Krisen und dürften daher – im Gegensatz zu ihrer Intention – dem Integrationsprozess sogar schaden.

Eine andere Meinung

Ein Mitglied des Rates, **Peter Bofinger**, kann sich dem in diesem Sondergutachten von der Mehrheit vorgeschlagenen ordnungspolitischen Konzept für die institutionelle Weiterentwicklung der Europäischen Währungsunion nicht anschließen.

1. Zur Weiterentwicklung der Europäischen Währungsunion

112. Die Krise in Griechenland stellt die Frage nach einer **grundsätzlichen Reform** der institutionellen Ausgestaltung der Währungsunion. Es geht dabei um den zentralen Punkt, ob eine Währungsunion auf Dauer ohne eine politische Union überlebensfähig sein kann. Im Gegensatz zu vielen Ökonomen (Issing, 2004) kommt die Mehrheit dabei zu dem Ergebnis, dass es auch weiterhin ohne eine effektive Übertragung von Souveränität auf die europäische Ebene möglich sei, einen stabilen und in sich kohärenten Ordnungsrahmen für die Währungsunion zu schaffen.
113. Die Mehrheit schlägt daher mit dem von ihr bereits im Jahr 2012 entwickelten Konzept „**Maastricht 2.0**“ eine Lösung vor, die mit einigen Modifikationen weitgehend dem institutionellen Status quo entspricht. Die entscheidende Innovation ist ein **Insolvenzmechanismus** für Staaten. Sinnvoll sei hierfür ein Vorgehen, bei dem von vornherein die Frage der Schuldentragfähigkeit systematisch mit dem Blick auf eine mögliche Beteiligung privater Gläubiger diskutiert werde. Es sei zentral, dass die Entscheidung zur Einführung einer staatlichen Insolvenzordnung jetzt getroffen werde, um zu vermeiden, dass diese nicht auf die unbestimmte Zukunft verschoben werde. Dabei lässt es die Mehrheit jedoch weitgehend offen, wie dieser Mechanismus konkret ausgestaltet werden soll.

Demgegenüber hält die Mehrheit alle Vorschläge für unrealistisch, die auf eine **Übertragung nationaler Souveränität** in der Wirtschafts- und Finanzpolitik auf die europäische Ebene und damit eine Stärkung und verbesserte demokratische Legitimation der politischen Entscheidungsprozesse in Europa hinauslaufen würden.

114. Das ordnungspolitische Konzept, für das sich die Mehrheit zur Stärkung der Währungsunion ausspricht, ist somit wesentlich **vom Vertrauen in die stabilisierenden Kräfte des Marktes** geprägt. In Not geratenen Mitgliedstaaten sollten in Zukunft „keine politischen Partner, sondern anonyme Finanzmärkte“ gegenüberstehen. Wenn die Haftung für andere Mitgliedstaaten glaubwürdig ausgeschlossen werde, könnten die „Finanzmärkte ihre Disziplinierungsfunktion ausüben, indem sie über höhere Risikoprämien auf Staatsanleihen die fiskalische Disziplin der Mitglieder einfordern.“

115. Für das ausgeprägte Vertrauen der Mehrheit in Marktprozesse als ordnungspolitischem Grundprinzip einer Währungsunion gibt es bisher wenig Evidenz:
- Schon der **Delors-Bericht** (Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1989), der im Jahr 1989 die Blaupause für die Europäische Währungsunion formulierte, kam zu dem Befund, dass die Disziplinierungseffekte, die von Marktkräften ausgehen, entweder zu langsam und zu schwach oder zu plötzlich und zu zerstörerisch ausfielen. Diese Prognose wurde durch die über viele Jahre hinweg nur sehr geringen Risikoprämien für griechische Anleihen eindrucksvoll bestätigt.
 - Die **Finanzkrise**, von der im Euro-Raum vor allem Spanien und Irland betroffen waren, wurde wesentlich durch Fehlentscheidungen privater Investoren verursacht. Es erscheint dabei geradezu paradox, dass Akteure, die vom Staat mit hohen Mitteln gerettet wurden, nun über denselben Staat als Schiedsrichter für eine angemessene makroökonomische Politik eingesetzt werden sollen.
 - Die **krishafte Entwicklung in der Phase bis zum Juli 2012** bestätigt die Prognose des Delors-Berichts, wonach Marktreaktionen, wenn sie dann einmal einsetzen, so abrupt und zerstörerisch ausfallen, dass es Staaten nicht mehr möglich ist, angemessen darauf zu reagieren. Deshalb konnte die Währungsunion damals nur durch das engagierte Eintreten von Mario Draghi, insbesondere der Ankündigung von Outright Monetary Transactions, gerettet werden. Nur durch eine de-facto-Garantie für die europäischen Staatsanleihen konnte der Teufelskreis von steigenden Anleihezinsen, einer verminderten Schuldentragfähigkeit, dem Verkauf von Staatsanleihen und ungünstigeren Ratings gestoppt werden. Es ist also nur dem Verstoß gegen den von der Mehrheit so hoch gehaltenen „Leitgedanken der Einheit von Haftung und Kontrolle“ zu verdanken, dass die Währungsunion im Sommer 2012 nicht kollabiert ist.
116. Für **den institutionellen Status quo** lässt sich somit festhalten, dass er ohne die Bereitschaft der EZB zu massiven Interventionen am Kapitalmarkt nicht überlebensfähig gewesen ist. Die Instabilität des Status quo bei größeren Störungen auf den Finanzmärkten ist nicht überraschend, da die Mitgliedstaaten der Währungsunion **einem spezifischen Insolvenzrisiko** ausgesetzt sind, das so für vergleichbare Staaten nicht existiert.

Es resultiert daraus, dass mit dem Eintritt eines Landes in die Währungsunion alle staatlichen Schulden, die bisher auf die Landeswährung gelautet hatten, auf Euro umgestellt werden. Damit entfällt die Möglichkeit, im Notfall die Rückzahlung der Staatsschulden durch die eigene Notenbank zu finanzieren. In dieser Hinsicht besteht somit ein fundamentaler Unterschied zwischen den Mitgliedstaaten der Währungsunion und anderen hochentwickelten Ländern wie den Vereinigten Staaten, Japan oder dem Vereinigten Königreich. Letztlich befinden sich die Mitgliedstaaten in einer Situation, die sonst nur für Schwellenländer gegeben ist, die nicht in der Lage sind, sich in ihrer eigenen Währung zu verschulden.

Die besonders hohe **Exponiertheit gegenüber den Finanzmärkten** wird noch dadurch verstärkt, dass es in der Währungsunion für die Anleger eines Landes jederzeit möglich ist, von den Anleihen des eigenen Staates auf die Anleihen eines anderen Mitgliedstaats abzuwandern, ohne dabei einem Währungsrisiko ausgesetzt zu sein. Demgegenüber sind die Abwanderungsmöglichkeiten beispielsweise japanischer Anleger zu Anleihen anderer Staaten durch ein recht hohes Währungsrisiko vergleichsweise beschränkt.

117. Die entscheidende institutionelle Veränderung, die die Mehrheit in diesem Sondergutachten gegenüber dem Status quo fordert, ist ein **Insolvenzmechanismus für Staatsanleihen**, der jedoch im Einzelnen nicht genauer spezifiziert wird. Die Mehrheit scheint davon auszugehen, dass damit die Rahmenbedingungen in der Währungsunion so fundamental verändert werden, dass es nicht mehr zu sich selbstverstärkenden Bond-runs auf den Anleihemärkten des Euro-Raums kommen wird.

In Anbetracht des spezifischen Insolvenzrisikos, dem die Mitgliedstaaten des Euro-Raums ausgesetzt sind, könnte ein solcher Insolvenzmechanismus jedoch genau das Gegenteil bewirken. Die Marktteilnehmer müssten dann davon ausgehen, dass es grundsätzlich zu einer Umstrukturierung von Staatsanleihen kommt, sobald ein Land auf den Kapitalmärkten unter Druck gerät. Somit könnte es schon bei kleineren Störungen zu einem Bond-run kommen, der dann nicht mehr zu stoppen ist. Natürlich könnte wiederum die EZB eingreifen, aber genau das wird von der Mehrheit vehement abgelehnt.

118. Mit einem solchen Insolvenzmechanismus würde man zudem den höherverschuldeten Mitgliedstaaten die Möglichkeit nehmen, auf eine gravierende Rezession mit hohen Staatsdefiziten zu reagieren. Die Erfahrungen der Jahre 2009/10 zeigen, dass eine hoch dosierte **antizyklische Fiskalpolitik** wesentlich dazu beigetragen hat, eine Wiederholung der Großen Depression zu vermeiden. In der Welt des Maastricht 2.0 müssten Staaten mit hohen Schuldenstandsquoten jederzeit damit rechnen, dass die Märkte in Panik geraten und damit einen sich selbstverstärkenden Bond-run auslösen.
119. In einer Situation, in der das Vertrauen in die Integrität der Währungsunion, nicht zuletzt durch die Diskussion über einen temporären Austritt Griechenlands aus dem Euro-Raum, ohnehin beschädigt ist, könnte eine politische **Initiative für ein staatliches Insolvenzregime** verheerende Wirkungen haben. Die Antwort auf die Krise in Griechenland darf daher nicht darin bestehen, die Stabilität der Währungsunion durch ein höheres Ausfallrisiko der öffentlichen Anleihen des Euro-Raums zu schwächen. Es muss vielmehr darum gehen, die entscheidenden Schwachstellen des institutionellen Rahmens zu beheben. Es bedarf dazu mutiger Schritte in die Richtung einer **fiskalischen Union**.
120. Die Währungsunion sollte insbesondere so weiterentwickelt werden, dass sie bei massiven Störungen auf den Finanzmärkten ähnlich robust aufgestellt ist wie andere große Währungsräume. Staatsanleihen der Vereinigten Staaten, Japans und des Vereinigten Königreichs sind bezüglich des nominalen Rückzahlungs Betrags im Prinzip zu 100 % sicher. Sie stellen damit einen wichtigen **Stabilitätspeiler für die Finanzsysteme** dieser Länder dar. Zudem ist es den Regie-

rungen dieser Länder damit möglich gewesen, als Reaktion auf die „Große Rezession“ der Jahre 2008/09 mit ungewöhnlich hohen staatlichen Budgetdefiziten stabilisierend einzugreifen.

121. Für den Euro-Raum könnte eine solche Situation dadurch geschaffen werden, dass zumindest für einen Teil der Staatsanleihen der Mitgliedstaaten eine **gemeinsame Haftung** übernommen wird. Der Sachverständigenrat hat sich in seinen Jahrgutachten 2011 und 2012 für das Modell eines „**Schuldentilgungspakts**“ ausgesprochen. Die Idee dieses Vorschlags besteht darin, Schulden, die den Referenzwert des Vertrags von Maastricht in Höhe von 60 % des Bruttoinlandsprodukts übersteigen, in einen gemeinsamen Tilgungsfonds mit gemeinschaftlicher Haftung auszulagern. Für jedes Land sollte ein Konsolidierungspfad vereinbart werden, bei dem die ausgelagerten Schulden in einem Zeitraum von 20 bis 25 Jahren getilgt würden. Der Vorschlag war entscheidend davon motiviert, einen unbegrenzten **Ankauf von Wertpapieren durch die EZB** zu verhindern (JG 2011 Ziffer 186).

122. Da eine gemeinsame Haftung zweifellos auch eine **gemeinsame Kompetenz** erfordert, muss jede Form einer Gemeinschaftshaftung mit einer Übertragung von fiskalpolitischer Souveränität auf die europäische Ebene einhergehen. Die Mehrheit verweist zu Recht darauf, dass die Bereitschaft hierfür derzeit nicht sehr ausgeprägt ist. Diese ließe sich jedoch erhöhen, wenn dafür im Gegenzug eine gemeinsame Haftung und damit eine bessere Absicherung gegenüber Finanzmarktstörungen erreicht würde. Der Souveränitätsverzicht muss sich dabei nicht auf den Umfang und die Struktur der nationalen Ausgaben und Einnahmen beziehen. Er kann sich darauf beschränken, das für ein bestimmtes Land im Rahmen der bestehenden Regeln zulässige Defizit zu bestimmen und gegebenenfalls im Rahmen von Durchgriffsrechten beispielsweise zeitlich begrenzte Steuererhöhungen zu beschließen.

123. Der Sachverständigenrat hat in seinen früheren Gutachten dafür geworben, einen **Währungskommissar** zu schaffen, der mit denselben Befugnissen ausgestattet werden sollte wie der Wettbewerbskommissar, dessen Entscheidungen keine Billigung durch den Ministerrat erfordern (JG 2011 Ziffer 208). Ihm sollte das Recht eingeräumt werden, gegen einen Mitgliedstaat, der sich nicht an die vorgegebenen Regeln hält, ein Vertragsverletzungsverfahren vor dem Europäischen Gerichtshof einzuleiten. Der Rat hat dabei auch das Modell eines **europäischen Finanzministers** mit der Kompetenz für die Wirtschafts- und Währungspolitik der Gemeinschaft erwogen (JG 2011 Ziffer 210). Entscheidend für diese Überlegungen war der Befund, dass man von einem intergouvernementalen Gremium wie dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister nicht erwarten könne, dass es konsequente Sanktion verhängt.

124. Die Übertragung der Kompetenzen für die Prozeduren und Sanktionen im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts auf eine **supranationale Institution** würde somit nicht nur die Möglichkeit eröffnen, Formen einer Gemeinschaftshaftung in der Währungsunion zu etablieren, es würde zugleich die Voraussetzung geschaffen, Staaten mit einer regelwidrigen Fiskalpolitik wirksamer zu sanktionieren. Genau dies ist im Fall Griechenlands versäumt worden. Hier

war über Jahre hinweg deutlich erkennbar gewesen, dass die Haushaltsdefizite ex post weitaus höher ausfielen als bei ihrer erstmaligen Veröffentlichung. Gleichwohl wurde das Land im Jahr 2007 auf der Basis der damals vorliegenden Daten für 2006 und 2007 aus dem Defizitverfahren ohne Sanktionen entlassen.

125. Die Mehrheit verweist darauf, dass eine **Übertragung nationaler Souveränität** für die Wirtschafts- und Finanzpolitik aktuell weder in der Diskussion sei noch dass eine große Aussicht auf ihre demokratisch legitimierte Umsetzung bestehe. Bei einem solchen Verharren im Status quo und noch mehr bei einem durch ein Insolvenzregime erhöhten Ausfallrisiko für Staatsanleihen kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass die Stabilität der Währungsunion im Fall einer massiven Störung auf den Finanzmärkten nicht mehr gesichert werden kann. Wenn ein größeres Mitgliedsland mit einem Bond-run konfrontiert würde, könnte selbst die EZB an die rechtlichen Grenzen ihres Handlungsspielraums geraten.

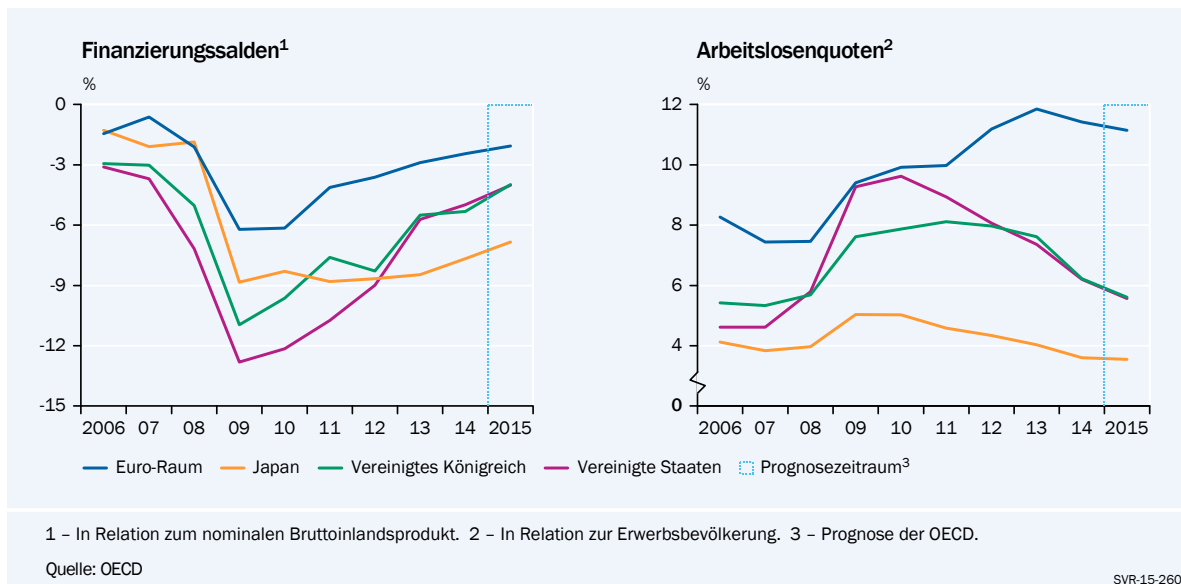
2. Zum Vorschlag einer europäischen Fiskalkapazität

126. Nicht geteilt werden kann die ablehnende Haltung der Mehrheit gegenüber einer europäischen **Fiskalkapazität**. ↘ ZIFFER 96 Für die implizite Annahme, dass sich die Anpassungsfähigkeit der Europäischen Währungsunion über die Zeit erhöht habe und deshalb keine gemeinschaftlichen Stabilisierungsmechanismen erforderlich seien, lässt sich nach den Erfahrungen der vergangenen fünf Jahre nur schwer empirische Evidenz finden. Wenn die Mehrheit darauf verweist, dass den Mitgliedstaaten durch eine Rückführung ihrer exzessiven Verschuldung zukünftig wieder Spielräume entstünden, um die eigene Fiskalpolitik zur Schockabsorption zu nutzen, ist das nicht unzutreffend. Allerdings wird es bei den meisten Ländern Jahrzehnte dauern, bis dieser Zustand erreicht sein wird.
127. Die Notwendigkeit einer **gemeinsamen Stabilisierungsfunktion** für den Euro-Raum, wie sie im „Bericht der fünf Präsidenten“ (Juncker et al., 2015) vorgeschlagen wird, oder zumindest einer sehr viel engeren wirtschaftspolitischen Kooperation, resultiert daraus, dass es in der Währungsunion bisher nicht gelungen ist, eine **wirksame Koordination der nationalen Fiskalpolitiken** zu erreichen. Wie bereits der Delors-Bericht dargestellt hat, ist das eine entscheidende Voraussetzung für ein binnenwirtschaftliches Gleichgewicht im Euro-Raum. Auch das **Europäische Semester**, das von seiner Konzeption her für diese Koordinationsaufgabe geeignet wäre, hat sich bisher als völlig unzulänglich erwiesen (Bofinger, 2014). Die vom „Bericht der fünf Präsidenten“ (Juncker et al., 2015) vorgeschlagene bessere Strukturierung des Europäischen Semesters ist daher ein Schritt in die richtige Richtung.
128. Die unzureichende fiskalpolitische Koordination lässt sich an der Entwicklung der Fiskalsalden seit dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich ablesen. Die **antizyklische Reaktion der Fiskalpolitik** fiel im Euro-Raum sehr viel schwächer und kürzer **aus** als in anderen großen Wirtschaftsräumen. ↘ ABBILDUNG 14 Dementsprechend ist die Arbeitslosigkeit im Euro-Raum

im Vergleich zum Höchststand bisher nur wenig zurückgegangen, während sie in den anderen Währungsräumen wieder nahezu das Vorkrisenniveau erreicht hat.

▾ ABBILDUNG 14

Finanzierungssalden und Arbeitslosenquoten in ausgewählten Wirtschaftsräumen



3. Zur Diskussion über die Austeritätspolitik

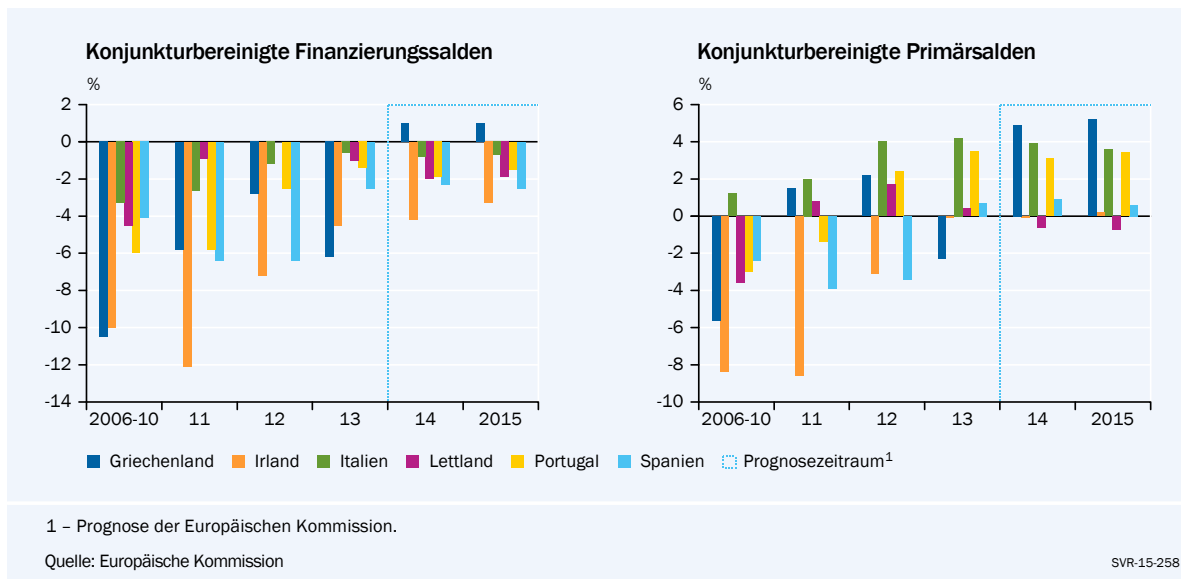
129. Die Mehrheit setzt sich kritisch mit der Position auseinander, wonach eine sogenannte Austeritätspolitik, also die Forderung einer raschen Defizitreduktion, das Wachstum und somit die Überwindung einer Krise nicht fördere, sondern verhindere.

Dabei scheint sie jedoch zu übersehen, dass insbesondere **Spanien**, das von ihr als Erfolgsmodell beschrieben wird, wesentlich davon profitiert hat, dass es seit dem Jahr 2013 keine weiteren Sparanstrengungen unternommen hat. Das konjunkturbereinigte Defizit wurde seitdem nicht weiter reduziert, obwohl das Defizit mit 5,8 % im Jahr 2014 und voraussichtlich 4,5 % in diesem Jahr im internationalen Vergleich außerordentlich hoch ausfällt. Spanien hat diesen fiskalischen Spielraum nicht zuletzt für nachfrageorientierte Maßnahmen genutzt. So hat es seine Automobilindustrie bis zuletzt durch insgesamt acht Programme mit **Abwrackprämien** gestützt, die zu einem starken Anstieg des Absatzes geführt haben.

130. Die Entwicklung des konjunkturbereinigten **Budgetsaldos** wie auch des konjunkturbereinigten **Primärsaldos** belegt, dass von den Ländern Portugal, Lettland, Irland, Italien und Spanien weitaus geringere Spar- und Konsolidierungsanstrengungen eingefordert wurden als von Griechenland. ▽ ABBILDUNG 15 So gesehen spricht sehr vieles für die These, dass eine überzogene Defizitreduktion krisenverstärkend wirkt.

▾ **ABBILDUNG 15**

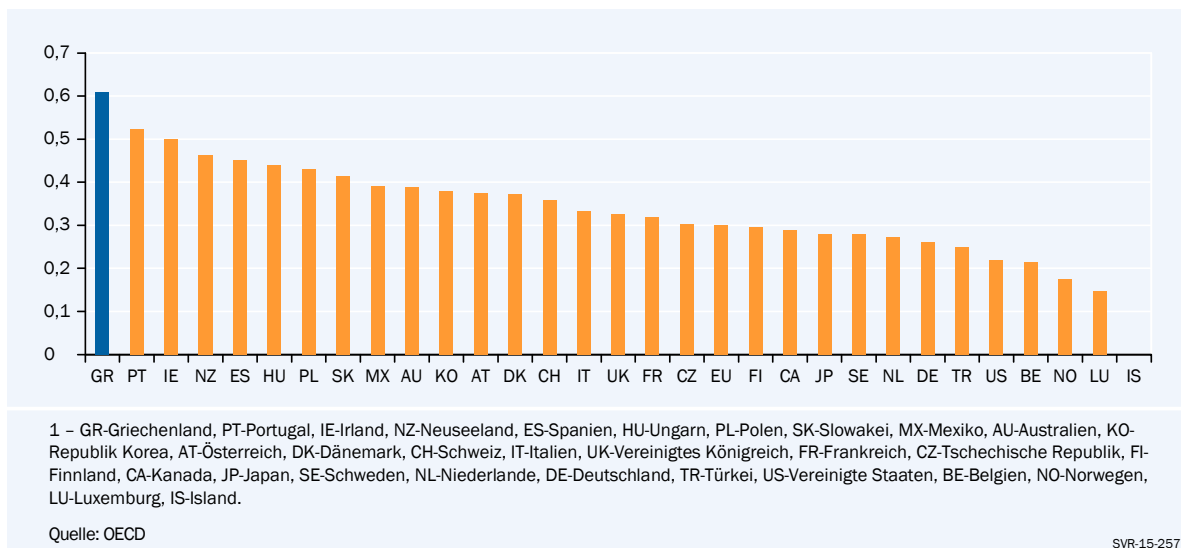
Finanzierungs- und Primärsalden
in Relation zum Produktionspotenzial



131. In diesem Zusammenhang ist auch die These der Mehrheit zu berücksichtigen, wonach die **mangelnde Umsetzung von Reformen** in Griechenland im Gegensatz zu den erfolgreichen Reformmaßnahmen in Spanien, Irland und Portugal stehe. Dieser Befund deckt sich nicht mit der empirischen Evidenz. Nach dem von der OECD ermittelten Indikator der „Reform Responsiveness“ hat Griechenland seit dem Jahr 2007 deutlich mehr Reformen durchgeführt als andere Problemländer. ▾ **ABBILDUNG 16**

▾ **ABBILDUNG 16**

Reformbereitschaft (Reform Responsiveness) im Zeitraum 2007 bis 2014¹

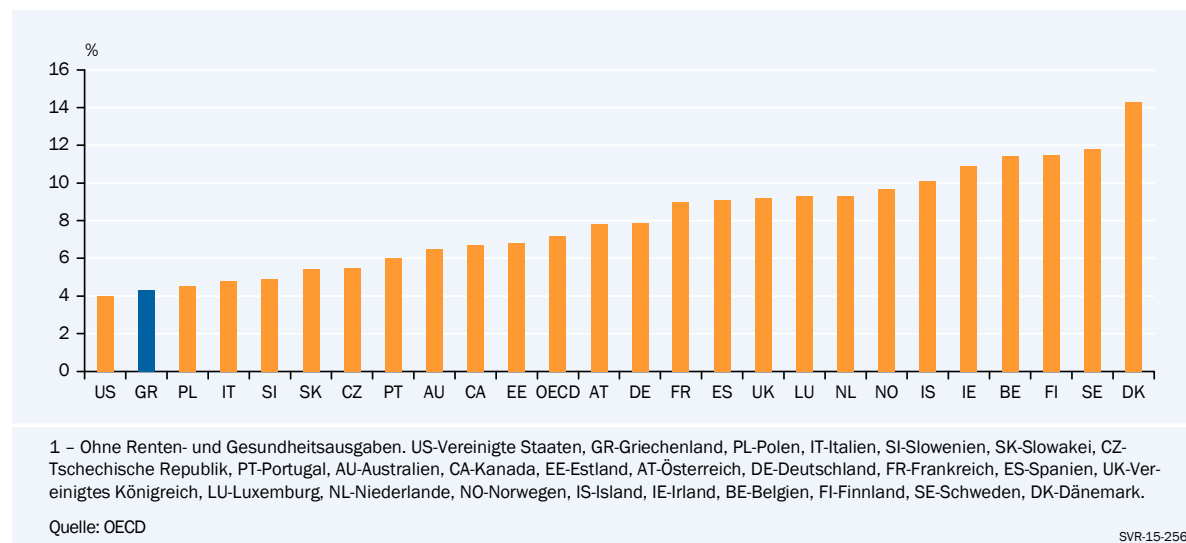


132. Die Diskussion über Strukturreformen leidet dabei generell darunter, dass keinerlei Gewichtung der zahlreichen Einzelmaßnahmen vorgenommen wird. Aus deutscher Perspektive könnte man geneigt sein, Griechenland insbesondere eine

Umsetzung der **Hartz IV-Reformen** zu empfehlen, um so für Arbeitslose starke Anreize zu setzen, wieder eine Beschäftigung aufzunehmen. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass in Griechenland Arbeitslose nach 360 Tagen Arbeitslosigkeit überhaupt keine staatliche Unterstützung mehr erhalten. Dies erklärt auch die Tatsache, dass die staatlichen Sozialleistungen in Griechenland (ohne Ausgaben für die Rentenversicherung und das Gesundheitssystem) weitaus geringer sind als in anderen europäischen Ländern. ▫ ABBILDUNG 17 In dieser Hinsicht hat Griechenland seine „Hausaufgaben“ noch konsequenter erledigt als Deutschland.

▫ ABBILDUNG 17

Ausgaben für Sozialleistungen im Jahr 2009¹ in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt



4. Zusammenfassung

133. Deutschland hat in den vergangenen Jahren wie kein anderes Land wirtschaftlich von der Mitgliedschaft in der Europäischen Währungsunion profitiert. Ein unkontrollierter Zusammenbruch des Euro würde deshalb die deutsche Wirtschaft in besonderem Maße beeinträchtigen. Bei allen Schwierigkeiten, die sich auf dem Weg zu einer vertieften Integration stellen, sollte die deutsche Politik ein großes Interesse daran haben, die Architektur der Europäischen Währungsunion nach den Erschütterungen durch die Krise in Griechenland konsequent zu stabilisieren.

Es geht dabei um eine fundamentale **ordnungspolitische Weichenstellung**. Soll Europa in Zukunft von „anonymen Finanzmärkten“ diszipliniert werden oder soll es durch demokratisch legitimierte politische Prozesse gestaltet werden? In den Worten Foucaults (2004) geht es um die Frage, ob wir einen Staat unter der Aufsicht des Marktes oder aber einen Markt unter der Aufsicht des Staates haben wollen. Wenn man den Rückschritt zu nationalen Währungen ablehnt, muss man sich der Wahl zwischen der Finanzmarktdominanz und der Übertragung gewisser Souveränitätsrechte auf die europäische Ebene stellen.

Dabei ist der Verzicht auf nationale Souveränität geringer als es auf den ersten Blick scheinen mag. Wer den erratischen Prozessen der Finanzmärkte unterliegt, genießt letztlich keine sinnvolle materielle Souveränität.

Nach den Erfahrungen mit der Finanzkrise und den destabilisierenden Prozessen in der Phase von 2010 bis Juli 2012 spricht wenig dafür, sich – wie von der Mehrheit vorgeschlagen – verstärkt den Gestaltungsprozessen der Finanzmärkte anzuvertrauen. Der **Weg zu mehr politischer Integration** in Europa ist schwierig, aber letztlich alternativlos.

Literatur zum Minderheitsvotum

[Bofinger, P.](#) (2014), *Fiscal and macro-structural challenges and policy recommendations for the euro area and its member states under the 2014 semester cycle*, In-depth analysis, Generaldirektion Interne Politikbereiche der Union, Europäisches Parlament, Brüssel.

[Committee for the study of economic and monetary union](#) (1989), *Report on economic and monetary union in the european community*.

[Foucault, M.](#) (2004), *Geschichte der Gouvernamentalität II: Die Geburt der Biopolitik*. Vorlesung am Collège de France 1978-1979, Frankfurt a.M. 2004

[Issing, O.](#) (2004), *Der Euro – Erfahrungen und Herausforderungen*, Akademiegespräch, Bayerischer Landtag, München, 10. November 2004.

[Juncker, J.-C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi und M. Schulz](#) (2015), *Completing Europe's economic and monetary union*, Brüssel.

LITERATUR

- Blanchard, O. (2015), *Greece: Past critiques and the path forward*, blog-imfdirect.imf.org, 9. Juli 2015.
- Boysen-Hogrefe, J. et al. (2015), *Zwischen GREMAIN und GREXIT: Euroraum in der Bewährungskrise*, Kiel Policy Brief Nr. 90, Institut für Weltwirtschaft Kiel.
- Brunnermeier, M.K. et al. (2011), *European safe bonds (ESBies)*, Arbeitspapier.
- Corsetti, G. et al. (2015), *A new start for the eurozone: Dealing with debt*, cepr.org, 15. April 2015.
- Dolls, M., C. Fuest, D. Neumann und A. Peichl (2014), *An unemployment insurance scheme for the euro area? A comparison of different alternatives using micro data*, ZEW Discussion Paper No. 14-095, Mannheim.
- Estrada, Á., J. Galí und D. López-Salido (2013), *Patterns of convergence and divergence in the euro area*, IMF Economic Review 61, 601-630.
- Eurogruppe (2015a), *Euro summit statement*, SN 4070/15, Brüssel, 12. Juli.
- Eurogruppe (2015b), *Eurogroup statement on Greece*, Pressemitteilung Nr. 589/15, Brüssel, 16. Juli.
- Europäische Kommission (2015a), *Assessment of the 2015 stability programme for France*, Europäische Kommission, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen, Brüssel.
- Europäische Kommission (2015b), *Assessment of the 2015 stability programme for Italy*, Europäische Kommission, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen, Brüssel.
- Europäische Kommission (2014), *The economic adjustment programme for Portugal 2011-2014*, European Economy - Occasional Papers 202, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen, Brüssel.
- EZB (2015), *Eligibility of Greek bonds used as collateral in Eurosystem monetary policy operations*, Pressemitteilung vom 4. Februar 2015, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- EZB (2014a), *Konvergenzbericht Juni 2014*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- EZB (2014b), *Verfahren für die Gewährung von Notfall-Liquiditätshilfe*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Feld, L.P. und S. Osterloh (2013), *Is a fiscal capacity really necessary to complete EMU?*, Konferenzpapier, Workshop „How to build a genuine Economic and Monetary Union“, Genshagen, 30. Mai.
- Feld, L.P., C.M. Schmidt, I. Schnabel, B. Weigert und V. Wieland (2015), *Greece: No escape from the inevitable*, VoxEU.org, 20. Februar 2015.
- Fichtner, F. und P. Haan (2014), *European unemployment insurance: Economic stability without major redistribution of household incomes*, *DIW Economic Bulletin* 4, 39-50.
- Frankel, J.A. und A.K. Rose (1998), *The endogeneity of the optimum currency area criteria*, *Economic Journal* 108, 1009-1025.
- Fuest, C., F. Heinemann und C. Schröder (2014), *A viable insolvency procedure for sovereigns (VIPS) in the euro area*, ZEW Discussion Paper No. 14-053, Mannheim.
- Gros, D. und W.P. De Groen (2015), *Restructuring the Greek banking sector with an empty purse*, CEPS Commentary, Brüssel.
- IWF (2015), *Ireland: Ex post evaluation of exceptional access under the 2010 extended arrangement*, IMF Country Report No. 15/20, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2014a), *Greece: Fifth review under the extended arrangement*, IMF Country Report No. 14/151, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2014b), *IMF executive board discusses the fund's lending framework and sovereign debt*, Pressemitteilung Nr. 14/294 vom 20. Juni 2014, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2013), *Greece: Ex post evaluation of exceptional access under the 2010 stand-by arrangement*, IMF Country Report No. 13/156, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- Jaumotte, F. und P. Sodsriwiboon (2010), *Current account imbalances in the southern euro area*, IMF Working Paper 10/139, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

- [Juncker, J.-C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi und M. Schulz \(2015\)](#), *Completing Europe's economic and monetary union*, Brüssel.
- [Krugman, P. \(2015\)](#), *The case for cuts was a lie. Why does Britain still believe it? The austerity delusion*, theguardian.com, 29. April 2015.
- [Laeven, L. und F. Valencia \(2012\)](#), *Systemic banking crises database: An update*, IMF Working Paper 12/163, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- [OECD \(2011a\)](#), *Pensions at a glance 2011: Retirement-income systems in OECD and G20 countries*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- [OECD \(2011b\)](#), *Greece: Review of the central administration*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- [Rhein, T. \(2013\)](#), *Verteilungswirkungen einer europäischen Arbeitslosenversicherung – Simulationsrechnung*, Aktuelle Berichte, Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung, Nürnberg.
- [Sinn, H.-W. \(2009\)](#), *Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*, Econ, Berlin.
- [Staw, B.M. \(1981\)](#), The escalation of commitment to a course of action, *The Academy of Management Review* 6, 577-587.
- [Stiglitz, J.E. \(2015\)](#), *A Greek morality tale*, project-syndicate.org, 3. Februar 2015.
- [Stolz, S.M. und M. Wedow \(2010\)](#), *Extraordinary measures in extraordinary times – Public measures in support of the financial sector in the EU and the United States*, Occasional Paper No. 117, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- [Summers, L. \(2012\)](#), *Growth not austerity is best remedy for Europe*, ft.com, 29. April 2012.
- [Weidmann, J. \(2015\)](#), *Of credit and capital - What is needed for an efficient and resilient financial system?*, Rede, IIF Europe Summit, Frankfurt am Main, 25. Juni 2015.
- [Wolters, M. \(2013\)](#), *Möglichkeiten und Grenzen von makroökonomischen Modellen zur (ex ante) Evaluierung wirtschaftspolitischer Maßnahmen*, Arbeitspapier 05/2013, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.
- [Zettelmeyer, J., C. Trebesch und M. Gulati \(2013\)](#), The Greek debt restructuring: An autopsy, *Economic Policy* 28, 513-563.