

Die Tragfähigkeit der gegenwärtigen Konzepte – Eine politisch-ökonomische Bewertung

MICHAEL HÜTHER

I. Zwei Vorbemerkungen

Wenn wir über die Frage der europäischen Währungspolitik und der Europäischen Währungsunion diskutieren, dann fallen ein paar Dinge am Anfang auf. Es werden im Augenblick Vorschläge gemacht, bei denen ich schon allein deshalb als Ökonom leicht nachdenklich werde, weil sie unterstellen, dass die Währungsunion so etwas Ähnliches sei wie ein Buchclub, in den man in beliebiger Art und Weise ein- und austreten könne. Das unterliegt vielen Positionen, die sich eine andere Währungsunion oder sogar die Auflösung vorstellen können. Ich will am Anfang deutlich sagen: Es gibt bei grundsätzlichen Währungsfragen wegen der direkten Beeinflussung der Kapitalmärkte keine Symmetrie, und zwar weder zwischen der Entscheidung, eine Währungsunion zu begründen und sie aufzulösen, noch zwischen der Entscheidung, einer Währungsunion beizutreten oder auszutreten. Denn mit jeder Entscheidung über ein Währungsarrangement wird automatisch ein langfristiges Versprechen auf Glaubwürdigkeit für alle Investoren, für alle, die in diesem Wirtschafts- und Währungsraum agieren, gegeben. Es entstehen jeweils Finanzmarktstrukturen, die andere sind als ohne diese zentrale währungspolitische Entscheidung. Deshalb noch einmal sehr deutlich: Eine Währungsunion ist kein Buchclub. Wer dann noch vorschlägt, ein Land soll mal für fünf Jahre austreten können und dann wieder zurückkommen, der unterliegt – neben dem Transaktionskostenproblem – dem Zeitkonsistenzproblem. Wer soll das glauben? Und wenn es nicht genau in fünf Jahren geht, dann vielleicht fünfeinhalb Jahre und dann gar nicht. Ein Währungsarrangement, das mit erheblichen Infrastrukturkosten sei-

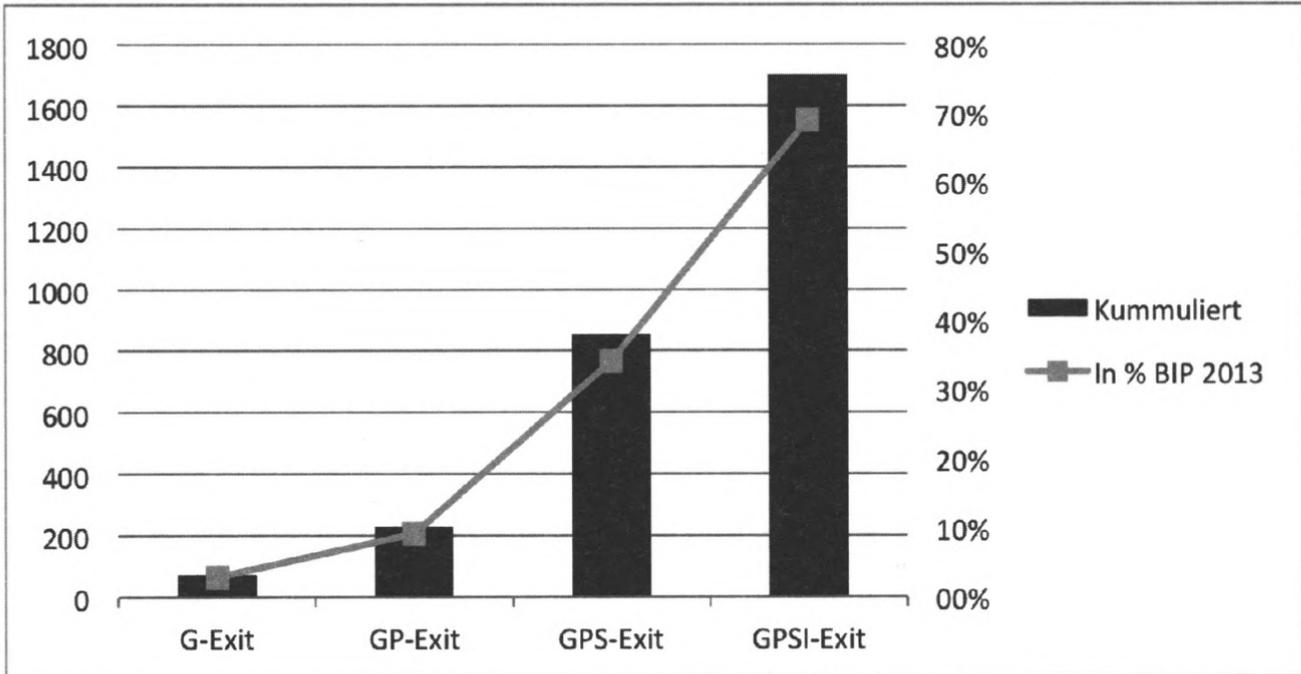
ner Einführung verbunden ist, aber ebenso mit grundlegenden Veränderungen in der Bewertung von Anleihen des Währungsgebietes, kann nicht mit beliebigen wirtschaftspolitischen Gestaltungsfragen verglichen werden. Das heißt nun nicht, dass währungspolitische Grundsatzentscheidungen nicht revidierbar sind. Wohl bedeutet es aber, dass ihre Revision mit erheblichen und schwer kalkulierbaren Risiken verbunden ist (Abb. 1). Diese Asymmetrie sollte zu besonderer Obacht bei solchen Entscheidungen führen.

Die Ergebnisse dieser Bertelsmann-Studie zeigen, dass ein isolierbarer Austritt Griechenlands mit vergleichsweise überschaubaren Kosten verbunden wäre. Nur bestehen aufgrund des zuvor erläuterten Zusammenhangs ernste Zweifel, dass diese Isolierung gelingen kann. Diese Zweifel haben im Sommer 2012 die politische Debatte in Berlin verändert. Zumal die These, wenn es eskalieren sollte, könnte am Tag danach die Europäische Zentralbank bereitstehen und alles fluten, nicht sehr überzeugend war. Die Finanzpolitik würde entscheiden und die Geldpolitik implizit in die Haftung nehmen. Das hat schließlich alle vor dieser Option des Griechenlandaustritts (unabhängig von der Frage, ob das Land selbst dies überhaupt will) zurückschrecken lassen.

Die Frage, die sich anschließt, bezieht sich auf die Verpflichtung, für Währungsregime gefundene Regelwerke einzuhalten: Natürlich ist es völlig richtig – und das ist ordnungspolitisch elementar –, dass Regeln dazu da sind, eingehalten zu werden, und nicht dazu, umgangen zu werden. Aber ein Regelwerk wird durch einen Rechtsbruch nicht fragwürdig, wohl aber die politischen Akteure, die diesen zu verantworten haben. Ein Rechtsbruch führt auch nicht dazu, dass die Überarbeitung und die Weiterentwicklung eines Regelwerkes dieses ohne Perspektive sein oder sinnlos werden lässt, weil sich immer die Frage stellt „Warum sollen sich die Regelbrecher künftig an das neue Regelwerk halten?“ Wenn das so richtig wäre, dann könnten wir alle Rechtssysteme abschaffen, weil gegen sie mal verstoßen wird. Dagegen steht eine Sicht, die Krisen als einen kollektiven Lernprozess vor allem als Chance begreift.

Ich möchte drei Punkte etwas näher diskutieren, zunächst die Frage: „Wie ist eigentlich die Logik der Krisenpolitik zu bewerten?“ Zweitens: „Wie sind die neuen Institutionen und Regeln zu bewerten?“ Und drittens: „Welche Rolle kommt der Europäischen Zentralbank zu?“ Vorab: Es wird immer wieder gefragt, ob man als Ökonom

Abb. 1: Kosten Austritt Eurozone für Deutschland, in Mrd. €, kumuliert 2013–2020



Quelle: Bertelsmann Stiftung 2012,
G = Griechenland, P = Portugal, S = Spanien, I = Italien

nicht verzweifeln müsse angesichts der Entwicklung. Nein, muss man nicht, wenn man Krisen und Fehlverhalten als unvermeidbare Entwicklungen in freien Gesellschaften ansieht und zugleich die darin liegenden Korrekturprozesse konstruktiv würdigt. Politikberatung muss theoretisch fundiert sein, aber letztlich geht es darum, an die Realität anschlussfähige Gestaltungsperspektiven zu eröffnen. Entsprechend finden jene Extrempositionen, die vor allem Rat- und Perspektivlosigkeit begründen, politisch keine wirksame Resonanz.

II. Zur Logik der Krisenpolitik

Die Krisenpolitik beruht auf der Annahme, dass über Hilfe gegen Auflagen, über Hilfe gegen eigene Anstrengungen die notwendigen Anpassungen in den Defizitländern erreicht werden können, d. h. zugleich: Die Anpassungslast liegt in den Defizitländern. Dafür ist es notwendig, dass in diesen Volkswirtschaften ein *rebalancing* stattfindet; das verlangt eine Korrektur ihrer außenwirtschaftlichen Position, eine Verbesserung ihrer Kostenstruktur zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte.

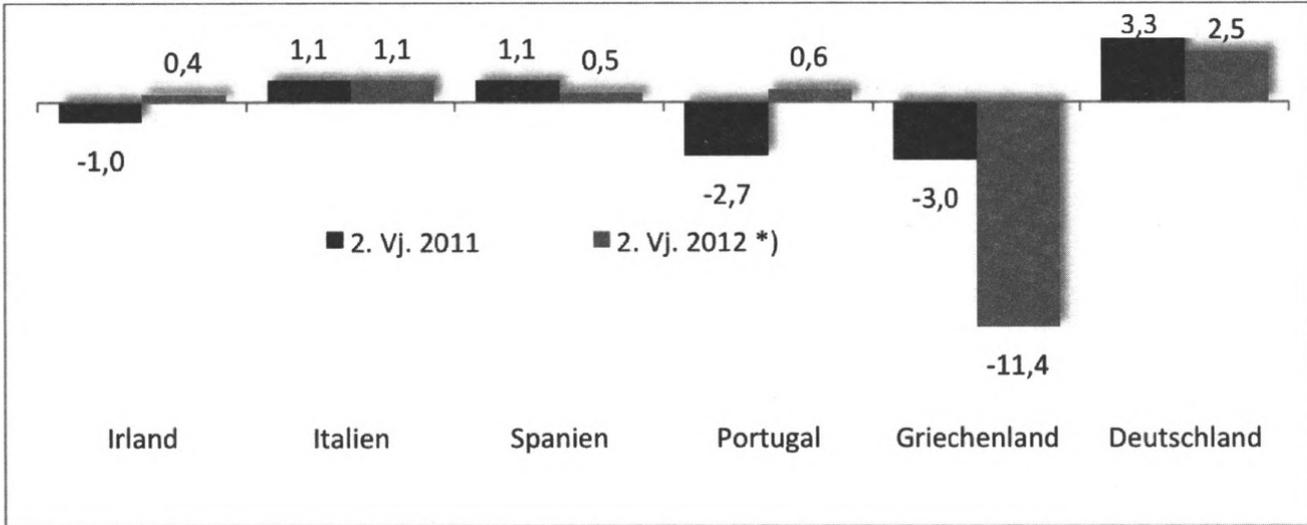
Entscheidend für das Gelingen dieses *rebalancing* ist neben den konsistenten Anstrengungen der betroffenen Länder natürlich auch die Glaubwürdigkeit, dass diese Länder in der Währungsunion bleiben. Niemand würde dort sein Kapital investieren, wenn er die Aussicht hätte, in zwei Jahren mit einer schwächeren Währung konfrontiert zu sein. Die in den Finanzmärkten bestehenden Zweifel an der Existenz des Euro sind spürbar im Herbst 2012 geringer geworden. Dies hat sich verändert nach den zwei relevanten Entscheidungen im September, nämlich einmal dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Europäischen Stabilitätsmechanismus, weil dadurch dieser Handlungsstrang aus einer zweifelhaften Perspektive befreit wurde, und der Entscheidung der Europäischen Zentralbank, konditioniert Staatsanleihen zu kaufen (Outright Monetary Transactions, OMT Programm). Die Botschaft war simpel, aber bereits ohne Handeln wirkungsvoll, nämlich: Hier ist eine Institution, die im Zweifel alles zu tun bereit ist, um diese Währung zu sichern. Die Existenzperspektive des Euro hat sich verändert und die Kapitalmärkte nachhaltig beeinflusst.

Es ist an dieser Stelle zu ergänzen, dass das oft bemühte Argument, Volkswirtschaften könnten durch Abwertungen ihre Anpassungsprobleme lösen und deshalb sei die Option des Austritts aus der Währungsunion so wichtig, wenig für sich hat. Wir wissen aus der Wirtschaftsgeschichte sehr genau, Abwertungen verändern nichts an Wirtschaftsstrukturen, es sind einmalige Preisniveaueffekte, aber sie werden die Wettbewerbsfähigkeit nicht nachhaltig verbessern, weil sie nicht zu entsprechenden Anpassungen führen. Das ist übrigens auch der Hintergrund der Entscheidung von François Mitterrand Mitte der 1980er Jahre gewesen, den französischen Francs an die D-Mark zu binden, weil erkannt wurde, dass sich die Wettbewerbsposition Frankreichs nicht nachhaltig durch Abwertungen verändert hat. Im Übrigen wäre die Abwertung für Griechenland so dramatisch, dass der Realeinkommensverlust schnell die binnenwirtschaftlichen Akteure in der Lohnpolitik zum Gegensteuern veranlassen würden, so dass der Gewinn an preislicher Wettbewerbsfähigkeit ein sehr vorübergehender wäre.

Funktioniert die Konditionalität der Hilfen? Ja, die notwendigen Anpassungen sind angelaufen. Wir sehen dies bei den Leistungsbilanzsalden, noch deutlicher bei den Handelsbilanzsalden: Es gibt deutliche Fortschritte bei Spanien, Portugal und Griechenland. Irland muss man gesondert behandeln. Hier handelt es sich um ein transitorisches Problem, bedingt durch das Bankensystem. Unterlegt sind die außenwirtschaftlichen Korrekturen, das ist bedeutsam, auch durch eine positive Entwicklung der realen Exporte (Abb. 2).

Unterschiedliche Muster stehen dahinter, in Irland dominiert der Dienstleistungsexport; in Italien, Spanien und Portugal der Industrieexport, Warenexport mit 70 Prozent Anteil; Spanien und Portugal mehr oder weniger gemischt im Bereich Maschinenbau, Automobilbereich, Automobilzulieferer, in Italien ebenso. Dahinter sehen wir eine Bewegung der Industrieproduktion. Die ist deshalb so entscheidend, weil der Weg in das *rebalancing* nur durch die Stärkung dieser Exportorientierung gelingen kann. Das gilt bereits für Portugal. Spanien realisiert zumindest eine Seitwärtsbewegung und Griechenland sogar eine leichte Aufwärtsbewegung in der Industrieproduktion, Italien bewegt sich eher parallel. Dahinter steht, dass die notwendigen Anpassungen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit in der Tat angelaufen sind, das betrifft insbesondere die Arbeitskosten je Stunde (Abb. 3).

Abb. 3: Nominale Arbeitskosten je Stunde, gesamte Wirtschaft, arbeitstäglich bereinigt, Veränderung gegenüber Vorjahr in vH



*) Griechenland: 1. Vj. 2012 ggb. 1. Vj. 2011.

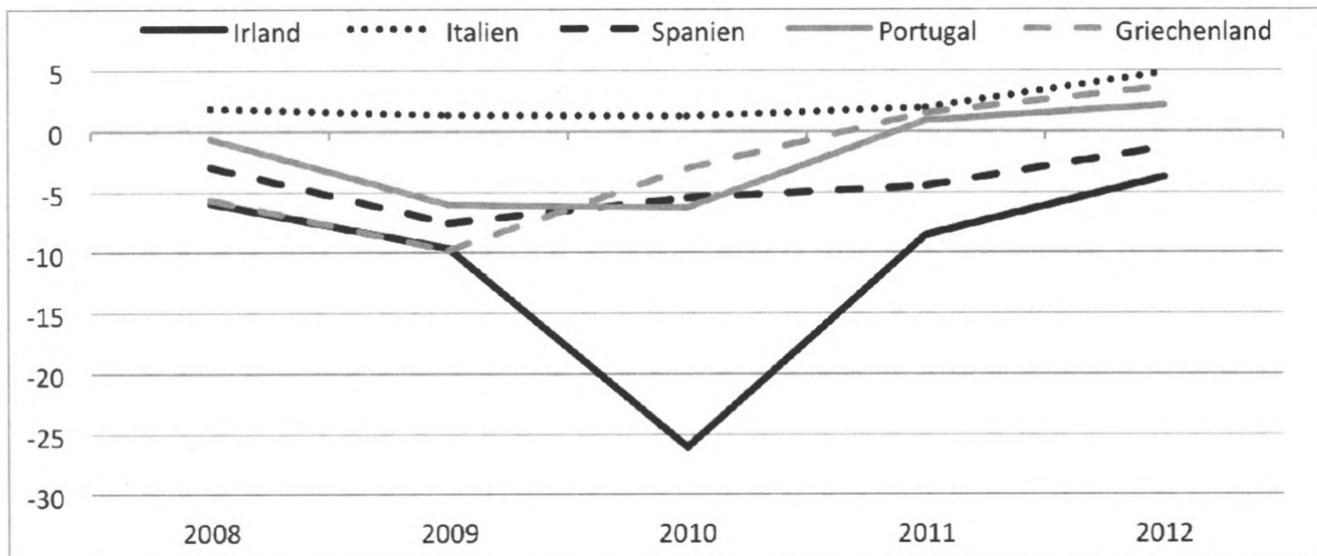
Quellen: Eurostat; IW-Berechnungen.

Die Arbeitskosten je Stunde zeigen das wirkliche Ausmaß der erreichten Anpassung. Griechenland realisierte nach einem Rückgang schon 2010 um 3 Prozent, jetzt nochmal 11,4 Prozent. Das heißt, dass zusätzlich dazu der Einzelne ggfs. noch eine Reduktion des Arbeitsvolumens zu akzeptieren hat, so dass die Einkommensverluste der Menschen noch über diese 11,4 Prozent hinausgehen. Berücksichtigt man die Produktivität und gelangt so zu den Lohnstückkosten, dann ist die Anpassung eher weiter vorangeschritten, weil die Produktivität durch Freisetzungen sich natürlich erhöht hat. Das, was notwendig ist, um diese Volkswirtschaften nach vorne zu bewegen, findet im Untergehölz der Wettbewerbsfähigkeit statt.

Ganz spannend ist der Tatbestand, dass in Portugal das Konsumentenvertrauen seit dem Frühjahr 2012 wieder ansteigt. Dort haben wir aber auch eine andere Selbstverpflichtung der Politik, die die Reformagenda zwar als Ergebnis der Verhandlungen mit der Troika sieht, zugleich aber als ureigene Agenda akzeptiert, um aufgelaufene Versäumnisse endlich zu korrigieren. Natürlich ist immer die Frage: Wie wirkt das im Einzelnen? Aber dass nichts passiert, so wie in Deutschland auch von Seiten einzelner Ökonomen gelegentlich argumentiert wird, das ist so nicht zu erkennen. Wir sehen also nachhaltige Veränderungen, aber es hängt ebenso kräftig bei anderen zentralen Themen, insbesondere bei der Deregulierung von Märkten und der Privatisierung. Dabei zeigt sich, dass diese Staaten trotz eines großen öffentlichen Sektors die besonders dafür relevanten Kompetenzen nicht besitzen.

Wie spiegeln sich die Anpassungsfortschritte im Primärsaldo der öffentlichen Haushalte, der die originäre Finanzkraft zur Bedienung der laufenden Ausgaben ohne Zinsausgaben beschreibt? Auch hier sind deutliche Fortschritte gemacht worden (Abb. 4). Auffällig ist der Fall Italien, wo nahezu durchgängig ein positiver Primärsaldo realisiert wurde. Deutlich war die Korrektur in Portugal, in Spanien läuft sie an, aber auch Griechenland ist mit der Reduzierung des Primärsaldos vorangekommen. Diese wenigen Daten machen deutlich, dass die Idee der Krisenpolitik, dass die Konditionierung der Hilfen auch zu entsprechenden Anpassungsprozessen führen, tatsächlich funktioniert. Man kann und sollte natürlich über den Zeitpfad reden. Griechenland ist 2010 mit einer Dreijahresperspektive nicht richtig einsortiert worden. Hier geht es um ein entwicklungspolitisches

Abb. 4: Struktureller Primärsaldo in den öffentlichen Haushalten, in vH des BIP



Quelle: Eurostat.

Programm über zehn Jahre, das man treffender als *capacity building* bewertet.

Insgesamt gilt: Die Grundidee der konditionierten Hilfe funktioniert. Natürlich ist dies ein länger wählender Prozess. Einmalige Anstrengungen führen nicht zu nachhaltigen Veränderungen in der Haushaltsentwicklung. Nachhaltige Konsolidierung bedingt disziplinierende Regeln auf der Ausgabenseite, während einmalige dramatische Anstrengungen in ihrer Wirkung sich schnell wieder verflüchtigen. Deshalb bedarf es einer Bindung durch glaubwürdige und konsistente Regeln.

III. Neue Regelwerke für die Finanzpolitik in der Eurozone

Die zweite Säule der europäischen Krisenpolitik besteht in der Schaffung neuer Institutionen und Regeln. Zu nennen sind:

- das „Sixpack“, das vor allem die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes schärft und stärker mit Sanktionen bewehrt, aber auch makroökonomische Ungleichgewichte adressiert. Anhand eines sogenannten *Scoreboards* wird ein Warnmechanismus eingerichtet. Die Europäische Kommission kann gegebenenfalls gemeinsam mit der Europäischen Zentralbank bei Warnhinweisen eingehende Studien der jeweiligen Volkswirtschaften veranlassen und zur Durchführung dieser Studien Besuche vor Ort vornehmen. Die Ergebnisse werden veröffentlicht.
- Der Fiskalvertrag (Teil des Vertrages über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion, der die verstärkte Zusammenarbeit im Bereich der Fiskalpolitik vorsieht). Danach muss der Staatshaushalt – bezogen auf den konjunkturbereinigten Saldo ohne Anrechnung einmaliger und befristeter Maßnahmen maximal 0,5 Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts – ausgeglichen sein oder einen Überschuss aufweisen. Von diesem „mittelfristigen Ziel oder dem dorthin führenden Anpassungspfad“ dürfen die Staaten ausnahmsweise abweichen, wenn „außergewöhnliche Umstände“ vorliegen (Art. 3 Abs. 1 Buchst. c). Die neue Regelung muss in der nationalen Verfassung (oder auf gleichwertigem Niveau) verankert werden und muss einen automatischen Korrekturmechanismus beinhalten, der im Fal-

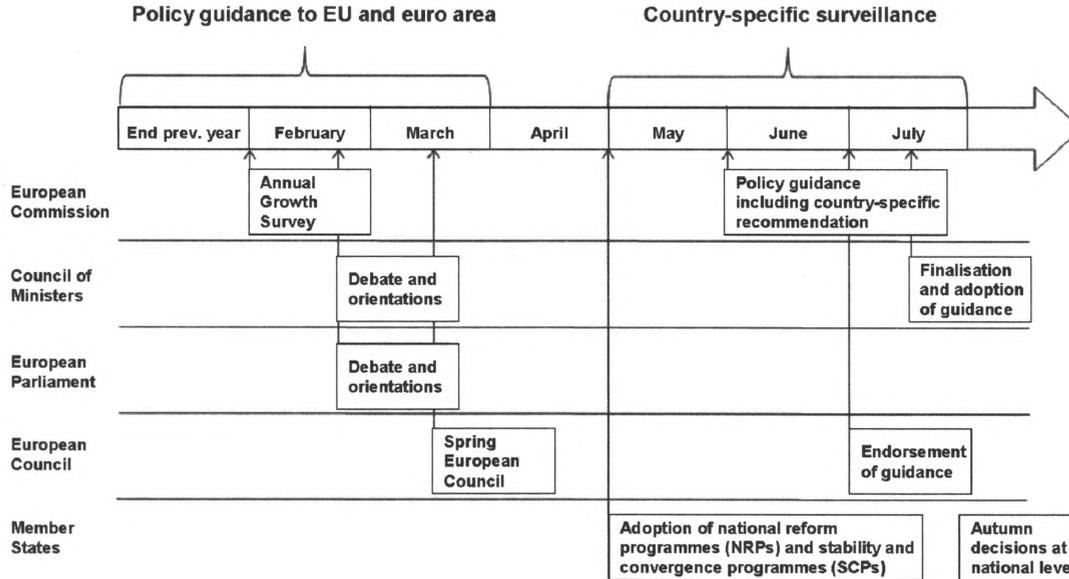
le einer Abweichung ausgelöst wird. Laut Art. 8 Abs. 1 soll jedes Euroland, das keine EU-weit einheitliche Schuldenbremse auf nationaler Ebene einführt, vor dem Gerichtshof der EU in Luxemburg verklagt werden können. Die unterzeichnenden Staaten erkennen die Zuständigkeit des Europäischen Gerichtshofs bei der Überprüfung der Umsetzung dieser Regel auf nationaler Ebene an. Die Mitgliedsstaaten verpflichten sich, ihre Ausgaben und Schulden zu verringern, bis die individuell von der EU-Kommission vorgeschlagenen Grenzen erreicht sind. Mitgliedsstaaten, die die Regeln verletzen, müssen der EU-Kommission sowie dem Europäischen Rat Bericht erstatten, durch welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen sie gedenken, ihr übermäßiges Defizit dauerhaft zu senken. Wichtig ist vor allem die Umdrehung der Beweislast bei Verstößen, denn sobald ein Mitgliedsstaat Gefahr läuft, die Defizit-Obergrenze von drei Prozent zu verletzen, treten automatische Konsequenzen in Kraft, es sei denn, eine qualifizierte Mehrheit der Mitgliedsstaaten des Euroraums spricht sich dagegen aus.

- Errichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus als permanenter Krisenfazilität basierend auf einem völkerrechtlichen Vertrag. Der ESM hat anfänglich ein Stammkapital von 700 Mrd. Euro.
- Entwicklung einer Bankenunion, die einen einheitlichen Aufsichtsmechanismus begründet, eine Abwicklungsinstitution für fragwürdig gewordene Banken schafft und die Rekapitalisierung systemrelevanter Banken durch den ESM klärt.

Eingebettet wird durch dieses neue Regelwerk die nationale Budgethoheit in das Europäische Semester, das der Europäischen Kommission die frühzeitige Überprüfung der nationalen Haushalts- und Reformentwürfe ermöglicht, bevor diese von den nationalen Parlamenten beschlossen werden (Abb. 5). Es geht konkret um länderspezifische Empfehlungen, um die Überprüfung des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht sowie um Vorschläge im Zusammenhang mit dem Defizitverfahren. Damit ergeben sich schwierige Fragen der demokratischen Legitimation, da die Haushaltsentwürfe

Abb. 5: Öffentliche Haushalte in der Währungsunion unter verschärfter Beobachtung

The European Semester



Quelle: EU-Kommission.

an die EU-Kommission gehen, bevor sie dem nationalen Parlament vorgelegt werden. Allerdings ändern sie nichts an der grundsätzlichen nationalen Budgethoheit, die vom Bundesverfassungsgericht in seinem Urteil vom 12. September 2012 noch einmal als Ausdruck demokratischer Legitimation betont wurde.

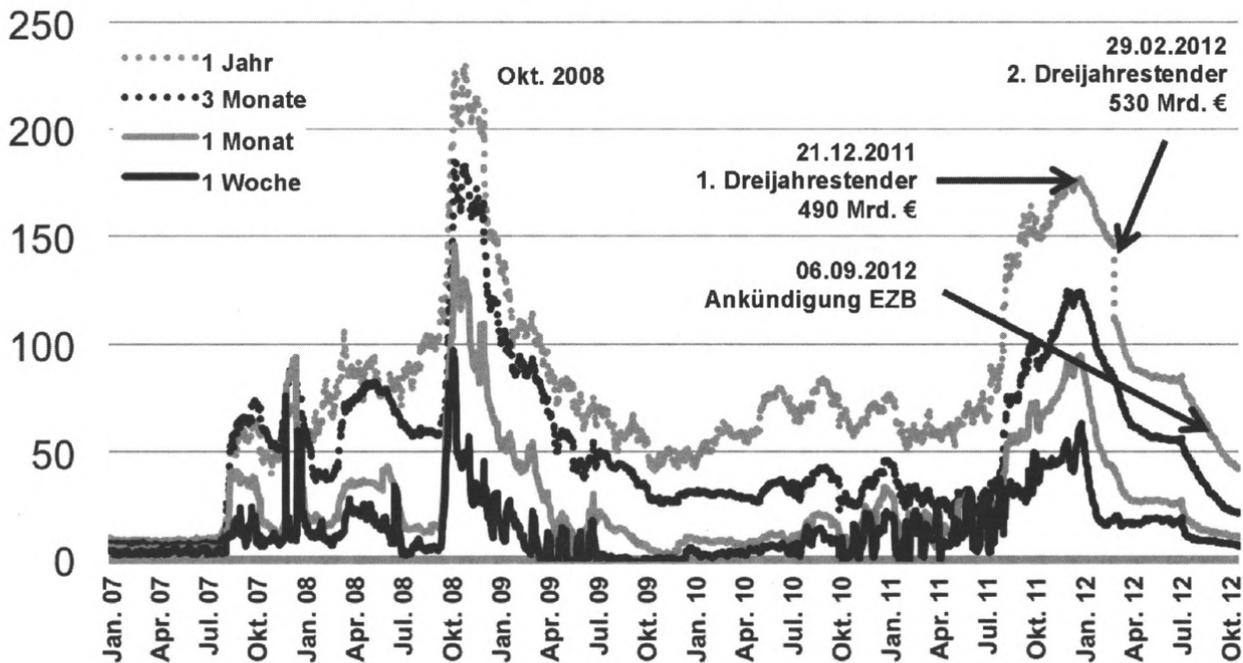
Die neuen Regeln müssen nun erst gelernt und angewendet werden. Sie schöpfen den durch die nationalen Verfassungen bestehenden Handlungsspielraum einer europäischen Integration weitgehend aus. Denkbar wäre noch eine Stärkung des Währungskommissars durch ein Klagerecht und direkte Durchgriffsrechte zur Sicherung der vereinbarten Standards (analog dem Wettbewerbskommissar). Die Frage nach der Glaubwürdigkeit der neuen Regelwerke stellt sich natürlich – wie eingangs erwähnt –, sie begründet aber keine fundamentalen Zweifel. Denn die Schaffung neuer Institutionen und Regeln testiert die ernsthafte Bereitschaft der Staaten in der Eurozone, die Krise als Chance und Lernprozess zu nutzen, um Lücken und Mängel der vorhandenen Institutionen zu korrigieren.

IV. Eine neue Rolle für die Europäische Zentralbank?

Ebenso skeptisch wie die neuen Institutionen und Regelwerke bewertet werden, wird das Handeln der Europäischen Zentralbank (EZB) kritisch diskutiert. Insbesondere aus deutscher Sicht, die stark durch die Inflationserfahrung des 20. Jahrhunderts und die erfolgreiche Politik der Deutschen Bundesbank geprägt ist, ist das starke Engagement der EZB in Märkten für Staatsanleihen und die extreme Liquiditätsbereitstellung durch das Eurosystem mit großen Vorbehalten versehen worden. Tatsächlich haben die Interventionen der Notenbank zu einer Beruhigung an den Kapitalmärkten beitragen können (Abb. 6).

Dennoch bleibt die Frage berechtigt, wie diese Art der Geldpolitik mit Blick auf mögliche langfristige Folgen, insbesondere für die Preisniveaustabilität, zu bewerten ist. Die Sorge vieler richtet sich gerade auf die Inflationsgefahren in der Zukunft. Dies ist sicher berechtigt, doch ebenso gilt: Die EZB steht als Notenbank in einer Währungsunion vor anderen Aufgaben als früher die Bundesbank. Dies gilt vor allem angesichts asymmetrischer Wirkungen der Geldpolitik infolge gestörter Interbankenmärkte und gestörter Finanzintermediation in

Abb. 6: EZB-Liquiditätshilfen beruhigten Geldmarkt. Spread zwischen Euribor und Eurepo diverser Laufzeiten, in Basispunkten



Quelle: Euribor, Eurepo.

einzelnen Volkswirtschaften der Eurozone. Die stark divergierenden Zinsniveaus für identische unternehmerische Aktivitäten und die Kreditklemme in den Defizitländern sind besondere und neue Herausforderungen. Wie sind die Zinsspreads bei Staatsanleihen in der Eurozone zu bewerten? Sind das angemessene Preise mit Blick auf die differenzierenden Solvenzrisiken oder steckt da möglicherweise eine andere Preisbildungskomponente drin? Tatsächlich reflektieren die Zinsdifferenzen nicht nur die unterschiedlichen Solvenzrisiken, was für sich genommen völlig angemessen wäre, sondern auch das Existenzrisiko des Euro. Das müssen die Anleihen der Defizitländer wegen der damit verbundenen Erwartung, die Anleihen künftig nur noch in einer schwächeren nationalen Währung verkaufen zu können, in Form höherer Zinsen tragen. Dagegen sind die Anleihen im Zentrum der Eurozone überbewertet.

Angesichts dieser Situation, die mit ihren Funktionsdefekten in gestiegenen Targetsalden gespiegelt wird, hat die EZB im Herbst 2012 zurecht ihren Beitrag zur Stabilisierung der Eurozone geleistet und damit die Perspektiven internationaler Investoren auf diese Währung positiv beeinflusst. Das OMT-Programm ist bisher allein durch seine Ankündigung wirksam gewesen. Zusammen mit dem Verfassungsgerichtsurteil und den öffentlich nun auch rezipierten Anpassungsleistungen der Defizitländer hat sich aber das Umfeld stabilisiert. Zugleich wirkt, dass die Krisenpolitik auch durch die Schaffung neuer Institutionen erfolgreich war und dass das von den Märkten akzeptiert wird. Die kurzfristig getaktete Krisenpolitik der Jahre 2010 bis 2012 ist nun durch eine mittlere Sicht und mehr Ruhe abgelöst worden. Insoweit sind die gefundenen Konzepte, gerade auch das schrittweise Herantasten, in tragfähigere Strukturen gemündet.

V. Vertiefende Literatur

Hüther, Michael: Obligatorische Rekapitalisierung systemrelevanter Banken, in: Ludwig-Erhard-Stiftung e.V. (Hrsg.), Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik 131, Lucius & Lucius Verlagsgesellschaft mbH, Stuttgart 2012, S. 16–22.

ders.: Perspektiven für die Eurozone in der Krise: Chancen und Gefahren. IW policy paper 8/2012, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 2012.

ders.: Re-Regulierung des Bankensystems – Stand und Perspektiven, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 66, Heft 1, Fritz Knapp Verlag GmbH, Frankfurt a.M. 2013, S. 23–29.