

spotlight europe

2011/02 – April 2011

Who's next? Die Eurozone in der Insolvenzfrage

Robert B. Vehrkamp

Bertelsmann Stiftung, robert.vehrkamp@bertelsmann-stiftung.de

Ein neuer Euro soll es werden, ab 2013. Vom Grand Design einer neuen europäischen Wirtschaftsregierung ist die Rede. Aber nach dem Fall Portugals stellt sich die Frage: Erreicht die Eurozone das rettende Ufer überhaupt? Und was erwartet sie dort? Die Gefahr erneuter Krisen ist jedenfalls größer denn je: Der Euro steckt in der Insolvenzfrage!

spotlight europe # 2011/02

Das Schlechte an der guten Nachricht gleich zu Beginn: Der neue Euro 2013 wird zwar krisenresistenter als der Euro alter Prägung, aber er löst die akuten Probleme der Eurozone nicht. Im Gegenteil. Er verschärft die Finanzierungsprobleme der Schuldensünder und macht unvermeidbar, was die Politik so gern vermeiden würde: Die Umschuldung der größten Schuldensünder der Eurozone. Eine solche Umschuldung liegt zwingend in der Logik der Beschlüsse des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011 und ihres harten Kerns, dem Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM). Das muss man nicht bedauern, aber für diejenigen, die noch daran zweifeln, mag die folgende Besichtigung der schönen neuen Welt des Euro hilfreich sein.

It's the ESM, stupid!

Kern des neuen Euro ist der Europäische Stabilisierungsmechanismus (ESM), der ab Mitte 2013 den provisorischen Rettungsschirm (EFSF) ablösen soll. Dagegen verbleiben der reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt III, der Euro-Plus-Pakt für mehr Wettbewerbsfähigkeit, das neue makroökonomische Überwachungsverfahren, das Europäische Semester und auch die frisch renovierte EU-2020-Strategie. Das alles sind wichtige Bausteine und Fortschritte einer neuen wirtschaftspolitischen Governance in Europa. Der harte Kern des neuen Euro ist jedoch der ESM - aber warum?

Weil der ESM ein Europäischer Währungsfonds ist, entworfen und konstruiert nach der Blaupause seines großen Bruders, dem Internationalen Währungsfonds (IWF). Und so wie der IWF, als die wohl einflussreichste Institution der Weltwirtschaft, die Wirtschaftspolitik vieler seiner Mitgliedsländer dirigiert (oder politically correct: beeinflusst), wird der ESM in Zukunft die Wirtschaftspolitik vieler Mitgliedsländer

geübt über das Instrument der Konditionalität, in den Ländern, die aus welchem Grund auch immer, Finanzhilfen vom ESM in Anspruch nehmen müssen.

Ebenso prägend dürfte jedoch der indirekte Einfluss der ESM-Konditionalität sein, durch vorausseilende Anpassung an die Standards des ESM, um Sanktionen der Märkte und eine Inanspruchnahme von ESM-Hilfen präventiv zu vermeiden.

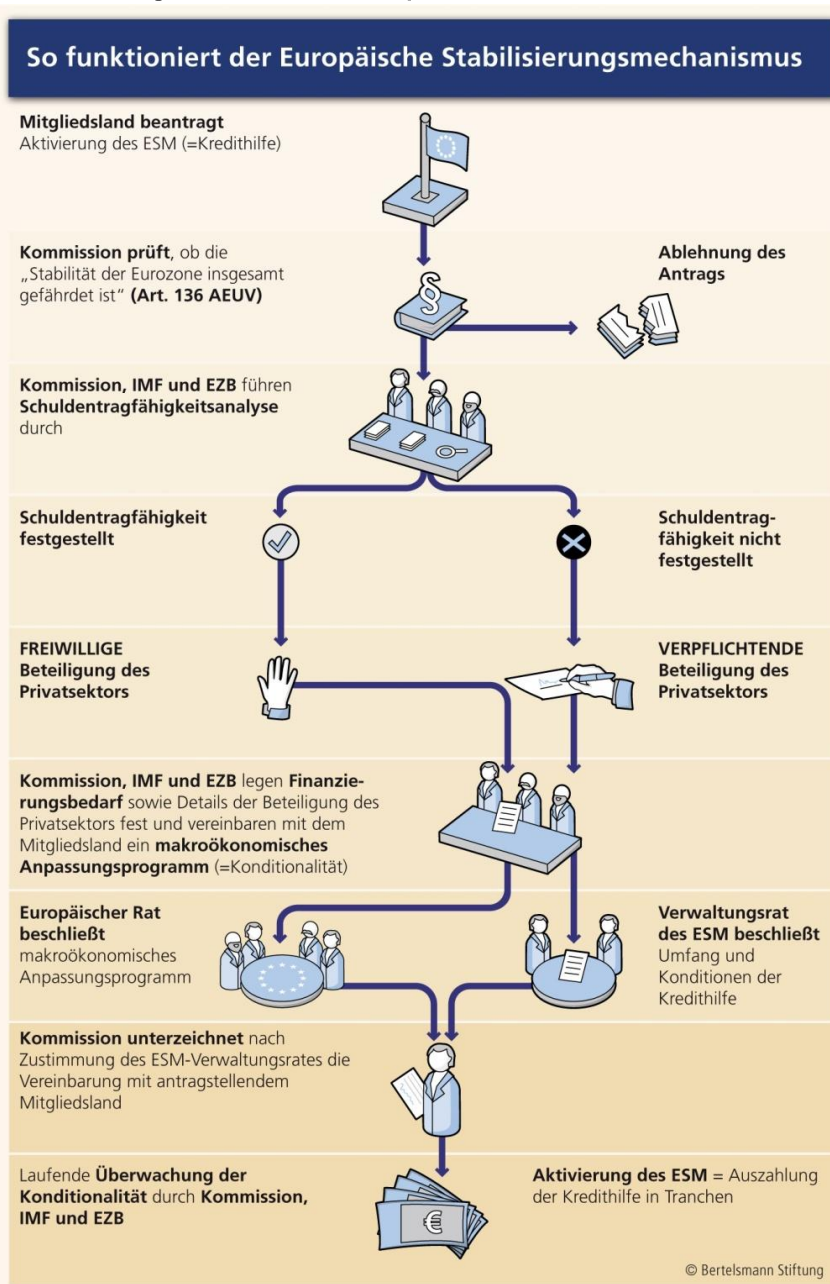
Dieser indirekte Anpassungsdruck des ESM ist mit der Asymmetrie des alten Europäischen Währungssystems (EWS) vergleichbar, das vor allem im Verlauf der 80er Jahre ehemalige Schwachwährungsländer wie Frankreich und Italien durchaus erfolgreich fit gemacht hat für den Euro.

Aber was ist der ESM? Wie funktioniert er und welcher ökonomischen Logik folgt er?

Und vor allem: Warum macht seine Einführung Umschuldungen in der Eurozone schon jetzt unvermeidbar? Warum katapultiert also gerade der ESM die Eurozone in die Insolvenzfrage?

Einige Antwortversuche:

Beschlossen wurde der ESM als permanenter Mechanismus zur Krisenprävention. Er soll Mitte 2013 die dann auslaufende Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) ablösen. Mit



der Eurozone beeinflussen (oder politically incorrect: dirigieren).

Dieser Einfluss wird entweder direkt aus-

seinem garantierten Nominalkapital in Höhe von 620 Mrd. Euro plus 80 Mrd. Euro Bareinlage der Mitgliedsländer kann der ESM künftig bis zu 500 Mrd. Euro an Krediten vergeben ohne in der Refinanzierung sein AAA-Rating zu gefährden. Einziger Zweck der Kreditvergabe soll „die Aufrechterhaltung der Stabilität der Eurozone insgesamt“ sein. So jedenfalls lautet die vom Rat beschlossene Formulierung des neuen § 136 des Vertrages von Lissabon, mit der die dauerhafte Einrichtung des ESM vertragskonform gemacht werden soll.

II

Der ESM als Europäischer Währungsfonds

Zur Annäherung an die innere Funktionslogik des ESM sind vor allem seine folgenden Merkmale und Eigenschaften von Bedeutung:

Der ESM ist ein Währungsfonds: Konstruiert als ein echter Kapitalfonds, ist der ESM keine gemeinnützige Notfallhilfe und auch keine in demokratischem Geist konstruierte Gemeinschaftsinstitution. In Höhe ihrer Kapitalquoten garantieren seine Mitgliedsländer das Kapital des Fonds und zahlen ihre anteiligen Bareinlagen ein. Die Stimmgewichte der Mitgliedsländer im Verwaltungsrat des ESM entsprechen ihrer Kapitalquote. Im Gegensatz zu den meisten anderen EU-Institutionen gilt damit für den ESM, dass wer zahlt auch bestimmt. Da der ESM alle Entscheidungen im ESM entweder einstimmig oder mit einer qualifizierten Mehrheit von 80 % der Stimmrechte trifft, heißt das im Klartext: Deutschland (27,2 %) und Frankreich (20,4 %) verfügen über eine jeweils eigene Sperrminorität, gegen die im ESM nichts entschieden werden kann.

Überschuldung führt automatisch zu Umschuldung: Bei Überschuldung kann ein Land nur dann Kredithilfe vom ESM be-

kommen, wenn vorher durch Umschuldung eine adäquate Beteiligung der privaten Gläubiger erfolgt ist. Dazu wird jeder Antragsteller von der Kommission, in Zusammenarbeit mit dem IWF und der EZB, einer Prüfung seiner Schuldentragfähigkeit unterworfen. Fällt diese negativ aus, ist eine vorherige Beteiligung der privaten Gläubiger zwingende Vorbedingung für eine Kreditgewährung durch den ESM.

Kredithilfe gewährt der ESM nur gegen strenge Konditionalität: Bevor der ESM aktiviert wird, muss das antragstellende Land sich mit der Kommission, dem IWF und der EZB auf ein makroökonomisches Anpassungsprogramm (=Konditionalität) verständigen, das in einem Memorandum of Understanding (MoU) paraphiert wird. Die Konditionalität kann alle Bereiche der Wirtschafts- und Finanzpolitik umfassen, und legt detaillierte Wege und quantifizierte Vorgaben und Ziele z. B. für die Fiskal-, Lohn-, Privatisierungs- und Strukturpolitik des betreffenden Landes fest. Genehmigung und auch die tranchenweise Auszahlung der Kredithilfen des ESM stehen unter dem Vorbehalt und der ständigen Überwachung dieser Konditionalität. Im Ergebnis verzichtet damit ein Land für die Laufzeit einer ESM-Kredithilfe auf wesentliche Teile seiner wirtschafts- und finanzpolitischen Autonomie.

Dirigent des ESM ist die Kommission: Ihre zentrale, wenn nicht mächtige Stellung ergibt sich aus dem institutionellen Arrangement des ESM. Zunächst entscheidet sie alleine darüber, ob „die Stabilität der Eurozone insgesamt“ gefährdet ist, die Voraussetzung einer Aktivierung des ESM also erfüllt ist. Darüber hinaus führt sie die Schuldentragfähigkeitsanalysen durch, legt Art und Umfang der Beteiligung privater Gläubiger fest und verhandelt und unterzeichnet die Konditionalität der makroökonomischen Anpassungsprogramme. Auch deren laufende Überwachung obliegt federführend der Kommission, wie im gesamten Verfahren begleitet durch den IWF und die EZB. Zwar bedarf es politischer Beschlüsse des Europäischen Rates (Zu-

stimmung zum MoU) und der den Verwaltungsrat des ESM stellenden Finanzminister der Mitgliedsländer, der über die finanziellen Konditionen der Kredithilfe entscheidet. Zentral bleibt aber auf allen Stufen des ESM-Prozesses die Rolle der Kommission.

III

Der ESM: Nukleus einer Europäischen Wirtschaftsregierung?

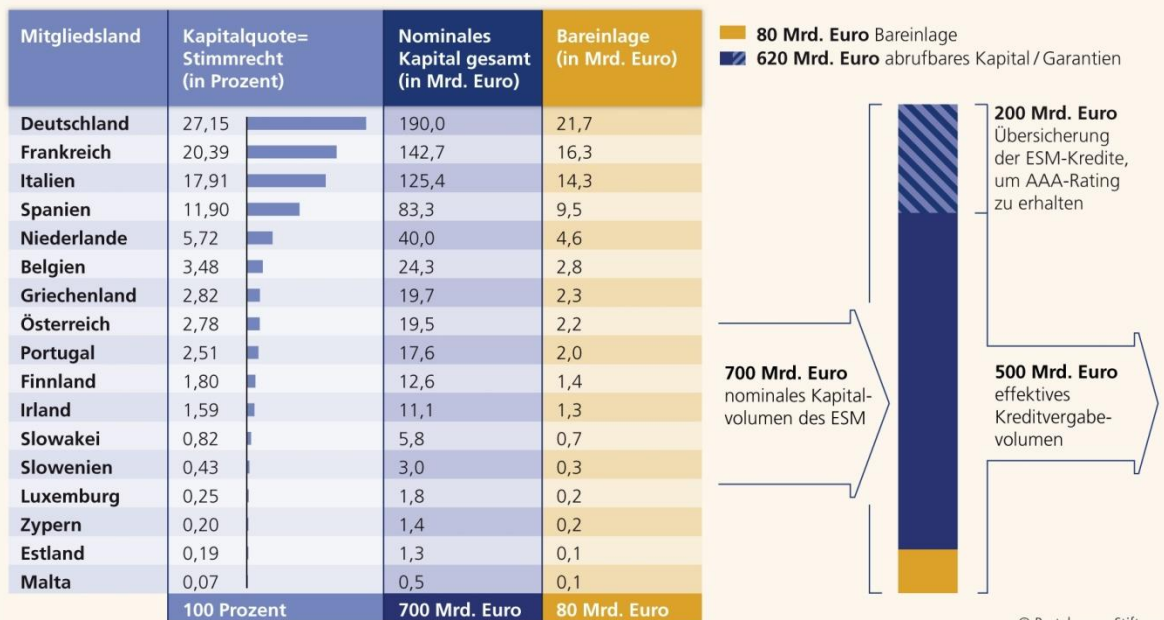
Aus dem Prinzip der Konditionalität und der zentralen Rolle der Kommission im ESM ergibt sich, dass der ESM künftig zum wichtigsten und vor allem schlagkräftigsten Instrument der europäischen Ein-

flussnahme auf nationale Wirtschaftspolitik in der Eurozone wird. Damit wird der ESM zum eigentlichen Nukleus einer Europäischen Wirtschaftsregierung.

wie das kein anderes der herkömmlichen Instrumente freiwilliger Koordination in der EU bewirken könnte. Verglichen mit dem neuen Instrument der Konditionalität, wirken in der Rückschau die offene Methode der Koordinierung des Lissabon-Prozesses, die freiwilligen Zielvereinbarungen des neuen Euro-Plus-Paktes und selbst die sanktionsbewehrten Regeln des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspaktes harmlos. Schon jetzt steht fest: Noch nie haben Rat und Kommission über ein so wirksames Instrument der Einflussnahme auf nationale Wirtschafts- und Finanzpolitiken von EU-Mitgliedsländern verfügt, wie es die Konditionalität als Preis für den Zugang zu Hilfskrediten darstellt.

Und vor allem die Kommission wird dieses neue Instrument zu nutzen wissen. Zwar

Kapitalquoten, Stimmrechte und Kreditvolumen des ESM im Überblick



flussnahme auf nationale Wirtschaftspolitik in der Eurozone wird. Damit wird der ESM zum eigentlichen Nukleus einer Europäischen Wirtschaftsregierung.

Schon heute bestimmt die EU über die Konditionalität ihrer Rettungsschirme die nationale Wirtschaftspolitik in Griechenland, Irland und Portugal in einem Maße,

ist die Aktivierung des ESM als ultimative Nothilfe konzipiert, soll also nur dann in Frage kommen, wenn alle anderen Mittel der Koordination und Hilfe versagt haben. Das Nadelöhr des neuen Art. 136 scheint jedoch sehr dehnbar. Denn wie gesagt: Ob „die Stabilität der Eurozone insgesamt“ gefährdet ist, entschei-

det vor allem die Kommission. Wie eng wird sie dieses Nadelöhr auslegen, um durch Kredithilfen Zugriff auf die Wirtschaftspolitik in der Eurozone zu gewinnen?

Es gehört nicht viel Fantasie dazu, sich die dem ESM inhärente Dynamik der Ausweitung seiner eigenen Kompetenzen und Zugriffsrechte vorzustellen. Wie sein großer Bruder IWF, wird sich künftig auch der ESM nicht nur für die Rettung überschuldeter Mitglieder zuständig fühlen, sondern sich so häufig wie möglich einmischen, alle Möglichkeiten der Intervention nutzen, und sich jedes neu auftretende Problem in der Eurozone zu eigen machen.

Die Banken- und Schuldenkrise der Eurozone wird die europäische Integration also vertiefen und zu einem Quantensprung in ihrer wirtschaftspolitischen Governance führen. Mit dem ESM wird der Grundstein einer Europäischen Wirtschaftsregierung für die Eurozone gelegt.

Aber die wird anders aussehen, als viele ihrer Enthusiasten sich das vorgestellt haben: Konditionalität statt Koordination, Sparprogramme statt Transferunion und Überwachung statt Verständigung, das ist die schöne neue Welt einer Europäischen Wirtschaftsregierung für den Euro.

Mit Transferunion hat das nichts, aber auch gar nichts zu tun. Und rein ökonomisch betrachtet mag das neue institutionelle Arrangement sogar erfolversprechend sein, sofern die Konditionalität nicht überdreht und auf das Einfordern des notwendigen Mindestmaßes an Disziplinierung der nationalen Wirtschaftspolitiken beschränkt bleibt, die eine gemeinsame Währung nun einmal erfordert, und die viele Länder der Eurozone freiwillig nicht aufbringen wollten.

Politisch bleiben die Risiken allerdings groß: Wird die Eurozone ein solches Konditionalitätsregime politisch verkräften? Werden die betroffenen Länder ihre Disziplinierung via Konditionalität dauer-

haft akzeptieren? Hält die Eurozone das aus?

All diese Fragen setzen voraus, dass der Euro die derzeitige Krise überlebt, das rettende Ufer überhaupt erreicht. Das wird durch den ESM nicht einfacher - im Gegenteil!

IV

Kehrseite des ESM: Der Euro in der Insolvenzfall

Langfristig mag der ESM zum trojanischen Pferd einer europäischen Wirtschaftsregierung werden. Kurzfristig aber destabilisiert der ESM die Eurozone und erhöht die Risiken spekulativer Krisen. Kurzfristig steckt die Eurozone gerade durch den ESM in der Insolvenzfall. Warum?

Aus Sicht der Märkte bestimmen vor allem zwei Eigenschaften des ESM seine innere Logik: Zum einen der Vorrang (=Seniorität) seiner Kredite gegenüber denen des Marktes, und zum anderen, dass ab 2013 eine Beteiligung privater Gläubiger zur Vorbedingung für die Gewährung von Kredithilfen durch den ESM wird.

Aus beiden Eigenschaften schließen die Märkte, dass die Wahrscheinlichkeit von Umschuldungen nach 2013 erheblich gestiegen ist. Sie schließen daraus, dass die Politik genau darauf setzt: Die notwendigen Umschuldungen auf die Zeit nach 2013 zu verschieben, wenn die Finanzmärkte stabilisiert sind und die öffentliche Meinung sich beruhigt hat. Märkte neigen aber dazu, die Zukunft zu antizipieren und sie vorweg zu nehmen.

Genau das geschieht bereits: Als unmittelbare Reaktion auf die ESM-Beschlüsse wurde das Rating Griechenlands erneut herabgestuft, und Portugal über spekulative Zinsattacken unter den alten Rettungsschirm gezwungen.

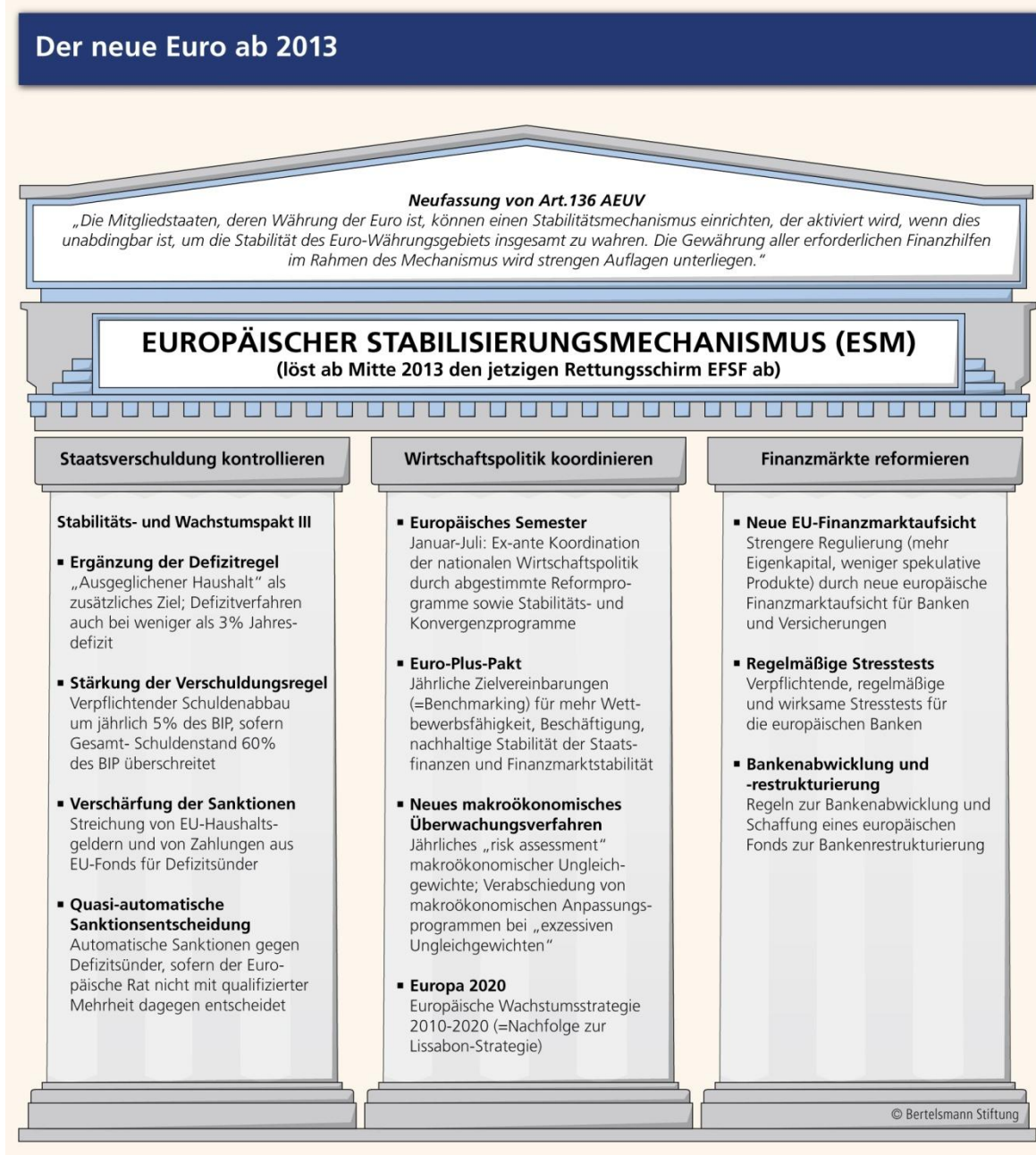
Und warum sollten die Märkte bei Portugal haltmachen? Der alte Rettungsschirm

ist aus Sicht der privaten Gläubiger wesentlich komfortabler als der neue ESM. Es gilt dort weder die Nachrangigkeit ihrer Forderungen noch die Vorbedingung einer privaten Gläubigerbeteiligung. Es gibt also einen echten Anreiz für alle privaten Gläubiger noch vor Mitte 2013 unter den alten Rettungsschirm zu schlüpfen.

Auch deshalb herrscht in der Eurozone eine Art Ausverkaufsstimmung, und insofern ist auch Portugal nur ein weiterer Dominostein, dem weitere folgen werden. Dafür reichen aber die bisherigen Rettungsschirme nicht aus. Weder finanziell

noch politisch halten sie den über Griechenland, Irland und Portugal wesentlich hinausgehenden Anforderungen stand. Politisch schon deshalb nicht, weil jede weitere Kreditfinanzierung unter dem alten Rettungsschirm das Risiko einer Beteiligung des Steuerzahlers an künftigen Umschuldungen erhöht.

Schon heute hält dieses Risiko die Politik von notwendigen Umschuldungen ebenso ab, wie die Furcht vor umschuldbedingten neuen Banken Krisen: Würde heute ein Schuldenschnitt für Griechenland beschlossen, sind die Geberländer in Höhe



ihrer Quoten und anteiligen Garantieübernahmen gegenüber Griechenland daran beteiligt. Dann käme es erstmals zu wirklich ausgabenwirksamen Haushaltsbelastungen für die Garantiegeber. Die europäische Schuldenkrise würde den Steuerzahler echtes Geld kosten, und die Beträge wären keine Peanuts.

Deshalb fürchten die Regierungen solche Umschuldungen, ebenso wie die EZB, die sich durch den Ankauf von Staatsanleihen der Krisenländer in das gleiche Dilemma gebracht hat. Mit jedem neuen Euro unter dem alten Rettungsschirm wird das Dilemma größer. Der Euro sitzt bereits jetzt in der Insolvenzfallzone!

V

Gefahr spekulativer Ratifizierungsattacken

Aber nicht nur die selbstgestellte Insolvenzfallzone birgt Risiken. Auch das politisch riskante Vorhaben einer Vertragsänderung erhöht die Gefahr spekulativer Zinsattacken der Märkte und kann zur Gefährdung für den Euro werden.

Das vom Rat beschlossene Übergangsszenario sieht einen weichen Übergang von den alten Rettungsschirmen zum neuen ESM vor. Der EFSF soll in seiner jetzigen Gestalt bis Juni 2013 in Kraft bleiben. Auch darüber hinaus soll er weiter arbeiten, bis seine ausstehenden Kredite vollständig zurückgezahlt sind.

Die zweijährige Übergangszeit bis zum Start des ESM ist der Ratifizierung der Vertragsänderung des § 136 geschuldet. Auch im vereinfachten Verfahren muss jedes Mitgliedsland der Vertragsänderung zustimmen. Alle bisherigen Erfahrungen zeigen, dass ein solches Verfahren mit erheblichen politischen Risiken verbunden ist. Zwei Gründe sprechen auch dafür:

- Zum einen sind auf nationaler Ebene nachholende Debatten über die bis-

herige Euro-Rettungspolitik der Staats- und Regierungschefs zu erwarten. In vielen Ländern der EU fühlen sich die Parlamente bisher von ihren Regierungen übergangen und werden die Ratifizierungsdebatten zur Abrechnung mit ihren Regierungen nutzen.

- Zum anderen geht der Blick möglicher Schuldner des ESM nach Griechenland, Irland und Portugal, wo schon heute die Autonomie der nationalen Wirtschaftspolitik sehr weitgehend nach Brüssel abgegeben worden ist. Die Furcht vor ähnlichen Schicksalen könnte in potentiellen Schuldnerländern Widerstand mobilisieren. Statt niedriger Zinsen und hohem Wachstum beschert der Euro nun Sparprogramme und Anpassungsrezessionen. Das könnte in vielen Ländern zu Neubewertungen des Euro verführen. Gleichzeitig befürchten die Parlamente der Geberländer des ESM einen dauerhaften Ressourcentransfer und lehnen den ESM als Zerrbild einer Transferunion zu ihren Lasten ab.

An den Märkten führt das zu mehr als zwei Jahren politischer Unsicherheit und Spekulation über die Glaubwürdigkeit des neuen Euro. Früher war das die Aufgabe der Devisenmärkte und Wechselkurspekulation. Heute haben die Kapitalmärkte und deren Zinsspekulation diese Rolle übernommen. Die Zinsvolatilität in der Eurozone wird deshalb weiter steigen. Spekulative Ratifizierungsattacken prüfen die Glaubwürdigkeit des Euro in einzelnen Ländern. Hinzu kommt der Anreiz einen möglichst großen Teil der bisherigen Staatsschulden noch unter die alten Rettungsschirme zu bringen. Solche Attacken können zur „self-fulfilling prophecy“ werden, da für jeden Schuldenstand ein spekulativer Zins existiert, der ein Land unter den Rettungsschirm zwingen würde. Damit die Eurozone das rettende Ufer des neuen Euro erreicht, bedarf es eines spekulationsresistenten Übergangsszenarios. Sonst erweist der ESM dem Euro einen Bärendienst.

VI

Strategie für einen sicheren Übergang

Märkte antizipieren, sie preisen die Zukunft ein in die Gegenwart. Im Ergebnis wird dadurch Zukunft zu Gegenwart. Genau dieser Logik müsste die Strategie eines sicheren Übergangs vom alten zum neuen Euro folgen. Wer die Zukunft des Euro mit Hilfe des ESM sichern will, muss dessen Logik schon heute folgen - so, wie die Märkte dieser Logik bereits gefolgt sind, als sie den Tagen nach den ESM-Beschlüssen Griechenland mit ihren erneuten Zinsattacken an den Rand einer Umschuldung und Portugal unter den Rettungsschirm gezwungen haben.

Der Logik des ESM schon heute zu folgen heißt die notwendige Umschuldung von offensichtlich überschuldeten Ländern der Eurozone schon heute anzugehen. Ob dazu ein „big-bang“ für die ganze Eurozone erforderlich ist, wie Daniel Gros vorgeschlagen hat, oder ein schrittweises Vorgehen, scheint zweitrangig. Umschuldungen in der Eurozone müssen dabei aber ihren po-

litischen Schrecken verlieren, mit dem Finanzmärkte und Politik sie so lange belegt haben.

Ein einfacher Weg dazu wäre, den ESM ab sofort in Kraft zu setzen, die jetzigen Rettungsschirme also ohne Übergangsfrist durch den neuen ESM abzulösen. Damit würde ab sofort die Vorrangigkeit aller weiteren Rettungskredite gegenüber den Krediten privater Gläubiger ebenso gelten, wie die private Gläubigerhaftung als Vorbedingung für weitere Rettungsaktionen. Zur Wahrung der Vertragskonformität könnte ein solcher Beschluss des Europäischen Rates sofort gefasst, aber zunächst befristet werden. Erst mit Änderung des Art. 136 würde der ESM dann unbefristet wirksam.

Bis Mitte 2013 wird uns der alte Euro jedenfalls nicht Zeit geben. Wer einen neuen Euro will, muss ihn einführen - jetzt.

Über den Autor:

Der Autor ist Director des Programms Europas Zukunft bei der Bertelsmann Stiftung, und lehrt Volkswirtschaftslehre an der Fachhochschule des Mittelstandes (FHM) in Bielefeld.

Weiterführende Literaturhinweise

Bertelsmann Stiftung (Hrsg.): Making the European Union work – Issues for Economic Governance Reform, Synthesis of round-table discussions of the Expert Group on European Economic Governance, 3 March 2011.

Daniel Gros, Thomas Mayer: Towards a Euro(peak) Monetary Fund, CEPS Policy Briefs, 17 May 2010.

Janis A. Emmanouilidis: A quantum leap in economic governance – but questions remain, EPC Post-Summit Analysis, Brussels, 28 March 2011.

V.i.S.d.P.

Bertelsmann Stiftung
Carl Bertelsmann Straße 256
D-33311 Gütersloh
<http://www.bertelsmann-stiftung.de>

Dr. Dominik Hierlemann
dominik.hierlemann@bertelsmann-stiftung.de
Telefon +49 5241 81 81537

Joachim Fritz-Vannahme
joachim.vannahme@bertelsmann-stiftung.de
Telefon +49 5241 81 81421

ISSN 1865-7451

Zuletzt erschienen:

spotlight europe # 2011/01
Was kann die EU für Nordafrika tun?
Christian Hanelt, Almut Möller

spotlight europe # 2010/11
For Whom the Bell Tolls: Britain's new coalition government (nur auf englisch erschienen)
Jake Benford

Alle Ausgaben des "spotlight europe" stehen im Internet als Download bereit:
www.bertelsmann-stiftung.de/spotlight