

Schriftliche Stellungnahme zur Anhörung durch den Haushaltsausschuss des Deutschen Bundestages am 7. Mai 2012 in Berlin

Professor Dr. Peter Bofinger
Universität Würzburg

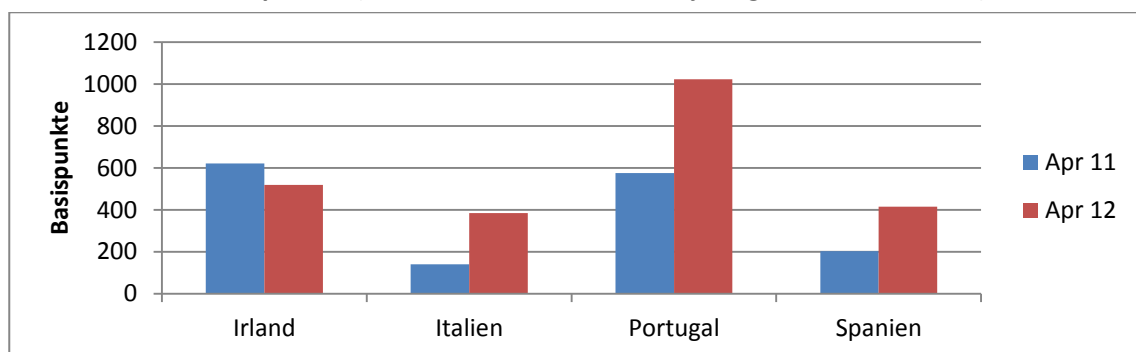
Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung

1. In der Begründung des Entwurfs zum ESM-Finanzierungsgesetz (BT-Drs. 17/9048) wird auf Seite 4 zutreffend festgestellt, „dass es neben einem Ausbau der vorsorglichen Maßnahmen eines dauerhaften und robusten Kriseninstruments in der Eurozone bedarf, um auch für den Fall handlungsfähig zu sein, dass Regelungen zur Prävention nicht ausreichen, um schwerwiegende Krisen der öffentlichen Haushalte zu verhindern und es dadurch zu einer Gefährdung der Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt kommt.“ Für eine Beurteilung des Europäischen Stabilitätsmechanismus ist es daher erforderlich, die Ursachen der Krise grundsätzlicher zu diskutieren, da nur so festgestellt werden kann, ob dieses Instrument ausreichend ist, um eine Gefährdung der Stabilität des Euro-Währungsgebiets dauerhaft zu verhindern.

Trotz umfassender Konsolidierungsmaßnahmen und strukturellen Reformen keine Beruhigung der Märkte

2. Die Erfahrungen der letzten zwölf Monate sind ein deutlicher Beleg dafür, wie sehr es im Euro-Währungsgebiet eines solchen „**robusten Kriseninstruments**“ bedarf. Den sogenannten Problemländern (Griechenland, Italien, Irland, Portugal und Spanien) ist es in den beiden letzten Jahren trotz ungewöhnlich ambitionierter Konsolidierungsprogramme und weitreichender Struktur-reformen nicht gelungen, ihre Glaubwürdigkeit bei den Finanzmärkten zu verbessern. Vielmehr waren im April 2012 die Risikoprämien für langfristige Anleihen Italiens, Spaniens und Portugals gegenüber der Bundesanleihe durchschnittlich deutlich höher als vor einem Jahr (Schaubild 1). Dieser Befund ist nur schwer mit der – nach den Erfahrungen der Finanzkrise – von vornherein naiven Vorstellung einer effizienten Lenkung makroökonomischer Politiken durch die Finanzmärkte zu vereinbaren.

Schaubild 1: Risikoprämie (Renditedifferenzen der 10-jährigen Staatsanleihen)



Quelle: Sachverständigenrat. Für Griechenland sind nach dem Schuldenschnitt keine vergleichbaren Daten verfügbar

3. Ausweislich des um Konjunkturreffekte bereinigten **strukturellen Budgetsaldos** ist es allen Problemländern gelungen, ihr Defizit in diesem Jahr und im vorhergehenden Jahr deutlich zu reduzieren (Tabelle 1). Erstaunlicherweise ist Irland das einzige Land mit einer leicht rückläufigen Risikoprämie, obwohl es nach wie vor das höchste strukturelle Defizit aller Problemländer aufweist und im Vergleich zu Spanien und Portugal eher bescheidene Konsolidierungserfolge aufweisen kann.

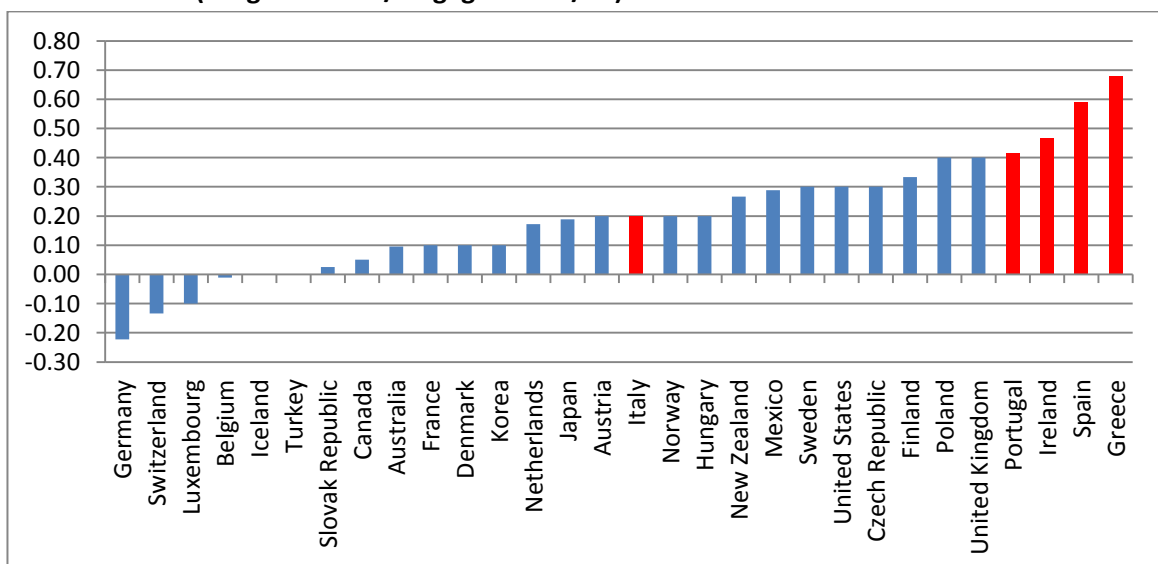
Tabelle 1: Struktureller Budgetsaldo (in % des Bruttoinlandsprodukts)

	2010	2011	2012	Differenz 2012-2010
Griechenland	-10,1	-6,8	-4,6	6,5
Irland	-9,9	-8,0	-6,2	3,7
Italien	-3,1	-2,7	-0,3	2,8
Portugal	-9,0	-2,7	-2,0	7,0
Spanien	-7,6	-6,9	-3,9	3,7

Quelle: IMF, Fiscal Monitor April 2012

4. Auch im Bereich der **“strukturellen Reformen”** sind bei den Problemländern erhebliche Fortschritte zu beobachten. Sie haben in den beiden letzten Jahren sehr viel mehr als andere Länder die von der OECD empfohlenen wachstumspolitischen Maßnahmen umgesetzt (Schaubild 2). Dabei ist überraschend, dass Deutschland in dieser Hinsicht das Schlusslicht des OECD-Raums darstellt und derzeit gleichwohl besonders gute Wachstumsperspektiven aufweist.

Schaubild 2: “Evolution of responsiveness to Going for Growth recommendations” (Vergleich 2010/11 gegen 2008/09)



Quelle: OECD. <http://dx.doi.org/10.1787/888932564901>

Prozyklische Politik destabilisiert Realwirtschaft und Finanzsektor

5. Der anhaltend hohe Druck durch die Finanzmärkte hat die Problemländer gezwungen, trotz einer zunehmend ungünstigeren konjunkturellen Situation immer neue Konsolidierungsprogramme aufzulegen. Die Auswirkungen dieser **prozyklischen Politik** sind heute nicht zu übersehen. Anders als vom IMF noch im April 2011 erwartet, ist es in den Problemländern nicht zu

einer Konjunkturbelebung, sondern zu einer teilweise erheblichen Verschlechterung der konjunkturellen Lage gekommen (Tabelle 2). Die als Therapie gedachte, überambitionierte Konsolidierungspolitik hat sich somit als kontraproduktiv erwiesen.

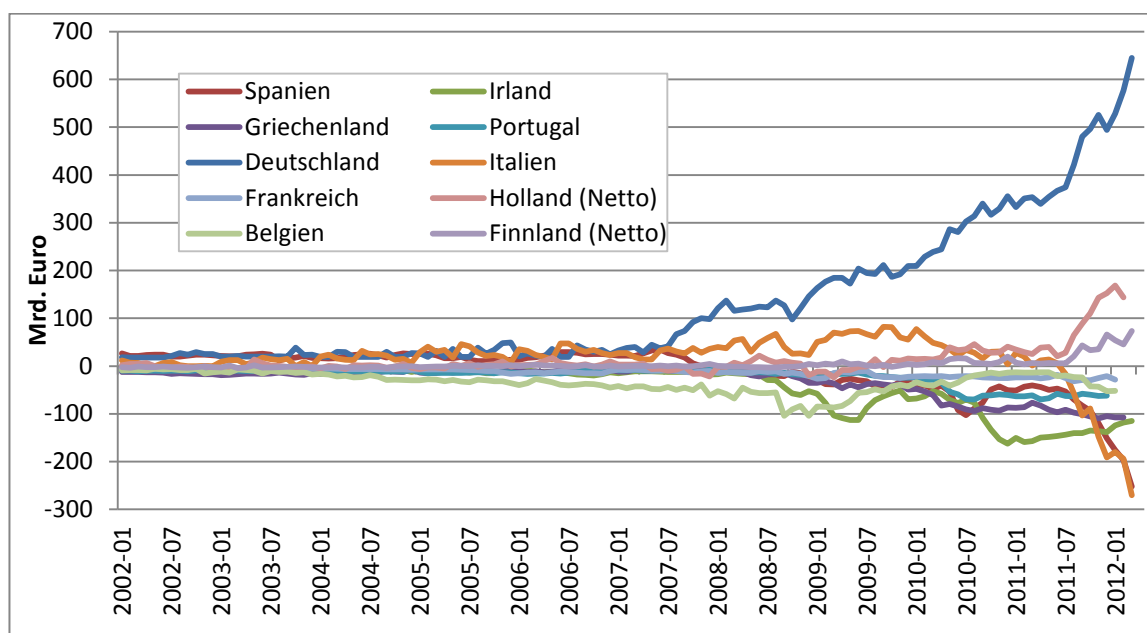
Tabelle 2: Wirtschaftliche Entwicklung in den Problemländern: Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts gegenüber Vorjahr (in %)

	2011	2012 (IWF-Prognose April 2011)	2012 (IWF-Prognose April 2012)
Griechenland	-6,9	1,1	-4,7
Irland	0,7	1,9	0,5
Italien	0,4	1,3	-1,9
Portugal	-1,5	-0,5	-3,3
Spanien	0,7	1,6	-1,8

Quelle: IMF. World Economic Outlook, April 2011 und April 2012

- Das Nebeneinander steigender Risikoprämien mit einer zunehmenden konjunkturellen Eintrübung in den Problemländern hat zudem das Vertrauen in die Stabilität ihrer Bankensysteme erheblich in Mitleidenschaft gezogen. Die in der öffentlichen Debatte stark beachteten und immer weiter ansteigenden **TARGET-Salden** innerhalb des Europäischen Systems der Zentralbanken sind ein sehr ernst zunehmendes Symptom dieser tiefgreifenden Vertrauenskrise (Schaubild 3).

Schaubild 3: Target-Salden im Europäischen System der Zentralbanken (in Mrd. Euro)



Quelle: Nationale Notenbanken

- Insgesamt hat die Strategie der Bundesregierung, die Krise über einen maximalen Marktdruck und dadurch forcierte prozyklisch wirkende Sparprogramme zu lösen, völligen Schiffbruch erlitten. Nicht zuletzt die dadurch entstandenen teilweise extrem hohen Arbeitslosenraten von jungen Menschen stellen eine große Gefahr für die politische Stabilität und zugleich für die Zustimmung der Bürger zur Europäischen Union dar.

Mangelnde Therapieerfolge spiegeln unzureichende Problemdiagnose

8. Die Tatsache, dass es im Laufe der letzten 24 Monate zu einer immer größeren Verunsicherung der Märkte und einer immer ungünstigeren wirtschaftlichen Verfassung der Problemländer gekommen ist, legt es nahe, dass die von der Bundesregierung präferierte Therapie nicht nur unzureichend, sondern vielmehr kontraproduktiv gewesen ist. Dies dürfte vor allem auf eine **ein-dimensionale Diagnose** der Krisenursachen zurückzuführen sein.

Anders als dies in der öffentlichen Debatte in Deutschland immer wieder zu hören ist, lässt sich die Eurokrise nicht nur, und nicht einmal in erster Linie auf fiskalisches Fehlverhalten der fünf Problemländer zurückführen:

- Die Probleme Spaniens und Irlands, die mit sehr viel größeren Finanzierungsvolumina als im Fall Griechenlands verbunden sind, lassen sich primär auf ein gravierendes „**Marktversagen**“ nicht nur der spanischen und irischen Finanzinstitute zurückführen, sondern auch der Banken aus anderen Mitgliedsländern, die in großem Stil die entsprechende Refinanzierung gewährt haben.
 - Aber auch die deutsche Wirtschaftspolitik hat maßgeblich zu den Ungleichgewichten des Euroraums beigetragen, indem sie in den Jahren 2000 bis 2007 eine **Politik der realen Abwertung** betrieben hat. Zu nennen sind hier alle Maßnahmen zur Senkung des deutschen Lohnniveaus, wie zum Beispiel die Abschaffung der Parität bei den gesetzlichen Krankenversicherungsbeiträgen, die fiskalische Abwertung durch die Senkung der Sozialversicherungsbeiträge im Jahr 2007 bei gleichzeitiger Anhebung des Mehrwertsteuersatzes und die Erleichterung der Leiharbeitsbestimmungen.
 - Schließlich hat auch die **Europäische Zentralbank**, die in besonderer Weise Verantwortung für den Zusammenhalt des Euroraums trägt, massiv versagt. Sie hat in den Jahren 2004 bis 2007 die Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten nicht ausreichend analysiert und war somit auch nicht in der Lage gewesen, die Politik und Öffentlichkeit rechtzeitig zu warnen. Aufgrund einer zu engen Ausrichtung am Ziel der Preisstabilität erfolgte in dieser Phase die Zinswende der EZB viel zu spät. Die EZB hat zudem die über Jahre hinweg divergierenden Lohnentwicklungen nicht als Risiko für die Stabilität des Währungsraums identifiziert.
9. Die in den letzten 24 Monaten zu beobachtende Verstärkung der Krise ist dann im Wesentlichen auf **systemische Faktoren** zurückzuführen:
- Aufgrund der Mitgliedschaft in der Währungsunion mussten die Problemländer ihre Konsolidierungsprogramme bei einem **konstanten nominalen Wechselkurs** durchführen. Dies stellt einen erheblichen Unterschied zu vergleichbaren Austeritätsprogrammen in der Vergangenheit dar, bei denen die fiskalische Kontraktion in der Regel durch eine massive nominale Abwertung der heimischen Währung zumindest teilweise kompensiert werden konnte.
 - Die Mitgliedschaft in der Währungsunion hat zudem den erheblichen Nachteil, dass die gesamte Verschuldung der Problemländer de facto eine **Fremdwährungsverschuldung** darstellt. Die Problemländer befinden sich damit in der problematischen Konstellation,

dass sie jederzeit zahlungsunfähig werden können. Ihre Situation unterscheidet sich damit fundamental von vergleichbaren Volkswirtschaften, die wie zum Beispiel das Vereinigte Königreich in der heimischen Währung verschuldet sind und über eine nationale Notenbank verfügen, die im Notfall bereit ist, unbegrenzt fällige Staatsanleihen anzukaufen. Da sich die Finanzmärkte, nicht zuletzt durch die Erklärung von Deauville vom Oktober 2010, zunehmend dieser Problematik bewusst wurden, kam es im Laufe des letzten Jahres zu einer sich selbstverstärkenden Spirale aus wachsendem Misstrauen und steigenden Zinsen.

- Während die Lage der Problemländer durch die systematischen Faktoren erheblich erschwert wurde, konnte **Deutschland** davon maßgeblich profitieren. Eine Abwertung der Währungen der Problemländer hätte sich unmittelbar nachteilig auf die deutsche Wettbewerbsfähigkeit ausgewirkt. Da die Eurokrise zudem den Wechselkurs des Euro insgesamt nachteilig beeinflusst hat, konnte die deutsche Wirtschaft davon auch auf anderen Märkten profitieren. Außerdem hat die Flucht aus Anleihen der Problemländer die Renditen für deutsche Anleihen extrem gesenkt, so dass Deutschland auch in dieser Hinsicht zu den Profiteuren der Krise zählt.

Systemische Krise erfordert systemische Lösung

10. In Anbetracht der systemischen Natur der Krisenverstärkung hat man sich zu fragen, ob es sich bei dem jetzt zur Diskussion stehenden Europäischen Stabilitätsmechanismus tatsächlich um ein „robustes Krisenbewältigungsinstrument“ (BT-Drs. 17/9048) handelt. Dabei geht es zum einen um das Volumen und zum anderen um die Konditionen, zu denen Mittel für Problemländer verfügbar gemacht werden können.
11. Die Konstruktion des ESM ist geprägt von der Vorstellung, dass ein Land immer nur durch eigenes Verschulden in eine finanzielle Problemlage kommen kann. Deshalb werden Kredite nur unter **stigmatisierenden Bedingungen** vergeben. Dies wiederum hat zur Folge, dass Länder eine Hilfe durch den ESM bis zur letzten Minute hinauszögern werden. Wenn man sich hingegen der systemischen Komponente der Krise bewusst wäre, würde man einen Krisenmechanismus so ausgestalten, dass er nicht nur im Notfall eingesetzt werden kann, sondern vielmehr bereits **präventiv** agieren kann, wenn sich auf den Märkten größere Verspannungen aufbauen. Bei der jetzigen Konstruktion ist zu befürchten, dass die Inanspruchnahme des ESM mit negativen Signaleffekten für ein Land verbunden ist, die sich vor allem für das Finanzsystem (Kapitalflucht) negativ und somit krisenverstärkend auswirken können.
12. Die systemische Natur der Krise legt es zudem nahe, einen Krisenmechanismus von seinem **Volumen** so auszugestalten, dass er in der Lage ist, einer Vertrauenskrise gegenüber italienischen und spanischen Staatsanleihen umfassend zu begegnen.

Das zur Krisenbewältigung in den nächsten 12 Monaten verfügbare **Finanzierungsvolumen** für Rettungsmaßnahmen ergibt sich aus dem zunächst parallelen Einsatz von EFSF und ESM. Nach der Unterstützung von Griechenland, Irland und Portugal verfügt der EFSF derzeit noch über frei verwendbare Mittel in Höhe von 248 Mrd. Das Finanzierungsvolumen des ESM wird davon bestimmt, wie schnell die Bareinzahlungen vorgenommen werden, da der ESM-Vertrag vorsieht, dass das Verhältnis zwischen eingezahltem Kapital und ausstehendem Betrag an ESM Anlei-

heemissionen stets bei mindestens 15 % zu halten ist. Bei den geplanten Terminen für die Bareinzahlungen ergibt sich folgendes Finanzierungsvolumen:

Tabelle 3: Finanzierungsvolumen EFSF und ESM (in Mrd. Euro)

Datum	Volumen EFSF	Volumen ESM	Gesamtvolumen
Juli 2012	248	106,7	354,7
Oktober 2012	248	213,3	461,3
erste Tranche 2013	248	320	500
zweite Tranche 2013	248	426,67	500

Bei der Berechnung des Gesamtvolumens ist zu berücksichtigen, dass nach Artikel 39 des ESM-Vertrags das konsolidierte Ausleihvolumen von EFSF und ESM bis zur Abwicklung des EFSF auf höchstens 500 Mrd. Euro begrenzt ist.

Dieses Volumen ist den **Finanzierungsbedarfen** gegenüber zu stellen, mit denen die Problemländer in den nächsten Monaten und Jahren konfrontiert sein werden. Für Italien und Spanien ergibt sich für dieses Jahr ein Refinanzierungsbedarf von zusammen 686 Mrd. Euro, von dem ein größerer Teil allerdings schon aufgebracht worden ist, für 2013 werden weitere 601 Mrd. Euro erforderlich sein (Tabelle 4). Im Fall Spaniens muss außerdem damit gerechnet werden, dass erhebliche zusätzliche Mittel zur Rekapitalisierung des spanischen Bankensystems erforderlich werden.

Tabelle 4: Refinanzierungsbedarf von ausgewählten Ländern des Euro-Raums

Land	Nominales Bruttoinlandsprodukt 2012 Mrd Euro	Refinanzierungsbedarf					
		2012		2013		2014	
		% ¹⁾	Mrd Euro ²⁾	% ¹⁾	Mrd Euro ²⁾	% ¹⁾	Mrd Euro ²⁾
Italien	1 571	28,7	451	23,9	376	24,2	380
Frankreich	2 062	18,2	375	19,5	402	18,1	373
Deutschland	2 645	8,9	235	8,5	225	5,8	153
Spanien	1 063	20,9	222	21,5	228	20,0	213
Belgien	378	19,3	73	19,5	74	18,1	68
Portugal	168	26,7	45	19,7	33	20,4	34
Irland	159	15,3	24	14,7	23	13,8	22
Nachrichtlich: Problemländer ³⁾	2 961	X	742	X	661	X	649

1) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.– 2) Eigene Berechnung.– 3) Irland, Italien, Portugal und Spanien.

Diese Größenordnungen verdeutlichen, dass das jetzt zur Diskussion stehende „Krisenbewältigungsinstrument“ von vornherein zu gering dimensioniert ist, um im Falle eines möglichen Vertrauensverlustes gegenüber Spanien und Italien eine reibungslose Finanzierung im Rahmen eines Rettungsprogramms zu gewährleisten

13. Der ESM ist daher weder von seinem Volumen noch von seinen Konditionen in der Lage, eine umfassende Antwort auf die gravierenden systemischen Risiken der Europäischen Währungsunion zu bieten. Wenn die Alternative jedoch darin bestünde, dass überhaupt kein gemeinschaftlicher Rettungsmechanismus verfügbar ist, sollte der ESM auf jeden Fall implementiert werden.

Eine dem ESM deutlich überlegene institutionelle Lösung bietet das Modell des **Schuldentilgungspakts** (STP), das vom Sachverständigenrat in seinem Jahresgutachten 2011/12 in die Diskussion eingebracht worden ist. Der STP hat gegenüber dem ESM zum einen den Vorteil, dass er den Problemländern ein sehr viel größeres Finanzierungspotential eröffnet, zum anderen verzichtet er auf jegliche Diskriminierung der Mitgliedsländer des Euroraums. Er wird also den gemeinsam zu verantwortenden Ursachen und der systemischen Dimension der Krise sehr viel mehr gerecht als der ESM.

Der STP umfasst auf der einen Seite die Emission von Anleihen im Rahmen einer gemeinschaftlichen Haftung, die es Italien und Spanien ermöglichen würde, den Finanzierungsbedarf der Jahre 2012-2014 zu niedrigen Zinsen und ohne die stigmatisierenden Effekte eines ESM-Rettungsprogramms zu bewältigen. Im Fall Spaniens müsste allerdings der im Gutachten vorgesehene Finanzierungsrahmen von maximal 88 Mrd. Euro deutlich ausgeweitet werden. Dieser vergleichsweise niedrige Wert ergibt sich aus der Logik des STP, wonach nur der Teil der Verschuldung gemeinschaftlich finanziert werden kann, der die 60%-Grenze des Vertrags von Maastricht überschreitet. Aufgrund seiner durchaus soliden Fiskalpolitik in der Vergangenheit weist Spanien mit einer Schuldenstandsquote von 79,0 % (2012) nur einen vergleichsweise geringen Schuldenbetrag über dem Schwellenwert von 60 % auf.

14. Es besteht kein Zweifel, dass die Umsetzung des Schuldentilgungspakts mit Risiken verbunden ist und dass sie in Anbetracht eines Finanzierungsvolumens von rund 2,3 Billionen Euro auch eine große Überzeugungsarbeit der politischen Entscheidungsträger erfordert. In Anbetracht der Tatsache, dass der ESM nur sehr bedingt in der Lage ist, die Währungsunion vor den selbstverstärkenden Panikattacken der Finanzmärkte abzusichern, bliebe es ohne den STP weiterhin dabei, dass die Europäische Zentralbank gezwungen ist, unbegrenzt und ohne entsprechende Absicherungen die Rolle des „lender of last resort“ für den Euroraum wahrzunehmen. Die aus ordnungspolitischer Sicht gut begründete Trennungslinie zwischen der Geldpolitik und der Staatsfinanzierung würde so mehr als bisher verschwimmen.