

Oxford, 12. Oktober 2012

### Vortragsthese

**anlässlich der Öffentlichen Anhörung der Enquete-Kommission Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität des Deutschen Bundestages zum Thema "Grundzüge der Ordnungspolitik im Rahmen der europäischen Integration unter Berücksichtigung der Nachhaltigkeit der Verschuldung (öffentlich und privat), der Bedeutung staatliche Aufgaben und Ausgaben sowie nachhaltige Finanzwirtschaft" am 22.10.2012**

Die Aussichten für eine nachhaltige Finanzpolitik und die Sicherung der staatlichen Handlungsfähigkeit hängen derzeit in hohem Maß davon ab, ob und wie es gelingt, die Verschuldungskrise im Euroraum zu überwinden. Dieses Thesenpapier konzentriert sich deshalb auf ordnungspolitische Fragen, die sich bei der Reform der fiskalpolitischen Institutionen und der Regulierung des Finanzsektors in der Europäischen Währungsunion stellen.

#### **1. Der grundlegende Konstruktionsfehler im institutionellen Aufbau der Eurozone: Das falsch geregelte Verhältnis zwischen Lender of Last Resort und der Architektur des Finanzsystems**

In der aktuellen Verschuldungskrise in der Eurozone haben sich die fiskalpolitischen Regeln, die mit der Gründung der Währungsunion vereinbart wurden, als ungeeignet erwiesen, die Stabilität der Eurozone zu sichern.

Besonders deutlich wurden die Schwächen des geltenden Regelwerkes, als im Frühjahr 2010 Griechenland den Zugang zu privaten Kapitalgebern verlor. Die No-Bailout-Klausel hätte eigentlich verlangt, dass die anderen Mitgliedstaaten nicht einspringen. Dann wäre es zu einem Schuldenschnitt gekommen, bei dem die privaten Gläubiger des griechischen Staates auf einen Teil ihrer Forderungen hätten verzichten müssen. Stattdessen haben die anderen Mitgliedstaaten des Euroraumes öffentliche Mittel eingesetzt, um Griechenland neue Kredite zu verschaffen. In Griechenland ist es dann erst deutlich später zu einem Schuldenschnitt zu Lasten privater Gläubiger gekommen. Viele private Gläubiger waren bereits ausgestiegen. Derzeit wird ein Schuldenschnitt zu Lasten der öffentlichen Gläubiger diskutiert. In anderen Ländern der Eurozone, die später ebenfalls vor der Insolvenz standen, hat es Hilfen der anderen Mitgliedstaaten gegeben, ohne dass es bislang zu irgendeiner Belastung der privaten Gläubiger gekommen wäre.

Der Hauptgrund dafür, dass die Regierungen in der Eurozone sich dafür entschieden haben, eine Belastung der privaten Gläubiger im Rahmen von Schuldenschnitten in den meisten Fällen zu vermeiden, liegt darin, dass eine solche Belastung unter Umständen zu einem Zusammenbruch von Banken geführt hätte und in der Folge zu einer allgemeinen Krise des Finanzsystems, mit massiven negativen Auswirkungen auf die Realwirtschaft.

Die Erschütterung des Finanzsystems durch einen Schuldenschnitt wird deshalb als besonders gefährlich eingeschätzt, weil viele Banken Staatsanleihen halten und sie nach der geltenden Bankenregulierung für Investitionen in Staatsanleihen keinerlei Eigenkapital vorhalten müssen. Das ist deshalb so, weil die gegenwärtige **Architektur des Finanzsystem in der Eurozone** (und in vielen anderen Ländern) auf der **Annahme beruht, dass Staatsanleihen sicher sind und unter allen Umständen zurückgezahlt werden.**

**Diese Annahme ist aber nur dann sinnvoll, wenn der öffentliche Schuldner stets auf eine eigene Notenbank als Lender of Last Resort zurückgreifen kann.** In diesem Fall kann hohe Staatsverschuldung (in der eigenen Währung) zwar zur Zerstörung der Währung durch Inflation führen,<sup>1</sup> aber niemals zu einem Zahlungsausfall. In einer solchen Welt kann man den Finanzsektor so organisieren, dass seine Funktionsweise und Stabilität darauf beruht, dass Staatsanleihen eine risikolose Anlage sind in dem Sinne, dass ihr Nominalwert stets erhalten bleibt.

Mit der Gründung der Europäischen Währungsunion haben die Mitgliedstaaten ihre nationalen Währungen abgeschafft. **Damit können die nationalen Notenbanken ihre Funktion als Lender of Last Resort nicht mehr erfüllen.** Die EZB kann diese Funktion nicht übernehmen, weil sie die Notenbank mehrerer Staaten ist. Wenn sie gegenüber einem Mitgliedstaat als Lender of Last resort agiert, besteht die Gefahr, dass dieser Staat sich auf Kosten der anderen Mitgliedstaaten verschuldet. Deshalb ist es der EZB untersagt, Staatsfinanzierung zu betreiben.

**Der Verzicht auf den Zugang zu einer Notenbank als Lender of Last Resort ist in einer Währungsunion mit dezentraler Autonomie in der Verschuldungspolitik also unvermeidlich,** wenn die Währung stabil sein soll. Dieser Verzicht bedeutet aber auch, dass Staatsanleihen nicht mehr so sicher sind wie in einem Staat mit eigener Währung. Im Fall einer starken Belastung der Staatsfinanzen, ausgelöst zum Beispiel durch eine Bankenkrise oder eine starke Rezession, kann es dazu kommen, dass ein Staat insolvent wird. Das kann man durch Verschuldungsregeln nicht verhindern. Folglich kann die Architektur des Finanzsystems nicht mehr darauf beruhen, dass Staatsanleihen risikolose Anlagen sind. Der Finanzsektor muss so reguliert und organisiert werden, dass er ohne Staatsanleihen als risikolose Anlage auskommt.

Bei der Gründung der Währungsunion ist man den ersten Schritt gegangen: die Mitgliedstaaten haben auf den Zugang zu einer Notenbank als Lender of Last Resort verzichtet. **Den damit notwendigerweise verbundenen zweiten Schritt, die Neuordnung des Finanzsektors, hat man aber verpasst.** Der Finanzsektor beruhte nach Einführung des Euro noch immer auf der Annahme, Staatsanleihen seien eine risikolose Anlage. Mit den Folgen einer staatlichen Insolvenz innerhalb der Währungsunion hat man sich nicht beschäftigt, vielleicht weil man hoffte, die Verschuldungsregeln de Stabilitäts- und Wachstumspaktes würden eine solche Insolvenz verhindern. Die Krise hat gezeigt, dass das eine Illusion war.

Daraus folgt, dass es für die künftige Ordnung der Währungsunion zwei Optionen gibt.

## **2. Zwei Reformoptionen: Verschuldungspolitik in der Eurozone zentralisieren oder staatliche Insolvenzen ermöglichen**

---

<sup>1</sup> Aus diesem Grund ist die Beanspruchung der Notenbank als Lender of Last Resort auch bei nationalen Währungen keineswegs unproblematisch. Es gehört deshalb zur deutschen geldpolitischen Tradition, den Zugang des Staates zur Kreditaufnahme bei der Notenbank zumindest in 'normalen' Zeiten zu vermeiden und ihn auf wirtschaftliche Notituationen zu beschränken.

**Reformoption 1:** Staatsanleihen werden wieder zu risikolosen Anlagen gemacht, indem die Statuten der EZB geändert werden und die Notenbank zum Lender of Last Resort für den öffentlichen Sektor erklärt wird. **Dann müssen die Mitgliedstaaten das Recht, eigenständig über ihre Verschuldung zu entscheiden, aufgeben.** Wenn das nicht passiert, kann jeder einzelne Staat sich auf Kosten der anderen Mitgliedstaaten beliebig verschulden.

Das Hauptproblem bei Reformoption 1 liegt darin, dass sie mit der finanzpolitischen Souveränität der Mitgliedstaaten unvereinbar ist. Eine zentrale Institution in Europa müsste das Recht erhalten, Beschlüsse der nationalen Parlamente für ungültig zu erklären und sie durch eigene Beschlüsse zu ersetzen. Den Beschlüssen dieser Institution müssten alle Mitgliedstaaten bzw. Die Bürger in den Mitgliedstaaten der gesamten Währungsunion vertrauen, es stellt sich die Frage der demokratischen Legitimierung.

**Reformoption 2:** Der bei der Gründung der Währungsunion verpasste zweite Reformschritt – die Neuordnung des Finanzsektors – wird nachgeholt. **Ziel muss sein, den Finanzsektor so zu gestalten, dass er funktionsfähig bleibt, selbst wenn es zu Ausfällen bei Staatsanleihen kommt.** Staatsanleihen müssen also weniger von Banken und mehr von Kapitalsammelstellen wie zum Beispiel Pensionsfonds gehalten werden. In diesem Fall kann es bei Überschuldung einzelner Mitgliedstaaten zu einem Schuldenschnitt zu Lasten der Gläubiger kommen, ohne dass die Finanzstabilität gefährdet ist.

In einer solchen Welt werden die Gläubiger sehr vorsichtig sein und den Staaten zurückhaltender als heute Kredite gewähren. Da eine Überwälzung der Lasten öffentlicher Verschuldung auf andere Mitgliedstaaten unter diesen Umständen ausgeschlossen ist, können die einzelnen Mitgliedstaaten der Währungsunion eigenständig über ihre Verschuldungspolitik entscheiden (dezentrale Kontrolle über Verschuldung und dezentrale Haftung). Gemeinsame Verschuldungsregeln können hilfreich sein, es ist aber zu verschmerzen, wenn sie einmal nicht eingehalten werden.

Das Hauptproblem der Reformoption 2 liegt darin, dass es schwierig ist, den Finanzsektor so zu reformieren, dass er notfalls staatliche Insolvenzen aushält, ohne dass daraus negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft resultieren.

### **3. Ein Mittelweg: Das Konzept der Bankenunion kann helfen, staatliche Insolvenzen zu ermöglichen und die nationale Autonomie in der Verschuldungspolitik zu bewahren**

Das Konzept der Europäischen Bankenunion könnte dazu genutzt werden, den Finanzsektor in Europa neu zu ordnen und seine Robustheit zu steigern, im Sinne von Reformoption 2. Im Mittelpunkt muss dabei die Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen im Bankensektor stehen. Wenn als zusätzliches stabilisierendes Element der Bankenunion ein zentraler Fonds zum Auffangen und Rekapitalisieren oder Abwickeln der Banken eingeführt wird, der durch die Gemeinschaft der Mitgliedstaaten finanziell abgesichert wird, muss damit eine zentrale Kontrolle und Beaufsichtigung des Bankensektors einhergehen. Insofern enthält dieses Konzept ein zentralistisches Element im Sinn von Reformoption 1. Vor allem muss verhindert werden, dass die nationalen Regierungen sich über den Umweg der im eigenen Land ansässigen Banken verschulden und im Fall einer Überschuldung die Kosten über den gemeinsamen Fonds zur Bankenrekapitalisierung auf andere Mitgliedstaaten abwälzen können.

**4. Auf jeden Fall vermeiden sollte man ordnungspolitische Lösungen, bei denen die Haftung für Staatsverschuldung vergemeinschaftet wird, das Recht zur Verschuldung aber bei den Mitgliedstaaten bleibt. Das würde die Eurozone destabilisieren und die Stabilität der gemeinsamen Währung gefährden.**