

ifo Working Papers

Die Europäische Fiskalunion Gedanken zur Entwicklung der Eurozone

Hans-Werner Sinn

Sohmen Lecture 2012
Ludwig-Maximilians-Universität München
26. April 2012

überarbeitet
Stand: 23. Juli 2012

Ifo Working Paper No. 131

Eine elektronische Version ist auf der ifo-Website www.cesifo-group.de zu finden.

Die Europäische Fiskalunion

Gedanken zur Entwicklung der Eurozone

Hans-Werner Sinn¹

Sohmen Lecture 2012
Ludwig-Maximilians-Universität München
26. April 2012, Große Aula der Universität

Überarbeitet, Stand: 23. Juli 2012.
Erscheint in *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*

1. Der geplatzte Traum
2. Primat der Politik
3. Der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit und die Selbsthilfe mit der Notenpresse
4. Deutschland in der Target-Falle
5. Der ESM
6. Der Fiskalpakt
7. Wirklich Rettung? – Eine unbequeme Dichotomie der EZB-Politik
8. Zwei Modelle für Europa
9. Der EEAG-Vorschlag: Versicherung mit Selbstbehalt
10. Wie es weitergeht
11. Ein gemeinsamer Bundesstaat

1. Der geplatzte Traum

“Vor einigen Jahren musste man eine große Zahl von Skeptikern in Europa und im Rest der Welt davon überzeugen, dass es den Euro wirklich geben würde. Viele Beobachter wiesen auf seine vermuteten Widersprüche und unterstellten Inkonsistenzen hin. Man behauptete zum Beispiel, dass die ökonomischen und strukturellen Unterschiede zwischen den Euroländern zu groß sein würden, eine lebensfähige Währungsunion zu begründen ... Die Fakten haben gezeigt, dass diese Schlussfolgerung falsch ist.”² Mit diesen Worten trat Jean-Claude Trichet, der spätere Präsident der Europäischen Zentralbank, im Jahr 2001 den Zweifeln am Euro entgegen. Und für Helmut Kohl war

¹ Ich danke der Egon-Sohmen-Stiftung für die Prämierung, insbesondere aber Egon Sohmen selbst, dessen bahnbrechende Bücher ich als junger Wissenschaftler verschlungen habe. Von der dort vermittelten Erkenntnis, insbesondere der meisterlichen Kombination der mikroökonomischen Allokationstheorie mit der makroökonomischen, monetären Außenhandelstheorie, profitiere ich noch heute. Ich danke ferner Lars Feld, Stefan Homburg, Dietrich Murswiek, Georg Milbradt und Benjamin Weigert für nützliche Kommentare sowie Wolfgang Meister, Nadjeschda Arnold, Anja Rohwer und Christopher Weber für sorgfältige Forschungsassistenz.

² Trichet, J.-C., “The Euro after Two Years”, *Journal of Common Market Studies* 39, 2001, S. 1–13.

der Euro das große Friedensprojekt in Europa.³ Auch Angela Merkel hat sich später mehrfach so geäußert.⁴

Wenn wir ehrlich sind, haben sich diese Aussagen nicht bewahrheitet. Der Euroraum ächzt heute unter der Last der strukturellen Ungleichgewichte zwischen den teilnehmenden Ländern, und in Griechenland werden die Hakenkreuzfahnen gegen Deutschland geschwungen. Der sonst so bedächtige italienische Ministerpräsident Mario Monti meinte vor seinem Antrittsbesuch in Berlin gar, wenn es Deutschland nicht gelänge, die Zinsen für die italienischen Staatsschulden zu senken, würden die Italiener auf die Straße gehen und gegen Deutschland demonstrieren.⁵ Seit auch Präsident Obama Deutschland aufgefordert hat, mehr Lasten zu übernehmen, hat sich insbesondere auch in den angelsächsischen Medien die Tonlage deutlich verschärft. Der Großspekulant George Soros, der mit viel Geld ein ökonomisches Forschungsnetzwerk mit dem Namen Institute for New Economic Thinking finanziert, warf Deutschland vor, eine imperiale Stellung anzustreben und prophezeite ihm den Hass der Völker.⁶ In das gleiche Horn blies der angesehene britische Kolumnist Anatole Kaletsky, als er Deutschland als größte Gefahr für Europa bezeichnete⁷, oder die englische Zeitung *New Statesman*, die gar Angela Merkel selbst die gefährlichste Führungskraft der Welt nannte.⁸ Die internationale Isolierung, in die Deutschland in der Eurokrise geriet, hat keine Parallelen in der Nachkriegszeit. Niemals war der Groll auf die Deutschen so groß wie heute, und niemals wurde ein deutscher Kanzler einem ähnlichen Kesseltreiben ausgesetzt wie in den Wochen vor dem EU-Gipfel Ende Juni 2012. Gut gemeint und gut getan ist nicht immer dasselbe.

Hätte man vor zwanzig Jahren gewusst, in welchen Schwierigkeiten die Eurozone heute steckt und welchen Pressionen man ausgesetzt ist, hätte Deutschland dem Euro nie im Leben zugestimmt, zumindest nicht mit allen Ländern, die heute dabei sind. Auch das gehört zu einer ehrlichen Bestandsaufnahme der heutigen Situation.

Der Euro hat Europa offenkundig kein wirtschaftliches Gleichgewicht gebracht. Der Südwesten Europas, inklusive Frankreichs, steckt heute in einer tiefgreifenden Wirtschaftskrise, während Deutschland nach langen Jahren der Flaute prosperiert und sich über die sinkende Arbeitslosigkeit freut. Nach der Prognose der Institute wird in diesem Jahr jeder zwanzigste Deutsche arbeitslos sein, doch in Spanien ist es jeder vierte und bei den Jungen gar jeder zweite. Griechenlands Wirtschaft befindet sich im

³ Kohl, H., 23. April 1998, Rede vor dem Deutschen Bundestag bei der Aussprache über den Beschluss der Bundesregierung zur Festlegung des Teilnehmerkreises an der dritten Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, http://helmut-kohl.kas.de/index.php?menu_sel=17&menu_sel2=&menu_sel3=&menu_sel4=&msg=1764.

⁴ Die Bundesregierung, Interview mit Angela Merkel, 9. November 2011, "Der Euro - weit mehr als Währung", <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Interview/2011/11/2011-11-09-merkel-dpa.html>.

⁵ Alexander, R., "Mario Monti wehrt sich gegen Italien-Misstrauen", *Welt Online*, 11. Januar 2012, <http://www.welt.de/politik/ausland/article13810405/Mario-Monti-wehrt-sich-gegen-Italien-Misstrauen.html>.

⁶ "Star-Investor prophezeit Hass auf Deutschland", *Spiegel online*, 26. Juni 2012, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/interview-mit-george-soros-zu-deutschland-und-zur-euro-krise-a-841021.html>.

⁷ Kaletsky, A., "Can the Rest of Europe Stand up against Germany?", *Reuters*, Opinion, 20. Juni 2012, <http://blogs.reuters.com/anatole-kaletsky/2012/06/20/can-the-rest-of-europe-stand-up-to-germany/>. Kaletsky ist Chairman of the Board des Institute for New Economic Thinking, das von George Soros finanziert wird.

⁸ "Europe's most Dangerous Leader", *New Statesman*, 25. Juni 2012.

freien Fall. Italien, Portugal und Frankreich zittern. Aus allen genannten Ländern flieht das Kapital in hellen Scharen. Allein aus Italien und Spanien sind vom Juli 2011 bis zum März 2012 etwa 475 Mrd. Euro an Geldern abgeflossen. Nur in Irland hat sich die Situation nach einer bereits gigantischen Kapitalflucht, die schon früh einsetzte, deutlich beruhigt. Es gibt inzwischen aber erste Anzeichen, dass nun auch Deutschlands Wirtschaft von den Entwicklungen erfasst werden könnte.

Die wissenschaftliche Redlichkeit gebietet es zuzugestehen, dass die ökonomischen Skeptiker in der Bundesbank, allen voran der damalige Bundesbankpräsident Hans Tietmeyer, Recht hatten.⁹ Recht hatten auch Ökonomen wie Martin Feldstein¹⁰, Milton Friedman¹¹, Manfred Neumann¹² oder Joachim Starbatty¹³, die nicht müde wurden zu betonen, dass der Euro angesichts der erheblichen strukturellen Divergenzen im Euroraum zu früh kommen würde, auch jene 155 deutschen Ökonomen, die im Jahr 1998 einen öffentlichen Aufruf gegen die nach ihrer Meinung verfrühte Einführung des Euro unterschrieben hatten.¹⁴

Nun soll der Euro mit politischen Vereinbarungen gerettet werden. Zwei neue Verträge wurden oder werden von den Parlamenten Europas ratifiziert. Der eine ist der Vertrag über den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) vom 2. Februar 2012 und der andere der Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (SKS-Vertrag) vom 2. März 2012, bekannt als Fiskalpakt. Der eine gilt für die Euroländer und sichert Rettungsgelder, der andere gilt im Prinzip für alle EU-Länder und beschränkt die Schulden. Beide beschreiben den Weg in eine europäische Fiskalunion, ohne allerdings eine politische Vollunion zu erreichen.

Die beiden Verträge, mit denen die Fiskalunion begründet werden soll, bewegen sich auf der intergouvernementalen Ebene unterhalb des EU-Vertrages, weil Großbritannien nicht zustimmen wollte.

Die Bundesbank hatte seinerzeit die Krönungstheorie vertreten, wonach der Euro erst am Ende eines historischen Konvergenzprozesses der Staaten kommen könne.¹⁵ Die beiden neuen Verträge zur Fiskalunion zeigen indes, dass sich stattdessen die Hebeltheorie durchgesetzt hat, wonach der Euro die weitere wirtschaftliche Integration Europas erzwingen würde. Aus der Krise soll eine neue Stufe der Staatlichkeit in Europa entstehen.

Dass die beiden Verträge durch Ratifizierungen wirksam werden, ist zum Zeitpunkt der Abfassung dieser Zeilen (1. Juli 2012) zwar zu vermuten, aber noch nicht gesichert. Damit der Fiskalvertrag für die ihm zustimmenden Länder gültig wird,

⁹ "Die Allianz der Skeptiker", *Der Spiegel*, Nr. 37, 8. September 1997, S. 22–24.

¹⁰ Feldstein, M., "The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability", *The Journal of Economic Perspectives* 11, 1997, S. 23–42.

¹¹ Friedman, M., "Why Europe Can't Afford the Euro – The Danger of a Common Currency", *The Times*, 19. November 1997.

¹² Neumann, M., "Die Mark ist ein Wohlfaktor", *Zeit Online*, 16. Oktober 1992, <http://www.zeit.de/1992/43/die-mark-ist-ein-wohlstandsfaktor>.

¹³ Darnstädt, T., "Vier gegen den Euro", *Der Spiegel*, Nr. 3, 12. Januar 1998.

¹⁴ Manifest der deutschen Volkswirtschaftsprofessoren gegen eine verfrühte Einführung des Euro, "Der Euro kommt zu früh", *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 33, 9. Februar 1998.

¹⁵ "Gut für Deutschland", *Der Spiegel*, Nr. 3, 15. Januar 1996, S. 84–85.

müssen zwölf Euroländer zusammenkommen¹⁶, und für die Wirksamkeit des ESM-Vertrages müssen 90% des Barkapitals eingezahlt sein.¹⁷ In Deutschland haben Bundestag und Bundesrat den beiden Verträgen am 29. Juni 2012 zugestimmt. Allerdings hat das Bundesverfassungsgericht den Bundespräsidenten gebeten, die beiden Verträge vorerst nicht zu unterschreiben, weil es noch über die Berechtigung verschiedener Klagen dagegen berät. Zum Zeitpunkt der Schlussredaktion dieses Aufsatzes (3. Juli 2012) hatten sechs der 17 Euroländer (Frankreich, Belgien, Griechenland, Finnland, die Slowakei und Slowenien) die Ratifizierung des ESM-Vertrags durch Hinterlegung der Ratifizierungsurkunde formal abgeschlossen. Das portugiesische Parlament hat dem Vertrag zugestimmt, doch hat Portugal die Ratifizierungsurkunden noch nicht hinterlegt. Italien, Spanien, Niederlande, Österreich, Irland, Luxemburg, Zypern, Estland und Malta haben den ESM-Vertrag noch nicht ratifiziert. Die Ratifizierungsunterlagen für den Fiskalpakt hatten erst drei von 25 EU-Ländern (Griechenland, Slowenien und Lettland) hinterlegt. In weiteren sechs Ländern wurde die parlamentarische Zustimmung erteilt (Deutschland, Portugal, Zypern, Dänemark und Rumänien) bzw. ein Referendum erfolgreich abgeschlossen (Irland), aber die Ratifizierungsdokumente wurden noch nicht hinterlegt.¹⁸

Zu den Ländern, die den Fiskalpakt zu dem Zeitpunkt nicht ratifiziert hatten, gehört Frankreich. Frankreich hatte zwar den ESM-Vertrag verabschiedet, doch der Wahlsieger François Hollande hat vor seiner Wahl angekündigt, dass er den Fiskalvertrag neu verhandeln und eine Ratifizierung in der jetzigen Form ablehnen werde.¹⁹ Rein rechtlich kann Frankreich aus dem Fiskalvertrag ausscheren, ohne dessen Bindungskraft für die anderen Unterzeichnerstaaten aufzuheben, sofern die genannten zwölf Länder zusammenkommen. Frankreich würde dann als Gläubigerland vom Schutz profitieren, den der ESM-Vertrag seinen südeuropäischen Schuldern gewährt, ohne sich selbst dem Fiskalvertrag zu unterwerfen.²⁰ Vor Alleingängen Frankreichs hätte sich Deutschland schützen können, indem es die Ratifizierung des ESM-Vertrages an die französische Ratifizierung des Fiskalvertrags knüpft, denn die erforderliche Bareinzahlung von 90% des Zielwertes kommt ohne Deutschland nicht zusammen. Ohne Deutschland und Portugal waren bei der Schlussredaktion dieses Aufsatzes 29,7% des Barkapitals des ESM gesichert, mit Deutschland und Portugal 59,4%.

Eine weitere Unsicherheit betrifft die Beschlüsse des EU-Gipfels vom 28./29. Juni, mit denen der ESM-Vertrag bereits wieder modifiziert werden soll, bevor er überhaupt in Kraft getreten ist. Auch über die Natur dieser Beschlüsse wird in diesem Aufsatz berichtet.

¹⁶ Vgl. "Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion" vom 2. März 2012 (SKS-Vertrag), enthalten im Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und FDP vom 20. März 2012, Deutscher Bundestag Drucksache 17/9046, Art. 14 Abs. 2.

¹⁷ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 48.

¹⁸ Auskunft der Pressestelle des Rats der Europäischen Union am 2. Juli 2012 per E-Mail.

¹⁹ Vgl. Kaczmarek, M., "Bundestag: Fiskalpakt wird mit Hollande nachverhandelt", *EurActiv.de*, 23. April 2012, <http://www.euractiv.de/wahlen-und-macht/artikel/bundestag-fiskalpakt-wird-mit-hollande-nachverhandelt-006232>.

²⁰ Allerdings käme Frankreich dann nicht selbst in den Genuss von direkten Finanzhilfen des ESM. Vgl. "Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus" vom 2. Februar 2012 (ESM-Vertrag), enthalten im Gesetzentwurf der Fraktionen CDU/CSU und FDP vom 20. März 2012, Deutscher Bundestag, Drucksache 17/9045, Präambel Nr. 5. Es ist freilich Frankreich, das insofern am meisten vom ESM-Vertrag profitiert, als seine Banken die bei weitem größten Investoren in Südeuropa sind.

2. Primat der Politik

Es waren nicht die allgemeinen ökonomischen Vorteile, die seinerzeit für den Euro sprachen, auch wenn man sie öffentlich propagierte. Entscheidend waren vielmehr verteilungs- und machtpolitische Gründe. Die ökonomischen Vorteile waren in Form einer Verminderung der Transaktionskosten und der Erhöhung der Markttransparenz zwar auch vorhanden, aber der Nachteil eines Verzichts auf Wechselkursanpassungen zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit war dagegen zu halten. Aus ökonomischer Sicht war die Sachlage zumindest unklar. Umso klarer schien sie politisch.

Angesichts der Dominanz der D-Mark und der Bundesbank im europäischen Währungsverbund ging es vielen Europäern darum, das durch die Wiedervereinigung scheinbar erstarkte Deutschland einzubinden und einen stärkeren Einfluss auf die Zinspolitik in Europa zu gewinnen. Der Wunsch, sich aus einer Situation zu befreien, in der man die eigene Währung nur als Anhängsel der D-Mark empfand, hatte bereits im Jahr 1989 zum Delors-Plan geführt.²¹ Mit der deutschen Wiedervereinigung wurde dieser Wunsch übermächtig und manifestierte sich im Maastrichter Vertrag des Jahres 1992.²² In diesem Vertrag vereinbarten die EU-Länder die Einführung des Euro nach der Erfüllung verschiedener Konvergenzkriterien, spätestens aber zum 1. Januar 1999.²³

Die treibende Kraft hinter dem Vertrag war Frankreich. Präsident Mitterrand hatte die D-Mark als Force de Frappe der Deutschen, also als Atomstreitmacht, bezeichnet²⁴, und den Maastrichter Vertrag hatte er seinen Landsleuten unter anderem mit der Bemerkung schmackhaft zu machen versucht, er sei für Frankreich besser als der Vertrag von Versailles, wörtlich: ein "Super-Versailles".²⁵ Die regierungsnahen Zeitung *Le Figaro* jubelte gar "Jetzt müssen sie zahlen", wobei sie einen Slogan aufnahm, der in der Zeit nach dem Versailler Vertrag gegen Deutschland gerichtet war, was Rudolph Augstein im *Spiegel* seinerzeit mächtig aufstieß.²⁶

Ob und wie weit *Le Figaro* tatsächlich wusste, dass Deutschland für die Rettungsschirme der EU würde zahlen müssen, sei dahin gestellt. Mitterrand, der die deutsche Wiedervereinigung zunächst aktiv politisch bekämpft hatte, ließ sich seine Zustimmung zur deutschen Vereinigung jedenfalls mit der Einführung des Euro bezahlen, wie inzwischen gut belegt ist.²⁷ Die Zustimmung und die geplante

²¹ Delors-Bericht, 1989, "Bericht zur Wirtschafts- und Währungsunion in der EG", vorgelegt vom Ausschuss zur Prüfung der Wirtschafts- und Währungsunion, in: H. Krägenau und W. Wetter, Hrsg., *Europäische Wirtschafts- und Währungsunion. Vom Werner-Plan zum Vertrag von Maastricht. Analysen und Dokumentation*, Nomos, Baden-Baden, 1993, S. 146–157.

²² Vgl. Vertrag über die Europäische Union vom 29. Juli 1992, ABl. EG Nr. C 191, S. 1 (EUV).

²³ Vgl. EUV, Art. 109j. Abs. 4.

²⁴ Vgl. Proissl, W., "Why Germany Fell out of Love with Europe", *Bruegel Essay and Lecture Series*, 1. Juli 2010, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/417-why-germany-fell-out-of-love-with-europe/>.

²⁵ Bezeugt von Hubertus Deßloch, dem ehemaligen Leiter der Vertretung des Freistaats Bayern bei der Europäischen Union, in einem Brief an Hans-Werner Sinn vom 27. Mai 2010 und einem Telefonat mit Anja Rohwer (ifo Institut) vom 25. April 2012.

²⁶ Augstein, R., "Neues vom Turmbau zu Babel", *Der Spiegel*, Nr. 42, 18. Oktober 1993, S. 29.

²⁷ Sauga, M., S. Simons und K. Wiegrefe, "Der Preis der Einheit", *Der Spiegel*, Nr. 39, 27. September 2010, S. 34–38.

Regierungskonferenz in Maastricht wurden gemeinsam von Mitterrand und Kohl auf einer Pressekonferenz am 4. Januar 1990 verkündet.²⁸

Kohl war bereit, sein Land einbinden zu lassen, und übernahm des Friedens willen die Verantwortung für die Aufgabe der D-Mark. Die wirtschaftlichen Probleme, die der Euro nach Meinung der Ökonomen mit sich bringen würde, hat er genauso beiseite gewischt, wie er es mit den absehbaren Problemen der deutschen Vereinigung tat. In der Bundesregierung bestand damals wie heute die Vorstellung, dass es ein Primat der Politik gegenüber den ökonomischen Gesetzen gebe. Man hat wohl die Warnungen und Argumente der Ökonomen gehört, doch angesichts des enormen politischen Drucks, der von anderen europäischen Ländern ausgeübt wurde, war man eher geneigt, sich politischen Argumenten zu beugen, die man verstand, als den ökonomischen Gesetzen, deren Tragweite man nicht überschaute. Die Entscheidung für den Euro wurde zur Entscheidung gegen den Krieg stilisiert und erschien damit als genauso alternativlos wie die Entscheidungen über die Rettungsschirme heute.

Kohl versuchte, als Gegenleistung für die Aufgabe der D-Mark eine politische Union in Europa zu erreichen, aber das wollte Mitterrand nicht. Die politische Union war in Frankreich kein Konsens. Präsident Chirac hat bei Einführung des Euro später sogar gesagt: "Ich werde nicht akzeptieren, dass Europa sich in einen Superstaat verwandelt oder dass es seine Institutionen nach denen der Vereinigten Staaten formt."²⁹

Es ging den anderen Ländern beim Euro weniger um den Weg in eine neue europäische Union im Sinne eines Bundesstaates als um handfeste ökonomische Vorteile.

Vor allem wollte man niedrigere Zinsen für Staatsanleihen. Trotz der Franc-Fort-Politik von Jean Claude Trichet, der damals der Banque de France vorstand, hatte Frankreich immer etwas höhere Zinsen als Deutschland zahlen müssen, was die Budgets der staatlichen und privaten Schuldner belastete. Mit dem Euro, so die Überlegung, würde das Wechselkursrisiko entfallen, und alle Länder würden in den Genuss der gleichen niedrigen Zinsen wie Deutschland kommen.

Das war auch das alles überragende Motiv der überschuldeten Südländer, die mit Macht in den Euro drängten. Italien, Spanien und Portugal hatten im Jahrzehnt vor der Euroankündigung auf dem Gipfel von Madrid im Dezember 1995 Zinsen für zehnjährige Staatspapiere von mehr als 10% zu zahlen. Der Anteil der Zinskosten des Staates am BIP lag in Italien Anfang der neunziger Jahre bei 12%, während Deutschland nur 3% zu tragen hatte.

Die Rechnung ging auf, denn die Zinsen fielen schon nach der Ankündigung des Euro beim Gipfel in Madrid im Jahr 1995 innerhalb von nur zwei Jahren auf das deutsche Niveau. Zwar führte das zunächst nur bei den neu emittierten Staatspapieren zu Entlastungen, doch konnte im Laufe der Zeit praktisch die gesamte italienische Staatsschuld in das neue Zinsregime überführt werden.

Im Jahr 2000 musste der italienische Staat nur noch 6,3% des BIP für Zinsausgaben aufwenden, und im Jahr 2010 waren es nur noch 4,5%, ein riesiger Unterschied zu den 12%, die man vorher hatte zahlen müssen. Der Vorteil für Italien war um ein Viertel größer als das gesamte italienische Mehrwertsteueraufkommen.

²⁸ Vgl. Gespräch des Bundeskanzlers Kohl mit Staatspräsident Mitterrand, in Latché, 4. Januar 1990, *Dokumente zur Deutschlandpolitik* 1998, S. 582 ff.

²⁹ Jaques Chirac am 6. März 2002 nach Vogel, W., *Frankreichs Europapolitik nach der Wahl*, *Deutsch-Französisches Institut, Aktuelle Frankreichanalysen*, Nr. 18, August 2002.

Hätte Italien seinen Zinsgewinn gespart, hätte es heute überhaupt keine Staatsschulden mehr, und Mario Monti müsste nicht unter Hinweis auf die hohen italienischen Zinsen Demonstrationen gegen Deutschland an die Wand malen. Tatsächlich aber wurde der Zinsvorteil im Wesentlichen verfrühstückt und für eine Senkung des Primärüberschusses, also Mehrausgaben oder Steuersenkungen, verwendet. Zwar stieg der Primärüberschuss von 1995 bis 2000 von 4,1% auf 5,4%. Im Jahr 2001 war er aber schon wieder auf 3,1% gefallen, und im Jahr 2008, dem Jahr vor dem Konjunkturerinbruch wegen der Weltwirtschaftskrise, betrug er nur noch 2,5%. Im Jahr 2010 war er dann zur Gänze verschwunden (0,0%).³⁰ Die italienische Schuldenquote war wegen des Zinsvorteils bis zum Jahr 2004 auf 103% des BIP gefallen, liegt aber heute wieder bei den gleichen 120%, mit denen das Land in den Euro gekommen war.

Man muss allerdings bedenken, dass Italiens Vorteil in Wahrheit doch nicht so groß war, wie es schien, weil es sich durch den Eurobeitritt der Möglichkeit begeben hat, seine Schulden durch Inflation zu entwerten. In der Tat ist dies heute ein großes Problem. Italien hat zwar auch im Euro munter weiter inflationiert, doch gelang dies nur um den Preis der Verringerung der Wettbewerbsfähigkeit. Insofern wäre auch die Schuldenquote Italiens heute nicht nur 120% des BIP, sondern viel höher, würde man das BIP zu wettbewerbsfähigen Preisen bewerten. Aber das waren Aspekte, die den italienischen Politikern damals sicherlich nicht bewusst waren, als sie im Verlangen nach niedrigen Zinsen in den Euroverbund strebten.

Der Euro hat auf dem Wege der Zinskonvergenz übrigens selbst das italienische Beitrittskriterium bei der Defizitquote erfüllt. Das Budgetdefizit fiel wegen der Zinssenkungen so stark, dass der italienische Staat kaum etwas tun musste, um unter die vorgeschriebenen 3% des BIP zu kommen.

Ähnlich war es bei allen anderen Ländern des Euroraums, die heute in Schwierigkeiten sind. In Griechenland war die Zinsentlastung besonders groß. Zwar nahm Griechenland an der unwiderruflichen Festlegung der Wechselkurse zunächst nicht teil, weshalb das Land glaubte, sich mit gefälschten Zahlen in den Euro hineinmogeln zu müssen. Aber auch Griechenland kam in den Genuss der Zinskonvergenz. Die griechischen Zinsen fielen durch den Euro von 25% auf nur 4%.

Bei der Bevölkerung der südlichen Länder waren die Vorstellungen vom Vorteil des Euro noch einfacher und klarer. "Der Grieche war heiß auf den Euro. Er wollte einmal im Leben ein schönes deutsches Auto besitzen" sagte der griechische Sänger Costa Cordalis vor kurzem in der Talk Show "Menschen bei Maischberger".³¹ Das erinnert an die deutsche Vereinigung. Der Ruf: "Entweder kommt die D-Mark zu uns oder wir kommen zur D-Mark", den wir vor der Wiedervereinigung aus der DDR hörten, zeigt den Symbolcharakter der Währung ebenso.

Was der deutschen Bevölkerung bei der Euro-Einführung nicht bewusst war, ist der Umstand, dass es nicht nur um eine gemeinsame Währung, sondern perspektivisch auch um eine Transferunion ging. Der Euro war das Sinnbild für ein gemeinsames Einkommensniveau, den gleichen Wohlstand wie im Norden Europas. In einschlägigen

³⁰ Vgl. Eurostat, Datenbank Wirtschaft und Finanzen, Sektor Staat, eingesehen am 20. Juni 2012.

³¹ Menschen bei Maischberger vom 28. Februar 2012, Thema: "Der letzte Sirtaki: Griechen bankrott, Deutsche zahlen trotzdem?"

Publikationen wurde schon damals davon gesprochen, dass man letztlich auf einen europäischen Finanzausgleich nach deutschem Muster hinaus wollte.³²

Die deutsche Regierung und die Bundesbank haben das natürlich geahnt. Sie wollten die südeuropäischen Länder eigentlich draußen lassen, weil sie Angst vor der hohen Staatsverschuldung dieser Länder hatten. Deswegen hatte man im Maastrichter Vertrag als eine der Bedingungen für den Euro-Beitritt die 60-Prozent-Grenze für die Schuldenquote festgeschrieben. Diese Grenze hätte in der Tat Griechenland, Italien und Spanien abgeblockt.

Aber schon damals zeigte sich, dass Europa seine Verträge missachtet, wenn es darauf ankommt. Die Südländer und Frankreich, das naturgemäß ein starkes Interesse am Mittelmeerraum hatte, drängelten, bis die Regierung Kohl umkippte und die große Eurozone akzeptierte. Es gibt sogar Anhaltspunkte für die Vermutung, dass Kohl selbst ein Interesse daran hatte, das 60-Prozent-Kriterium beiseite zu schieben, um Italien einschließen zu können und seinen Traum wahr zu machen³³, als Vater eines Vereinigten Europa in die Geschichtsbücher einzugehen.

Wie dem auch sei, der Club Med unter französischer Führung erhielt jedenfalls durch die Südöffnung die politische Oberhand in der Eurozone und sollte fortan die Geschicke des Euroraumes maßgeblich bestimmen. Im EZB-Rat gehören ihm etwa 70% der Stimmen. In der europäischen Schuldenkrise von heute wird die Bundesbank bekanntlich fortwährend überstimmt.³⁴ Und beim Gipfeltreffen der Staatschefs am

³² Die Rolle fiskalischer Transfers wurde bereits im Werner Plan (*Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community*, Europäische Kommission, 1970) thematisiert. Im MacDougall Report (Europäische Kommission, *MacDougall-Report, Vol I: The Role of Public Finance in European Integration*, und *MacDougall-Report, Vol II: Individual Contributions and Working Papers*, 1970) wurde ein Budget zwischen 5% und 7% des BNP für Transfers zwischen den Mitgliedsstaaten vorgeschlagen. Courchene, T., C. Goodhart, A. Majocchi, W. Moesen, R. Prud'homme, F. Schneider, S. Smith, B. Spahn und C. Walsh, "Stable Money – Sound Finances", *European Economy* 53, 1993) konkretisieren die Forderung der EU mit dem Plädoyer für einen Stabilisierungsfonds. Aus Sicht von Van Rompuy, P., F. Abraham und D. Heremans, "Economic Federalism and the EMU", *European Economy Special Edition* 1, 1991) waren die Umverteilungsmechanismen für die Mitgliedsstaaten ausgleichende Kompensation für die Abgabe von Kompetenzen. Vgl. auch Obstfeld, M. und G. Peri, "Regional Nonadjustment and Fiscal Policy: Lessons for EMU", *NBER Working Paper* 6431, 1998); o.A., "Maastricht Follies – Fiscal Policy Should not be Constrained under a Single Currency", *The Economist*, 9. April 1998, <http://www.economist.com/node/159467>; Fuceri, D., "Does the EMU Need a Fiscal Transfer Mechanism?", *Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung* 73, 2004, Nr. 3, S. 418–428.

³³ Die Kohl-Regierung war sich der enormen Risiken einer Aufnahme etwa Italiens mit seinen hohen Schuldenständen durchaus bewusst, wie aus auf Antrag des *Spiegel* freigegebenen Akten hervorgeht. So wiesen im Januar 1998 der außenpolitische Berater Kohls, Joachim Bitterlich, und der Staatssekretär im BMF, Jürgen Stark, darauf hin, dass die gesunkenen Defizite Italiens vor allem auf außergewöhnliche Effekte wie die überproportional gesunkenen Marktzinsen zurückzuführen sind und die Dauerhaftigkeit solider Finanzen noch nicht gewährleistet sei. Kohl setzte sich über diese Bedenken hinweg. Vgl. "Kohl kannte Risiken", *MMNews*, 6. Mai 2012, <http://www.mmnews.de/index.php/wirtschaft/9996-kohl-kannte-euro-risiken>.

³⁴ Der fortwährende Streit im EZB-Rat hat die deutschen Vertreter im Rat, Bundesbankpräsident Axel Weber und EZB-Chef-Volkswirt Jürgen Stark im Jahr 2011 veranlasst, ihre Posten aus Protest gegen eine Politik, die den Interessen der Bundesbank widersprach und gegen die sie nichts ausrichten konnten, aufzugeben. Es gelang den deutschen Vertretern häufig nicht einmal, ihren Protest zu Protokoll zu geben, weil nur die Beschlüsse protokolliert wurden. Sie verlegten sich deshalb darauf, Protestbriefe zu schreiben, um ihren Widerstand zu dokumentieren, aber das alles half nichts. Mit dieser Politik fuhr der neue Bundesbankpräsident Weidmann fort. Sein Brief vom Februar 2012, mit dem er beim EZB-

28./29. Juni stand Angela Merkel einer geschlossenen Phalanx der drei großen romanischen Länder Frankreich, Spanien und Italien gegenüber, von der sie zu ganz erheblichen weiteren Zugeständnissen gezwungen war, wie noch erläutert wird.

Dass Deutschland wegen der Übernahme der Treuhandschulden durch den Bund, die auf Drängen der EU im Jahr 1995 stattgefunden hatte, selbst die 60-Prozent-Marke riss, hatte dazu beigetragen, seine Verhandlungsposition zu schwächen. Man hat Deutschland dann mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt vertröstet, also mit politischen Schuldenschränken, die der Versuchung, sich zu niedrigeren Zinsen zu verschulden, einen Riegel verschieben sollten.

Leider hat der Pakt überhaupt nicht funktioniert. Das im Stabilitäts- und Wachstumspakt vereinbarte 3-Prozent-Defizit-Kriterium wurde mittlerweile in 88 Fällen ohne Erlaubnis gebrochen, und doch wurden niemals Strafen verhängt. Das lag auch daran, dass Deutschland unter der Regierung Schröder, die ihre schmerzlichen Sozialreformen abfedern musste, zu den ersten Sündern gehörte und das Defizit-Kriterium verletzte.

Die deutschen Sozialreformen waren notwendig geworden, weil der Euro die deutsche Standortkrise verschärft hatte. Ein wesentlicher Grund lag in dem Kapitalexport von Deutschland in die Peripherie des Euroraums, der durch den Euro erzeugt wurde. Deutschlands Nettoinvestitionen fielen relativ zur Wirtschaftsleistung auf den niedrigsten Wert aller OECD-Länder. Deutschland war Schlusslicht beim Wachstum, und es erlitt eine Massenarbeitslosigkeit. Während es unter den heutigen EU-Ländern im Jahr 1995, als der Euro beim Gipfel von Madrid beschlossen wurde, noch auf dem dritten Platz lag, war es bis zum Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 auf den elften Platz zurückgefallen, dies obwohl der Aufholprozess der neuen Bundesländer eigentlich ein überdurchschnittliches Wachstum erwarten ließ. Deutschland war in dieser Zeit zu einem Prozess der realen Abwertung durch Preis- und Lohnzurückhaltung gezwungen, um seine Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen, wie er jetzt den südlichen Ländern des Euroraums bevorsteht.

Nach der Krise war alles anders. Deutschland robbte sich wieder vom elften auf den neunten Platz beim BIP pro Kopf vor, und die Arbeitslosigkeit ging rasch zurück. Dabei profitierte es in einem gewissen Umfang sogar von der Krise, denn sie resultierte ja daraus, dass die Kapitalanleger erkennen mussten, dass sie im Süden viel Geld verbrannt hatten, und es vorzogen, im sicheren Heimathafen Deutschland zu bleiben. Das Umdenken der Kapitalanleger erklärt den Bauboom und den Anstieg der Investitionen in den Jahren 2010 und 2011, die noch vor dem Außenhandel zu den Haupttreibern des Wachstums wurden.³⁵ Nach der Gemeinschaftsdiagnose der Institute vom April 2012 wird das auch im Jahr 2012 der Fall sein.³⁶ Nachdem die realen Bauinvestitionen eineinhalb Jahrzehnte lang (von 1994 bis 2009) nahezu kontinuierlich

Präsidenten Mario Draghi eine bessere Besicherung der Target-Forderungen der Bundesbank anmahnte, hat bis zum heutigen Tage keine erkennbaren Auswirkungen auf die EZB-Politik gehabt. Vgl. Ruhkamp, S., "Die Bundesbank fordert von der EZB bessere Sicherheiten", *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 52, 1. März 2012, S. 9, sowie Ruhkamp, S., "Bundesbank geht im Target-Streit in die Offensive", *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 62, 13. März 2012, S. 9. Weidmann hat mehrfach sein Bedauern über die Veröffentlichung des Briefes zum Ausdruck gebracht, doch hat er ihn nicht relativiert, geschweige denn dementiert.

³⁵ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, "Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2012", *ifo Schnelldienst* Nr. 8, 2012, S. 29.

³⁶ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, a.a.O.

um insgesamt ein Viertel gefallen waren, stiegen sie 2010 um 2,2% und 2011 sogar um 5,8%.³⁷ Die Baugenehmigungen für Wohnungen waren 2011 um 21,6% höher als im Vorjahr, für Eigentumswohnungen sogar um 42,4%.³⁸ Die Auftragseingänge im Hochbau legten um 9,3% zu.³⁹

Die Architekten können sich freuen. Während ihre Auftragsbestände noch im Jahr 2007 nur 4,8 Monate betragen hatten, lagen sie im Jahr 2010 bei 5,7 Monaten und im Jahr 2011 gar bei 5,9 Monaten. Das ist der höchste Wert seit 1994, als der Vereinigungsboom Deutschland erfasst hatte.⁴⁰

Aber als der Euro noch zu funktionieren schien, ging es Deutschland schlecht. Die Behauptung, Deutschland habe generell vom Euro profitiert, verdreht die Wahrheit um 180 Grad, wenn man die Vorkrisenzeit meint. Nur nach der Krise ist diese Aussage richtig, und sie bleibt auch nur so lange richtig, wie man keinen kollektiven Geleitschutz organisiert, der das deutsche Sparkapital doch wieder nach Südeuropa lenkt, wo es eigentlich nicht hinwill.

3. Der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit und die Selbsthilfe mit der Notenpresse

Die niedrigen Zinsen haben den Süden nur temporär glücklich machen können. Sie waren wie eine Droge, von der man abhängig wurde. Die Zinsersparnis setzte Mittel frei, die anderweitig verwendet werden konnten, und außerdem machte sie es attraktiv, sich noch weiter zu verschulden, weil der Schuldendienst als leicht beherrschbar erschien.⁴¹

Die Konsequenz war ein inflationärer Wirtschaftsboom, der außer Rand und Band geriet und sich schließlich zu einer Blase entwickelte.

In Griechenland und Portugal entwickelte sich die Blase aus dem Staatssektor heraus, doch in Spanien und Irland entstand sie im privaten Sektor. Dort haben sich die Bauherren über beide Ohren verschuldet und die Immobilienpreise in schwindelerregende Höhen getrieben, was die Bautätigkeit und die gesamte Wirtschaft anregte. Auch die Güterpreise stiegen. Italien, Griechenland, Portugal und Spanien

³⁷ Vgl. Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1.2, Inlandsprodukt Vierteljahresergebnisse, 1. Vierteljahr 2012, Tabelle 3.10.

³⁸ Vgl. Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung vom 16. März 2012 – 97/12.

³⁹ Vgl. Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung vom 22. Februar 2012 – 61/12.

⁴⁰ Gluch, E., "ifo Architektenumfrage: Erfreuliche Entwicklung im Wohnungsbau", *ifo Schnelldienst* 65(5), 2012, S. 50–51, hier: Abb. 4. Auch die Preise stiegen übrigens. Nach Aussagen von Maklern gab es im Jahr 2011 bei Eigentumswohnungen Zuwachsraten von etwa 7% und bei den Reihenhäusern Raten von gut 4% (Vgl. BulwienGesa AG, BulwienGesa-Immobilienindex 1975–2011, Januar 2012, S.4). Besonders begehrt waren landwirtschaftliche Grundstücke. Die Preise dieser Grundstücke stiegen im Jahr 2009 um 9,6% und 2010 um 8,7% (vgl. Statistisches Bundesamt, Fachserie 3 Reihe 2.4, Kaufwerte für landwirtschaftliche Grundstücke 2010, S. 14). Dahinter stand der Wunsch von Großinvestoren, die ihr Geld sicher anlegen und vor den Wirren der Eurokrise schützen wollten.

⁴¹ Man vergleiche dazu Sinn, H.-W., *Eurokrise. Die Bedeutung des Gewährleistungsgesetzes für Deutschland und Europa*, ifo Schnelldienst 63, Mai 2010, Nr. 10, Sonderheft. <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1193770.PDF>; Sinn, H.-W., *Rescuing Europe*, CESifo Forum 11, Sonderheft, August 2010, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1191368.PDF>; Sinn, H.-W., T. Buchen und T. Wollmershäuser, "Trade Imbalances – Causes, Consequences and Policy Measures: Ifo's Statement for the Camdessus Commission", *CESifo Forum* 12(1), 2011, S. 47–58, auch erschienen in Boorman, J. T. und a. Icard, Hrsg., *Reform of the International Monetary System – The Palais Royal Initiative*, SAGE: New Delhi u.a. 2011, S. 321–342.

haben im Vergleich zu ihren Wettbewerbern im Euroraum vom Gipfeltreffen in Madrid, auf dem der Euro 1995 beschlossen wurde und das die Zinskonvergenz einleitete, bis zur Lehman-Krise um 30% aufgewertet, während Deutschland im Vergleich um 22% abwertete.⁴²

Die steigenden Preise haben die Wettbewerbsfähigkeit der Länder unterminiert, denn sie machten die Importe attraktiver und dämpften die Exporte. Immer größere Defizite in der Leistungsbilanz türmten sich auf und mussten durch Kapitalimporte aus dem Ausland, also immer neue Auslandsschulden gedeckt werden.

Wichtig ist die Erkenntnis, dass es sich bei der Verschuldung keinesfalls nur um eine staatliche Verschuldung handelte, sondern viel mehr noch um eine private. Das Hauptproblem der Eurozone liegt heute in Spanien. Die spanische Staatsschuld ist mit 66% des BIP relativ kleiner als die deutsche, die bei 82% liegt. Doch die spanische Auslandsschuld, die im Wesentlichen privat verursacht ist, liegt bei 93%. Das ist relativ gesehen etwa so viel wie in Griechenland, Portugal oder Irland, aber mit knapp einer Billion Euro in absoluten Zahlen mehr als in Italien, Irland, Portugal und Griechenland zusammen. Insofern ist es auch falsch, die europäische Krise als eine Staatsschuldenkrise zu begreifen.

Das allein relativiert schon die Vorstellung, mithilfe einer Fiskalunion, wie auch immer sie gestrickt ist, könne man die wirtschaftlichen Probleme Europas in den Griff bekommen.

Die fehlende Wettbewerbsfähigkeit wurde bis zur Finanzkrise durch billigen Kredit zur Finanzierung der Importe übertüncht. Als dann aber die amerikanische Krise nach Europa herüberschwappte, ergaben sich plötzlich gravierende Finanzierungsprobleme, die die Banken, Firmen und Staaten in Schwierigkeiten brachten. Die französischen Banken zogen sich aus der Peripherie zurück, und die deutschen Banken und Versicherungen zogen sich aus Frankreich zurück. Allgemeines Misstrauen veranlasste den gesamten Interbankenmarkt, die bislang in den Süden getragenen Gelder zurückzuholen.

Diese Probleme hat die EZB mit der Notenpresse gelöst, was durch die Target-Salden gemessen wird, die ja nun in aller Munde sind. Die Notenpresse wurde quasi von den Kernländern in die Peripherie verlagert und hat der Peripherie insofern über die Runden geholfen. Zum Jahresende 2011 waren 93% der Zentralbankgeldmenge des Eurosystems in den fünf Krisenländern geschaffen worden, obwohl diese Länder nur 35% der Wirtschaftsleistung auf sich vereinen. Im Süden drückt man das Geld (elektronisch), kauft sich im Norden, was man früher mit Kredit gekauft hat, und die Banken des Nordens legen den Kredit stattdessen bei ihren nationalen Notenbanken an. Die Südländer tilgen sogar die früher im Norden aufgenommenen Kredite mit frisch aus dem Kassenautomaten ihrer Notenbanken gezogenem Geld, weil dieser Automat bessere Konditionen bietet als die von Misstrauen erfüllten Banken der kapitalexportierenden Länder des Nordens. All das führt dazu, dass das Sparvermögen

⁴² Inklusiv der Aufwertung der Lira um 10,5% am 25. November 1996 und der geringfügigen Auf- und Abwertungen, die 1998 bei einer Reihe von Ländern vorgenommen wurden, um einfache Umrechnungskurse der alten nationalen Währungen zum Euro zu erreichen. Zu den Wechselkursen vgl. Deutsche Bundesbank, *Devisenkursstatistik* Februar 2000, S. 46. Die Aufwertung bzw. Abwertung gegenüber den Partnerländern wird gemessen an der Veränderung des Preisindex des Bruttoinlandsprodukts (Quelle: Eurostat, Datenbank Wirtschaft und Finanzen) gewichtet mit dem bilateralen Warenhandel (Quelle: Unctad, Datenbank International trade).

der Bürger der Nordländer sukzessive zu bloßen Ansprüchen gegen ihre Zentralbanken verwandelt wird, die selbst wiederum Target-Ansprüche gegen das EZB-System sind, die derzeit mit nur einem Prozent verzinst sind und niemals fällig gestellt werden können.

Im Vergleich zu einer Normalsituation, bei der sich die Banken eines jeden Eurolands nur die für die inländische Zirkulation nötige Geldmenge bei ihrer Notenbank leihen, haben die deutschen Banken heute wegen der übermäßigen Geldschöpfung in anderen Euroländern für etwa 700 Mrd. Euro deutsche Ersparnisse bei der Bundesbank angelegt (oder, was dasselbe ist, sich weniger Refinanzierungskredit besorgt). Das Sparvermögen der Bundesbürger wurde in diesem Umfang von einer Anlage in marktfähige Titel in bloße Ansprüche gegen die Bundesbank und über sie gegen das EZB-System verwandelt. Pro Erwerbstätigen liegt die Vermögensumwandlung bei etwa 17.000 Euro.⁴³

Man kann das Ganze zwar als Sicherungsstrategie für die deutschen Banken interpretieren, weil ja nun die EZB statt der Südländer als Gläubiger zur Verfügung steht, was man in gewisser Hinsicht als Vorteil sehen kann. Das ist die von der EZB präferierte Sichtweise. Man kann den Vorgang aber auch als eine geschäftsschädigende Niedrigzinskonkurrenz der EZB in den südlichen Ländern verstehen, die den deutschen Sparern die Möglichkeit nimmt, auskömmliche Zinserträge zu verdienen, die die tatsächlichen Anlagerisiken widerspiegeln. Die Anlagerisiken verschwinden ja nicht wirklich, wenn man das Geld bei der Bundesbank anlegt, denn der vermeintliche Schutz wird ja von den Steuerzahlern der soliden Länder selbst gewährt, indem sie für die Verluste ihrer Notenbanken haften.

In der Tat sind die Risiken der Steuerzahler immens. Wenn der Euro zerbricht, kann die Bundesbank Forderungen gegen das EZB-System nicht mehr realisieren, weil es dieses System dann nicht mehr gibt und für diesen Fall auch keine Rechtsgrundlage existiert. Dann sind die deutschen Ersparnisse, die über die Bundesbank weitergeleitet wurden, uneinbringlich verloren.

Sicher, die Bundesbank könnte technisch mit negativem Eigenkapital weiter operieren. Man könnte ihr zur Befriedigung buchhalterischer Erfordernisse auch unverzinsliche Forderungen gegen den Bund übergeben. Nur heißt das natürlich nicht,

⁴³ Allerdings sind in Deutschland auch für etwa 175 Mrd. Euro Banknoten über das Maß hinaus ausgegeben worden, das dem deutschen Kapitalanteil entspricht und für die normale Versorgung Deutschlands mit Banknoten ausgereicht hätte. In diesem Umfang hat die Bundesbank eine Verbindlichkeit gegenüber dem EZB-System. Vermutlich handelt es sich dabei vor allem um Geld, das Gastarbeiter und andere Personen mit Migrationshintergrund in ihre Heimatländer transferiert haben, wo es als zweite Transaktionswährung oder auch als Wertaufbewahrungsmittel dient. Für dieses Geld hat die Bundesbank im Prinzip eine Schuld gegenüber dem EZB-System, der eine entsprechende verzinsliche Forderung gegen die Banken gegenüberstand, denen sie die Banknoten verlieh. Der Barwert dieser Zinsforderungen ist ein Seignorage-Vermögen, das heute dem EZB-System gehört, das aber ohne die Einführung des Euro größtenteils vermutlich der Bundesbank gehört hätte. Auch schon zu D-Mark-Zeiten zirkulierten erhebliche Anteile der von der Bundesbank ausgegebenen Banknoten im Ausland. Die Bundesbank hatte auf ihr Seignorage-Vermögen mit der Euro-Einführung seinerzeit verzichtet und akzeptiert, dass ihr später dafür eine Schuld gegenüber dem EZB-System zugewiesen werden würde, als der Euro den Platz der D-Mark als Transaktionswährung im Ausland einnahm. Siehe Sinn, H.-W. und H. Feist, "Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seignorage Wealth in EMU", *European Journal of Political Economy* 13, 1997, S. 665–689. Vgl. auch Whittaker, J., "Eurosystem Debts, Greece, and the Role of Banknotes", Lancaster University Management School, 14. November 2011.

dass die Sparer, etwa zur Finanzierung ihres Alterskonsums, ihre Ansprüche jemals werden realisieren können. Wenn ihre Banken das Geld von der Bundesbank zurück haben wollen, kommt die Bundesbank in arge Verlegenheit, denn sie verfügt dann nur über drei Wege, die Rückzahlungswünsche zu erfüllen. Erstens kann sie das nötige Geld zusätzlich drucken und damit eine Inflation einleiten. Das enteignet alle nominal gesicherten Sparvermögen in dem Maße, wie die Ansprüche der Banken und damit der Sparer bedient werden. Zweitens kann sie versuchen, das Geld für die Rückzahlung aus ihren laufenden Gewinnen zu nehmen, die sonst in den Bundesetat geflossen wären und dem Steuerzahler insofern indirekt zugutegekommen wären, was freilich bei weitem nicht reichen wird.⁴⁴ Drittens, kann sie den Finanzminister bitten, das Geld für die Bedienung der Sparguthaben aus Steuermitteln zu überweisen. So oder so zahlen die deutschen Bürger ihre eigenen Sparguthaben an sich selbst zurück, denn von den Schuldnerländern werden die 700 Milliarden ganz sicher nicht kommen. Der Güterfluss von Deutschland in die anderen Euroländer, der letztlich hinter dieser Summe stand, wird bei einem Zusammenbruch des Euro niemals wieder zurückkommen.

Und leider ist ein ähnliches Szenarium nicht nur für den Zusammenbruch, sondern auch für den Fall der Fortexistenz des Euro zu befürchten, weil die Target-Kredite keine Frist haben und von der Bundesbank nicht fällig gestellt werden können. Auch wenn sie nicht weiter wachsen, was im Moment nicht als wahrscheinlich erscheint, ist es vorstellbar, dass sie ewig aufrechterhalten bleiben und im Zuge der Inflation allmählich erodieren. Auch in diesem Fall haben die Deutschen für ihre Exportüberschüsse in den Euroraum vermutlich umsonst gearbeitet.

Obwohl sie aus der Sicht vieler schon weit über ihr Mandat hinausgeschritten ist, setzt die EZB ihren Kurs derzeit, im fünften Jahr der Krise und im fünften Jahr der Totalfinanzierung mancher Krisenländer unbeirrt fort. Jetzt vergibt sie ihre Kredite, die bislang eher kurzfristige Kontokorrentkredite waren, sogar für drei Jahre. Damit agiert sie auf dem Kapitalmarkt und betreibt eine fiskalische Umverteilung von Krediten zwischen den Ländern. Das hat mit der ihr übertragenen Kompetenz für die Geldpolitik nicht mehr viel zu tun. Ich befürchte, dass die EZB uns letztlich, vielleicht ohne selbst zu überblicken, was sie tut, in einen zentral verwalteten Kapitalmarkt in Europa treibt. Das würde die Marktwirtschaft letztlich aus den Angeln heben.

Hätten wir in Europa das amerikanische Zentralbanksystem übernommen, dann wäre das so nicht möglich gewesen, denn nach den amerikanischen Regeln hätten die Südländer den zusätzlich von den Zentralbanken der Kernländer bezogenen Kredit durch die Übergabe von marktfähigen Wertpapieren tilgen müssen, was für sie dasselbe gewesen wäre, wie sich weiter am Kapitalmarkt zu finanzieren. Dann hätten sie sich zu risikogerechten Zinsen über den Kapitalmarkt bedienen müssen, und der Kapitalmarkt statt der EZB hätte entschieden, wie die wirtschaftliche Aktivität im Raum verteilt wird.⁴⁵

⁴⁴ Setzt man, wie es theoretisch geboten ist, den Barwert des Seignorage-Vermögens mit der deutschen Geldbasis (M0) gleich, kommt man auf 433 Mrd. Euro. Das ist wesentlich weniger als die möglichen Target-Verluste in Höhe von 700 Mrd. Euro.

⁴⁵ Vgl. Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser, "Target Loans, Current Account Balances, Capital Flows and the ECB's Rescue Facility", *International Tax and Public Finance* 2012, derweil erst online unter <http://www.cesifo-group.de/DocAb/18360609> verfügbar, zuerst erschienen als *CESifo Working Paper* Nr. 3500, Juli 2011, sowie *NBER Working Paper* 17626, November 2011. Dieselben, "Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB", *ifo Schnelldienst* 64,

Wenngleich sich auch zwischen den Distrikt-Banken der Fed während der Krise Target-Salden aufbauten, die relativ zur Wirtschaftsleistung etwa bei einem Viertel der europäischen Salden lagen, wurden in diesem Frühjahr praktisch alle Salden getilgt. In der Eurozone sind die Target-Salden stattdessen auf 10% des BIP hochgeschwungen, und noch immer ist ein Ende der explosionsartigen Entwicklung nicht in Sicht. Würde man das US-System auf Europa übertragen, hätte die Bundesbank heute das Recht, für etwa 700 Mrd. Euro marktgängige, sichere Wertpapiere von anderen Notenbanken des Eurosystem zu erhalten, und insgesamt müssten Target-Schulden gegenüber allen Gläubiger-Ländern zusammen in Höhe von etwa 900 Mrd. Euro getilgt werden. Die Papiere, mit denen getilgt wird, sind mit Fälligkeitsdaten ausgestattet und deshalb grundsätzlich sicherer als die nicht fällig zu stellenden Forderungen gegen das EZB-System. Ferner werden sie risikogerecht verzinst statt nur mit dem Hauptrefinanzierungssatz wie im EZB-System.

Man kann heute, nachdem man die Dinge jahrelang treiben ließ, keine abrupte Tilgung verlangen. Das würde sicherlich so manches Land in den Konkurs stürzen. Aber je früher man auf den Pfad der Tugend zurückkehrt und zunächst den weiteren Aufwuchs der Target-Salden unterbindet, desto kleiner werden die Gefahren. Die EZB hätte es gar nicht erst zu der Kapitalflucht kommen lassen dürfen, die sie mit ihren Maßnahmen gegenfinanziert und, wie ich meine, wesentlich auch erzeugt hat. Zu höheren Zinsen hätte man einerseits das Kapital gehalten, und andererseits wäre es schon gleich zu Anfang zu massiven Einschnitten und Reformen gekommen, die das Vertrauen in die finanzielle Stabilität der heutigen Krisenländer gestärkt hätten. Mit dem Target-Kreditsystem hat sich Südeuropa die letzten vier Jahre vor den notwendigen Anpassungsmaßnahmen weitgehend drücken können.

Wie wenig dort trotz der ganzen Rettungsrhetorik und angekündigten und zugesagten Einschnitte wirklich passiert ist, sieht man an den Preisen. Eigentlich bräuchte der Euroraum heute ein massives reales Realignement, innere Wechselkursanpassungen durch relative Preissenkungen in den Krisenländern, um die falschen Güterpreise wieder auf ihr Gleichgewichtsniveau zurückzubringen. Man müsste die Uhr quasi zurückstellen. Nach den Berechnungen von Goldman Sachs⁴⁶, die sich mit jenen des ifo Instituts decken, müssten die Preise in Portugal um 35%, in Griechenland um 30%, in Spanien um 20% und in Italien um bis zu 15% fallen. Auch in Frankreich müssten sie übrigens um 20% fallen. Davon ist noch nichts passiert. Bis heute sind die Preise der Krisenländer Italien, Griechenland, Spanien und Portugal relativ zu ihren Handelspartnern im Euroraum eher noch leicht gestiegen.⁴⁷ Warum auch soll man wettbewerbsfähiger werden, indem man billiger wird, wenn man das Geld, das man zum Leben braucht, aus der Notenpresse ziehen kann?

Nur in Irland sind die Preise mittlerweile um 15% gegenüber den anderen Euroländern gefallen. Das liegt daran, dass die Iren dank ihres unregulierten Arbeitsmarktes flexibler sind, vor allem aber daran, dass ihre Krise eher, nämlich schon 2006, begann. Damals gab es keinen billigen EZB-Kredit und keine öffentlichen Hilfsprogramme. Man musste sich selber helfen und tat es. Erst später, in der

Sonderheft, 24. Juni 2011. Sinn, H.-W., "Die Target-Kredite der deutschen Bundesbank", *ifo Schnelldienst* 65, Sonderheft, 21. März 2012.

⁴⁶ Vgl. Goldman Sachs Global Economics, "European Economics Analyst", Nr. 12/01, 15. März 2012.

⁴⁷ Vgl. European Commission, Price and cost competitiveness – Data section, http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/competitiveness/data_section_en.htm.

weltweiten Finanzkrise, erhielt Irland wie andere Länder auch in erheblichem Umfang EZB-Kredite. Irland ist heute wieder wettbewerbsfähig. Es hat nach Jahren hoher Defizite wieder leichte Überschüsse in der Leistungsbilanz.⁴⁸

4. Deutschland in der Target-Falle

Die Kredite der EZB haben die Zinsen am kurzen Ende niedrig halten können, aber nicht am langen. Die Zinsen für private und öffentliche Anleihen spreizten sich weiter auf und drohten, das Niveau der Vor-Euro-Zeit wieder zu erreichen. In Griechenland gingen sie sogar wieder darüber hinaus. Damals hatten die Gläubiger Angst, dass sich die Schuldner der Rückzahlung durch Inflation und Abwertung entziehen würden, heute haben sie Angst, dass sie, wie Griechenland es ja gerade vorgemacht hat, nicht zurückzahlen, weil sie pleitegehen. Der Hauptvorteil des Euro, der die Südländer seinerzeit so für dieses Projekt begeistert hatte, schwand damit dahin.

Und die Situation ist heute ja im Grunde noch viel prekärer als damals, weil man im Euro feststeckt und nicht mehr abwerten kann. Man kann nur noch indirekt abwerten, indem man seine Preise senkt. Dann wird man wettbewerbsfähiger, aber das Problem ist, dass man dann die Schuldenquote noch weiter erhöht. Das trifft besonders für die Firmen der Länder zu, die zumeist bei den nationalen Banken verschuldet sind. Fallen alle Preise, dann fallen auch die Werte der Aktiva in ihren Bilanzen, und sie geraten vielfach in die Überschuldung. Dieses Problem lässt sich nur durch einen Austritt und eine offene Abwertung lösen, weil dann auch die Bankschulden abgewertet werden.

Die Situation ist nicht nur für die Südländer schwierig. Auch Deutschland sitzt in der Falle, denn das, was es mit der 60-Prozent-Grenze im Maastrichter Vertrag hatte vermeiden wollen, nämlich die Sozialisierung der Schulden der Südländer, verlangt ein immer stärker anschwellender Strom von Stimmen aus dem Ausland, vor allem auch aus den angelsächsischen Ländern, geradezu ultimativ von Deutschland.

Die einzige Lösung, die den Politikern Europas blieb, um die Überdehnung der Bilanzen der Notenbanken zu verhindern, war, öffentliche Rettungsschirme für die bedrängten Staaten aufzuspannen. Neben den Kassenautomaten der EZB, aus dem man beliebig viel kurzfristiges Geld zu einem Prozent Zinsen ziehen konnte, stellte man einen weiteren Automaten, aus dem man auch das für die Staatsfinanzierung nötige langfristige Geld bekam. Es war insbesondere Jean-Claude Trichet, der darauf drängte, um der Europäischen Notenbank einen Teil der Last aus der Verantwortung für die Staatenrettung zu nehmen. Nur dieser zweite Kassenautomat konnte die Überdehnung des EZB-Systems verhindern. Aber natürlich konnte er damit nicht verhindern, dass insgesamt mehr öffentliches Kapital in die Südländer floss und das private Kapital ersetzte, denn es wurde ja ein zusätzlicher öffentlicher Kreditkanal eröffnet, über den weiteres Kapital floss.

Der Geldfluss durch den zweiten Kassenautomaten begann im Mai 2010. Erst wurde ein intergouvernementales Paket für Griechenland in einem Gesamtvolumen von 110 Mrd. Euro geschnürt, an dem sich auch der IWF beteiligte. Dann erhielt Irland ab dem November 2010 Unterstützung in Form internationaler Finanzhilfen von etwa

⁴⁸ Allerdings muss Irland weiter abwerten, um die Überschüsse zu erwirtschaften, die es braucht, um seine Auslandsschulden zu decken, insbesondere die riesigen Target-Schulden, die das Land aufgebaut hat.

68 Mrd. Euro. Etwas später, ab Mai 2011, wurde Portugal mit einem Hilfspaket im Umfang von 78 Mrd. Euro unterstützt. Im Sommer 2011 zeichnete sich ab, dass Griechenland weitere Rettungsgelder benötigt. Nachdem sich die privaten Gläubiger mit dem Land auf einen Schuldenschnitt im Volumen von gut 100 Mrd. Euro geeinigt hatten, bewilligten EU und IWF im März 2012 zusätzliche Hilfgelder von 138 Mrd. Euro.

Bis zum heutigen Tage sind unter Einschluss des IWF und verschiedener EU-Mittel knapp 400 Mrd. Euro zusammengekommen. Addiert man die Hilfen der EZB in Form der Käufe von Staatspapieren und die Target-Kredite, kommt man auf gut 1,2 Billionen Euro insgesamt.

Die Hilfen widersprachen der No-Bail-out-Klausel des Maastrichter Vertrages auf krasse Art und Weise, denn dort war (Artikel 125 AEUV) in aller Deutlichkeit dargelegt worden, dass ein Staat einem anderen im Fall des Konkurses nicht beisteht, ja nicht einmal beistehen darf⁴⁹, um ihn auf diese Weise gegen Pressionen aus dem Ausland zu schützen. Christine Lagarde, die ehemalige französische Finanzministerin hatte dazu gesagt, man habe den Maastrichter Vertrag bewusst gebrochen, um Europa zu retten.⁵⁰ Angesichts des Umstandes, dass die französischen Banken im Verhältnis zum BIP in den Krisenländern doppelt so stark engagiert waren wie die deutschen, kann man wohl eher vermuten, dass Frau Lagarde die Rettung Frankreichs statt der Rettung Europas gemeint hat. Der Freiburger Verfassungsrechtler Dietrich Murswiek kritisierte bei einem Vortrag in München, dass der Abbruch eines Grundpfeilers des Maastrichter Vertrages als "Rettung Europas" bezeichnet werde.⁵¹

Die Hilfe war auch nicht so etwas Ähnliches wie der Marshall-Plan. Es ging nicht darum, einem besiegten Land eine Hungerhilfe zu gewähren, und man bewegte sich auch nicht auf diesem Niveau. Das European Economic Recovery Program, das gemeinhin als Marshall-Plan bezeichnet wird, hatte seinerzeit, über mehrere Jahre verteilt, Hilfen im Umfang von 1,678 Mrd. Dollar für Westdeutschland bedeutet. In Einheiten der neu geschaffenen deutschen Währung waren das 7,0 Mrd. D-Mark oder etwa 5,2% des BIP des Jahres 1952.⁵²

Rechnet man die Target-Kredite der EZB, die Käufe griechischer Staatspapiere durch andere Notenbanken, die intergouvernementalen Rettungsgelder und den Schuldenerlass nach der griechischen Teilinsolvenz vom Frühjahr 2012 zusammen, kommt man, wie in Tabelle 1 erläutert, auf 460 Mrd. Euro Gesamthilfen an Griechenland, was 214% des griechischen BIP des Jahres des 2011 entspricht. So

⁴⁹ Die strikte Interpretation ist nach Meinung des ehemaligen Verfassungsrichters Udo di Fabio rechtlich völlig eindeutig. So erklärte er es nach seinem Vortrag bei den Münchner Seminaren am 30. April 2012, a. a. O., oder auch in U. di Fabio, "Das europäische Schuldendilemma als Mentalitätskrise", *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 143, 22. Juni 2012, S. 9.

⁵⁰ Christine Lagarde im Interview mit der *Süddeutschen Zeitung* vom 23. Dezember 2010, <http://www.sueddeutsche.de/geld/christine-lagarde-ueber-deutschland-und-europa-wir-werden-bedingungslos-sparen-1.1039481>.

⁵¹ Münchner Seminar, CESifo und Süddeutsche Zeitung, 30. Januar 2012.

⁵² Berger, H. und A. Ritschl, "Die Rekonstruktion der Arbeitsteilung in Europa. Eine neue Sicht des Marshall-Plans in Deutschland 1947–1951", *Vierteljahreshefte für Zeitgeschichte* 43, 1995, S. 473–519, Tabelle S. 479. Nach J.-O. Hesse umfasste der Marshall-Plan 2% des BIP eines früheren Jahres vor der Währungsumstellung, was angewandt auf Griechenland einem Betrag von 4 Mrd. Euro entspricht. Siehe Hesse, J.-O., "Es gibt keine ökonomische Wunderheilung", *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 6, 12. März 2012, S. 12, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/griechenland-es-gibt-keine-oekonomische-wunderheilung-11680629.html>.

gesehen hat Griechenland nicht ein, nicht zwei, sondern 41 Marshall-Pläne an Hilfen erhalten.

Tabelle 1: Griechenland-Hilfe bis zum März 2012 gewährt oder vereinbart

Internationale Finanzhilfen für Griechenland		Mrd. Euro
EZB	Summe	148
	davon: Käufe von griechischen Staatsanleihen	45 ^{a)}
	Target-Verbindlichkeiten an Griechenland	103
Euroländer	Griechenland 1. Hilfspaket; ausgezahlt	53
	Griechenland 2. Hilfspaket (mit Rest 1. Paket)	145
IWF	Griechenland 1. Hilfspaket	30
	Griechenland 2. Hilfspaket	18
Banken etc.	Schuldenschnitt	66 ^{b)}
Gesamtsumme		460

Erläuterungen: a) geschätzt. – b) ohne Beitrag der griechischen Banken und Versicherungen; geschätzt.

Quellen: IWF, EZB, Europäische Kommission, Berechnungen und Schätzungen des ifo Instituts.

Man muss allerdings berücksichtigen, dass Deutschland damals auch noch andere Hilfen erhielt. Neben den Marshall-Plan-Hilfen wurden auch noch Hilfen der Militärverwaltung (GORIA) oder Hilfen aus Großbritannien gewährt. Die Gesamtsumme der nach dem Krieg bis 1962 gewährten Hilfen wird von Berger und Ritschl auf 4,640 Mrd. Dollar geschätzt⁵³, was 19,5 Mrd. D-Mark oder 14% des deutschen BIP des Jahre 1952 entsprach. Außerdem kam Deutschland nach dem Londoner Schuldenabkommen von 1953 in den Genuss eines umfangreichen Schuldenerlasses, der u. a. einen erheblichen Teil der Kriegsschulden, die Vorkriegsschulden, die Target-ähnlichen Ausgleichsforderungen anderer Länder sowie die Nachkriegshilfen (inklusive Marshall-Hilfen), die zunächst nur als Kredit gewährt worden waren, umfasste. Das Gesamtvolumen der im Schuldenabkommen genannten Schulden betrug nach Buchheim 30 Mrd. D-Mark oder 22% des westdeutschen BIP des Jahres 1952, etwa ein Zehntel der Griechenland gewährten Hilfe.⁵⁴

Man kann diese Rechnungen noch ausdehnen. So mögen im Londoner Schuldenabkommen nicht alle Schulden erfasst worden sein, und sicherlich fehlen die Vorteile aus einem Verzicht der Siegermächte auf Reparationsleistungen. Andererseits fehlen auch Verluste aus den umfangreichen Demontagen, die bis 1951 auch von den Westmächten durchgeführt wurden. Die Diskussion dieser Aspekte überschreitet den Rahmen dieses Aufsatzes. Fest steht indes, dass die bloßen Nachkriegshilfen aus dem Marshall-Plan nur einen winzigen Bruchteil der an Griechenland geflossenen Hilfen ausmachen.

⁵³ Berger, H. und A. Ritschl, a.a.O.

⁵⁴ Buchheim, Ch., "Das Londoner Schuldenabkommen", in L: Herbst, Hrsg., *Westdeutschland 1945–1955. Unterwerfung, Kontrolle, Integration*, Oldenbourg, München 1986, S.219–229.

5. Der ESM

Aber das soll ja alles noch nicht genug sein, denn inzwischen haben die Länder der Eurozone den Europäischen Stabilitätsmechanismus ESM geschaffen. Das ist einer der beiden Verträge, über die ich eingangs gesprochen habe. Hier handelt es sich um eine Dauereinrichtung, die das bisherige hauptsächlich Hilfsprogramm, die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität EFSF, ablösen soll.

Der ESM hat eine feste rechtliche Struktur, aber ein variables Volumen, das nach bestimmten Regeln verändert werden kann. Das anfängliche Ausleihvolumen liegt bei 500 Mrd. Euro⁵⁵, und das haftende Kapital liegt bei zunächst 700 Mrd. Euro⁵⁶, wovon 80 Mrd. Euro⁵⁷ oder 11% von den Euroländern einzuzahlen sind. Die Haftung eines jeden Staates ist auf die Höhe seines eigenen Kapitalanteils begrenzt. Im Falle Deutschlands sind dies 190 Mrd. Euro. Eine darüber hinaus gehende Haftung durch bloße Mitgliedschaft am ESM ist rechtlich ausgeschlossen.⁵⁸

Die Aufgaben des ESM bestehen im Kern darin, bedrängten Ländern zu helfen. Nach einem Hilfesuch eines Staates kann der ESM diesem Staat Kredit gewähren, wozu auch der direkte Kauf neu emittierter Staatspapiere gehört.⁵⁹ Der ESM darf ferner Staatspapiere indirekt auf dem offenen Markt kaufen, um Kurspflege zu betreiben, aber auch das nur, nachdem ein Hilfesuch gestellt wurde.⁶⁰

Die Voraussetzung für die Mittelvergabe aus dem ESM ist, dass der betreffende Staat die Hilfe beantragt und dass eine Schuldentragfähigkeitsanalyse, die von der Europäischen Kommission im Benehmen mit der EZB durchgeführt wird, zu dem Schluss kommt, dass mit der Rückzahlung der Mittel zu rechnen ist.⁶¹ Außerdem muss mit der Kommission ein Vertrag ausgehandelt werden, in dem Auflagen für die Gewährung der Hilfen spezifiziert sind.⁶² Ziel ist es, die für die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit nötigen Reformen zu erzwingen.

Die Auflagen werden freilich von den hilfeschenden Staaten als extreme Eingriffe in die nationale Souveränität empfunden und politisch bekämpft. Auf dem Gipfel der EU-Staaten vom 28. und 29. Juni hat Italien erreicht, dass eine Konditionalität in Zukunft nicht mehr bestehen soll. Vielmehr soll es ausreichen, wenn das hilfeschende Land die Regeln des Fiskalpaktes einhält, die es ohnehin einhalten muss.

Nach Möglichkeit soll auch der IWF bei der Tragfähigkeitsanalyse und der Gewährung der Finanzhilfen mit eingeschaltet werden, zwingend ist das aber nicht.⁶³ Deutschland hatte ja seit der Griechenland-Hilfe auf die Einbeziehung des IWF gedrungen, um ein höheres Maß an Objektivität bei der Beurteilung der Tragfähigkeitsanalyse zu realisieren und die Proteste der betroffenen Länder gegen die Auflagen auf eine weit entfernte Instanz ableiten zu können. Mit diesem Begehren ist es gescheitert. Da Deutschland aus historischen Gründen empfänglicher für Druck ist als andere Länder, bleibt es der Hauptadressat der Bettelbriefe.

⁵⁵ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 39.

⁵⁶ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 8 Abs. 1.

⁵⁷ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 8 Abs. 2.

⁵⁸ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 8 Abs. 5.

⁵⁹ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 14.

⁶⁰ Vgl. ESM Vertrag, Art. 13 i. V. m. Art. 17 u. Art. 18.

⁶¹ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 13 Abs. 1.

⁶² Vgl. ESM-Vertrag, Art. 13 Abs. 3.

⁶³ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 13 Abs. 1 Buchst. b.

Wie beim IWF soll freilich sichergestellt sein, dass die Kredite des ESM Vorrang vor den privaten Krediten der Länder haben. Angesichts der imminnten Konkursgefahren, denen die Krisenländer schon heute ausgesetzt sind, ist dies eine wichtige Regel zum Schutz der Steuerzahler der in die Haftung genommenen stabilen Länder. Sie entspricht auch den normalen Regeln beim privaten Konkurs. Immer hat der Retter im Insolvenzverfahren Vorrang vor den Altgläubigern, weil er sich sonst nicht zur Rettung bewegen ließe. Auch diese Regel ist freilich beim EU-Gipfel aufgrund der Intervention der betroffenen Südländer gekippt worden. Es sollen entsprechende Novellen zur Revision des ESM-Vertrages vorbereitet werden.

Etwas eigenartig ist Artikel 15, Abs. 1, nach dem eine Zweckbindung für die Banken dieses Staates möglich ist. Man wundert sich, warum das überhaupt in den Vertrag aufgenommen wurde, denn eine Zweckbindung darf der Empfängerstaat ja ohnehin für sich selbst jederzeit vornehmen. Dahinter steht der Wunsch Spaniens, Irlands und einiger anderer Länder, die Rettung ihrer Banken direkt durch den ESM erledigen zu lassen, ohne dass der eigene Staat für die Rückzahlung der Mittel geradestehen und vor allem sich den Vorgaben und Kontrollen der Geberländer unterwerfen muss. Damit würde die beschworene strikte Konditionalität der Hilfen unterlaufen. Die unmittelbare Vergemeinschaftung der Bankenhaftung hat Deutschland im ESM-Vertrag zu verhindern gewusst. Auch wenn ein Staat die Mittel des ESM für seine Banken verwendet, muss er selbst zurückzahlen und bleibt selbst in der Haftung.

Allerdings wurde auch diese Regel auf dem Gipfel vom 28./29. Juni gekippt. Danach soll dem ESM die direkte Rekapitalisierung der Banken der Krisenländer erlaubt werden, und der jeweilige Nationalstaat ist von der Haftung für die damit verbundenen Risiken befreit.⁶⁴ Auf diese Regelung hatten schon vor dem Gipfel Christine Lagarde,⁶⁵ die Präsidentin des IWF, und Mario Draghi,⁶⁶ der Präsidenten der EZB, gedrungen. Der Gipfel vereinbarte die neuen Regelungen unter dem Stichwort der Bankenunion, zu der auch eine einheitlichen Aufsicht der europäischen Banken und eine gemeinsame Einlagenversicherung gehören sollen. Spanien hatte die erforderliche Rekapitalisierung seiner Banken in den Monaten vor dem Gipfel immer wieder hinausgezögert, weil es auf die inzwischen vereinbarten Nachbesserungen hoffte.

Mit der Öffnung des ESM für die direkte Bankenfinanzierung hat die Schuldensozialisierung in der Eurozone qualitativ eine neue Stufe erreicht, denn die Staaten stehen nun nicht nur gegenseitig für die öffentlichen Schulden, sondern auch für die privaten Schulden ein, sofern sie über das Bankensystem aufgenommen wurden. Nachdem Deutschland für seine eigenen Banken im Jahr 2010 zwei Bad Banks im Volumen von 240 Mrd. Euro hat errichten müssen, steht nun die Umwandlung des ESM zu einer Art europäischer Bad Bank an. Die Staatsschulden der fünf Krisenländer zu besichern, die Ende 2011 bei 3,34 Billionen Euro lagen, ist bereits eine Herkulesaufgabe, der die Bundesrepublik Deutschland nicht gewachsen ist. Nun auch noch die Bankschulden dieser Länder zu besichern, die bei 9,2 Billionen Euro oder

⁶⁴ Gipfelerklärung der Mitglieder des Euro-Währungsgebiets vom 29. Juni 2012, Bundesregierung.

⁶⁵ Ehrlich, P. und W. Proissl, "Irland will Rettungsfonds für Banken öffnen", *Financial Times Deutschland*, 23. April 2012, <http://www.ftd.de/politik/europa/:euro-rettungsfonds-irland-will-esm-fuer-banken-oeffnen/70026222.html>.

⁶⁶ Nach einem Bericht der *Süddeutschen Zeitung*, 26. April 2012, <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/finanzkrise-in-europa-eu-rettungsfonds-soll-marode-banken-stuetzen-1.1342139>.

287% des BIP dieser Länder liegen, ist ein Ding der Unmöglichkeit. Niemand weiß, wie groß die Abschreibungsverluste auf die toxischen Immobilienkredite und andere waghalsige Kredite sind, die die südeuropäischen Banken vergeben haben. Die Vorstellung freilich, dass die Bundesrepublik mit ihrem BIP von nur 2½ Billionen Euro und einem Bundesetat von 313 Mrd. Euro als Hauptsicherungsgeber auftreten könnte, ist ganz und gar abwegig. Ebenso abwegig ist es, den deutschen Banken, deren Eigenkapital gerade mal 354 Mrd. Euro umfasst, die Mithaftung für die Depositen ihrer Konkurrenten in den Krisenländern zu übertragen, die ebenfalls bei etwa 3½ Billionen Euro liegen.

Befürworter der Gipfelbeschlüsse verweisen darauf, dass die gemeinsame Bankenaufsicht vor einer übermäßigen Beanspruchung des ESM schützen werde. Sie übersehen aber, dass die Schuldenländer und Frankreich eine strukturelle Mehrheit in den Institutionen der Eurozone haben. Insofern steht zu befürchten, dass die Rekapitalisierung über das aus der Sicht der noch stabilen Länder akzeptable Maß hinaus getrieben wird und dass es zu einer systematischen Umverteilung von Risiken in der Eurozone kommt. Eine gemeinsame Bankenaufsicht ist in Europa sicherlich nützlich. Insofern ist gegen die Bankenunion nichts zu sagen. Doch Gemeinschaftsinstrumente zur Umverteilung von Ressourcen von den stabilen Ländern zu den überschuldeten Ländern sind schon deshalb abzulehnen, weil sie den Anreiz zur Überschuldung der Banken und damit indirekt auch zur Überschuldung der Bankkunden vergrößern, indem sie die Zinsen, die die Banken ihren Gläubigern zu zahlen haben, künstlich verringern.

Aber das Hauptproblem bleibt die Größe der Risiken. Die riesigen Abschreibungsverluste, die bei den Banken Südeuropas nach dem Platzen der Wirtschaftsblasen drohen, können letztlich weder auf irgendwelche unbeteiligten Steuerzahler noch auf andere Banken übertragen werden. Gerade weil die Schulden so groß sind, können die Abschreibungsverluste nur von den Gläubigern der Banken selbst getragen werden.

Dies lässt sich am besten durch Debt Equity Swaps realisieren, also dadurch, dass den Gläubigern im Umfang ihres Forderungsverzichts Aktien der Banken übertragen werden. Dann rettet man die Banken, aber nicht deren Aktionäre, deren Aufgabe es als Eigentümer nun einmal ist, die Verluste zu tragen, bevor andere Gruppen herangezogen werden. Im günstigsten Fall, nämlich wenn die Abschreibungsverluste kleiner als das Eigenkapital sind, lässt sich auf diese Weise ein Vermögensverlust der Gläubiger vermeiden, denn der Wert der übergebenen Aktien reicht dann noch aus, den Forderungsverzicht zu kompensieren. Sind die Abschreibungsverluste größer, dann trifft es auch die Bankgläubiger, aber es sollte dann auch nur sie treffen, weil sie über ein hinreichendes Vermögen verfügen, die Anlageentscheidung selbst getroffenen haben und sich beim nächsten Mal vorsehen werden.

Das Einzige, was Deutschland auf dem Gipfel hat erreichen können, ist, dass die direkte Bankenfinanzierung durch den ESM erst möglich ist, nachdem eine europäische Aufsichtsbehörde für die Banken geschaffen ist, die auch das Recht hat, insolvente Banken zu schließen. Allerdings wird ja auch diese Behörde unter dem Einfluss der Mehrheit der Club-Med-Staaten stehen, so dass man gar nicht erwarten kann, dass sie ihren Aufgaben auf eine Weise nachkommt, die die Interessen der Bundesrepublik als des hauptsächlichen Garantiegebers des ESM hinreichend berücksichtigt. Gerade auch

demokratische Entscheidungsstrukturen schützen nicht vor der Ausbeutung der Minderheit durch die Mehrheit.

Der ESM soll sich mit Eigen- und Fremdkapital finanzieren.⁶⁷ Dazu darf er selbst Anleihen ausgeben. Das ist nun neben den Target-Krediten doch eine Variante der so lange zu Recht verschmähten Eurobonds. Vorschriften zur direkten Begrenzung der Anleihen sucht man im ESM-Vertrag vergeblich. Bei flüchtiger Lektüre des Vertragstextes könnte man den Eindruck gewinnen, dass die Begrenzung der Ausleihungen in Höhe von 500 Mrd. Euro, die auf der anderen Seite der Bilanz stehen, indirekt auch die Anleihen begrenzt.⁶⁸ Das ist aber wohl nicht der Fall, denn die Ausleihungen umschließen vermutlich nicht die Käufe von Staatspapieren auf dem Sekundärmarkt. Dieser Punkt bleibt unklar, und wie meistens bei solchen Unklarheiten, werden die Formulierungen im Nachhinein gedehnt werden. Bundesfinanzminister Schäuble meint zwar, dass der Vertrag eindeutige rote Linien beschreibt.⁶⁹ Aber das ist vielleicht nur seine Sicht der Dinge.

Es ist zu befürchten, dass die Hebelung, über die man letztes Jahr diskutiert hat, um die es aber still geworden ist, weiterhin zu den Absichten der Urheber des Vertrages gehört. Man sprach schon im letzten Jahr davon, dass eine Verdrei- und Vervielfachung des Kreditvolumens möglich sein könnte. Sollte etwa geplant sein, die Hebelung über den anleihefinanzierten Aufkauf der Staatspapiere auf dem Sekundärmarkt laufen zu lassen?

Wenn sich diese Befürchtung bewahrheiten sollte, hat das zwar keinen direkten Einfluss auf die im Vertrag vorgesehenen Haftungssummen, wohl aber auf die Wahrscheinlichkeit, mit der diese Summen fällig werden. Aus vermeintlichen Krediten werden auf diese Weise sukzessive verlorene Versicherungsprämien zur Absicherung riesiger Anlagerisiken im Euroraum.

Außerdem ist zu vermuten, dass die Besitzer der ESM-Anleihen im Fall des Falles, wenn sich die Besicherung als unzureichend herausstellen sollte, ähnlich wie heute wieder großen politischen Druck auf die Sicherungsgeber ausüben würden, die Haftungssummen zu erhöhen. Insofern bietet die Beschränkung der Haftung auf den im Vertrag vorgesehenen Betrag keinen Anlass zur Beruhigung. Die Beteuerung des Artikel 8, Abs. 5, die Mitglieder würden nicht schon wegen ihrer Mitgliedschaft für mehr haften, hat die gleiche politische Qualität wie die No-Bail-out-Regel des Artikel 125 des EU-Vertrages. Wenn sich der ESM der Hebelung bedient und Verluste macht, die das genehmigte Stammkapital überschreiten, wird die Staatengemeinschaft nicht umhin kommen, dieses Stammkapital zu erhöhen.

Man fragt sich zum Thema Anleihen auch, wie so etwas mit der deutschen Verfassung kompatibel ist. Die Anleihen des ESM sind ja eine Verschuldung der Staaten, die den ESM tragen, und als solche werden sie anteilig, wie auch schon die Schulden der EFSF, in der deutschen Staatsschuldenstatistik geführt werden. Selbst wenn tatsächlich nur für das nicht eingezahlte Stammkapital, also 620 Mrd. Euro, Anleihen begeben werden, wächst die deutsche Staatsschuld um 27% davon, also 168 Mrd. Euro. Die deutsche Schuldenquote würde von derzeit 81% auf 88% des BIP, also um 7 Prozentpunkte steigen. Nach der Schuldengrenze des Grundgesetzes wären derzeit

⁶⁷ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 8 u. Art. 21.

⁶⁸ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 21.

⁶⁹ Vgl. z.B. Wolfgang Schäuble, Rede des Bundesfinanzministers zum Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und Ratifizierung des Fiskalvertrags, Berlin, 29. März 2012.

aber nur 39 Mrd. Euro oder 1,6% als Defizit des Bundes erlaubt. Darf der ESM überhaupt die geplanten Schulden aufnehmen, ohne das Grundgesetz zu verletzen?

Er darf, denn die sogenannte Schuldengrenze im Grundgesetz ist keine Schuldengrenze, sondern nur eine Defizitgrenze. Das ist nicht legitim, weil es nicht dem entspricht, was die Politik der Bevölkerung sagt, aber es ist doch wohl legal. Man muss nämlich wissen, dass die Schulden des ESM zwar zu den deutschen Schulden zählen, doch die *Erhöhung* dieser Schulden durch den ESM nicht zum deutschen Budgetdefizit gerechnet wird, und nur das Defizit ist durch die Verfassung begrenzt. Eurostat, die europäische Statistikbehörde, hat das in ihrer Weisheit so entschieden, und so braucht man sich keine Sorgen zu machen, dass die deutsche Verfassung verletzt wird, wenn die Anleihen des ESM aufgenommen werden. Auch dies ist wieder einmal ein Stück besonders kreativer Buchführung, das sich die Eurostaaten ausgedacht haben. Es stellt sich freilich die Frage, was das Verfassungsgericht zu dieser von Eurostat nicht ohne Willkür vorgegebenen Verbuchungspraxis hält. Hieß es nicht, das Grundgesetz enthalte eine Schuldengrenze?

Lassen Sie mich zur Entscheidungsstruktur kommen. Die Entscheidungen des ESM werden von einem Gouverneursrat getroffen, der aus Repräsentanten der Mitgliedsstaaten, vermutlich in der Regel den Finanzministern, besteht.⁷⁰ Jeder Gouverneur darf zudem einen Fachmann seiner Wahl in das Direktorium entsenden. Anders als im EZB-Rat, wo Deutschland grundsätzlich nicht mehr zu sagen hat als Malta, werden die Stimmen im Prinzip nach den Kapitalanteilen gewährt. Hier hat man aufgepasst. Eine Ausnahme wird nur bei besonders armen Ländern gemacht, deren Stimmanteil den Haftungsanteil übersteigt.

Die Abstimmungsverfahren sind reichlich kompliziert, weil zwischen Einstimmigkeit, einer nur deklaratorischen Einstimmigkeit, die in Wahrheit nur 85% der Stimmen⁷¹ braucht, und einer qualifizierten Mehrheit mit 80% der Stimmen⁷² unterschieden wird. Da ahnt man, wie die Verhandelnden nicht hinter dem Schleier des Unwissens, sondern mit spitzer Feder die möglichen Fälle vorausdenkend überlegt haben, bei welchen Regeln sie die meiste Macht durch Sperrminoritäten ausüben können, ohne diese Macht kleineren Mitgliedern gewähren zu wollen.

Bemerkenswert ist, dass eine Kapitalerhöhung grundsätzlich nur einstimmig stattfinden kann, und dass die Verausgabung der Mittel für ein hilfesuchendes Land nur deklaratorisch einstimmig sein muss, also der Mehrheit von 85% der Stimmen bedarf. Damit will man verhindern, dass störrische Länder wie Finnland oder die Slowakei in der Lage sind, die Auszahlung zu blockieren.⁷³

Die Bundesregierung hat nach dem Urteil des Verfassungsgerichts vom letzten Sommer bei den Vertragsverhandlungen darauf achten müssen, dass die Mitbestimmungsrechte des Bundestages gewahrt bleiben. Immerhin warnte das Gericht ja, dass Deutschland keine Vereinbarungen unterschreiben dürfe, die ihrer Höhe nach unbestimmte und von den Entscheidungen anderer Länder abhängige Verpflichtungen mit sich bringen.⁷⁴ Die Bundesregierung will deshalb erreichen, dass der deutsche Vertreter im Gouverneursrat und im Direktorium einer Ausweitung des Katalogs der

⁷⁰ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 5.

⁷¹ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 4 Abs. 4.

⁷² Vgl. ESM-Vertrag, Art. 4 Abs. 5.

⁷³ Vgl. zu Abstimmungsregeln und Entscheidungsbefugnissen ESM-Vertrag, Kap. 2.

⁷⁴ Vgl. Pressemitteilung des Bundesverfassungsgerichts, Nr. 55, 7. September 2011.

Maßnahmen, einer Erhöhung des maximalen Darlehensvolumens und vor allem auch Bail-out-Aktionen zugunsten von Problemstaaten (sogenannte "Stabilitätshilfen") grundsätzlich nur zustimmen darf, wenn er dafür das Placet des Bundestages hat. Dazu wurden entsprechende Klauseln für das Zustimmungsgesetz zum ESM-Vertrag und für ein separates Begleitgesetz, das ESM-Finanzierungsgesetz, vom Bundestag beschlossen.⁷⁵ Diese Klauseln mögen einen gewissen Schutz gegen Pressionen bieten, denen dieser Vertreter im Gouverneursrat oder im Direktorium ausgesetzt sein könnte, wenn wieder einmal Not am Mann ist. Allerdings ist, wie der Verfassungsjurist Dietrich Murswiek betont, die Entscheidung dieses Vertreters gegenüber den anderen Euroländern rechtlich auch dann bindend, wenn der Bundestag nicht zugestimmt hat. Es ist nicht einmal klar, ob der Deutsche Bundestag völkerrechtlich überhaupt befugt ist, dem deutschen Vertreter im Direktorium (dem der Gouverneursrat seine Kompetenzen für Bail-out-Entscheidungen übertragen kann) Weisungen zu erteilen oder ob dieser Vertreter nicht vielmehr unabhängig entscheiden muss.⁷⁶

Im Übrigen muss der Bundestag nicht bei jeder Mittelvergabe zustimmen. Der Spielraum für Aktionen ohne Parlamentskontrolle ist erheblich. Wenn der Bundestag dem ESM erst einmal zugestimmt hat, kann der Vertreter der Bundesregierung laut Vertrag bis zur Höhe von 190 Mrd. Euro frei verfügen und entsprechende Haftung übernehmen. Er soll dabei zwar durch eine Vorschrift des ESM-Finanzierungsgesetzes an die Zustimmung des Bundestages gebunden werden. Hat er jedoch, wie es der Vertrag erlaubt, seine Entscheidungszuständigkeit an das Direktorium übertragen, dann nützt der Parlamentsvorbehalt im deutschen Begleitgesetz wenig, da das deutsche Direktoriumsmitglied nicht parlamentarisch verantwortlich ist und zudem Immunität genießt, also selbst bei vorsätzlicher Veruntreuung hoher Milliardenbeträge nicht zur Verantwortung gezogen werden könnte. Ja, es können bei Eilentscheidungen durch das Direktorium des ESM für Notfälle sogar Bargeldabflüsse bis zu dieser Höhe verlangt werden, um als notwendig erachtete Finanzierungsaufgaben zu erfüllen.⁷⁷ 190 Mrd. Euro ist kein Pappenstil. Immerhin liegt dieser Betrag bei mehr als der Hälfte des Bundeshaushalts.

Ich fühle mich hier an die Warnung, erinnert, die der ehemalige Verfassungsrichter di Fabio im letzten Sommer *ex officio* aussprach, dass man aufpassen müsse, keine Generalermächtigung auszusprechen.⁷⁸

Im Normalverfahren hilft der ESM freilich mit Mitteln, die er selbst am Kapitalmarkt aufgenommen hat. Hier kommt es erst dann zu einem tatsächlichen Mittelabfluss zu Lasten der Mitgliedsländer, wenn Verluste abzudecken sind und das

⁷⁵ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 10 Abs. 1, sowie Gesetzentwurf der Fraktionen CDU/CSU und FDP vom 20. März 2012, Deutscher Bundestag Drucksache 17/9045, Art. 2 Abs. 1.

⁷⁶ Vgl. "Entwurf eines Gesetzes zur finanziellen Beteiligung am Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM-Finanzierungsgesetz – ESMFinG)", Änderungsantrag der Arbeitsgruppen Haushalt der Fraktionen CDU/CSU und FDP vom 23. Mai 2012; Murswiek, D., "Vorläufige Stellungnahme zu den Parlamentsvorbehalten gemäß Änderungsantrag Arbeitsgruppen Haushalt CDU/CSU und FDP zum ESMFinG und gemäß Zustimmungsgesetz zum ESMV (ESMG)", 9. Mai 2012, unveröffentlichtes Manuskript.

⁷⁷ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 4 Abs. 4 S. 4 i. V. m. Art. 9, der die fast automatische Nachschusspflicht bei einem Verbrauch der Barreserve regelt.

⁷⁸ Bei der Anhörung zu den Verfassungsbeschwerden vom 5. Juli 2011, die sich gegen deutsche und europäische Rechtsakte sowie weitere Maßnahmen richten, die im Zusammenhang mit der Griechenland-Hilfe und dem Euro-Rettungsschirm im Raum der Europäischen Währungsunion stehen.

eingezahlte Kapital, derzeit 80 Mrd. Euro, wieder aufzufüllen ist. Dagegen kann sich der Vertreter der Bundesregierung nicht sträuben, denn dieser Beschluss wird vom Direktorium mit einfacher Mehrheit gefällt.⁷⁹

Das ist insbesondere insofern irritierend, als Deutschland bis zur Grenze von 190 Mrd. Euro auch für die Zahlungspflichten der anderen ESM-Staaten einzustehen hat. Artikel 25 besagt, dass der Ausfall einzelner Länder beim Auffüllen des eingezahlten Stammkapitals nach etwaigen Verlusten von den anderen Ländern auszugleichen ist. Es ist also theoretisch nicht ausgeschlossen, dass keiner mehr zahlt als seine Bareinlage und Deutschland 89% seiner Haftungsgrenze von 190 Mrd. Euro, also 168 Mrd. Euro allein nachschießt. Das kommt aus ökonomischer Sicht einer gesamtschuldnerischen Haftung nahe, was die Anleihen des Fonds zu echten Eurobonds in der weitgehenden Interpretation macht, wie sie von ihren Verfechtern gefordert wird.

Problematisch ist in dem Zusammenhang, dass hier ein Zahlungsautomatismus wirkt, dem sich Deutschland nicht entziehen kann, ohne dass irgendwo definiert würde, was überhaupt Verluste sind. Entstehen Verluste schon durch Abschreibungen auf Forderungen, die aus irgendwelchen unbekanntem Buchhaltungsregeln folgen? Entstehen Verluste, weil man einem Land aus politischen Gründen seine Schulden erlässt? Entstehen sie, weil man es für unziemlich hält, Zwangsmaßnahmen zur Eintreibung offener Rechnungen zu erheben? Entstehen sie vielleicht, weil man keine risikoadäquaten Zinsen verlangt? Entstehen sie durch eine inkompetente Unternehmensführung oder überzogene Gehälter der Bediensteten, die man übrigens selbst festlegen darf?⁸⁰ Entstehen sie aus fehlgeschlagenen Finanzgeschäften, die selbst gar nicht spezifiziert sind? Das alles ist nicht definiert, und trotzdem müssen die Mitgliedsländer bedingungslos zahlen, wenn die Verluste verbucht werden und eine einfache Mehrheit des Direktoriums sie feststellt. Das alles ist haarsträubend. Hier kann eine einfache Mehrheit anderer Staaten im Extremfall im Umfang von 190 Mrd. Euro über deutsche Budgetmittel entscheiden, ohne dass die deutsche Regierung, geschweige denn der Bundestag, eine Einrede erheben könnte.

Es scheint, als wurde der Punkt übersehen, oder er war so heikel, dass man ihn lieber ausgeklammert hat. Mit viel Sorgfalt muss die Entscheidung, ob man einem Land Kredit gibt, vorbereitet und dann auch mit einer qualifizierten Mehrheit von 85% der Stimmen beschlossen werden. Dagegen kann sich der deutsche Repräsentant wehren, weil Deutschland über die Sperrminorität verfügt.⁸¹ Aber bei der entscheidenden Frage, wie die Verluste aus dem Geschäftsbetrieb entstehen können und entstehen dürfen, schweigt sich der Vertrag aus. Insofern stellt Deutschland anderen Staaten mit dem ESM einen Blanko-Scheck aus.

Und bei den 190 Mrd. Euro wird es ja nicht bleiben, denn der ESM ist auf Wachstum angelegt. Jederzeit kann der Gouverneursrat im Einvernehmen eine Erhöhung der Finanzmittel des ESM beschließen.⁸² Wie erläutert, verlangt der Bundestag, dabei eingeschaltet zu werden, wobei nicht klar ist, ob er das überhaupt darf. Da der Mittelabruf aber extrem leicht möglich ist, werden die vorhandenen Mittel schnell verbraucht sein, und dann wird man Deutschland von neuem bedrängen, das Portemonnaie weiter zu öffnen.

⁷⁹ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 9 Abs. 2.

⁸⁰ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 33.

⁸¹ Vgl. ESM-Vertrag, Art. 13 i. V. m. Art. 5 Abs. 6 u. Abs. 7.

⁸² Vgl. ESM-Vertrag, Art. 10 Abs. 1.

Ausgeweitet wird die Haftung auch schon von vornherein durch die vorgesehene Parallelität zwischen der EFSF und ESM. Die EFSF ist die European Financial Stability Facility, die "Finanzstabilisierungsfazilität". Sie wurde im Mai 2010 beschlossen und ist der organisatorische Vorläufer des ESM.⁸³ Bislang hieß es immer, dass der ESM die Mittel der EFSF umschließt und an dessen Stelle tritt. Aber das ist schon wieder Schnee von gestern, denn nach den Beschlüssen der Finanzminister vom 30. März 2012 sollen die beiden Rettungssysteme bis zum 30. Juni 2013 gleichzeitig genutzt werden. Dann wird das Ausleihvolumen der Euroländer nicht nur bei 500 Mrd. Euro liegen, sondern es kommen noch die bislang schon gewährten EFSF-Mittel in Höhe von 188 Mrd. Euro hinzu, ferner die für die Programme in Irland und Portugal bereits bewilligten Mittel aus dem Naturkatastrophen-Topf der EU-Kommission (EFSM) in Höhe von 49 Mrd. Euro und die schon ausgezahlten bilateralen Kredite im Volumen von 53 Mrd. Euro aus dem erstem Griechenland-Paket.

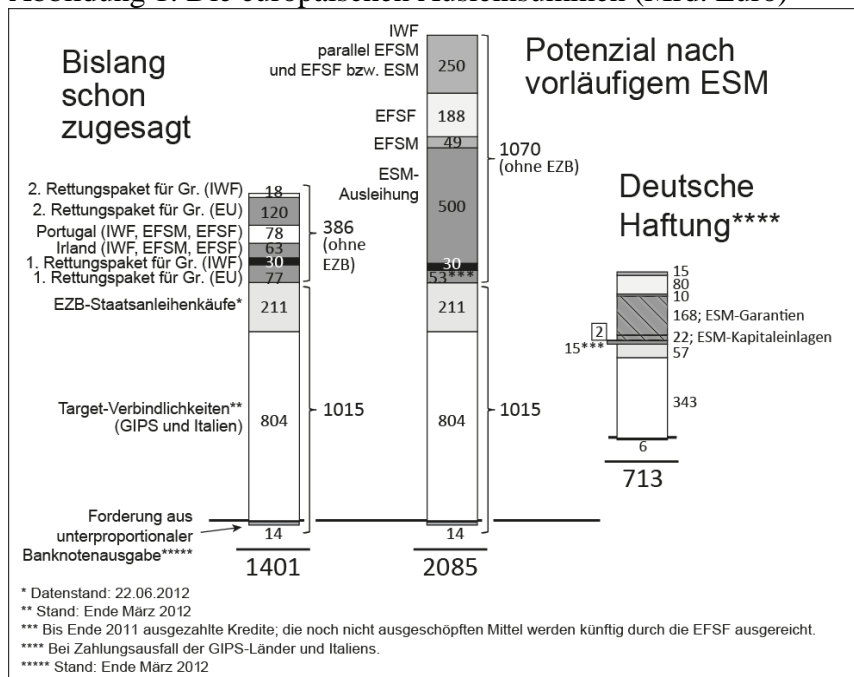
Addiert man noch die Mittel des IWF, die Target-Kredite und die Lasten aus den Staatspapierkäufen der EZB, und berücksichtigt schließlich die Forderungen der Krisenländer aus der unterproportionalen Ausgabe von Banknoten, liegt das gesamte Rettungsvolumen nach Abschluss des ESM bereits bei 2.085 Mrd. Euro. Abbildung 1 gibt eine Übersicht über die Gesamtposten. Die Fußnote zur Abbildung erklärt die Posten im Einzelnen.

Der Verlust Deutschlands läge im Extremfall eines Konkurses und Austrittes der fünf Krisenländer und einer Ausschöpfung des ESM und der vom IWF bereitgestellten Mittel durch diese Länder bei 713 Mrd. Euro, wenn der Euro diesen Konkurs überlebt. Wenn er nämlich überlebt, teilen sich die restlichen Euroländer die Lasten nach ihren Kapitalanteilen. Falls der Euro zu Bruch geht, kann man bei den Target-Krediten von dieser Annahme freilich nicht ausgehen. Dann wären die Verluste Deutschlands, je nach Rechnung, nochmals um 200 bis 300 Milliarden höher und würden ungefähr das gesamte Nettoauslandsvermögen der Bundesrepublik Deutschland (934 Mrd. Euro Ende 2011) und damit den gesamten Leistungsbilanzüberschuss unseres Landes seit der Einführung des Euro umfassen.⁸⁴

⁸³ Vgl. Council Regulation (EU), Nr. 407/2010.

⁸⁴ Die Target-Verluste wären um 349 Mrd. Euro höher, und die Gesamtverluste beliefen sich dann auf 1.062 Mrd. Euro oder 114% des Nettoauslandsvermögens der Bundesrepublik Deutschland, das aktuell (Jahresende 2011) selbst bei 934 Mrd. Euro liegt. Allerdings würde die Bundesbank dann wohl auch ihre Nettoschuld gegenüber der EZB durch die über das Normalmaß hinausgehende Ausgabe von Banknoten verlieren, die bei 175 Mrd. Euro liegt. So gesehen wären die Gesamtverluste im Fall des Untergangs des Euro nur um 174 Mrd. Euro größer als im Falle der Weiterexistenz des Euro und eines Totalausfalls der fünf Krisenländer. Sie würden also 887 Mrd. Euro oder 95% des Nettoauslandsvermögens betragen. Das Nettoauslandsvermögen der Bundesrepublik Deutschland war in den 1990er Jahren wegen der deutschen Vereinigung großenteils verbraucht worden. Es lag im Jahr der unwiderruflichen Festlegung der Wechselkurse (1998) bei +7 Mrd. Euro und stieg ab 1999 wegen einer ins Positive drehenden Leistungsbilanz (Kapitalexport) allmählich auf das heutige Niveau. Es ist also fast zur Gänze innerhalb des letzten Jahrzehnts gebildet und während der Krise nun in Target-Salden verwandelt worden.

Abbildung 1: Die europäischen Ausleihsummen (Mrd. Euro)



Erläuterung: Die Abbildung zeigt die Rettungsmaßnahmen der EZB, der Euroländer und des IWF. In der linken Säule sind die bereits in Anspruch genommenen und die vertraglich vereinbarten Hilfen mit der jeweils aktuellen Datenlage abgetragen, wie sie im Juni 2012 verfügbar war. Die Hilfen umfassen, von unten nach oben gelesen, die Target-Verbindlichkeiten der fünf Krisenländer Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien (März 2012), die von den Notenbanken getätigten Käufe von Staatsanleihen dieser Länder (15. Juni 2012) sowie die bereits laufenden Hilfsprogramme für Griechenland (zwei Pakete), Irland und Portugal. Das nach unten abgetragene Säulenstück zeigt eine Nettoforderung, die die GIPS-Länder gegen den Rest der Eurozone haben, weil sie (wohl auch wegen ihrer im Vergleich zum Bevölkerungsanteil geringen Wirtschaftsleistung) weniger Banknoten ausgegeben haben, als es ihrem EZB-Kapitalanteil entspricht. Die mittlere Säule listet das gesamte potenzielle Hilfsvolumen nach Inkrafttreten des ESM auf, wobei berücksichtigt ist, dass die EFSF zunächst weiterläuft. Die rechte Säule zeigt den Betrag, mit dem Deutschland bei einem Zahlungsausfall und Austritt der Krisenländer haftet, falls der Euro als solcher weiter besteht. Der Schlüssel, nach dem sich der deutsche Haftungsanteil berechnet, ist für die einzelnen Positionen unterschiedlich. Für die Target-Verbindlichkeiten der GIPS-Länder netto nach Abzug der Forderungen dieser Länder aus der verminderten Banknotenausgabe haftet Deutschland mit einem Anteil, der seinem Anteil am EZB-Kapital der übrigen zwölf Euroländer (knapp 43%) entspricht. (Die Ansprüche des EZB-Systems gegen die Geschäftsbanken der Krisenländer verlieren in diesem Fall ihre Relevanz.) Zu einem entsprechenden Anteil profitiert Deutschland freilich auch aus dem Umstand, dass die Krisenländer ihre Forderungen aus der unterproportionalen Ausgabe von Banknoten nicht realisieren können, wenn sie ihre Target-Schulden nicht bedienen. Die Staatsanleihenkäufe werden von allen Notenbanken, auch den Notenbanken der Krisenländer selbst, durchgeführt. Werden die Papiere nicht bedient, verliert eine jede Notenbank den Bestand, den sie hat kaufen müssen. Der deutsche Anteil an den Verlusten aus ausfallenden Staatspapieren ist deshalb, wie beim EZB-Kapitalschlüssel, rund 27%. Die Hilfen des ersten Griechenland-Paketes der Euroländer waren bilaterale Kredite; Deutschland hat hier 15,2 Mrd. Euro gezahlt. Am Hilfspaket des IWF ist Deutschland gemäß seinem Beitrag zur Kapitalausstattung des IWF mit 6% beteiligt. Zur Sicherstellung eines ESM-Ausleihvolumens von 500 Mrd. Euro müssen die beteiligten Länder ein Stammkapital von 700 Mrd. Euro aufbringen, das aus 80 Mrd. Euro eingezahltem Kapital und 620 Mrd. Euro abrufbarem Kapital besteht. Deutschland hat davon etwas mehr als 27% zur Verfügung zu stellen (schraffierte Flächenstücke). Der EFSM wird aus dem laufenden Haushalt der EU gespeist. Deutschlands Anteil daran ist 20%. Für die zugesagten EFSF-Mittel errechnet sich die deutsche Beteiligung wie bei den Target-Salden zu rund 43%. An den IWF-Hilfen, die parallel zu den europäischen Rettungsschirmen eingesetzt werden können, hat Deutschland einen Anteil von 6%.

Im Ganzen gesehen gibt es im ESM-Vertrag so viele komplizierte Wechselwirkungen und verklausulierte Sonderregeln, dass dem Missbrauch Tür und Tor geöffnet ist. Nach den abenteuerlichen Klimmzügen, die die EZB gemacht hat, als sie das Verbot der Monetisierung der Staatsschuld nach Artikel 123 des EU-Vertrages durch Käufe von Staatspapieren am Sekundärmarkt unterlief, was der damalige Bundespräsident nach eingehender juristischer Beratung als Umgehungstatbestand wertete⁸⁵, muss man das Schlimmste befürchten.

Mit dem ESM hat sich Deutschland auf die schiefe Bahn der Sozialisierung der Staatsschulden der Südländer begeben, denn die Mittel des ESM werden sukzessive eingesetzt werden, um die Ansprüche der bisherigen Gläubiger der südeuropäischen Staaten auszulösen und an ihre Stelle zu treten. Und wenn die Beschlüsse des EU-Gipfels vom 28./29. Juni 2012 Rechtskraft erlangen, besteht die Gefahr, dass sukzessive sogar die bald dreimal so großen Bankschulden dieser Länder sozialisiert werden. Es wird eine gewaltige Bad Bank geschaffen, durch die Deutschland erhebliche, vom Handeln ausländischer Regierungen abhängige Vermögensrisiken übernimmt.

Angela Merkel beschwört, ähnlich wie einst ihr Mentor Helmut Kohl, den Frieden, um den Euro zu begründen. Und ihr Kabinettskollege Wolfgang Schäuble meint, mit dem ESM-Vertrag habe Europa Zeit gewonnen. Beiden kann ich nicht folgen.

Wir verlieren mit dem Vertrag Zeit, anstatt sie zu gewinnen, weil die falschen Preisstrukturen und damit strukturell auch die Leistungsbilanzdefizite durch die Finanzhilfen aufrechterhalten werden und die Außenschulden der Krisenländer Jahr um Jahr weiter wachsen. Jahr um Jahr werden wir uns mit der öffentlichen Subventionierung der Kreditflüsse in den Süden weiter von der Lösung der Probleme entfernen. Zwar haben sich die Leistungsbilanzdefizite in letzter Zeit verbessert, aber das liegt einerseits an der Zinsverbilligung, die die öffentlichen Rettungsschirme inklusive der nur mit einem Prozent verzinslichen EZB-Kredite mit sich brachten, und andererseits an der realen Kontraktion in der Krise. Eine wirkliche Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit, die man an einer Senkung der relativen Preise der Länder im Vergleich zu ihren EU-Wettbewerbern erkennen müsste, steht mit Ausnahme Irlands, wie schon gegen Ende des Abschnitts 3 erläutert, nicht dahinter.

Es ist auch zu bezweifeln, dass mit dem ESM Frieden geschaffen wird. Mit der Bad Bank unter dem Namen ESM kauft Deutschland den Anlegern dieser Welt direkt oder indirekt die toxischen Staatspapiere und Bankschuldverschreibungen der Südländer ab. Das beruhigt diese Anleger und die Märkte. Aber es sollte die Deutschen und ihre Kinder beunruhigen, denn statt der Anleger werden sie nach Italien, Griechenland und Spanien gehen und die Schulden zurückfordern müssen, mit denen frühere Generationen ihren Konsum finanziert haben. Aus Freunden und Nachbarn macht man Gläubiger und Schuldner. Die geschichtlichen Beispiele dazu, wie die Schuldner ihre Gläubiger behandelt haben⁸⁶, sind leider nicht ermutigend.

Das eingangs beschriebene Kesseltreiben gegen Deutschland vor dem EU-Gipfel vom 28./29. Juni zeigt sehr deutlich, wie man sich den Prozess des Eintreibens der Schulden vorstellen muss. Die Schuldner werden nicht sagen, dass sie nicht zurückzahlen wollen, sondern sie werden den Gläubiger mit einer Vielzahl von

⁸⁵ Vgl. z.B. *tagesschau.de*, 24. August 2011; <http://www.tagesschau.de/wirtschaft/ezb172.html>.

⁸⁶ Vgl. von Weizsäcker, C. C., "Der Hass auf den Gläubiger, oder für ein Europa der Subsidiarität", unveröffentlichtes Manuskript, Januar 2012, anfordern über weizsaecker@coll.mpg.de.

Vorwürfen allgemeiner Art überschütten und so in die Enge treiben, dass ihm, bloß um seine Haut zu retten, nichts anderes übrig bleibt, als explizit oder implizit auf seine Forderungen zu verzichten. Was Deutschland im Juni des Jahres 2012 erleben musste, ist nur die Vorstufe eines unwürdigen und zerstörerischen Verteilungskampfes, der die EU zugrunde richten kann, wenn man die Schuldverhältnisse im Euroraum nicht rechtzeitig auflöst.

Auch die amerikanischen Erfahrungen mit der Schuldensozialisierung im Rahmen einer Fiskalunion sind alles andere als beruhigend. Eine solche Schuldensozialisierung hatte der erste amerikanische Finanzminister Alexander Hamilton im Jahr 1790 nach dem Unabhängigkeitskrieg durchgeführt, da diese Schulden durch die Zufälligkeiten des Krieges und den gemeinsamen Kampf gegen England entstanden waren. Das Problem war aber, dass der anfängliche Sozialisierungsakt und die Bildung einer amerikanischen Fiskalunion die Erwartung weiterer Sozialisierungen weckte und bei den Regierungen der Einzelstaaten zu Leichtfertigkeit beim Anhäufen neuer Schulden führte, zumal es 1812 im Zusammenhang mit einem neuen Krieg gegen Großbritannien eine zweite Sozialisierungsaktion gegeben hatte. Es kam wegen der wachsenden Schulden zu immer größeren fiskalischen Spannungen, die sich bis in die Jahre 1841 und 1842 in neun Staatskonkursen entluden.⁸⁷ Wie Harold James, Historiker der Universität Princeton, bemerkt, erwies sich die amerikanische Fiskalunion als "Sprengstoff statt Zement" für die USA.⁸⁸ James zeigt auf, dass sie zu den auch noch aus vielen anderen Gründen wachsenden Spannungen in den USA beitrugen, die die ersten Jahrzehnte des neuen Staates belasteten und die sich zum Schluss im amerikanischen Bürgerkrieg von 1861 bis 1865 entluden.

Es gibt mehrere Möglichkeiten, wie sich die Schuldner der Rückzahlung entziehen können. Die einfachste Möglichkeit ist, dass sie sich der EZB bedienen, deren Entscheidungsgremium sie beherrschen, und eine Inflationspolitik anstreben. Die Inflation führt zur nominalen Aufblähung der Wirtschaft der Eurozone und zur realen Entwertung der Schulden. Eine andere Möglichkeit ist, dass es ihnen über die Gremien der EU gelingt, eine Transferunion zu erreichen, so dass die Gläubiger ihre Schulden quasi selbst zurückzahlen. Wie man es auch dreht und wendet, die Fiskalunion führt Europa bestenfalls entweder in die Inflation oder in die Transferunion, und bei keinem dieser beiden Wege werden die Gläubigerstaaten, allen voran Deutschland, die Möglichkeit haben, ihre im Ausland angelegten Ersparnisse zu retten.

Sicher, auch schon heute ist ein Teil der Forderungen, die sich hinter den Ersparnissen der Deutschen verbergen, womöglich uneinbringlich. Dazu gehören auch Forderungen des privaten Bankensystems gegen Schuldner in den fünf Krisenländern im Umfang von 352 Mrd. Euro am Jahresende 2011 sowie Forderungen der Versicherungen von unbekanntem Ausmaß.⁸⁹ Aber das ist vermutlich viel weniger als die neuen Risiken, die man mit den verschiedenen Rettungssystemen eingegangen ist und auch weniger als all die zusätzlichen Kreditrisiken, die für die nächsten Jahre auf dem nun eingeschlagenen Weg zu erwarten sind. Nach Abzug von Doppelzählungen

⁸⁷ Vgl. z.B. Grinath, A., J. J. Wallis und R. E. Sylla, "Debt, Default and Revenue Structure: The American State Debt Crisis in the Early 1840s", *NBER Working Paper* Nr. 97, 1997.

⁸⁸ James, H., "Lessons for the Euro from History", Vortrag bei der Konferenz *The European Crisis: Historical Parallels and Economic Lessons*, Julis-Rabinowitz Center for Public Policy and Finance, Conference, 19. April 2012.

⁸⁹ Vgl. Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review*, March 2012, Table 9E.

implizieren die oben erwähnten Bankschulden, dass die Summe aus Staats- und Bankschulden der fünf Krisenländer bei etwa 12 Billionen Euro liegt. Allein im Jahr 2011 ist diese Summe um 236 Mrd. Euro gestiegen (221 Mrd. Euro neue Staatsschulden zuzüglich 56,5 Mrd. Euro neue Bankschulden abzüglich der von Banken netto erworbenen Staatsschulden in Höhe von 41,4 Mrd. Euro). Es ist vermutlich für Deutschland billiger, seine bisherigen Forderungen abzuschreiben, als dem schlechten Geld noch mehr gutes Geld hinterherzuwerfen und den Zustand der fehlenden Wettbewerbsfähigkeit seiner Schuldner auf diese Weise zu erhalten.

6. Der Fiskalpakt

Die deutsche Bundesregierung hat nun versucht, das kommende Unglück durch politische Schuldengrenzen zu verhindern. Sie will dazu den Stabilitäts- und Wachstumspakt härten, den Theo Waigel ausgehandelt hatte. Dazu sollen die Euroländer verbindliche Defizitgrenzen und automatische Korrekturregeln vereinbaren.⁹⁰ Wie schon erläutert gelang es nicht, dieses Vorhaben in einem neuen EU-Vertrag zu verankern, sondern nur in einem intergouvernementalen Fiskalpakt, der am 2. März 2012 von den Staats- und Regierungschefs der EU-Länder, mit Ausnahme Großbritanniens und Tschechiens, unterzeichnet wurde.

Angesichts der fehlenden Verankerung im EU-Vertrag hat man versucht, dem Pakt insofern mehr Durchsetzungskraft zu geben, als sich die unterzeichnenden Länder verpflichtet haben, den neuen Pakt gesetzlich festzuschreiben und nach Möglichkeit sogar in der jeweiligen nationalen Verfassung zu verankern. Sie haben sogar vereinbart, dass ein jedes Mitgliedsland sie vor dem EuGH verklagen kann, wenn sie das nicht tun.⁹¹

Auf die ablehnende Haltung von François Hollande zu diesem Thema habe ich schon hingewiesen. Aber selbst wenn er sich nach der Wahl eines Besseren besinnt und den Fiskalpakt dem französischen Parlament doch zur Ratifizierung vorlegt, hat der EuGH nicht die Möglichkeit, Frankreich anschließend zu zwingen, diesen Pakt tatsächlich in seiner Verfassung zu verankern. Der EuGH kann dann nur eine Strafe verhängen, die auf ein Promille des BIP bemessen ist.⁹² Man kann bezweifeln, dass eine solche Strafe ein Land wie Frankreich zur Einsicht bewegen würde.

Nach den Regelungen des Fiskalpaktes verpflichtet sich ein jeder Staat, sein strukturelles Budgetdefizit auf 0,5% des BIP zu begrenzen.⁹³ Diese Regelung orientiert sich an der deutschen Schuldengrenze, die noch in der großen Koalition in die Verfassung geschrieben worden war.⁹⁴ Hinzu kommt aber die Regelung, dass die Schuldenquote um etwa 1/20 des Abstandes zur 60-Prozent-Grenze des Maastrichter Vertrages jährlich zu verringern ist.⁹⁵

⁹⁰ Vgl. SKS-Vertrag, Art. 3 Abs. 2.

⁹¹ Vgl. SKS-Vertrag, Art. 8.

⁹² Vgl. SKS-Vertrag, Art. 8 Abs. 2.

⁹³ Vgl. SKS-Vertrag, Art. 3 Abs. 1 Buchst. b.

⁹⁴ Vgl. "Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland" vom 23. Mai 1949 (BGBl. S. 1), zuletzt geändert durch das Gesetz vom 21. Juli 2010 (BGBl. I S. 944), Art. 109 Abs. 3.

⁹⁵ Vgl. SKS-Vertrag, Art. 4.

Das Budget muss der EU-Kommission vorgelegt werden, die die Einhaltung der Verpflichtungen überprüft.⁹⁶ Sie kann nach Eröffnung eines Defizitverfahrens Strafen verhängen, sofern es ihr gelingt, das Strafverfahren gegen ein Land zu eröffnen.⁹⁷

Da der Fiskalpakt dem EU-Vertrag rechtlich untergeordnet ist, konnte die von der Bundesregierung angestrebte Automatik bei der Eröffnung des Defizitverfahrens nicht hergestellt werden. Nach wie vor muss der Ecofin-Rat, also der Rat der Finanzminister, über die Verfahrenseröffnung und die Verhängung von Strafen mit qualifizierter Mehrheit entscheiden.⁹⁸ Da sich die Straftäter auch in Zukunft nicht gerne selber bestrafen werden, kann man nicht davon ausgehen, dass der Fiskalvertrag eine besondere Bindungswirkung entfalten wird, selbst wenn er ratifiziert und in der nationalen Gesetzgebung verankert wird. Ich kann mir beim besten Willen nicht vorstellen, dass sich ein Präsident wie Hollande jemals ein Defizitverfahren anhängen lassen würde.

Der Fiskalpakt überzeugt nicht. Er ist ein extrem kompliziertes Konstrukt, das niemals die Disziplinierungswirkung erreichen kann, die von den Märkten ausgeht. Als sich die italienischen Zinsen im Sommer letzten Jahres ausspreizten, wechselten die Italiener ihre Regierung, und die neue Regierung griff anfangs hart durch. Doch als die EZB dann mit ihrer "dicken Bertha", dem erwähnten Langfrist-Kreditprogramm von über 1000 Mrd. Euro, die Spreads wieder verringert hatte, scheiterte Monti bei seinem Versuch, eine Lockerung des Kündigungsschutzes gegenüber den Gewerkschaften durchzusetzen. Politiker reagieren immer nur auf die anonyme Macht der Märkte, weil sie nicht wissen, gegen wen sie vorgehen sollen, wenn ihnen deren Verhalten nicht gefällt. Beim globalen Kapitalmarkt kann man ja schließlich nicht anrufen und sich beklagen. Wenn indes andere Politiker ihnen Vorschriften machen wollen, dann bearbeiten sie die so lange, bis ihnen die Vorschriften nicht mehr wehtun. Dieses Spiel beherrschen sie.

Der Fiskalpakt ist ein politisches Zugeständnis an die Bundesregierung im Austausch dafür, dass sie die Geldhähne öffnet. Und im Innenverhältnis dient er der Beruhigung der deutschen Öffentlichkeit. Er wird nicht viel bewirken. Insbesondere wird er nicht in der Lage sein, den Geldfluss durch diese Hähne zu kontrollieren.

Wenn man nicht will, dass überschuldete Länder die öffentlichen Kreditprogramme im Übermaß nutzen, muss man die Kreditprogramme klein halten, sowohl jene, die über den ESM laufen, als auch die Programme der EZB. Das reicht vollkommen aus, um die gewünschte Disziplinierungswirkung zu erreichen. Wenn man sich kein Geld leihen kann, kann man auch nicht über seine Verhältnisse leben.

Udo di Fabio hat den impliziten Schutz einer Währungsunion einmal mit einer goldenen Kreditkarte verglichen, die die starken Länder den schwachen unter dem

⁹⁶ Vgl. "Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union" vom 30. März 2010 (konsolidierte Fassung, ABl. EG Nr. C 83, S. 47) (AEUV), Art. 126.

⁹⁷ Vgl. SKS-Vertrag, Art. 4 i. V. m. AEUV, Art. 126.

⁹⁸ Siehe Blanke, H.-J., "Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion zwischen Krisenanfälligkeit und Reform", erscheint in Scherzberg, A., Hrsg., *Zehn Jahre Staatswissenschaften in Erfurt*, de Gruyter, Berlin 2012, insbesondere S. 69, und Calliess, Ch. und Ch. Schoenfleisch, "Auf dem Weg in die europäische 'Fiskalunion'? – Europa- und verfassungsrechtliche Fragen einer Reform der Wirtschafts- und Währungsunion im Kontext des Fiskalvertrages", *Juristenzeitung* 67(10), 2012, S. 477–528, hier insbesondere S. 479–482.

Versprechen gaben, dass man sie nicht übermäßig nutzen werde.⁹⁹ Das ist eine zutreffende Beschreibung, die klarlegt, welche Gefahren aus einem solchen Ansatz resultieren. Endloser Streit über die Auflagen ist genauso vorprogrammiert wie die Übernutzung der Karte. Eine begrenzte Menge an Bargeld ohne Auflagen zur Verfügung zu stellen, ist eine Alternative, die die Mittel begrenzt und den Streit vermeidet.

7. Wirklich Rettung? – Eine unbequeme Dichotomie der EZB-Politik

Es kommt hinzu, dass zu bezweifeln ist, ob die goldene Kreditkarte wirklich einen Beitrag zur Rettung der betroffenen Länder leistet. Die Kredite verhindern nämlich die für eine Gesundung der Länder nötigen Anpassungen bei den relativen Preisen, die allesamt noch auf dem Niveau sind, das sie beim Platzen der Blase hatten, Irland einmal ausgenommen. Die Kredithilfen lösen drei Bremsmechanismen aus, die die Krankheiten perpetuieren.

Erstens halten sie die Preise der Vermögensgüter künstlich auf einem Niveau, das die Investoren verschreckt. Die Investoren wissen, dass die Preise des Landes und der Staatspapiere nur so lange auf ihrem heutigen Niveau bleiben, wie die Rettungsgelder weiterhin fließen, und dass sie fallen, wenn die Taschen der Retter leer sind oder die Retter ihre Geduld verlieren. Insofern gibt es ein einseitiges Abwertungsrisiko, das für diejenigen, die heute einsteigen, erwartete Vermögensverluste bedeutet. Die Folge ist, dass keiner einsteigt. Die Investoren würden sofort kommen, wenn die Rettung beendet wird und die Vermögenspreise fallen, denn dann könnten sie ein Schnäppchen machen. So aber halten sie Distanz.

Der Sachverhalt ist im Fall Griechenlands besonders augenfällig. Reiche Griechen haben nach Schätzungen bis zu 200 Mrd. Euro in der Schweiz in Sicherheit gebracht.¹⁰⁰ Auch hört man, dass reiche Griechen ihr Geld in großem Stil auf dem Londoner Immobilienmarkt investieren, und sogar in Berlin haben griechische Wohnungsbaugesellschaften Kaufgesuche abgegeben. Das Fluchtkapital wird erst wieder nach Griechenland zurückfließen, wenn die griechischen Immobilienpreise fallen, entweder weil die Banken die Objekte nicht weiter finanzieren können oder weil Griechenland aus dem Euro austritt und abwertet. Aber nach Meinung einflussreicher Kreise in Europa darf Griechenland nicht austreten, denn die griechische Bevölkerung wird als Geisel für die Fortführung des Mittelflusses aus den Rettungsschirmen

⁹⁹ “Ich habe einmal in einem Vortrag gesagt, das (die Mitgliedshaft der schwachen Eurostaaten in der Währungsunion, der Verf.) ist so, als wenn ein reicher Mann, eine reiche Frau, einem armen Sozialhilfeempfänger seine goldene Kreditkarte gibt und sagt 'Für die Schulden, die Du damit machst, musst Du aber selbst eintreten. Das vereinbaren wir, und da machen wir auch eine Annonce in der Zeitung, dass das auch jeder sieht.' Diese Annonce haben wir in den Europäischen Verträgen gemacht. ... Aber die Märkte haben die goldene Kreditkarte gesehen. Und da stand drauf 'Bundesrepublik Deutschland'. Und deshalb ist das nie eingetreten, was man eigentlich erwartet hat ...” U. di Fabio, *Finanzstabilität und Integration: Wege aus der Krise*, Vortrag beim Münchner Seminar am 30. April 2012, <http://www.cesifo-group.de/video-DiFabio-20120430>.

¹⁰⁰ Vgl. z.B. “Auf der Jagd nach den griechischen Milliarden”, *Zeit Online*, 2. März 2012, <http://www.zeit.de/wirtschaft/2012-03/griechenland-schweiz-steuern>, oder “Griechen bunkern wohl Milliarden Euro in der Schweiz”, *Welt Online*, 20. Oktober 2011, http://www.welt.de/print/welt_kompakt/print_politik/article13670439/Griechen-bunkern-wohl-Milliarden-Euro-in-der-Schweiz.html.

benötigt, die den Inhabern der Staatspapiere der Südländer vorläufig den Mittelrückfluss sichern.

Zweitens, wie schon erwähnt, vertreiben die EZB-Kredite, deren Übermaß durch die Target-Salden gemessen wird, die privaten Interbankenkredite. Die EZB stellt heute für bis zu drei Jahre auch in den Krisenländern schlecht besicherte Kredite im Umfang von einem Prozent zur Verfügung. Keine private Bank der Kernländer kann bei ihrer Kreditvergabe mit den Konditionen konkurrieren, zu denen die EZB den Kredit aus der Notenpresse bereitstellt. Private Banken brauchen einige Prozentpunkte mehr an Zinsen, aber die zahlt ihnen keiner, solange die Notenpresse für ein Prozent zur Verfügung steht. Zurzeit fließt deshalb jedweder Kredit, den die EZB gewährt, postwendend wieder aus den Krisenländern heraus, indem die Gläubiger die Gelegenheit zur Tilgung der teureren Bankkredite nutzen, die sie aus den Nordländern erhalten haben. Die EZB sagt, der Interbankenmarkt sei zerstört, und deswegen müsse sie intervenieren. Das ist eine mögliche Interpretation des Geschehens, der man für die Zeit der Lehman-Krise die Plausibilität nicht absprechen kann. Für die Zeit danach, als die Weltwirtschaft sich schon wieder im Boom befand, könnte aber die Interpretation richtiger gewesen sein, dass die EZB das von den Banken der Kernländer im Süden investierte Kapital mit der Notenpresse in die Flucht schlug und damit selbst den Interbankenmarkt zerstörte und das Herdenverhalten und die Panik erzeugte, die sie dann wiederum zum Anlass nahm, grünes Licht für die Beschleunigung der Notenpresse zu geben. Hätte die EZB nicht so viele Target-Kredite zugelassen, wären die Zinsen der Südländer am kurzen Ende höher, und die Fluchtreaktionen wären vermutlich sehr viel verhaltener ausgefallen. Man kann die beiden Interpretationen empirisch nicht gut trennen, doch sollte die EZB den Beweis ihrer Interpretation erbringen, wenn sie in solch riesigem Umfang in das Marktgeschehen eingreift, wie sie es tut. In der Marktwirtschaft liegt die Beweislast immer bei dem, der die staatliche Intervention fordert. Die manchmal zu hörende Behauptung, die südlichen Banken seien kreditbeschränkt, obwohl sie qualitativ hochwertige Sicherheiten bieten, kann jedenfalls nicht überzeugen, denn wenn man tatsächlich hinreichende Sicherheiten bietet, kann man nicht kreditbeschränkt sein.¹⁰¹ Deshalb ist wohl eher davon auszugehen, dass die EZB den Markt unterbietet, weil sie eben doch keine adäquaten Sicherheiten verlangt.

Drittens erhalten die Rettungsaktionen die überhöhten Güterpreise, die aus der Zeit der Blase stammen, aufrecht und perpetuieren so das Leistungsbilanzdefizit der Südländer bzw. verlangsamten die Verbesserung desselben. Das wiederum impliziert, dass die Auslandsverschuldung der Südländer Jahr um Jahr weiter steigt und sich das Eurosystem immer weiter von der Lösung seiner Schuldenprobleme entfernt.

Das Dilemma, in dem die Eurozone bei der Entscheidung über die Hilfsaktionen steckt, wird besonders augenfällig, wenn man sich eine fundamentale Dichotomie klar macht, unter der die EZB-Politik leidet. Nach der Budgetbeschränkung, die unverrückbar für einen jeden Eurostaat gilt, müssen sich die Leistungsbilanz, die Bilanz des privaten Kapitalverkehrs, die Target-Bilanz und die Bilanz der politischen Kredithilfen (inklusive möglicher Schuldenerlasse) zu null ergänzen.¹⁰² Oder salopp gesagt: das Leistungsbilanzdefizit eines Krisenlandes muss entweder mit privaten Kapitalimporten, Krediten der Staatengemeinschaft oder mit der Druckerpresse

¹⁰¹ Vgl. Stiglitz, J.E., und A. Weiss, "Credit Rationing in Market with Imperfect Information", *American Economic Review* 71, 1981, S. 393–410.

¹⁰² Zu den Hilfen gehören auch Schuldenerlasse.

finanziert werden. Das bedeutet zwangsläufig, dass Target-Kredite und andere Kredithilfen entweder die Verbesserung der Leistungsbilanz verhindern, die die EZB von den Krisenländern verlangt, oder zu genau der Kapitalflucht führen, von der die EZB behauptet, sie wolle sie lediglich kompensieren. Mindestens eine dieser für die Vertreter der Rettungsphilosophie unangenehmen Folgen muss eintreten. Wahrscheinlich aber treten sie beide ein. Da die Leistungsbilanz nur träge reagiert, verpuffen die Hilfen kurzfristig vor allem in Form der postwendenden Kapitalexporte. Mittel- und langfristig kann man davon ausgehen, dass auch die Verbesserung der Leistungsbilanz verhindert oder verlangsamt wird, weil die öffentlichen Kredithilfen die Einkommen stützen, aus denen die Importe bezahlt werden, und die für die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit notwendige interne oder externe Abwertung verhindern.

In Griechenland und Spanien hat diese Politik verheerende Auswirkungen für die jungen Menschen. Weder kommt das private Kapital aus dem Ausland zurück, um im Heimatland zu investieren, noch können die existierenden Firmen angesichts ihrer überhöhten Preise neue Marktanteile gewinnen. Über die Hälfte der Jugend ist in diesen beiden Ländern arbeitslos. Das nimmt man hin, weil es politische Integrationsziele gibt, die schwerer wiegen als das Glück der betroffenen Menschen, oder weil man die jungen Menschen in Geiselschaft nimmt, um von der Staatengemeinschaft weitere Gelder zur Ablösung der Altschulden der Krisenländer zu erpressen.

8. Zwei Modelle für Europa

Europa versucht mit dem ESM-Vertrag und dem Fiskalvertrag die offenkundig gewordenen Konstruktionsfehler des europäischen Systems zu überwinden. Um die Bedeutung dieses Versuchs einzuordnen, ist es nützlich, das sich nun abzeichnende europäische Modell einer Finanzverfassung mit dem amerikanischen Modell zu vergleichen.¹⁰³

Das Kernelement des europäischen Modells ist der freie Zugang zu kurzfristigen Krediten aus der Notenpresse, um damit Schulden im Ausland tilgen und dort einkaufen zu können. Um zu verhindern, dass die Notenpresse übernutzt wird, werden Eurobonds oder ähnliche Konstruktionen wie der ESM benötigt, die den Staaten einen ebenso günstigen Zugang zu längerfristigen Krediten gewähren. Ohne die Eurobonds würden sich die Staaten weiterhin unter Mithilfe der Banken mit der Notenpresse finanzieren. Der freie Zugang zur Notenpresse und die Eurobonds führen zu niedrigen Zinsen ohne marktgerechte Risikoaufschläge und damit zu übermäßigen Verschuldungsanreizen, exzessiven Leistungsbilanzdefiziten und einer wachstumsmindernden Verzerrung des Kapitaleinsatzes in der Eurozone. Um den Verschuldungsanreiz in Schach zu halten, versieht man das System mit politischen Schuldenschränken, also einem Fiskalpakt. Dieses Modell entbehrt nicht einer gewissen, wenn auch vordergründigen Logik.

Im amerikanischen Modell ist der Zugang zur Notenpresse auf die Selbstversorgung einer Region mit Liquidität beschränkt. Jedwede zusätzliche Geldschöpfung, die zu Nettoabflüssen von Geld in andere Regionen führt, muss mit zinstragenden, sicheren Wertpapieren bezahlt werden. Instrumente der gemeinsamen Schuldenaufnahme der Staaten, wie Eurobonds, gibt es in den USA nicht. Stattdessen

¹⁰³ Vgl. Sinn, H.-W., "Die Target-Kredite der Deutschen Bundesbank", a.a.O.

haftet jeder Staat selbst für seine Schulden, und weil er im Prinzip pleitegehen kann, steigen die Zinsen, wenn er sich überschuldet. Das wiederum hält ihn davon ab, sich übermäßig zu verschulden, und begrenzt so die Konkursgefahr. Exzessive Leistungsbilanzdefizite und Kapitalbewegungen zwischen den Ländern werden vermieden.

Das europäische Modell wird nicht funktionieren, weil die staatlichen Schuldenschränken nicht greifen werden. Nach wie vor sitzen nämlich die potenziellen Straftäter, die im Ecofin-Rat vertretenen Finanzminister, über sich selbst zu Gericht, und sie werden alles andere tun, als sich gegenseitig zu bestrafen. Und selbst wenn die Strafen wirksam wären, wären die Schuldenschränken immer noch auf den staatlichen Sektor beschränkt. Wie ich erläutert habe, ist die europäische Schuldenkrise aber nicht in erster Linie eine Staatsschuldenkrise, sondern noch viel mehr eine private Schuldenkrise. Die vielen billigen Kredite, die für die Wirtschaft der Südländer in den Anfangsjahren des Euro zur Verfügung standen, führten zu inflationär überhöhten Preisen und einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit, den man nun mit weiteren Krediten zu übertünchen versucht, die über die EZB und die Rettungsschirme fließen sollen. Die spanische Auslandsschuld ist derzeit das größte Risiko der Eurozone überhaupt, und sie ist im Wesentlichen privat. Solange der private Sektor sich über das EZB-System die nötigen Mittel zu Zinsen besorgen kann, die unter dem Marktzins liegen, wird die Korrektur der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte über reale, innere Abwertungen nicht oder nicht in ausreichendem Maße stattfinden. Der europäische Ansatz würde neben den öffentlichen Schuldenschränken auch noch private Schuldenschränken benötigen, um eine solche Korrektur herbeizuführen, aber das wäre eine absurde Implikation.

Das amerikanische Modell eines föderativen Geldsystems ist besser, denn es ist in über zweihundert Jahren Geschichte ausprobiert worden. Wie erläutert, mussten die USA bis in die 1840er Jahre hinein neun Staatskonkurse durchmachen, bis die Spielregeln im föderalen System klar waren.

Da das amerikanische System verhindert, dass Notenbankkredite attraktiver sind als Marktkredite, vermeidet es Zahlungsbilanzungleichgewichte zwischen den Staaten und damit Leistungsbilanzdefizite, hinter denen keine glaubhaften und soliden Investitionsprojekte stehen. Dort kann sich weder der einzelne Bundesstaat noch die Privatwirtschaft mit der Notenpresse finanzieren. Wenn die Einwohner eines Bundesstaates Mittel brauchen, um ihre Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren, dann müssen sie privaten Kreditgebern aus anderen Staaten dafür attraktive Zinsen oder hinreichende Sicherheiten bieten, und wenn ihnen das nicht gelingt, dann verzichten sie eben auf die Kreditaufnahme, und die Leistungsbilanzsalden bilden sich gar nicht erst heraus. Während die Target-Salden des Eurosystems (brutto) bis zum März 2012 auf 916 Mrd. Euro oder 9,7% des Euroländer-BIP angestiegen waren, betragen die entsprechenden Salden des US-Systems zum 25. April 2012 nur noch 21 Mrd. Dollar oder 0,1% des US BIP. Sie waren während der Finanzkrise bis zum Januar 2010 zwar auch auf 410 Mrd. Dollar oder 2,9% des BIP angestiegen, doch hat die Notwendigkeit der Tilgung dieser Salden mit marktfähigen Wertpapieren jeweils zum April des Jahres

die Notenbanken zu einer zurückhaltenden Kreditvergabe veranlasst bzw. die Salden durch die Tilgung verringert.¹⁰⁴

Man kann vom Kapitalismus sagen was man will. Selbst ein Marxist würde anerkennen, dass die hohe wirtschaftliche Leistungsfähigkeit dieses Systems daher rührt, dass die Vermögensbesitzer selbst überlegen, wo sie ihr Kapital investieren. Die Sorgfalt der privatwirtschaftlichen Anlageentscheidung ist die Triebkraft des Wachstums und, abgesehen von Störungen durch externe Effekte, der Garant für einen effizienten Umgang mit dem knappen, über Generationen angesammelten Investitionskapital. Öffentliche Kreditkanäle, die, gemeinschaftlich besichert, das Kapital anderswo hinlenken als dort, wo es selbst hin will, mögen den Gebieten nützen, die begünstigt werden, doch sie führen zwangsläufig zu einer Fehlallokation des Kapitals und damit zu Wachstumseinbußen für die Gemeinschaft der Staaten. Insofern spricht vieles für das amerikanische Modell.

Man kann dieser Einschätzung nun freilich entgegen halten, dass es in den USA auch noch den Bundesstaat gibt, der einen automatischen Fiskalausgleich schafft. In den USA gibt es ein Netz von Bundesbehörden, die ihre Bediensteten mit Gemeinschaftssteuern bezahlen, und es gibt auch bundesstaatliche Transfers wie z.B. die gemeinsame Arbeitslosenversicherung. Diese Institutionen sorgen dafür, dass es bei wirtschaftlichen Einbrüchen eines Bundesstaates zu automatischen Transfers von anderen Staaten kommt, die die notwendigen Anpassungen abfedern.

Aber man sollte die Leistungskraft dieses Transfersystems nicht überschätzen. Die Arbeitslosenversicherung zahlt nur für ein paar Monate, und der Staat ist in den USA so unterentwickelt, dass er nicht über viel Finanzmasse zum Ausgleich verfügt. Declining areas, also Gebiete die absinken, billiger werden und dadurch zum Schluss das Investitionskapital wieder anlocken und sich dadurch stabilisieren und zu neuer Blüte kommen, gehören zum Bild der USA dazu. Dieser Prozess zu einem neuen Gleichgewicht wird auch durch erhebliche inneramerikanische Wanderungsbewegungen gefördert, da Rechts-, Kultur-, Mentalitäts- und Sprachgrenzen wie in Europa nicht existieren, die innereuropäische Wanderungsbewegungen behindern. Vor allem ist zu bedenken, dass die USA eine gemeinsame Nation sind (e pluribus unum). In einer Nation gibt es Transfersysteme, die Störungen abfangen und Probleme mildern, wie zum Beispiel in Deutschland den Länderfinanzausgleich. Nur eine Nation kann die Versicherung auf Gegenseitigkeit bieten, die sich heute die Südländer der Eurozone erhoffen.

Solange die Eurozone keine gemeinsame Nation ist, sollte die Hilfe anders organisiert werden.

9. Der EEAG-Vorschlag: Versicherung mit Selbstbehalt

Dazu weise ich auf den Vorschlag der EEAG, der European Economic Advisory Group, hin, der umfangreiche Hilfen der Staatengemeinschaft mit einer Beteiligung der Gläubiger kombiniert.¹⁰⁵

¹⁰⁴ Vgl. Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser, "Target Loans, Current Account Balances, Capital Flows and the ECB's Rescue Facility", erscheint in *International Tax and Public Finance* 2012, Abbildung 9. Dass es wegen der Notwendigkeit der Tilgung tatsächlich schon im Vorhinein, vor den Tilgungsterminen, zu einer Verminderung der Salden kam, sieht man an dieser Abbildung, wie die Autoren zeigen, ganz deutlich.

Der Vorschlag läuft auf eine Gläubigerversicherung gegen den Staatskonkurs hinaus, die mit einem Selbstbehalt ausgestattet ist. Der Selbstbehalt sorgt dafür, dass es trotz der Hilfen noch Risikoaufschläge im Zins gibt, die für eine effiziente Allokation des Kapitals und die Vermeidung hoher Verschuldungsanreize unverzichtbar ist.

Nach dem Vorschlag der EEAG werden drei Stufen einer Staatskrise unterschieden.

Wenn ein Staat in Schwierigkeiten kommt, ist zunächst eine Liquiditätskrise zu unterstellen. Die Staatengemeinschaft gibt für maximal zwei Jahre Kredithilfen, um die Neuverschuldung und gegebenenfalls auch die Revolvierung der Altschuld zu unterstützen. Das ist im Prinzip eine Hilfe, wie sie beim geplanten ESM oder auch von der EZB gewährt wird, aber sie ist auf zwei Jahre begrenzt, um dem betroffenen Land die Möglichkeit zu geben, ein wirksames Steuersystem aufzubauen und dadurch die Selbstfinanzierung der Schulden zu übernehmen.

Halten die Zahlungsprobleme auch noch im dritten Jahr an, wird eine drohende Insolvenz unterstellt. In dieser Phase gibt es für die jeweils fällig werdenden Staatspapiere Haircuts die sich nach dem durchschnittlichen Marktabschlag auf den Nennwert richten, doch maximal 50% betragen. Die Inhaber der Papiere mit einer längeren Laufzeit sind zunächst noch nicht betroffen und müssen stillhalten. Es gibt also einen "selective Default". Es freut mich, dass die Möglichkeit einer selektiven Insolvenz tatsächlich in den ESM-Vertrag¹⁰⁶ übernommen wurde, denn die neuen Collective Action Clauses, die der Vertrag vorsieht, lassen das nun zu.

Nach dem Haircut werden die so abgewerteten Papiere in neue Staatspapiere, sogenannte Ersatzpapiere, umgetauscht, die selbst wiederum von der Staatengemeinschaft zu 80% besichert werden. In der Besicherung der Ersatzpapiere liegt ein weiterer Schutz. Käufer neu emittierter Papiere, die das Verfahren kennen, wissen, dass sie im ersten Schritt maximal 50%, im zweiten maximal 20% vom Restwert, also insgesamt 60% des ursprünglichen Nennwerts verlieren können. Das hört sich nach viel an, ist aber viel weniger, als jetzt bei Griechenlands partieller Insolvenz praktiziert wurde und schafft insofern ein gewisses Maß an Sicherheit, als die Anleger wissen, wo die Maximalgrenze der Verluste liegt. Das vermeidet Panik im Krisenfall.

Außerdem bewirkt die Besicherung der Ersatzpapiere, dass begrenzte Zinsaufschläge ausreichen würden, die Anleger vollkommen abzusichern. So wäre ein Zinsaufschlag von nur 4,8% hoch genug, Anleger für das Risiko des Haircuts abzusichern, und die Länder erhielten zu vertretbaren Zinsen wieder Zugang zum Kapitalmarkt. Für Griechenland, Portugal und Irland wäre das schon heute eine Zinserleichterung.

Im Sinne einer Versicherung mit Selbstbehalt tragen die Anleger die ersten Verluste selbst, und die Staatengemeinschaft beteiligt sich nur an den exzessiven Verlusten. Die Versicherungs- und Moral-Hazard-Theorie unseres Faches belegt eindeutig, dass dies die richtige Vorgehensweise ist. Eine Versicherung, die den Schutzgedanken bestmöglich mit dem Versuch kombiniert, Fehlanreize zu vermeiden, muss einen Selbstbehalt haben, die den Versicherten zur Verantwortung zieht, *bevor* die Versicherungsleistung gewährt wird.

¹⁰⁵ Vgl. EEAG, *The EEAG Report on the European Economy 201*", CESifo, München, S. 71–96.

¹⁰⁶ Vgl. ESM-Vertrag, Präambel Nr. 11.

Der Jahr für Jahr neu vorgenommene Haircut hat den Vorteil, dass einerseits das totale Fiasko vermieden wird, andererseits das Problem am Köcheln bleibt und das betroffene Land weiterhin hohe Anreize hat, selbst an der Lösung seiner Probleme zu arbeiten, konkret den Prozess der realen Abwertung durch Lohn- und Preiskürzungen einzuleiten, ohne den jegliche Gesundung ausgeschlossen ist.

Freilich kann man auch die Versicherung mit Selbstbehalt nicht unbegrenzt gewähren. Nach Meinung der EEAG müssten die Garantien auf 30% des BIP begrenzt werden.

Werden die Garantien gezogen oder erschöpft sie sich, tritt das betroffene Land in die dritte Stufe, den vollen Staatskonkurs, ein.

Dann muss es meiner Meinung nach aus dem Euro austreten, denn wenn es keine Hilfen von der Staatengemeinschaft mehr erhält, hat es im Euroraum keinerlei Chancen mehr. Es muss dann sein Heil in der offenen Abwertung suchen.

Der Vorschlag der EEAG verbindet substanzielle Hilfen für die bedrängten Länder mit einem Mechanismus, der Marktdisziplin herstellt. Er beschreibt einen Mittelweg zwischen der Schuldensozialisierung, die nach den Erfahrungen der USA kein gutes Ende haben wird, und Bestrebungen, die Eurozone zu spalten oder gar aufzulösen. Er geht von der Vorstellung aus, dass man für eine begrenzte Zeit gutnachbarschaftliche Hilfe leisten kann, aber zugleich die Kontrollfunktion der Märkte erhalten muss, weil politische Schuldenschränken dazu nicht in der Lage sein werden. Er vermeidet die Panik der Märkte und erhält doch den ökonomischen Druck aufrecht, den die politischen Systeme der überschuldeten Länder brauchen, um sich durch eine innere, reale Abwertung durch Preiszurückhaltung aus der Gefahr der Vernichtung ihrer Industrien und einer Radikalisierung der Jugend durch die Massenarbeitslosigkeit zu befreien.

10. Wie es weitergeht

Der Weg zur europäischen Einigung darf nicht beendet werden, und Europas leidvolle Geschichte darf sich nicht wiederholen. Die Festigung des Zusammenhalts der europäischen Völker in einem Friedensverbund ist unverzichtbar. Dieses Postulat eint die Befürworter und Kritiker der angestrebten Fiskalunion, obwohl es erstere häufig für sich allein reklamieren und Andersdenkende mangels besserer Argumente gerne zu Europakritikern abstempeln. Aber die Kritik betrifft nicht das Ziel, sondern den Weg dahin, den die Regierenden proklamieren. Da der eingeschlagene Weg erkennbar nicht zu einem Friedensverbund in Europa führt, sollten die Regierungen Europas ihren Schritt nicht beschleunigen, sondern innehalten, ein paar Schritte zurückgehen und einen neuen Weg versuchen.

Schon die Bildung des mediterranen Euroraumes war der Festigung des Zusammenhalts der Völker Europas nicht dienlich. Die Hoffnungen auf mehr Eintracht, Harmonie und Wohlstand in Europa, die viele in das gemeinsame Projekt gesetzt hatten, haben sich nicht bewahrheitet. Vielmehr wurden die schlimmsten Befürchtungen der Euro-Kritiker noch übertroffen. Nachdem die Eurozone der Peripherie anfangs eine Scheinblüte und Deutschland eine Wirtschaftsflaute gebracht hatte, steckt sie heute in einer Sackgasse mit falschen Lohn- und Preisstrukturen fest, die einige Länder zu einer kaum noch beherrschbaren Massenarbeitslosigkeit verdammen. Diese Länder fühlen sich in die Ecke gedrängt und setzen ihre falschen Hoffnungen nun in eine

Transferunion, die den gesamten europäischen Geleitzug in eine Sackgasse, wenn nicht in den Abgrund lenken wird. Weist man auf die ökonomischen Realitäten hin, reagieren die Regierungen der Krisenländer ungehalten, und der Groll der Bevölkerung richtet sich gegen die Helfer, weil sie nicht so viel helfen, wie man verlangt. Was man auch tut, es wird nie genug sein, denn wenn man sich erst einmal an die Hilfen gewöhnt hat, kommen sie einem wie rechtmäßige Ansprüche vor, über deren Höhe man dann unter moralischen Gesichtspunkten streiten kann.

Auch die gemeinsame Bad Bank mit dem Namen ESM, die nun gegründet werden soll, wird keine nachhaltige Entspannung bringen, weil sie unsere Kinder zu Gläubigern der Südländer macht. Das mag im Moment Ruhe schaffen, wird aber auf die Dauer noch mehr Unfrieden stiften, ähnlich wie es der Euro selbst schon getan hat. Auch wenn der Entzug, den die Kapitalmärkte heute verlangen, schmerzlich ist, ist die Gewährung öffentlicher Ersatzdrogen, die die Süchtigen nun verlangen, keine Lösung. Der Groll bei einem späteren Entzug wird nur noch größer werden.

Meines Erachtens muss man jetzt akzeptieren, dass der Euroraum gesundenschrumpft, denn nur so lässt sich das europäische Gemeinwesen stabilisieren. Das hilft dem Kern der Euroländer, weil die Transferzahlungen begrenzt werden können, aber letztlich profitieren auch die austretenden Länder selbst, weil sie nur so die Chance haben, ihre Massenarbeitslosigkeit zu überwinden und dem Chaos Einhalt zu gebieten, das unter dem Euro unablässig voranschreitet. Man muss es niemandem vorschreiben, ob er austreten oder dabei bleiben sollte. Diese Entscheidung muss ein jedes Land selbst treffen. Nur sollte man den Austritt nicht mit einem nimmer endenden Geldstrom hinauszögern, der die fehlende Wettbewerbsfähigkeit übertüncht und damit perpetuiert. Jede Regierung muss selbst entscheiden, ob sie der Bevölkerung die Rosskur der inneren Abwertung durch Lohn- und Preiskürzungen zumuten oder lieber den Ausstieg und die offene Abwertung empfehlen will. Der öffentliche Kredit über den ESM oder die Notenbank schiebt die Entscheidung nur hinaus und vergrößert das Schuldenproblem.

Ländern, die sich bereits in hohem Umfang über die offiziellen Rettungsschirme finanziert haben und die schon des längeren am Target-Tropf der EZB hängen, sind weitere öffentliche Kreditmittel der Staatengemeinschaft und der EZB auch auf die Gefahr des Staatsbankrotts hin zu versagen. Wenn die Möglichkeit verbaut ist, nach Belieben Euros zu drucken und an die eigene Regierung zu verleihen, bleibt den betroffenen Ländern nichts anderes übrig, als den Euro durch eigenes Geld zu ersetzen. Dieser Schritt würde einerseits die Liquidität des Staatswesens sichern und andererseits den Weg zu einer dringend nötigen Abwertung zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit eröffnen.

Die betroffenen Länder könnten dabei formell eine eingeschränkte Mitgliedschaft im Euroraum behalten. Man würde ihnen nur das Recht zugestehen, temporär eine andere Währung zu führen, um wieder wettbewerbsfähig zu werden. Aus dieser Währung könnten sie zu einem späteren Zeitpunkt nach einer Gesundung der Wirtschaft, freilich zu einem anderen Wechselkurs, in den Euro-Verbund zurückkehren. Die EU sollte aufhören, den Austritt zu stigmatisieren oder gar zu einer Katastrophe zu erklären, sondern ihn geordnet ablaufen lassen und als temporäre Rehabilitationsmaßnahme mit finanziellen Mitteln unterstützen.

Die Eurozone steht heute im fünften Jahr der Krise und der Totalfinanzierung von Griechenland mit der Notenpresse. Die gewählten Lösungen implizieren

Haftungsrisiken, die allmählich auch die stabilen Länder zu destabilisieren drohen. Der Maßstab allen politischen Handelns kann nicht nur die Stabilisierung der Kapitalmärkte sein, denn es geht auch um die Stabilität der Staaten Kerneuropas und um ein Verteilungsproblem, bei dem Gläubiger und Schuldner auf der einen und unbeteiligte Steuerzahler auf der anderen Seite stehen. Die Vertreter der Anleger behaupten, wie sie es immer in der Krise tun, die Welt bräche zusammen, wenn sie statt der Steuerzahler das Ausfallrisiko tragen müssten. Diese Behauptung steht angesichts der ungeheuren Summen, die im Risiko stehen, wie erwähnt immerhin 12 Billionen Euro Bank- und Staatsschulden in den fünf Krisenländern, und auch angesichts der offenkundigen Wirkungslosigkeit der gewählten Hilfen bei der Überwindung der Wettbewerbsprobleme auf tönernen Füßen. Vielmehr könnte die Verdichtung des Euroraums auf einen Kern von untereinander homogeneren Ländern die bessere Strategie zur Stabilisierung des Euro und damit der europäischen Gemeinschaft sein.

Dem ausgetretenen Land könnte man einen Sonderstatus innerhalb des Eurosystems gewähren, die den Fortbestand einer rechtlichen Zugehörigkeit zum Eurosystem sichert. Auch sollten ihm klare Perspektiven für die Rückkehr in den Normalstatus gewährt werden, wenn die Wettbewerbsfähigkeit durch Abwertung und die Durchführung von Reformmaßnahmen wieder hergestellt ist. Die Perspektiven werden einen starken positiven Anreiz auf die Politiker des jeweiligen Landes ausüben, die vereinbarten Reformen durchzuführen.

Der Austritt sollte aber in dem Sinne umfassend sein, dass alle Preise, Löhne und Schuldkontrakte in die neue Währung umgestellt werden, denn nur so kann eine Abwertung die Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen, ohne die Bilanzen der Firmen in Unordnung zu bringen. Man wird den Euro dabei zwar nicht ganz aus den betroffenen Ländern verbannen können. Er bliebe faktisch eine Art Parallelwährung so wie in vielen anderen Ländern auch, die nicht zum Euroraum gehören. Gesetzliches Zahlungsmittel wäre der Euro aber vorläufig nicht mehr.

Der ESM könnte in einem im Zeitablauf wohlspezifizierten Hilfsmechanismus für Staaten von der Art, wie er in Abschnitt 9 beschrieben wurde, umgewandelt werden. Hilfen sollten maximal für zwei Jahre und bis zu einem Höchstbetrag als Liquiditätsmittel zur Verfügung gestellt werden. Danach kommt eine Phase mit Schuldenschnitten für die jeweils fällig werdenden Staatspapiere bei gleichzeitiger Gewährung von begrenzten Garantien durch den ESM. Wenn die Garantien fällig werden, ist der volle Staatskonkurs zu erklären, und das betroffene Land scheidet aus dem Euroraum aus.

Im Prinzip können auch Länder, die schon Hilfsanträge gestellt haben, in das neue System überführt werden. Dabei sind aber bisher schon gewährte Hilfen, insbesondere auch die Target-Kredite der EZB, anzurechnen. Griechenland und Portugal sind vermutlich bereits in die zweite, wenn nicht dritte Phase einzugliedern, weil sie seit 2008 mit der Notenpresse und seit 2010 durch die Rettungsschirme gestützt wurden, ohne sich der schmerzlichen Kur einer realen Abwertung durch Preissenkungen zu unterziehen.

Banken sollten grundsätzlich durch Debt Equity Swaps rekaptalisiert werden statt durch die Verwendung öffentlicher Gelder. Angesichts der Summe von 9,2 Billionen Bankschulden in den fünf Krisenländern können irgendwelche nennenswerten Abschreibungsverluste auf diese Schulden nicht von der Staatengemeinschaft abgesichert werden, sondern immer nur von den Gläubigern selbst. Soweit sie

ausreichen, können den Gläubigern die Aktien der bisherigen Eigentümer der Banken übertragen werden.

Die Target-Kredite der EZB sollten nach US-amerikanischem Muster getilgt werden, was ihnen den Zinsvorteil gegenüber Marktkrediten nähme. Die Tilgung könnte mit nationalen Pfandbriefen vorgenommen werden, die die jeweiligen Staaten ihren Notenbanken als Eigentümer übertragen, denn sie sind ja ohnehin verpflichtet, die finanzielle Unabhängigkeit ihrer Notenbanken sicherzustellen.¹⁰⁷ Für die bereits aufgelaufenen Altschulden kann man eine abgemilderte Tilgungsformel vorsehen, die die Lasten über einen längeren Zeitraum streckt. Allerdings sollte man das US-System insofern modifizieren, als die Target-Salden in Europa nicht bilateral getilgt werden, sondern immer gegenüber dem EZB-System als Ganzem. Insofern könnten die Defizitländer ihre Target-Schulden tilgen, indem sie am Markt handelbare und tatsächlich gehandelte Pfandbriefe in einen Fonds einbringen, an dem die Überschussländer entsprechende Anteile erhalten. Der Fonds könnte privatrechtlich organisiert und von den Repräsentanten der Teilnehmerländer in ähnlicher Weise kontrolliert werden, wie es beim ESM der Fall ist. Eine jede beteiligte Notenbank sollte dann das Recht haben, die Anteile an dem Fonds am Markt zu verkaufen, damit sie jederzeit in der Lage ist, ihr Vermögen zu liquidieren, falls die Geschäftsbanken ihres Gebietes die an die Notenbank verliehenen Ersparnisse der Bürger, die hinter den Target-Salden stehen, zurückerhalten möchten, was ja unter heutigen Bedingungen im Euroraum nicht der Fall ist.

Es reicht nicht aus, wenn nur die für die Refinanzierungskredite eingereichten Sicherheiten in das anteilige Eigentum der anderen Mitgliedstaaten des EZB-Systems überführt werden, weil diese Sicherheiten großenteils nicht marktfähig sind. Um sicherzustellen, dass die Bürger der Target-Überschüsse tatsächlich später einmal an ihre Ersparnisse herankommen, wenn sie sie für ihre Altersversorgung oder andere Zwecke benötigen, ist es unerlässlich, dass nicht nur deklaratorische Sicherheitssysteme, sondern tatsächlich am Markt gehandelte Fondsanteile geschaffen werden.

11. Ein gemeinsamer Bundesstaat

Es wäre sicher wünschenswert, wenn Europa sich darüber hinaus weiter zu einem echten Bundesstaat entwickeln würde. Seit meiner Jugend habe ich den Traum von den Vereinigten Staaten von Europa geträumt. Aber mit dem Alter bin ich realistischer geworden und muss sehen, dass bestimmte Dinge, zumindest vorläufig, nicht möglich sind.

Ein Bundesstaat braucht ein gemeinsames Rechtssystem, eine gemeinsame Armee zur Verteidigung nach außen und eine zentrale Gewalt, die die Nettozahler bei der Stange hält und die Nettoempfänger von Leistungen zu einem regeltreuen Verhalten zwingt. Erst wenn diese Voraussetzungen erfüllt sind, kann man Transfersysteme

¹⁰⁷ Das folgt jedenfalls nach Meinung der EZB aus der politischen Unabhängigkeit der Notenbanken, die in Artikel 130 AEUV gesichert wird. Siehe http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/orga/html/or_007.de.html. Dort formuliert die EZB: "...was die NZBen [nationalen Zentralbanken] betrifft, so müssen die Mitgliedstaaten dafür sorgen, dass ihrer jeweiligen NZB jederzeit ausreichende finanzielle Mittel zur Verfügung stehen, um ihre Aufgaben im Rahmen des ESZB bzw. im nationalen Rahmen erfüllen zu können."

etablieren. Je höher die Umverteilungsaufgaben sind, desto größer sind die zentrifugalen Kräfte des Systems und desto stärker muss die Zentralgewalt sein, um alles beisammen zu halten. Und nur wenn die Umverteilung im Sinne eines fairen Versicherungsschutzes auf Gegenseitigkeit interpretiert werden kann, kann es überhaupt gelingen, auf diese Weise ein stabiles System zu konstruieren, denn nur dann unterwerfen sich die Einzelstaaten der Zentralgewalt. Es besteht in Europa heute nicht die geringste Bereitschaft, einen solchen Bundesstaat zu schaffen. Das gemeinsame Rechtssystem und die gemeinsame Armee werden nicht kommen, solange Europa nicht von äußeren Feinden bedroht ist, die den Zusammenschluss erzwingen. Um nichts in der Welt werden die Franzosen einer Vergemeinschaftung ihrer Force de Frappe zustimmen. Wir haben auch kein europäisches Volk und keine gemeinsame europäische Öffentlichkeit. Die EU wird vorläufig ein Staatenbündnis ohne starke Zentralgewalt bleiben.

Die EU war bislang auch ohne die Zentralgewalt stabil, weil es keine erhebliche Umverteilung zwischen den Staaten gab. Das ganze EU-Budget liegt ja nur bei einem Prozentpunkt des BIP: Jeder hatte Vorteile und blieb freiwillig gerne dabei. Das scheinen viele zu vergessen, die jetzt in die Transferunion gehen wollen, ohne zugleich den Nationalstaat zu gründen, der allein in der Lage ist, die zentrifugalen und zerstörerischen Kräfte der Transferunion zu bändigen.

Der französische Diplomat François Heisbourg hat in der österreichischen Zeitung *Der Standard* ein bemerkenswertes Interview gegeben.¹⁰⁸ Er argumentierte, Europa brauche mehr Umverteilung zwischen den Staaten, damit es nicht das Schicksal der Sowjetunion erleide und auseinanderbreche. Ganz abgesehen davon, dass der Vergleich der EU mit der Sowjetunion verwegen ist, ist die Argumentation auch im Kern falsch, denn die Sowjetunion war durch eine erhebliche Umverteilung zwischen den Einzelstaaten gekennzeichnet, die an Ausbeutung grenzte. Die Sowjetunion brauchte den Zwang, um den Zusammenhalt zu sichern, aber wie die Geschichte gezeigt hat, lag in diesem Zwang auch der Keim der Zerstörung. Die Sowjetunion war kein faires Versicherungssystem auf Gegenseitigkeit, bei dem sich jeder ausrechnen konnte, auch selbst einmal in den Genuss von Transfers seitens der anderen Staaten zu kommen.

Nicht die Sowjetunion, sondern die USA sollten das Beispiel für Europa sein. Die USA haben ihr System in einer über zweihundertjährigen Geschichte entwickelt. Es gab viele Irrungen und Wirrungen, die bis zum Bürgerkrieg führten, doch mittlerweile ist ein funktionsfähiges, faires System entstanden, das die freiheitlichen Grundrechte weitgehend gewährleistet, auf eine Schuldenunion verzichtet und deshalb auch ohne eine allzu strenge Zentralgewalt funktioniert.

Wer die Eurozone zu einer Transfer- und Schuldenunion entwickeln will, die sogar Staatskonkurse verhindern kann, muss wissen, dass er dafür mehr Zentralgewalt braucht, als sie in den USA verfügbar ist. In den USA kann der Zentralstaat die Budgets der Einzelstaaten nicht wirksam begrenzen, und deshalb überlässt er es den Einzelstaaten, selbst mit ihren Gläubigern ins Reine zu kommen, wenn sie sich übernommen haben, also letztlich in Konkurs zu gehen. Wer das für Europa nicht hinnehmen will, muss zwingend ein höheres Maß an zentralstaatlicher Gewalt als in den USA vorsehen. Vorstellungen, man könne opportunistisches, missbräuchliches Verhalten in einer Schuldenunion bereits durch kleine Schritte wie die Begründung einer Fiskalunion verhindern, die zu einer zentralen Macht unterhalb des

¹⁰⁸ Heisbourg, F., "EU arbeitet hart daran zu verschwinden", Interview, *Der Standard*, 17. April 2012.

amerikanischen Bundesstaates führen und die Bildung einer gemeinsamen Nation entbehrlich machen, sind utopisch.

Ohne die Gründung einer europäischen Nation wird die EU nur Bestand haben, wenn sie darauf verzichtet, eine umfassende Transferunion mit schon vorher erkennbaren Umverteilungswirkungen zu werden, und sich darauf beschränkt, ein System gutnachbarschaftlicher Beziehungen zu sein, in dem sich jede einzelne Nation nach ihren eigenen Vorstellungen und in Freiheit entwickeln kann. Das Motto der EU lautet richtigerweise: *In varietate concordia*. Damit stehen die neuen europäischen Verträge nicht im Einklang.

Wer die Bildung des europäischen Bundesstaates mit eine Transfer- und Schuldenunion beginnen will, die nur durch einen Fiskalpakt begrenzt wird, spielt ein gefährliches Spiel. Er begibt sich auf einen Weg, der große Konflikte und Gefahren heraufbeschwören wird, die alles andere als ein Beitrag zu einem friedlichen Miteinander sind. Dieser Weg führt nicht zum erstrebten Ziel der Vereinigten Staaten von Europa, sondern ins Chaos. Wer die Vereinigten Staaten von Europa will, muss die Vereinigten Staaten von Amerika kopieren. Er sollte nicht versuchen, das Rad der Geschichte neu zu erfinden.