
Sendesperfrist: 20. Oktober 2011, 16:00 Uhr MESZ

Dr. Andreas Dombret
Mitglied des Vorstandes
der Deutschen Bundesbank

Quo vadis EWU?
Herausforderungen für die Währungsunion

Rede beim CDU-Wirtschaftsrat
in Berlin
Donnerstag, 20. Oktober 2011

- Es gilt das gesprochene Wort -

Inhalt

1	Einleitung	2
2	Die Ursachen der Staatsschuldenkrise – ein kurzer Überblick	3
3	Ein stabiles Finanzsystem für eine stabile Währungsunion	4
4	Zwei Wege in eine stabile Währungsunion	5
	4.1 Stärkung des bisherigen institutionellen Rahmens	6
	4.2 Schaffung einer Fiskalunion	10
5	Fazit	11

1 Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren,

vielen Dank für Ihre Einladung – ich freue mich, heute zu Ihnen zu sprechen. Seit über vier Jahren plagt uns eine Krise, die in dieser Zeit mehrfach ihr Aussehen verändert hat. Sie ist vom US-amerikanischen Immobilienmarkt übergesprungen auf das globale Finanzsystem, von dort auf die Realwirtschaft und hat schließlich zu einer Staatsschuldenkrise in einigen Euro-Ländern geführt. Eine Staatsschuldenkrise, die – lassen Sie mich dies ausdrücklich betonen – zwar eine schwere Belastungsprobe für die Währungsunion ist, aber keine Euro-Krise – der Euro ist eine nach innen und außen stabile Währung.

Die Politik bemüht sich zwar, die Krise zu lösen, einen konsistenten Ansatz lässt sie hierfür bislang aber vermissen. Dabei verstreicht wertvolle Zeit, und angesichts schnell steigender Staatsschulden verkleinert sich der Handlungsspielraum der Politik zusehends. Gleichzeitig steigt weltweit die Unsicherheit auf den Märkten, und das Vertrauen der Bevölkerung droht verloren zu gehen. Umso wichtiger ist es, einen konsistenten Lösungsansatz zu finden, um

die Märkte zu beruhigen und das Vertrauen der Bevölkerung in die gemeinsame Währung aufrecht zu erhalten. Um einen solchen Lösungsansatz zu finden, der die Währungsunion auch langfristig stabilisiert, empfiehlt sich ein kurzer Blick auf die grundlegenden Ursachen der aktuellen Krise.

2 Die Ursachen der Staatsschuldenkrise – ein kurzer Überblick

Es ist allgemein bekannt, dass es in einigen Mitgliedsländern der Eurogruppe wirtschaftliche Fehlentwicklungen gab. Dazu gehörten vor allem eine exzessive Kreditvergabe, Vermögenspreisblasen und ein Verlust an Wettbewerbsfähigkeit. Diese strukturellen Defizite waren der Nährboden, auf dem sich die Staatsschuldenkrise entwickelt hat.

Direkt verantwortlich für die Staatsschuldenkrise sind aber zwei grundlegende Probleme. Erstens war der institutionelle Rahmen der Währungsunion offenbar zu schwach, um übermäßige Haushaltsdefizite zu verhindern. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt legt zwar Regeln fest, die Staatsdefizite und Staatsverschuldung begrenzen sollen. Es fehlte jedoch der politische Wille, diese Regeln auch durchzusetzen. Stattdessen sind sie umgangen, teilweise sogar aktiv gebeugt worden. Im Ergebnis ist es nicht gelungen, die Staatsverschuldung in der Währungsunion einzudämmen.

Zweitens gab es Schwächen im Finanzsystem. Das betrifft zum Einen das Risikobewusstsein der Anleger. So verlangten sie vor der Krise von den Euro-Ländern pauschal sehr geringe Risikoprämien; ihr Risikobewusstsein stieg erst, als die Probleme in Griechenland offensichtlich wurden. Zum Anderen betrifft das aber auch die mögliche Ausbreitung der Staatsschuldenkrise über anfällige Bankensysteme. Genau dieses Problem der Ansteckung

hat die Rettungsmaßnahmen erst nötig gemacht; die Hilfen für Griechenland waren bisher stets durch das Ziel gerechtfertigt, die Finanzstabilität im gesamten Euro-Raum zu sichern. Im Ergebnis schonen stabile Finanzsysteme auch den Staatshaushalt, da sie weniger Krisen produzieren, die staatliche Rettungsmaßnahmen erforderlich machen könnten.

Um der Staatsschuldenkrise Herr zu werden und eine stabile Währungsunion zu schaffen, muss also das Finanzsystem gestärkt und der institutionelle Rahmen der EWU verbessert werden.

3 Ein stabiles Finanzsystem für eine stabile Währungsunion

Natürlich ist es auch unabhängig von der Staatsschuldenkrise eine wichtige Aufgabe, das Finanzsystem zu stärken. Spätestens seit der Finanz- und Wirtschaftskrise liegt es im weltweiten Interesse, ein stabiles und widerstandsfähiges Finanzsystem zu schaffen. Und tatsächlich wurde hier bereits einiges erreicht: Mit Basel III sind umfangreiche neue Regeln für Banken verabschiedet worden. Vor allem die neuen Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften werden das Bankensystem stabiler machen. Wichtig ist jetzt, die neuen Regeln auf europäischer und globaler Ebene umzusetzen.

Doch auch wenn mit Basel III schon viel erreicht wurde, bleibt noch einiges zu tun. Aktuelle Baustellen sind besondere Regeln für systemrelevante Banken sowie die Behandlung bisher unregulierter Bereiche – des so genannten Schattenbankensystems. Hierzu gibt es mittlerweile Vorschläge, die auf dem anstehenden G20-Gipfel Anfang November diskutiert werden. Mein Eindruck vom Treffen der G20 am vergangenen Wochenende in Paris ist: Insgesamt sind wir hierbei auf einem guten Weg.

Und wir sollten unsere Energie nicht auf Projekte verwenden, die uns von diesem Weg abbringen können. Ein solches Projekt ist in meinen Augen die Finanztransaktionssteuer. Aus Sicht der Finanzstabilität ist ihr Nutzen nämlich weniger eindeutig als vermutet, während ihre Kosten und Nebenwirkungen in der Diskussion häufig vernachlässigt werden. So ist es durchaus möglich, dass eine Finanztransaktionssteuer die Volatilität der Märkte erhöht, statt sie zu verringern. Hinzu kommen zwei Punkte, die an der Effektivität einer Finanztransaktionssteuer zweifeln lassen: Erstens sind Gewinnerwartungen und Verlustrisiken in Krisenzeiten so hoch, dass auch eine Steuer spekulative Geschäfte kaum nennenswert einschränken dürfte. Zweitens wäre eine solche Steuer nur dann wirklich effektiv, wenn sie auf globaler Ebene eingeführt würde. Damit ist allerdings in keinem Fall zu rechnen. Selbst wenn es gelänge, in der EU eine solche Steuer einzuführen, was mehr als unwahrscheinlich ist, wäre der Wettbewerb mit Ländern außerhalb der EU daher verzerrt. Die resultierenden Kosten würde dann nicht der Finanzsektor, sondern die Realwirtschaft tragen.

4 Zwei Wege in eine stabile Währungsunion

Ein stabiles Finanzsystem ist also eine wichtige Grundlage für eine stabile Währungsunion. Doch um die Probleme wirklich zu lösen, muss auch die Währungsunion selbst reformiert werden. Im Wesentlichen gibt es zwei Wege, die zu einer stabilen Währungsunion führen: der erste über eine Stärkung des bestehenden institutionellen Rahmens – eine Stärkung, die noch deutlich über das bisher geleistete hinausgehen muss; der zweite über eine Zentralisierung der Fiskalpolitik, also eine Fiskalunion.

4.1 Stärkung des bisherigen institutionellen Rahmens

Mit Blick auf den ersten Weg teile ich nicht die häufig geäußerte Befürchtung, der gegenwärtige Rahmen sei ungeeignet für eine Währungsunion. Dennoch muss er natürlich deutlich angepasst werden. Das betrifft vor allem drei Punkte.

- Erstens muss der gegenseitige Haftungsausschluss – das so genannte No-Bail-Out-Prinzip – wieder gestärkt werden. Die Anleger auf den Finanzmärkten werden fiskalpolitisches Fehlverhalten nur dann rechtzeitig sanktionieren, wenn sie Geld zu verlieren drohen. Das setzt natürlich voraus, dass auch die Regulierung der Finanzmärkte entsprechende Anreize zu risikobewusstem Verhalten bietet.
- Zweitens muss dem Stabilitäts- und Wachstumspakt mehr Durchsetzungskraft verliehen werden. Es muss ein wesentlich stärkerer Automatismus eingeführt werden, wenn es darum geht, Verstöße gegen die Defizit- und Schuldengrenzen zu sanktionieren. Genau hieran fehlt es aber den jüngsten Beschlüssen zur Reform des Paktes. Der Automatismus geht aus meiner Sicht noch nicht weit genug – es gibt noch zu viele Ausnahmen und zu viel Raum für politische Einflussnahme. Um mit Otmar Issing zu sprechen: Es richten immer noch Sünder über Sünder. Im Prinzip hat der Pakt zwar mehr Biss bekommen, aber es ist fraglich, ob die Politik ihn im entscheidenden Moment auch von der Leine lässt.
- Drittens benötigt die Währungsunion einen permanenten Krisenmechanismus. Auf diesen könnte dann zurückgegriffen werden, wenn eine Krise auftritt, die die Finanzstabilität in der gesamten Währungsunion bedroht. Dabei ist jedoch dreierlei wichtig: Hilfen für einzelne Länder müssen an strikte wirtschafts- und finanzpolitische Auflagen gebunden werden, sie dürfen nur mit angemessenen Zinsaufschlägen gewährt

werden und im Falle einer Insolvenz des betroffenen Landes müssen private Gläubiger einbezogen werden. Vor allem darf ein Krisenmechanismus nicht dazu genutzt werden, um unter dem Deckmantel der Finanzstabilität wichtige Prinzipien beiseite zu schieben. Zu diesen Prinzipien gehören Subsidiarität, finanzpolitische Eigenverantwortung und der bereits erwähnte gegenseitige Haftungsausschluss.

Vor diesem Hintergrund sind die in letzter Zeit gefassten Beschlüsse der EWU-Staats- und Regierungschefs zumindest in Teilen kritisch zu sehen. Lassen Sie mich drei Probleme aufführen.

- Problematisch ist zunächst, dass die Konditionen für Hilfskredite gelockert wurden. Mittlerweile sind sie günstiger als diejenigen, die manche der helfenden Länder zu tragen haben, wenn sie sich am Kapitalmarkt Geld beschaffen. Je weniger aber ein Land für Hilfen zahlen muss, desto geringer ist natürlich sein Anreiz, die Staatsfinanzen zu konsolidieren und an die Kapitalmärkte zurückzukehren. Wenn diese Konditionen auch für zukünftige Hilfsprogramme oder sogar für den permanenten Krisenmechanismus übernommen werden, würde sich das Problem festsetzen. Dies kann nicht unser Ziel sein.
- Ein zweites Problem ist, dass über den Krisenmechanismus in Zukunft Staatsanleihen am Sekundärmarkt gekauft werden können. Sollten Anleihen von Ländern ohne Hilfsprogramm gekauft werden, ist unklar, wie entsprechende Konsolidierungs- und Reformauflagen durchgesetzt werden können. Unklar ist auch, wie dies mit der Anforderung in Einklang zu bringen ist, dass Hilfen nur dann eingesetzt werden dürfen, wenn die Stabilität des Euro-Raums insgesamt in Gefahr ist. Letztlich schwächt also auch die Möglichkeit von Sekundärmarktkäufen die Anreize, eine solide Haushaltspolitik zu betreiben. Außerdem wird eines häufig übersehen: Sekundärmarktkäufe sind ein

sehr grobes und eigentlich recht ineffektives Instrument, um die Finanzmärkte zu stabilisieren und die Refinanzierungsbedingungen von Staaten zu beeinflussen. Daher braucht es viel größere Summen, um ein bestimmtes Ergebnis zu erreichen. Dies erhöht die Risiken für die Steuerzahler der Hilfe gebenden Länder.

- Ein drittes Problem ist die aktuell diskutierte Hebelung des Krisenmechanismus – also zunächst eine Hebelung der EFSF. Diese Vorschläge hängen eng mit dem Thema Sekundärmarktkäufe zusammen. Denn für die klassischen Instrumente des Rettungsschirms – direkte Hilfskredite an einzelne Mitgliedsländer – verfügt die EFSF nach der jüngst beschlossenen Erweiterung über ausreichende Mittel. Eines sollte allen Beteiligten jedenfalls klar sein: Hebelkonstruktionen erhöhen die Risiken für den Steuerzahler – der Zusammenhang von Hebel und Risiko ist eine der ersten Lehren der Finanzkrise. In jedem Fall abgelehnt werden muss eine Hebelung über eine Banklizenz für die EFSF. Damit nämlich könnte die EFSF zu den Refinanzierungsoperationen des Eurosystems zugelassen werden, sich also direkt bei den Notenbanken Geld leihen. Dann wäre dem Eurosystem weitgehend die Möglichkeit genommen, eine eigenverantwortliche Geldpolitik zu gestalten. Vielmehr könnte die EFSF einen quasi unbegrenzten Geldfluss in die Kapitalmärkte generieren und Risiken zwischen den Mitgliedsländern verschieben, indem sie große Mengen an Staatsanleihen kauft. Damit wäre das in den EU-Verträgen festgelegte Verbot einer monetären Staatsfinanzierung definitiv gebrochen.

In der Gesamtschau stellt sich folgende Frage: Wie soll ein noch so harter Sanktionsmechanismus im Stabilitäts- und Wachstumspakt unsolide Fiskalpolitik verhindern, wenn Sanktionen zwar angedroht werden, bei fortgesetzter Missachtung der Regeln dem betroffenen Land aber zu sehr mit günstigen Konditionen geholfen wird?

Dies ist eine grundlegende Frage für die Währungsunion. Ob die Antwort überzeugt, hängt allerdings auch von scheinbar rein technischen Aspekten der Ausgestaltung ab. Die können nämlich unerwartete Auswirkungen haben. Ein Beispiel ist die Festlegung auf ein AAA-Rating der Anleihen, mit denen der Rettungsschirm EFSF sich am Kapitalmarkt Mittel für die Hilfsprogramme leiht. Diese Bestbewertung dürfte solange aufrechterhalten bleiben, wie die Kreditaufnahme der EFSF nicht über die Garantiesumme der haftenden Länder mit einem AAA-Rating hinaus ansteigt. Damit beläuft sich das effektive Ausleihvolumen derzeit auf 440 Mrd Euro. In Verbindung mit der Forderung nach zusätzlichen Mitteln für die EFSF führt das Beharren auf diese Bestbewertung für EFSF-Anleihen aber zu den eben genannten, problematischen Hebelungsvorschlägen. Mit dem Verzicht auf das AAA-Rating steht dagegen ein Weg bereit, der das Ausleihvolumen der EFSF ebenfalls erhöhen würde. So war, bezogen auf die EFSF in ihrer bisherigen Form, zu lesen, dass sich das Ausleihvolumen von rund 250 Mrd Euro um gut die Hälfte hätte erhöhen lassen, wenn statt eines AAA-Ratings ein AA-Rating akzeptiert worden wäre. Im Gegensatz zu einer Hebelung wären bei einem Verzicht auf die Bestbewertung die Risiken für den Steuerzahler aber geringer. Die etwas niedrigere Bonitätseinstufung der EFSF-Anleihen würde zwar die Refinanzierungskosten der EFSF etwas erhöhen. Diese Kosten wären aber von den Hilfe empfangenden Ländern zu tragen. Dies würde die problematische Lockerung der Konditionen für Hilfskredite zumindest etwas zurücknehmen und den Anreiz zur eigenständigen Rückkehr an den Kapitalmarkt erhöhen.

Um es zusammenzufassen: Die Stärkung des bestehenden Regelwerkes ist in meinen Augen ein gangbarer Weg, um die Währungsunion zu stabilisieren. Das funktioniert jedoch nur, wenn die Regeln so gestaltet werden, dass sie Fehlanreize nicht Tür und Tor öffnen. Das gilt vor allem für den Krisenmechanismus, und zwar sowohl auf konzeptioneller Ebene

als auch in der technischen Umsetzung. Der Teufel steckt allzu oft im Detail, und hier dürfen wir uns keine Fehler erlauben.

4.2 Schaffung einer Fiskalunion

Der alternative zweite Weg zu einer stabilen Währungsunion führt über eine Fiskalunion. Diese würde nicht zwangsläufig auch zu einer vollständig zentralisierten Fiskalpolitik führen. Wichtig wäre aber, auf europäischer Ebene strikte Defizit- und Verschuldungsgrenzen für die nationalen Haushalte festzulegen. Diese Grenzen gälten dann für alle nationalen Ebenen; in Deutschland also für den Bund, die Länder, die Gemeinden und auch die sozialen Sicherungssysteme. Kombiniert werden müssten die europäischen Regeln mit entsprechenden Eingriffsrechten, denn nur so können sie effektiv durchgesetzt werden. Halten die nationalen Ebenen die vorgegebenen Defizit- und Verschuldungsgrenzen nicht ein, müssen sie ihre fiskalpolitische Souveränität verlieren. Die endgültige Entscheidung über die Haushalte läge also nicht mehr bei den nationalen Parlamenten, sondern auf europäischer Ebene.

Letztlich wäre die Fiskalunion ein konsistenter Rahmen für die gemeinsame Währung. Sie umzusetzen verlangt allerdings umfassende Änderungen der europäischen Verträge und der nationalen Verfassungen. Wie man sich vorstellen kann, wäre dies ein langer Weg, und es bleibt offen, ob die Menschen im Euro-Raum bereit wären, ihn mitzugehen.

Und um eines zu betonen: Im Grunde könnte eine solche Fiskalunion auch ohne gemeinschaftliche Haftung funktionieren. Sie könnte zwar ohne weiteres eingeführt werden, ist jedoch nicht zwingend. Auf keinen Fall darf nach meiner festen Überzeugung in bloßer Erwartung einer Fiskalunion bereits jetzt eine Gemeinschaftshaftung eingeführt werden.

Damit wäre der zweite Schritt vor dem ersten getan, und ein Stolpern wäre unvermeidlich. Statt eine konsistente Lösung anzubieten, wird ein Mittelweg beschritten, auf dem die Haftung zunehmend vergemeinschaftet wird, die Fiskalpolitik jedoch in nationaler Hand bleibt. Dieser Weg hat offensichtliche Widersprüche, daher empfiehlt die Bundesbank, ihn nicht zu verfolgen.

5 Fazit

Meine Damen und Herren, wir sind in einer Situation, in der es unvermeidlich ist, schwierige und vielleicht auch unbequeme Entscheidungen zu treffen. Zusätzlich erschwert wird das durch die Unsicherheit in den Märkten und der Bevölkerung. Diese Unsicherheit muss beseitigt werden, wenn wir uns aus der gegenwärtigen Krise befreien wollen. Allerdings lässt sich diese Unsicherheit nicht beseitigen durch eine regelmäßige Aufstockung des Rettungsfonds. Gefordert sind vielmehr Entscheidungen, die an den Ursachen der Krise ansetzen. Über eine rasche und ambitionierte Haushaltskonsolidierung hinaus sind dies vor allem drei Punkte:

- Wir brauchen Klarheit über die Zukunft Griechenlands. Griechenland muss die Bedingungen des Hilfsprogramms erfüllen, andernfalls entfällt die Grundlage für weitere Hilfen. Eine Insolvenz Griechenlands – die sich ganz sicher niemand wünscht – darf daher nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden.
- Wir brauchen Klarheit über die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors; dort, wo sie zu gering ist, um Ansteckungseffekten zu widerstehen, muss sie gestärkt werden. Dies schließt Rekapitalisierungen ausdrücklich ein. Dies ist gerechtfertigt, auch wenn die Banken an der hohen Staatsverschuldung einiger europäischer Peripherieländer keine Schuld trifft.

Sendesperrfrist: 20. Oktober 2011, 16:00 Uhr MESZ

- Und wir brauchen Klarheit über die Zukunft der Währungsunion. Ich habe in meiner Rede zwei Wege skizziert. Welcher Weg gewählt wird, liegt in den Händen der Politik. Jetzt ist es an ihr, sich rasch zu entscheiden. Insofern erwarten wir klare und richtungsweisende Beschlüsse des Europäischen Rates am kommenden Sonntag.

* * *