
Eine andere Meinung

Ein Mitglied des Rates, **Peter Bofinger**, kann sich dem in diesem Sondergutachten von der Mehrheit vorgeschlagenen ordnungspolitischen Konzept für die institutionelle Weiterentwicklung der Europäischen Währungsunion nicht anschließen.

1. Zur Weiterentwicklung der Europäischen Währungsunion

112. Die Krise in Griechenland stellt die Frage nach einer **grundsätzlichen Reform** der institutionellen Ausgestaltung der Währungsunion. Es geht dabei um den zentralen Punkt, ob eine Währungsunion auf Dauer ohne eine politische Union überlebensfähig sein kann. Im Gegensatz zu vielen Ökonomen (Issing, 2004) kommt die Mehrheit dabei zu dem Ergebnis, dass es auch weiterhin ohne eine effektive Übertragung von Souveränität auf die europäische Ebene möglich sei, einen stabilen und in sich kohärenten Ordnungsrahmen für die Währungsunion zu schaffen.

113. Die Mehrheit schlägt daher mit dem von ihr bereits im Jahr 2012 entwickelten Konzept „**Maastricht 2.0**“ eine Lösung vor, die mit einigen Modifikationen weitgehend dem institutionellen Status quo entspricht. Die entscheidende Innovation ist ein **Insolvenzmechanismus** für Staaten. Sinnvoll sei hierfür ein Vorgehen, bei dem von vornherein die Frage der Schuldentragfähigkeit systematisch mit dem Blick auf eine mögliche Beteiligung privater Gläubiger diskutiert werde. Es sei zentral, dass die Entscheidung zur Einführung einer staatlichen Insolvenzordnung jetzt getroffen werde, um zu vermeiden, dass diese nicht auf die unbestimmte Zukunft verschoben werde. Dabei lässt es die Mehrheit jedoch weitgehend offen, wie dieser Mechanismus konkret ausgestaltet werden soll.

Demgegenüber hält die Mehrheit alle Vorschläge für unrealistisch, die auf eine **Übertragung nationaler Souveränität** in der Wirtschafts- und Finanzpolitik auf die europäische Ebene und damit eine Stärkung und verbesserte demokratische Legitimation der politischen Entscheidungsprozesse in Europa hinauslaufen würden.

114. Das ordnungspolitische Konzept, für das sich die Mehrheit zur Stärkung der Währungsunion ausspricht, ist somit wesentlich **vom Vertrauen in die stabilisierenden Kräfte des Marktes** geprägt. In Not geratenen Mitgliedstaaten sollten in Zukunft „keine politischen Partner, sondern anonyme Finanzmärkte“ gegenüberstehen. Wenn die Haftung für andere Mitgliedstaaten glaubwürdig ausgeschlossen werde, könnten die „Finanzmärkte ihre Disziplinierungsfunktion ausüben, indem sie über höhere Risikoprämien auf Staatsanleihen die fiskalische Disziplin der Mitglieder einfordern.“

115. Für das ausgeprägte Vertrauen der Mehrheit in Marktprozesse als ordnungspolitischem Grundprinzip einer Währungsunion gibt es bisher wenig Evidenz:

- Schon der **Delors-Bericht** (Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1989), der im Jahr 1989 die Blaupause für die Europäische Währungsunion formulierte, kam zu dem Befund, dass die Disziplinierungseffekte, die von Marktkräften ausgehen, entweder zu langsam und zu schwach oder zu plötzlich und zu zerstörerisch ausfielen. Diese Prognose wurde durch die über viele Jahre hinweg nur sehr geringen Risikoprämien für griechische Anleihen eindrucksvoll bestätigt.
- Die **Finanzkrise**, von der im Euro-Raum vor allem Spanien und Irland betroffen waren, wurde wesentlich durch Fehlentscheidungen privater Investoren verursacht. Es erscheint dabei geradezu paradox, dass Akteure, die vom Staat mit hohen Mitteln gerettet wurden, nun über denselben Staat als Schiedsrichter für eine angemessene makroökonomische Politik eingesetzt werden sollen.
- Die **krishafte Entwicklung in der Phase bis zum Juli 2012** bestätigt die Prognose des Delors-Berichts, wonach Marktreaktionen, wenn sie dann einmal einsetzen, so abrupt und zerstörerisch ausfallen, dass es Staaten nicht mehr möglich ist, angemessen darauf zu reagieren. Deshalb konnte die Währungsunion damals nur durch das engagierte Eintreten von Mario Draghi, insbesondere der Ankündigung von Outright Monetary Transactions, gerettet werden. Nur durch eine de-facto-Garantie für die europäischen Staatsanleihen konnte der Teufelskreis von steigenden Anleihezinsen, einer verminderten Schuldentragfähigkeit, dem Verkauf von Staatsanleihen und ungünstigeren Ratings gestoppt werden. Es ist also nur dem Verstoß gegen den von der Mehrheit so hoch gehaltenen „Leitgedanken der Einheit von Haftung und Kontrolle“ zu verdanken, dass die Währungsunion im Sommer 2012 nicht kollabiert ist.

116. Für **den institutionellen Status quo** lässt sich somit festhalten, dass er ohne die Bereitschaft der EZB zu massiven Interventionen am Kapitalmarkt nicht überlebensfähig gewesen ist. Die Instabilität des Status quo bei größeren Störungen auf den Finanzmärkten ist nicht überraschend, da die Mitgliedstaaten der Währungsunion **einem spezifischen Insolvenzrisiko** ausgesetzt sind, das so für vergleichbare Staaten nicht existiert.

Es resultiert daraus, dass mit dem Eintritt eines Landes in die Währungsunion alle staatlichen Schulden, die bisher auf die Landeswährung gelautet hatten, auf Euro umgestellt werden. Damit entfällt die Möglichkeit, im Notfall die Rückzahlung der Staatsschulden durch die eigene Notenbank zu finanzieren. In dieser Hinsicht besteht somit ein fundamentaler Unterschied zwischen den Mitgliedstaaten der Währungsunion und anderen hochentwickelten Ländern wie den Vereinigten Staaten, Japan oder dem Vereinigten Königreich. Letztlich befinden sich die Mitgliedstaaten in einer Situation, die sonst nur für Schwellenländer gegeben ist, die nicht in der Lage sind, sich in ihrer eigenen Währung zu verschulden.

Die besonders hohe **Exponiertheit gegenüber den Finanzmärkten** wird noch dadurch verstärkt, dass es in der Währungsunion für die Anleger eines Landes jederzeit möglich ist, von den Anleihen des eigenen Staates auf die Anleihen eines anderen Mitgliedstaats abzuwandern, ohne dabei einem Währungsrisiko ausgesetzt zu sein. Demgegenüber sind die Abwanderungsmöglichkeiten beispielsweise japanischer Anleger zu Anleihen anderer Staaten durch ein recht hohes Währungsrisiko vergleichsweise beschränkt.

117. Die entscheidende institutionelle Veränderung, die die Mehrheit in diesem Sondergutachten gegenüber dem Status quo fordert, ist ein **Insolvenzmechanismus für Staatsanleihen**, der jedoch im Einzelnen nicht genauer spezifiziert wird. Die Mehrheit scheint davon auszugehen, dass damit die Rahmenbedingungen in der Währungsunion so fundamental verändert werden, dass es nicht mehr zu sich selbstverstärkenden Bond-runs auf den Anleihemärkten des Euro-Raums kommen wird.

In Anbetracht des spezifischen Insolvenzrisikos, dem die Mitgliedstaaten des Euro-Raums ausgesetzt sind, könnte ein solcher Insolvenzmechanismus jedoch genau das Gegenteil bewirken. Die Marktteilnehmer müssten dann davon ausgehen, dass es grundsätzlich zu einer Umstrukturierung von Staatsanleihen kommt, sobald ein Land auf den Kapitalmärkten unter Druck gerät. Somit könnte es schon bei kleineren Störungen zu einem Bond-run kommen, der dann nicht mehr zu stoppen ist. Natürlich könnte wiederum die EZB eingreifen, aber genau das wird von der Mehrheit vehement abgelehnt.

118. Mit einem solchen Insolvenzmechanismus würde man zudem den höherverschuldeten Mitgliedstaaten die Möglichkeit nehmen, auf eine gravierende Rezession mit hohen Staatsdefiziten zu reagieren. Die Erfahrungen der Jahre 2009/10 zeigen, dass eine hoch dosierte **antizyklische Fiskalpolitik** wesentlich dazu beigetragen hat, eine Wiederholung der Großen Depression zu vermeiden. In der Welt des Maastricht 2.0 müssten Staaten mit hohen Schuldenstandsquoten jederzeit damit rechnen, dass die Märkte in Panik geraten und damit einen sich selbstverstärkenden Bond-run auslösen.
119. In einer Situation, in der das Vertrauen in die Integrität der Währungsunion, nicht zuletzt durch die Diskussion über einen temporären Austritt Griechenlands aus dem Euro-Raum, ohnehin beschädigt ist, könnte eine politische **Initiative für ein staatliches Insolvenzregime** verheerende Wirkungen haben. Die Antwort auf die Krise in Griechenland darf daher nicht darin bestehen, die Stabilität der Währungsunion durch ein höheres Ausfallrisiko der öffentlichen Anleihen des Euro-Raums zu schwächen. Es muss vielmehr darum gehen, die entscheidenden Schwachstellen des institutionellen Rahmens zu beheben. Es bedarf dazu mutiger Schritte in die Richtung einer **fiskalischen Union**.
120. Die Währungsunion sollte insbesondere so weiterentwickelt werden, dass sie bei massiven Störungen auf den Finanzmärkten ähnlich robust aufgestellt ist wie andere große Währungsräume. Staatsanleihen der Vereinigten Staaten, Japans und des Vereinigten Königreichs sind bezüglich des nominalen Rückzahlungsbetrags im Prinzip zu 100 % sicher. Sie stellen damit einen wichtigen **Stabilitäts Pfeiler für die Finanzsysteme** dieser Länder dar. Zudem ist es den Regie-

rungen dieser Länder damit möglich gewesen, als Reaktion auf die „Große Rezession“ der Jahre 2008/09 mit ungewöhnlich hohen staatlichen Budgetdefiziten stabilisierend einzugreifen.

121. Für den Euro-Raum könnte eine solche Situation dadurch geschaffen werden, dass zumindest für einen Teil der Staatsanleihen der Mitgliedstaaten eine **gemeinsame Haftung** übernommen wird. Der Sachverständigenrat hat sich in seinen Jahresgutachten 2011 und 2012 für das Modell eines „**Schuldentilgungspakts**“ ausgesprochen. Die Idee dieses Vorschlags besteht darin, Schulden, die den Referenzwert des Vertrags von Maastricht in Höhe von 60 % des Bruttoinlandsprodukts übersteigen, in einen gemeinsamen Tilgungsfonds mit gemeinschaftlicher Haftung auszulagern. Für jedes Land sollte ein Konsolidierungspfad vereinbart werden, bei dem die ausgelagerten Schulden in einem Zeitraum von 20 bis 25 Jahren getilgt würden. Der Vorschlag war entscheidend davon motiviert, einen unbegrenzten **Ankauf von Wertpapieren durch die EZB** zu verhindern (JG 2011 Ziffer 186).
122. Da eine gemeinsame Haftung zweifellos auch eine **gemeinsame Kompetenz** erfordert, muss jede Form einer Gemeinschaftshaftung mit einer Übertragung von fiskalpolitischer Souveränität auf die europäische Ebene einhergehen. Die Mehrheit verweist zu Recht darauf, dass die Bereitschaft hierfür derzeit nicht sehr ausgeprägt ist. Diese ließe sich jedoch erhöhen, wenn dafür im Gegenzug eine gemeinsame Haftung und damit eine bessere Absicherung gegenüber Finanzmarktstörungen erreicht würde. Der Souveränitätsverzicht muss sich dabei nicht auf den Umfang und die Struktur der nationalen Ausgaben und Einnahmen beziehen. Er kann sich darauf beschränken, das für ein bestimmtes Land im Rahmen der bestehenden Regeln zulässige Defizit zu bestimmen und gegebenenfalls im Rahmen von Durchgriffsrechten beispielsweise zeitlich begrenzte Steuererhöhungen zu beschließen.
123. Der Sachverständigenrat hat in seinen früheren Gutachten dafür geworben, einen **Währungskommissar** zu schaffen, der mit denselben Befugnissen ausgestattet werden sollte wie der Wettbewerbskommissar, dessen Entscheidungen keine Billigung durch den Ministerrat erfordern (JG 2011 Ziffer 208). Ihm sollte das Recht eingeräumt werden, gegen einen Mitgliedstaat, der sich nicht an die vorgegebenen Regeln hält, ein Vertragsverletzungsverfahren vor dem Europäischen Gerichtshof einzuleiten. Der Rat hat dabei auch das Modell eines **europäischen Finanzministers** mit der Kompetenz für die Wirtschafts- und Währungspolitik der Gemeinschaft erwogen (JG 2011 Ziffer 210). Entscheidend für diese Überlegungen war der Befund, dass man von einem intergouvernementalen Gremium wie dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister nicht erwarten könne, dass es konsequente Sanktion verhängt.
124. Die Übertragung der Kompetenzen für die Prozeduren und Sanktionen im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts auf eine **supranationale Institution** würde somit nicht nur die Möglichkeit eröffnen, Formen einer Gemeinschaftshaftung in der Währungsunion zu etablieren, es würde zugleich die Voraussetzung geschaffen, Staaten mit einer regelwidrigen Fiskalpolitik wirksamer zu sanktionieren. Genau dies ist im Fall Griechenlands versäumt worden. Hier

war über Jahre hinweg deutlich erkennbar gewesen, dass die Haushaltsdefizite ex post weitaus höher ausfielen als bei ihrer erstmaligen Veröffentlichung. Gleichwohl wurde das Land im Jahr 2007 auf der Basis der damals vorliegenden Daten für 2006 und 2007 aus dem Defizitverfahren ohne Sanktionen entlassen.

125. Die Mehrheit verweist darauf, dass eine **Übertragung nationaler Souveränität** für die Wirtschafts- und Finanzpolitik aktuell weder in der Diskussion sei noch dass eine große Aussicht auf ihre demokratisch legitimierte Umsetzung bestehe. Bei einem solchen Verharren im Status quo und noch mehr bei einem durch ein Insolvenzregime erhöhten Ausfallrisiko für Staatsanleihen kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass die Stabilität der Währungsunion im Fall einer massiven Störung auf den Finanzmärkten nicht mehr gesichert werden kann. Wenn ein größeres Mitgliedsland mit einem Bond-run konfrontiert würde, könnte selbst die EZB an die rechtlichen Grenzen ihres Handlungsspielraums geraten.

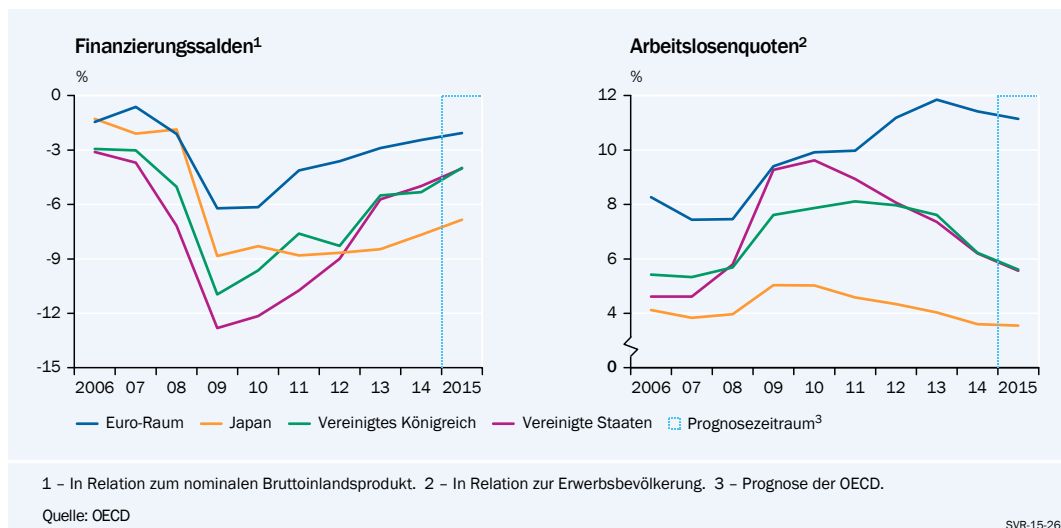
2. Zum Vorschlag einer europäischen Fiskalkapazität

126. Nicht geteilt werden kann die ablehnende Haltung der Mehrheit gegenüber einer europäischen **Fiskalkapazität**. ↘ ZIFFER 96 Für die implizite Annahme, dass sich die Anpassungsfähigkeit der Europäischen Währungsunion über die Zeit erhöht habe und deshalb keine gemeinschaftlichen Stabilisierungsmechanismen erforderlich seien, lässt sich nach den Erfahrungen der vergangenen fünf Jahre nur schwer empirische Evidenz finden. Wenn die Mehrheit darauf verweist, dass den Mitgliedstaaten durch eine Rückführung ihrer exzessiven Verschuldung zukünftig wieder Spielräume entstünden, um die eigene Fiskalpolitik zur Schockabsorption zu nutzen, ist das nicht unzutreffend. Allerdings wird es bei den meisten Ländern Jahrzehnte dauern, bis dieser Zustand erreicht sein wird.
127. Die Notwendigkeit einer **gemeinsamen Stabilisierungsfunktion** für den Euro-Raum, wie sie im „Bericht der fünf Präsidenten“ (Juncker et al., 2015) vorgeschlagen wird, oder zumindest einer sehr viel engeren wirtschaftspolitischen Kooperation, resultiert daraus, dass es in der Währungsunion bisher nicht gelungen ist, eine **wirksame Koordination der nationalen Fiskalpolitiken** zu erreichen. Wie bereits der Delors-Bericht dargestellt hat, ist das eine entscheidende Voraussetzung für ein binnenwirtschaftliches Gleichgewicht im Euro-Raum. Auch das **Europäische Semester**, das von seiner Konzeption her für diese Koordinationsaufgabe geeignet wäre, hat sich bisher als völlig unzulänglich erwiesen (Bofinger, 2014). Die vom „Bericht der fünf Präsidenten“ (Juncker et al., 2015) vorgeschlagene bessere Strukturierung des Europäischen Semesters ist daher ein Schritt in die richtige Richtung.
128. Die unzureichende fiskalpolitische Koordination lässt sich an der Entwicklung der Fiskalsalden seit dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich ablesen. Die **antizyklische Reaktion der Fiskalpolitik** fiel im Euro-Raum sehr viel schwächer und kürzer **aus** als in anderen großen Wirtschaftsräumen. ↘ ABBILDUNG 14 Dementsprechend ist die Arbeitslosigkeit im Euro-Raum

im Vergleich zum Höchststand bisher nur wenig zurückgegangen, während sie in den anderen Währungsräumen wieder nahezu das Vorkrisenniveau erreicht hat.

▾ ABBILDUNG 14

Finanzierungssalden und Arbeitslosenquoten in ausgewählten Wirtschaftsräumen



3. Zur Diskussion über die Austeritätspolitik

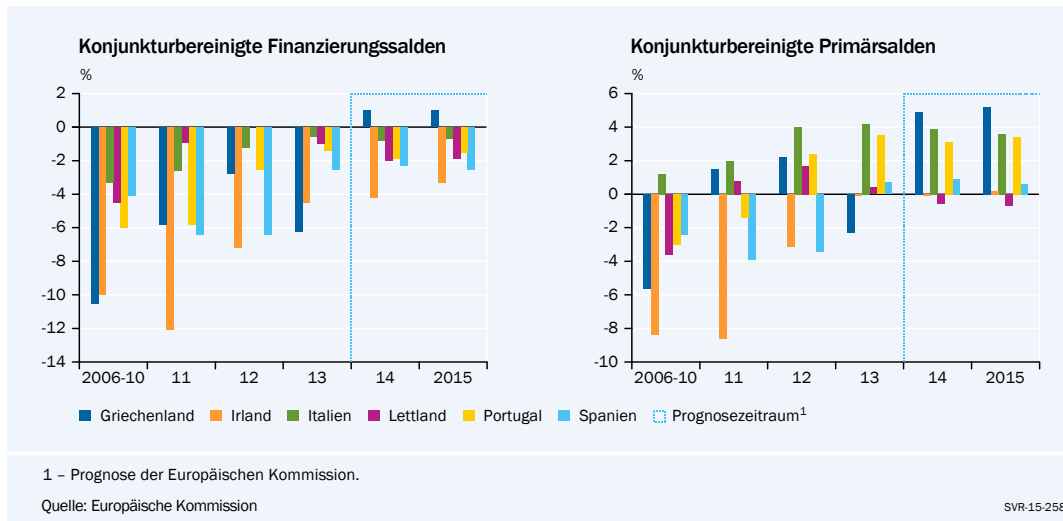
129. Die Mehrheit setzt sich kritisch mit der Position auseinander, wonach eine sogenannte Austeritätspolitik, also die Forderung einer raschen Defizitreduktion, das Wachstum und somit die Überwindung einer Krise nicht fördere, sondern verhindere.

Dabei scheint sie jedoch zu übersehen, dass insbesondere **Spanien**, das von ihr als Erfolgsmodell beschrieben wird, wesentlich davon profitiert hat, dass es seit dem Jahr 2013 keine weiteren Sparanstrengungen unternommen hat. Das konjunkturbereinigte Defizit wurde seitdem nicht weiter reduziert, obwohl das Defizit mit 5,8 % im Jahr 2014 und voraussichtlich 4,5 % in diesem Jahr im internationalen Vergleich außerordentlich hoch ausfällt. Spanien hat diesen fiskalischen Spielraum nicht zuletzt für nachfrageorientierte Maßnahmen genutzt. So hat es seine Automobilindustrie bis zuletzt durch insgesamt acht Programme mit **Abwrackprämien** gestützt, die zu einem starken Anstieg des Absatzes geführt haben.

130. Die Entwicklung des konjunkturbereinigten **Budgetsaldos** wie auch des konjunkturbereinigten **Primärsaldos** belegt, dass von den Ländern Portugal, Lettland, Irland, Italien und Spanien weitaus geringere Spar- und Konsolidierungsanstrengungen eingefordert wurden als von Griechenland. ▾ ABBILDUNG 15 So gesehen spricht sehr vieles für die These, dass eine überzogene Defizitreduktion krisenverstärkend wirkt.

↳ **ABBILDUNG 15**

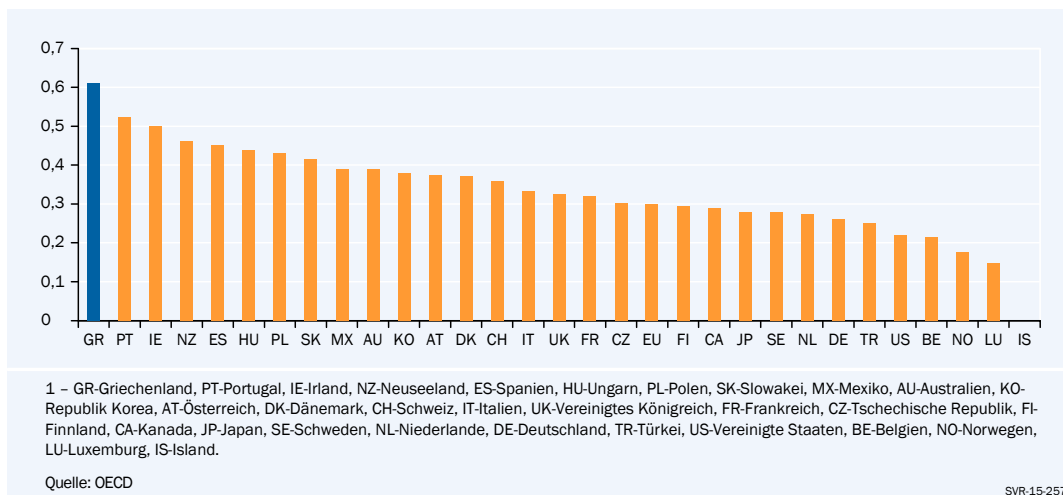
Finanzierungs- und Primärsalden
in Relation zum Produktionspotenzial



131. In diesem Zusammenhang ist auch die These der Mehrheit zu berücksichtigen, wonach die **mangelnde Umsetzung von Reformen** in Griechenland im Gegensatz zu den erfolgreichen Reformmaßnahmen in Spanien, Irland und Portugal stehe. Dieser Befund deckt sich nicht mit der empirischen Evidenz. Nach dem von der OECD ermittelten Indikator der „Reform Responsiveness“ hat Griechenland seit dem Jahr 2007 deutlich mehr Reformen durchgeführt als andere Problemländer. ↳ **ABBILDUNG 16**

↳ **ABBILDUNG 16**

Reformbereitschaft (Reform Responsiveness) im Zeitraum 2007 bis 2014¹

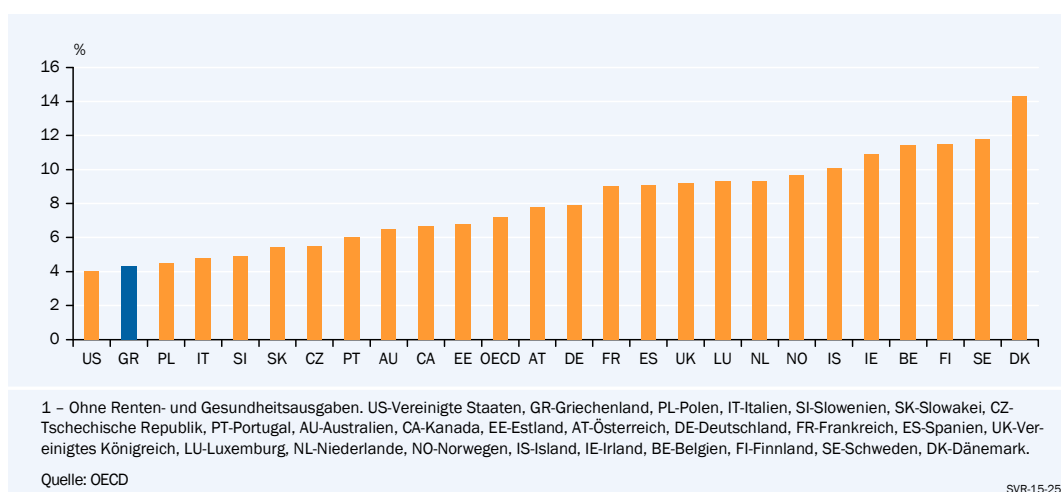


132. Die Diskussion über Strukturreformen leidet dabei generell darunter, dass keinerlei Gewichtung der zahlreichen Einzelmaßnahmen vorgenommen wird. Aus deutscher Perspektive könnte man geneigt sein, Griechenland insbesondere eine

Umsetzung der **Hartz IV-Reformen** zu empfehlen, um so für Arbeitslose starke Anreize zu setzen, wieder eine Beschäftigung aufzunehmen. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass in Griechenland Arbeitslose nach 360 Tagen Arbeitslosigkeit überhaupt keine staatliche Unterstützung mehr erhalten. Dies erklärt auch die Tatsache, dass die staatlichen Sozialleistungen in Griechenland (ohne Ausgaben für die Rentenversicherung und das Gesundheitssystem) weitaus geringer sind als in anderen europäischen Ländern. ↘ **ABBILDUNG 17** In dieser Hinsicht hat Griechenland seine „Hausaufgaben“ noch konsequenter erledigt als Deutschland.

↘ **ABBILDUNG 17**

Ausgaben für Sozialleistungen im Jahr 2009¹
in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt



4. Zusammenfassung

133. Deutschland hat in den vergangenen Jahren wie kein anderes Land wirtschaftlich von der Mitgliedschaft in der Europäischen Währungsunion profitiert. Ein unkontrollierter Zusammenbruch des Euro würde deshalb die deutsche Wirtschaft in besonderem Maße beeinträchtigen. Bei allen Schwierigkeiten, die sich auf dem Weg zu einer vertieften Integration stellen, sollte die deutsche Politik ein großes Interesse daran haben, die Architektur der Europäischen Währungsunion nach den Erschütterungen durch die Krise in Griechenland konsequent zu stabilisieren.

Es geht dabei um eine fundamentale **ordnungspolitische Weichenstellung**. Soll Europa in Zukunft von „anonymen Finanzmärkten“ diszipliniert werden oder soll es durch demokratisch legitimierte politische Prozesse gestaltet werden? In den Worten Foucaults (2004) geht es um die Frage, ob wir einen Staat unter der Aufsicht des Marktes oder aber einen Markt unter der Aufsicht des Staates haben wollen. Wenn man den Rückschritt zu nationalen Währungen ablehnt, muss man sich der Wahl zwischen der Finanzmarktdominanz und der Übertragung gewisser Souveränitätsrechte auf die europäische Ebene stellen.

Dabei ist der Verzicht auf nationale Souveränität geringer als es auf den ersten Blick scheinen mag. Wer den erratischen Prozessen der Finanzmärkte unterliegt, genießt letztlich keine sinnvolle materielle Souveränität.

Nach den Erfahrungen mit der Finanzkrise und den destabilisierenden Prozessen in der Phase von 2010 bis Juli 2012 spricht wenig dafür, sich – wie von der Mehrheit vorgeschlagen – verstärkt den Gestaltungsprozessen der Finanzmärkte anzuvertrauen. Der **Weg zu mehr politischer Integration** in Europa ist schwierig, aber letztlich alternativlos.

Literatur zum Minderheitsvotum

Bofinger, P. (2014), *Fiscal and macro-structural challenges and policy recommendations for the euro area and its member states under the 2014 semester cycle*, In-depth analysis, Generaldirektion Interne Politikbereiche der Union, Europäisches Parlament, Brüssel.

Committee for the study of economic and monetary union (1989), *Report on economic and monetary union in the european community*.

Foucault, M. (2004), *Geschichte der Gouvernementalität II: Die Geburt der Biopolitik*. Vorlesung am Collège de France 1978-1979, Frankfurt a.M. 2004

Issing, O. (2004), *Der Euro – Erfahrungen und Herausforderungen*, Akademiegespräch, Bayerischer Landtag, München, 10. November 2004.

Juncker, J.-C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi und M. Schulz (2015), *Completing Europe's economic and monetary union*, Brüssel.