

Eine Eurozone souveräner Staaten

von Johannes Becker und Clemens Fuest

Die Verschuldungskrise im Euroraum ist auch sieben Jahre nach ihrem Ausbruch nicht überwunden. Das Kernproblem des gegenwärtigen institutionellen Rahmens liegt darin, dass die wirtschaftliche Stabilität in der Eurozone von wirtschafts- und finanzpolitischen Zusagen der Mitgliedstaaten abhängt, die nur dann eingehalten werden, wenn die Staaten sie einhalten wollen. Dieses Problem lässt sich durch einen Ausbau der politischen Koordination und Beaufsichtigung auf europäischer Ebene nicht lösen. Wir schlagen institutionelle Reformen vor, die wirtschaftliche Stabilität und solide Staatsfinanzen in der Eurozone sichern ohne eine stärkere europäische Kontrolle der nationalen Wirtschafts- und Finanzpolitiken vorzusehen.

Even seven years after its outbreak the debt crisis in the Eurozone is not overcome. The key problem of the current institutional setup is that economic stability in the Eurozone depends on economic and fiscal policy commitments of the member states which will only be met if the member states want to meet them. This problem cannot be solved by intensifying political coordination and supervision at the European level. We propose institutional reforms which secure economic stability and solid public finances without stronger European control of national fiscal and economic policies.

I. Verunsichert, zerstritten und reformbedürftig – die Eurozone im Jahr 2017

Wenn man 60 Jahre nach den Römischen Verträgen fragt, was die größten Erfolge der europäischen Integration sind, wird man nicht zuerst an den Euro denken. Die Versöhnung nach den Weltkriegen, der europäische Binnenmarkt, das freie Reisen über Landesgrenzen hinweg, der Beitrag zur friedlichen Etablierung von Demokratie und Rechtsstaatlichkeit in Osteuropa nach dem Fall des Eisernen Vorhangs – das sind die großen Erfolge der EU. Die Währungsunion sollte Wohlstand und Konvergenz fördern, die Zusammenarbeit unter den Mitgliedstaaten festigen und den Boden für eine weitere Vertiefung der politischen Integration Europas berei-

ten. In den ersten Jahren sah es ganz danach aus, als würde das gelingen.

Heute jedoch, nach mehr als sieben Jahren Verschuldungskrise im Euroraum, ist klar, dass die Währungsunion eine Schönwetterkonstruktion war. Ihr institutionelles Gerüst war ungeeignet, für Stabilität und Wohlstand zu sorgen. Trotz der mittlerweile auf den Weg gebrachten Reformen gilt die Währungsunion nach wie vor als Sanierungsfall. Die Mitgliedstaaten sind über die richtige Geld- und Fiskalpolitik tief zerstritten, und diese Konflikte strahlen negativ auf die EU insgesamt aus. Das Jubiläum der Römischen Verträge ist ein Anlass, einen neuen Anlauf zu nehmen, um die Währungsunion so zu reformieren, dass sie künftig erfolgreicher ist und Krisen verhindern oder wirksamer eindämmen kann.

In diesem Beitrag analysieren wir die Ursachen der Eurokrise und beschreiben ein Reformprogramm, das unseres Erachtens geeignet wäre, die Währungsunion dauerhaft zu stabilisieren. Im Folgenden werden wir zunächst die Entstehung der Krise beschreiben und ihre Ursachen analysieren (Abschnitte II und III). Im Abschluss werden wir in Abschnitt IV zu den tieferliegenden Problemen vordringen, vor allem zu dem, was wir als Kernproblem der Währungsunion betrachten: Die Unfähigkeit der Mitgliedstaaten, sich selbst an Zusagen und gemeinsame Beschlüsse zu binden. In Abschnitt V werden wir Vorschläge unterbreiten, wie die aktuelle Krise gelöst werden kann und die Eurozone dauerhaft zu einer krisenresistenten Währungsunion umgebaut werden kann¹

II. Die nicht enden wollende Krise

Zehn Jahre ist es bald her, dass in den USA die Immobilienmärkte zusammenbrachen und eine tiefe Vertrauenskrise den Interbankenmarkt fast zum Erliegen brachte. 2007 gab es die ersten Vorläufer der Finanzkrise, die sich spätestens nach der Lehman-Pleite im September 2008 in mehreren Schockwellen um den Globus verbreitete. Im Oktober 2009 verkündete die griechische Regierung unter *Giorgos Papandreou*, dass sie das von ihr angestrebte Defizit von 3,5 % des BIPs verpassen würde – und es tatsächlich mehr als viermal so hoch ausfallen würde. Internationale Investoren, die ohnehin durch die gerade überwundene schwere Rezession verunsichert waren, fingen im Winter 2009/10 an, in großem Stil Staatsanleihen abzustoßen, erst griechische, später auch irische, portugiesische, spanische und italienische Titel. Im Frühjahr 2010 wurde klar, dass sich die Finanzkrise in eine Eurokrise gewandelt hatte.

1 Die Argumentation der folgenden Abschnitte stützt sich teilweise auf *Becker, J./Fuest, C.*: Der Odysseus-Komplex – Ein pragmatischer Vorschlag zur Lösung der Eurokrise, München, 2017.

Auf jedem der nun regelmäßig stattfindenden Krisengipfel in Brüssel wurde entschlossenes Handeln angekündigt, auf dass schon bald die Eurokrise überwunden werde. Heute, sieben Jahre und unzählige Rattreffen später, ist Ernüchterung eingekehrt. Griechenland ist immer noch auf der Tagesordnung der Staats- und Regierungschefs. Es hakt bei der zweiten Überprüfung des im Juli 2015 beschlossenen dritten Rettungspakets für Athen, weil die Zusagen der griechischen Regierung nur unzureichend umgesetzt worden sind. Der IWF droht offen mit seinem Rückzug aus dem Rettungsprogramm, weil ihm die griechische Schuldenlast als nicht tragfähig erscheint. Dies wiederum stellt aus Sicht des deutschen Finanzministeriums und Teilen der Mehrheitsfraktionen im deutschen Bundestag das gesamte Rettungsprogramm in Frage. Auch ein Blick auf die gesamte Eurozone ist keineswegs beruhigender. Irland und Spanien weisen zwar wieder ein robustes Wachstum auf. Doch an Spaniens katastrophaler Jugendarbeitslosigkeit hat sich kaum etwas geändert, und der Staatshaushalt weist nach wie vor ein Defizit von fast 5 % des BIP auf. Portugal kommt nicht vom Fleck, während seine Staatsschuldenquote stetig wächst, auf aktuell über 130 % des BIP. Und die ganz großen Sorgen konzentrieren sich vermehrt auf zwei der drei größten Länder der Währungsunion: Frankreich und Italien.

Die Schuldenlast Italiens ist die höchste in Europa (und relativ zum Bruttoinlandsprodukt nach Griechenland die zweithöchste), und die italienische Regierung zeigt sich zunehmend unwillig, daran etwas zu ändern. Auch der Umgang mit den maroden italienischen Banken, wie zuletzt der konkursbedrohten Bank Monte dei Paschi, zeigt, dass europäische Regeln in Rom eher als Last denn als Hilfe betrachtet werden. Frankreich hat sich derweil in eine veritable Parteienkrise manövriert. Die Stichwahl für das Präsidentenamt werden voraussichtlich die rechtsextreme *Marine Le Pen* und der parteilose *Emmanuel Macron* unter sich ausmachen. Beide Länder haben über 10 % Arbeitslosigkeit, also etwa so viel wie Deutschland vor fünfzehn Jahren, als die Regierung *Schröder* in einem verzweifelten Befreiungsschlag die *Hartz-Reformen* verabschiedete. Die Arbeitsmärkte in Frankreich und Italien haben schwere strukturelle Probleme, die Wachstumsaussichten sind mies. Beide Länder verfehlen regelmäßig die mit der EU-Kommission vereinbarten Haushaltsziele und sehen sich ständig steigenden öffentlichen Schulden gegenüber.

Die Regierungen beider Länder neigen nicht dazu, sich von Brüssel (oder gar von Berlin) über die Regeln der Währungsunion unterrichten zu lassen. Versuche, Regeltreue anzumahnen – immerhin wurden die bestehenden Regeln von beiden Ländern mitbeschlossen – werden barsch zurückgewiesen, als handelte es

sich bei der Einhaltung der Maastricht-Kriterien um ausschließlich innere Angelegenheiten. Allgemein wird der Ton unter den Mitgliedstaaten rauer. Der Norden wirft dem Süden Reformmüdigkeit vor, der Süden beschuldigt insbesondere Deutschland, mit seinem Beharren auf Defizitabbau Auswege aus der Krise durch Konjunkturprogramme zu verbauen.

Gleichzeitig nimmt die Nervosität an den Märkten wieder zu. Die *Target-2*-Salden zeigen Kapitalflucht vom Süden in den Norden an. Dass ein Teil des aktuellen Anstiegs auf die Anleihekäufe der EZB zurückzuführen ist, kann dabei kaum beruhigen. Denn die Investoren verkaufen zwar Staatsanleihen der Krisenstaaten an die Zentralbank, sind aber nicht bereit, mit den Erlösen andere Aktiva in diesen Staaten zu erwerben. Die Spreads, also die Risikoentlohnung für das Halten nicht-deutscher Staatsanleihen, hüpfen nervös auf und ab. Und wen wundert's? Im Süden lahmt die Wirtschaft, in Frankreich und dem Norden grassiert der Populismus; und auch von außerhalb der Eurozone droht Ungemach: Brexit, *Erdoğan*, *Trump* und *Putin* – ein starkes vereintes Europa wäre gerade jetzt wünschenswert, doch stattdessen herrscht immer noch Eurokrise.

Warum ist es nicht gelungen, die Krise zu überwinden, und warum werden die Auseinandersetzungen unter den Mitgliedstaaten immer aggressiver? Die Politik in Europa hat nach dem Ausbruch der Verschuldungskrise durchaus reagiert: Der Stabilitäts- und Wachstumspakt wurde reformiert, mit dem ESM entstand eine Krisenfeuerwehr, die Staaten bei finanziellen Engpässen mit Krediten aushelfen kann. Im Fiskalpakt haben sich die Mitgliedstaaten verpflichtet, nationale Regeln einzuführen, die für ausgeglichene Staatshaushalte sorgen, und im Rahmen des Europäischen Semesters wird die Koordination der Wirtschafts- und Finanzpolitik weiter intensiviert.

Warum hat das alles nicht gereicht? Warum haben sich die meisten Reformen als wirkungslos oder ineffektiv erwiesen? Jede Reform baut zumindest implizit auf einer Analyse der Krisenursachen auf. Zwar erkennt die Politik mit den Reformen der letzten Jahre an, dass die Ursachen der Eurokrise vor allem in institutionellen Mängeln der Währungsunion lagen. Doch diese Reformen berücksichtigen nicht, was wir an anderer Stelle² den *Odysseus-Komplex* genannt haben: Für souveräne Staaten ist es nur sehr eingeschränkt möglich, sich in zentralen Bereichen der Wirtschafts- und Fiskalpolitik an Regeln oder selbst gesetzte Ziele zu binden. Die Mitgliedstaaten der Eurozone sind letztlich unfähig zur Selbstbindung. Der griechische Held Odysseus konnte dem Gesang der Sirenen widerste-

2 Vgl. Becker, J./Fuest, C.: *Odysseus-Komplex*, 2017.

hen, weil er – fest angebunden an den Mast des Schiffes – seine Souveränität, seine Entscheidungsfreiheit zumindest vorübergehend vollständig abgeben konnte und wollte. Die Mitgliedstaaten der Eurozone wollen ihre Souveränität in so zentralen Politikbereichen wie der Fiskal- und Wirtschaftspolitik aber nicht aufgeben.

III. Ursachenanalyse

In den meisten entwickelten Ländern war 2008 die wirtschaftliche Aktivität eingebrochen, in den meisten hatte sie sich bis Anfang 2011 wieder erholt. Warum bildete die Eurozone hier eine Ausnahme? Es gibt kaum Fragen, die so häufig und lebhaft diskutiert worden sind wie diese, und kaum wichtigere, denn eine Reform kann nur so gut sein wie die ihr zugrundeliegende Analyse.

Eine Reihe von Beiträgen vermutet die Ursache der Eurokrise in der Überschuldung der Staaten oder des Privatsektors. So schreiben etwa die Autoren eines ‚Konsensnarrativ‘ der Krise, darunter der ehemalige IWF-Chefökonom Olivier Blanchard und die ehemalige Wirtschaftsweiserin *Beatrice Weder di Mauro*: „Importantly, the EZ Crisis should not be thought of as a government debt crisis in its origin – even though it evolved into one. (...) The real culprits were the large intra-EZ capital flows that emerged in the decade before the Crisis.“³

Es ist unbestritten, dass Verschuldung sowohl auf staatlicher als auch privater Seite eine wichtige Rolle gespielt hat. Doch handelt es sich hier um Krisenphänomene und nicht um Ursachen. Entscheidend ist die Frage, warum so viele Kreditverträge abgeschlossen wurden, so viele Anleihen begeben werden konnten – schließlich verliert kein Gläubiger gern sein Geld. Die Ursachen müssen also tiefer liegen.

Die Krise ist auch nicht auf einfache Fehler oder falsche politische Entscheidungen zurückzuführen, auch wenn diese zweifellos gemacht wurden. Natürlich war es falsch, zehn Jahre nach der Euro-Einführung verstreichen zu lassen, ohne die Währungsgemeinschaft weiterzuentwickeln. *Chirac* und *Schröder* haben den Stabilitätspakt sogar willentlich beschädigt. Es war falsch vom griechischen Staat, über Jahre zu kleine Defizite zu melden. Bankmanager haben sich zu stark in Subprime-Titeln aus den USA engagiert und in viel zu hohem Maße Hauskredite ohne Eigenkapital der Schuldner vergeben. Natürlich war es falsch, den Griechen zu den gleichen Konditionen Kredite zu gewähren, wie sie für Deutschland galten. *Merkel*, *Sarkozy* und *Trichet* haben das Ausmaß der ökonomischen

3 *Baldwin, R.* et al.: Rebooting the Eurozone: Step 1 – Agreeing a Crisis narrative, in: CEPR Policy Insight, 85 (2015); vgl. auch *Baldwin, R./ Giavazzi, F.* (Hg.): The Eurozone Crisis – A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions, London, 2015, 24.

und politischen Krise in Griechenland zunächst massiv unterschätzt. Auch den IWF so spät und nur halb einzubinden war ein Fehler, so wie es auch die Zinserhöhungen durch die EZB in der ersten Jahreshälfte 2011 waren. All diese Fehler sollte man nicht kleinreden, sondern diskutieren und aufarbeiten. Jedoch muss man konzedieren, dass Politiker Menschen sind und Menschen Fehler begehen – in jedem politischen System.

Die zentrale Frage mit Blick auf zukünftige Krisen muss sich auf systematisches, institutionelles Versagen richten. Es ist zu klären, inwiefern das institutionelle Gerüst die Politik zu Fehlern verleitet und wie resistent die Eurozone gegen potenzielle Fehlentscheidungen ist. Auch die Verteilung der Kosten von Krisen und ihre politische Akzeptanz sind zu beleuchten. Daher sind auch die Ursachen der Eurokrise vor allem bei den Institutionen zu suchen. Wir sehen hier drei zentrale Bereiche, in denen die Institutionen der Eurozone mangelhaft waren: die Bankenregulierung war unzureichend, die Staatsschuldenregeln nahm niemand ernst, und bei Ausbruch der Krise wurde offenbar, dass effektive Rettungsinstitutionen und Verfahren für Krisenfälle fast vollständig fehlten.

Mit einer funktionierenden Bankenregulierung wären Irland und Spanien gar nicht erst zu Rettungsprogrammen gezwungen gewesen und hätten die resultierende Überforderung ihrer Staatshaushalte verhindern können. Mit einem etablierten und erprobten Insolvenzverfahren für Staaten wäre die Troika in Griechenland nicht zu solch harten Konsolidierungsmaßnahmen gezwungen gewesen. Ohne bereits tiefrote Staatshaushalte wäre mehr Raum für Nachfragestabilisierung gewesen, und der *Double Dip* im Jahr 2011 hätte womöglich verhindert werden können.

1. Mangelnde Bankenregulierung

In der Eurozone hat die Regulierung der Banken auf ganzer Linie versagt, nicht nur in den Krisenstaaten. Auch in Deutschland wirft das Desaster der Landesbanken wie der *WestLB* und Geschäftsbanken wie der *Hypo Real Estate* im Nachhinein ein zweifelhaftes Licht auf die Effektivität und Angemessenheit der Bankenregulierung. Drei Fehlentwicklungen sind in Hinblick auf die Eurokrise von herausgehobener Bedeutung: Die Banken in der Eurozone sind zu große Risiken eingegangen, sie waren und sind zu groß und komplex und haben ein zu enges Verhältnis zu ihren Heimatstaaten.

Vor Ausbruch der Krise nahmen die Banken nahezu überall in der Eurozone zu hohe Risiken in die Bücher. In Deutschland war es die Spekulation mit riskanten *Subprime*-Derivaten aus den USA, in Irland und Spanien waren es Hauskredite. Voller Optimismus, was die zukünftige Entwicklung des eigenen Einkommens und

der Immobilienpreise angeht, war es in Irland zeitweise nicht ungewöhnlich, mehr als 100 % des Kaufpreises eines Hauses als Hypothek aufzunehmen. Ähnlich wie in den USA und Großbritannien machten die Banken es auch hier möglich, lediglich die Zinskosten zu bedienen, aber auf Tilgung zu verzichten.⁴ In Irland, Spanien und einigen anderen Euroländern (wie beispielsweise den Niederlanden) wuchs Anzahl und durchschnittliche Höhe der Hauskredite stark an – bis der Markt 2007 plötzlich kollabierte. Nun hatten die Banken ein Problem, denn sie sahen sich im Besitz einer riesigen Zahl von Kreditforderungen, deren Einlösung mit jedem Tag unwahrscheinlicher wurde. Nicht nur hatten die Besitzer keine Chance, ihre Häuser zum Kaufpreis wiederzuverkaufen, denn die Preise brachen zwischenzeitlich um fast 50 % ein. Auch die Rezession senkte die Rückzahlungswahrscheinlichkeit, weil die Löhne sanken und viele Schuldner ihren Arbeitsplatz verloren.

Gute Bankenregulierung hätte die Eigenkapitalanforderungen für Kredite auf Seiten der Kreditnehmer anheben können. Dies hätte einer ganzen Reihe von irischen Haushalten den Hauskauf verbaut und so die Nachfrage nach Krediten gesenkt. Diejenigen jedoch, die einen Kredit erhalten hätten, hätten bei einem Rückgang der Hauspreise immer noch zumindest die Kreditsumme auf dem Markt Erlösen können.

Unzureichende Bankenregulierung wäre nicht zwangsläufig eine Ursache der Eurokrise, wenn lediglich ein paar Bankaktionäre ihr Kapital verloren hätten. In den Krisenstaaten, allen voran Irland, Spanien und Griechenland, haben aber die Staaten ihre Banken gerettet – mehr oder weniger freiwillig. Und dies führt zum zweiten Problem des Finanzsektors: die schiere Größe der einzelnen Banken. Es ist in einer Marktwirtschaft nichts Ungewöhnliches, dass Unternehmen scheitern und vom Markt verschwinden. Scheitert jedoch eine große Bank, reißt sie den sie rettenden Staat mit in die Tiefe. Aus *too big to fail* wird dann schnell ein *too big to save*. Beispielsweise führte in Irland die Verstaatlichung der *Anglo Irish Bank* im Jahr 2010 zu einem atemberaubenden Defizit von über 32 % des BIP und trieb die Staatsschulden in nicht aufrecht zu erhaltende Höhen. Banken mit Bilanzsummen, die einen beträchtlichen Anteil des BIPs der Heimatländer ausmachen, sind in der Eurozone keine Seltenheit. Angesichts dessen sind die Sorgen vor einer Bankenkrise mit Epizentrum Eurozone gut nachvollziehbar.

Unabhängige Regulierung kann auf zwei Arten gegensteuern. Zum einen kann sie die Größe der Einzelbanken regulieren, zum anderen die Sicherheitspuffer

4 Norris, M./Coates, D.: How housing killed the Celtic tiger: anatomy and consequences of Ireland's housing boom and bust, in: *Journal of Housing and the Built Environment* 29/2 (2014), 299–315.

der Bank so weit erhöhen, dass die Krise nicht zur Belastung der Steuerzahler werden kann. Im Vorfeld der Krise ist keines von beidem in ausreichendem Maße geschehen.

Das dritte große Problem der Banken in der Eurozone ist ihre Verquickung mit den Heimatstaaten. Während in Spanien, Irland und Zypern die Banken die Staaten in die Tiefe rissen, war es in Griechenland, Portugal und Italien umgekehrt. Dort hielten die einheimischen Banken so viele Staatsanleihen und Kreditforderungen gegen ihre eigene Regierung, dass ein Absacken der Kurswerte große Löcher in die Bankbilanzen schlug. An einigen Stellen in der Eurozone kam es zu einem *doom loop*: die Rettung der Banken erzeugte Staatsdefizite, die wiederum Bankverluste nach sich zogen, und so weiter. Sogar Österreich, Belgien und Frankreich waren zeitweise gefährdet, in diesen Strudel zu geraten.

Auch hier lautete die Ursache fehlgeleitete Regulierung. Anders als für Unternehmenskredite muss eine Bank Kredite an und Anleihen von Staaten nicht mit Eigenkapital unterlegen. Sie gelten nach den Regeln des Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel III) per Definition als sichere Wertanlagen. Doch dies kann nicht erklären, warum griechische Banken vor allem griechische Anleihen hielten und immer noch halten, italienische Banken Anleihen Italiens und so weiter. Hier muss es politischen Druck auf die einheimischen Banken gegeben haben, von den Praktiken guten Bankwirtschaftens abzurücken und die Nachfrage nach den „eigenen“ Staatsanleihen zu stützen, statt Risiken zu streuen.⁵

In jedem Fall aber entstand zwischen Banken und Staaten vor der Eurokrise eine profitable Verbindung: Die Banken nahmen den Staaten ihre Anleihen ab und kassierten dank günstiger Refinanzierungsbedingungen ohne Eigenkapitalkomponente die Zinsdifferenz. Die Staaten profitierten von der gestiegenen Nachfrage durch niedrigere Zinskosten. In der Konsequenz saugten sich die Banken mit Staatsanleihen voll und verknüpften ihr Schicksal so mit dem ihres Heimatstaats. Als sich 2008/09 die Konjunktur eintrübte, saßen die Banken in der Falle, weil sie die Kursverluste ihres Anleiheportfolios hinnehmen mussten, und auch die Staaten, weil sie ihre leck geschlagenen Banken retten mussten. Absurderweise wurde die Verbindung zwischen Staaten und Banken nach der Krise sogar noch intensiver. Programme der EZB wie das LTRO, die *Dicke Bertha*, wurden dazu genutzt – ja, waren darauf ausgelegt –, den Banken eine günstige Refinanzierung zum Kauf von Staatstiteln zu beschaffen. Und tatsächlich: Italienische, portu-

5 Ongena, S./Popov, A./van Horen, N.: The invisible hand of the government: Moral suasion during the European sovereign debt crisis, in: CEPR Discussion Paper 11153 (2016).

giesische, spanische und griechische Banken erhöhten ihre Bestände an Staatsanleihen ihre Heimatlandes, während sie andere Staatsanleihen abstießen.⁶ Mit bankbetriebswirtschaftlichen Gründen ist das nicht zu erklären, denn ausländische Banken reduzierten in dieser Zeit ihr Engagement in den Krisenländern.

Der Süden der Eurozone brachte sich auf diese Weise in eine fast ausweglose Lage. Auf der einen Seite verhinderte die Lage der Krisenländer Fortschritte bei der Bankenregulierung. Beispielsweise hätte die Unterlegung von Staatsanleihen mit Eigenkapital nicht nur viele Banken überfordert, sondern zudem die Kurse für Staatsanleihen abstürzen lassen. Ähnlich verhielt es sich mit Regeln zur Begrenzung der Menge an Staatsanleihen im Portfolio der Banken.⁷ Auf der anderen Seite wurden Schuldenschnitte für die Staaten unmöglich, weil sie Banken Krisen nach sich gezogen hätten.

2. Ineffektive Schuldenregeln

Während die laxe Regulierung der Banken das Kreditangebot für Staaten und Hausbauer entfesselte, sorgten die wirkungslosen Schuldenregeln bei Staaten für eine Explosion der Kreditnachfrage.

Der Erfolg stabilitätsorientierter Geldpolitik in Form niedriger Inflationsraten hängt davon ab, dass die Mitgliedstaaten verantwortliche Haushaltspolitik betreiben. Hohe Defizite bei Vollauslastung der Produktionskapazitäten treiben die Inflation nach oben und zwingen die Zentralbank, mit hohen Zinsen gegenzusteuern. Dies wiederum würgt die Wirtschaft in den anderen Mitgliedstaaten ab, die eventuell ihrerseits mit einer Erhöhung staatlicher Ausgaben reagieren, um den Nachfrageausfall zu kompensieren. Es droht ein Kreislauf von hohen Defiziten und hohen Zinsen, der unweigerlich in eine Schuldenkrise führt. Prinzipiell können Schuldenregeln diesen Kreislauf unterbrechen und eine Situation mit ausgeglichenen Haushalten und niedrigen Zinsen ermöglichen.

Geringe Schuldenstände ermöglichen zudem im Krisenfall eine adäquate staatliche Nachfragestabilisierung. Bei hohen Schuldenständen misslingt dies, weil der Staat selbst in den Fokus von Investoren gerät, die ihr Kapital abziehen und so die Stabilisierung konterkarieren. Dies ist in einer Währungsunion nicht nur Sache des betroffenen Mitgliedstaates, weil die Staaten über enge Handelsbezie-

6 Ebd.

7 Im Februar 2016 stellte Ministerpräsident *Matteo Renzi* daher, wenig überraschend, vor dem Senat in Rom klar: „Wir legen ein Veto ein gegen jeglichen Versuch, den Banken einen Grenzwert für den Besitz von Staatstiteln vorzugeben (...)., vgl.: Corriere della Sera: Renzi: niente tetti sui titoli di Stato per le banche, Italia pronta al veto, 17.02.2016.

hungen miteinander verbunden sind. Und natürlich verringern geringe Schuldenstände das Risiko einer Staatspleite, die Turbulenzen an den Kapitalmärkten auslösen und auf diese Weise schnell auf andere Mitgliedstaaten übergreifen könnte. Im schlimmsten Fall führt der Staatsbankrott zu einer Finanzkrise, die den Rest der Währungsunion in den Abgrund reißt.

Die 1992 im Maastricht-Vertrag niedergelegten Schuldenregeln sollten ursprünglich nur als Konvergenzkriterien zur Auswahl der Mitgliedstaaten der Eurozone gelten. Als sich Mitte der 1990er Jahre die deutsche Bevölkerung zunehmend unwillig zeigte, die D-Mark aufzugeben, wurden die Defizit- und Schuldenregeln auf Drängen der deutschen Regierung auch auf die Zeit nach der Einführung ausgedehnt. Man mag sich fragen, welche Wirkungskraft von Institutionen ausgehen kann, deren Einführung offenbar nur der Beruhigung von Wählern eines großen Mitgliedstaates diene. Die deutsche Regierung, Verfechterin der Konvergenzkriterien, büßte jedenfalls schon früh an Glaubwürdigkeit ein, weil sie selbst mit der Einhaltung der Kriterien zu kämpfen hatte. Im Jahr 1995 sah sie sich gezwungen, die Treuhandschulden zu übernehmen und daher ein höheres Defizit auszuweisen.

Unter solchen Bedingungen wundert es nicht, dass die Einhaltung der Kriterien als Tugend galt, nicht als Pflicht. Selbst vor der Einführung des Euros wurden sie regelmäßig verletzt. Die Staats- und Regierungschefs verwiesen stets darauf, dass es auf die Tendenz ankomme, und die wäre in allen Staaten positiv (diese Hintertür hatte man sich ja im Maastricht-Vertrag vorsorglich offen gelassen). Angesichts der historischen Bedeutung der Währungsunion mochte niemand als kleinlicher Zahlenfetischist auffallen. Kurz nach der Euro-Einführung schwand das verbleibende Maß an Disziplin, *Chirac* und *Schröder* widersetzten sich dem Defizitverfahren und gaben das ohnehin schwache institutionelle Gerippe des Stabilitätspaktes endgültig der Lächerlichkeit preis.

Internationale Regelwerke haben nur dann Bestand und Wirkung, wenn sie von der Überzeugung getragen werden, dass die in den Regeln inkorporierten Ziele richtig und wichtig sind. Andernfalls scheitern sie an den begrenzten Möglichkeiten, die Regelbrecher zu bestrafen.⁸

3. Fehlende Rettungsinstitutionen

Die Krise traf die Eurozone unvorbereitet. Die Währungsunion hatte kaum Vorkehrungen getroffen für den Fall, dass ein Land, geschweige denn eine ganze

⁸ Siehe dazu auch *Lane, P. R.*: The European Sovereign Debt Crisis, in: *Journal of Economic Perspectives* 26/3 (2012), 49-68.

Gruppe von Ländern, in die Krise geriete. Aus der damaligen Sicht Deutschlands, soweit man sie rekonstruieren kann, war das auch gar nicht notwendig. Es gab ja den Stabilitäts- und Wachstumspakt, dessen Einhaltung eine schwere Krise unwahrscheinlich machen wird. Sollte es zur Krise kommen, würde ohnehin die Nichtbeistandsklausel gelten. Es wäre ausgeschlossen, dass einzelne Mitgliedstaaten ihre Schulden auf andere Staaten der Eurozone abwälzen. Die betroffenen Länder hätten die Möglichkeit, den IWF anzurufen, wie jedes andere Land außerhalb der Eurozone auch.

Die deutsche Haltung, auf Stabilitätspakt, Nichtbeistandsklausel und IWF zu setzen, stellte sich in der Krise als nicht praktikabel heraus. Der Stabilitätspakt hatte versagt, viele Mitgliedstaaten waren hochverschuldet. Und dort, wo sie es nicht waren, brachte die Rettung von unzureichend regulierten Banken die Staaten an den Rand der Überforderung. Dem Konjunkturereinbruch in der Krise konnten einige Mitgliedstaaten wenig oder nichts mehr entgegensetzen. Zudem befürchteten die Verantwortlichen eine neue Finanzkrise, die durch die Pleite eines großen europäischen Finanzhauses ausgelöst werden könnte. Das Feld allein dem IWF zu überlassen, erschien in dieser Situation als politisches Wegducken. Frankreich und Italien drängten zudem auf eine entschiedene politische Reaktion der Eurozone, die solche Probleme allein lösen können sollte.

Deutschland beharrte nicht auf der Nichtbeistandsklausel. Im Frühjahr 2010 begannen die Regierungen der Eurozone gemeinsam das Krisenmanagement, doch nun wurde offenbar, dass sie zerstritten und mit leeren Händen vor immer nervöser werdenden Investoren standen. Nach kurzen und teilweise hektisch geführten Verhandlungen folgten im Mai 2010 die ersten Weichenstellungen: Die Eurozone würde nicht nur die Krisenstaaten, sondern auch die Gläubiger retten. Ein Staat der Eurozone sollte nicht pleitegehen dürfen. Und, wie Irland im Verlauf des gleichen Jahres zu spüren bekam, auch die Bankengläubiger sollten gerettet werden. Doch das Vertrauen der Investoren kam zunächst nicht wieder. Der Rettungsschirm war zu klein, zudem war unklar, ob sich der IWF weiter beteiligen würde und die Maßnahmen überhaupt dauerhaft politischen Rückhalt in den Mitgliedstaaten genießen würden. Die Entscheidung, auf Schuldenschnitte zu verzichten, hatte zudem einen riesigen Anpassungsbedarf in den Krisenländern erzeugt. Als Konsequenz der Rettungsbeschlüsse gab es nun zwangsläufige Besuche der Troika in Athen und später in Dublin, Lissabon und Madrid. Die Folgen für die betroffenen Länder waren teilweise verheerend. Die zentral beschlossene Maßgabe, dass kein Geldgeber Griechenlands seinen Einsatz verlieren durfte, zog Renten- und Sozialkürzungen in der Peripherie nach sich, einen zumindest drohen-

den Ausverkauf öffentlichen Eigentums, tausende Stellenstreichungen im öffentlichen Dienst und Lohnkürzungen überall dort, wo der Staat involviert war.

Erst Ende 2010 vereinbarten die Mitgliedstaaten eine Beteiligung privater Gläubiger an zukünftigen Rettungsprogrammen, doch das erhöhte die Verunsicherung an den Kapitalmärkten nur. Die Hoffnungen der Investoren wandten sich nun ab von der zögerlichen, zerstrittenen und letztlich schwachen Politik der Mitgliedstaaten und richteten sich auf die EZB. Diese setzte sich angesichts der Hilflosigkeit auf der politischen Ebene Stück für Stück von ihrem Mandat ab. Im Juli 2012 schließlich hielt EZB-Präsident *Draghi* seine berühmte *Whatever it takes*-Pressekonferenz, der das OMT-Programm folgte. Damit versprach die EZB, notfalls Staatsanleihen der Krisenstaaten in unbegrenztem Ausmaß aufzukaufen. Endlich, nach fast drei Jahren Kapitalflucht, beruhigten sich die Kapitalmärkte und das Vertrauen kehrte zumindest vorübergehend wieder. Die zu Grunde liegenden Probleme – hohe private und öffentliche Schulden, mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft, blieben allerdings ungelöst.

4. Ursache und Wirkung

Bankenregulierung, Staatsschulden, Rettungsarchitektur – dies sind die drei institutionellen Mängel, die unserer Ansicht nach wesentlichen Anteil an der Entstehung und Eskalation der Eurokrise haben. Daneben gab es eine Reihe ungünstiger Umstände: die Tatsache, dass die schnell aus der Krise entkommenen Mitgliedstaaten im Norden in den Jahren nach 2010 nicht genug aus den Krisenstaaten importieren, um der Konjunktur dort auf die Beine zu helfen. Die EZB erhöhte die Zinsen im Jahr 2011 zu schnell und musste sie kurz danach wieder senken. Die Sparprogramme im Süden beruhten teilweise auf deutlich zu optimistischen Annahmen, die teilweise mit dem politischen Anliegen begründet waren, der Öffentlichkeit das ganze Ausmaß der Krise nicht enthüllen zu müssen. Zumindest der IWF gibt das mittlerweile freimütig zu. Auch gab es neben den institutionellen Reformen kaum Initiativen, die aktuelle Krise in den Griff zu bekommen. All dies sind aber Fehler oder Fehleinschätzungen, die in der Politik wie auch anderswo zum Leben gehören. In dieser Gemengelage die moralische Schuldfraße zu stellen, hilft nicht weiter. Überzogen scheinen Forderungen an den Norden, mit expansiver Nachfragepolitik dem Süden wieder auf die Beine zu helfen. Auf solche grenzüberschreitenden Hilfsmaßnahmen war die Währungsunion – selbst wenn man sie für zielführend hielt – nie ausgelegt und aus politischen Gründen wohl auch nicht in der Lage.

Eine kuriose Konsequenz aus diesen Befunden ist, dass die Theorie optimaler

Währungsräume zum Verständnis nicht viel beitragen kann. Der kanadische Ökonom *Robert Mundell* hatte in den 1960er Jahren drei Kriterien für optimale Währungsräume abgeleitet: Handelsintegration, Homogenität der Produktionsstruktur und schließlich Anpassungsmechanismen (wie beispielsweise grenzüberschreitende Arbeitnehmermobilität).⁹ Vor allem bei letzterem Kriterium hat die Eurozone großen Nachholbedarf, was sich insbesondere in den Jahren nach der Krise in dem schleppenden Tempo des Erholungsprozess niederschlug. Doch Entstehung und Ausbruch der Krise sind weitestgehend unabhängig von diesen Kriterien. Die Probleme, die wir für hauptverantwortlich für die Entstehung der Krise halten, nämlich institutionelle Mängel, sind kein unvermeidliches Charakteristikum großer Währungsräume wie der Eurozone. Dies ist vielleicht der Clou der Debatte: dass die Eurokrise keineswegs allein mit den für die Eurozone unveränderlichen Eigenschaften wie etwa der Unmöglichkeit von Währungsabwertungen für einzelne Mitgliedstaaten zu tun hat. Eine durchgreifende Bankenregulierung, die eine schnelle und umfassende Rekapitalisierung im Fall von Solvenzproblemen sicherstellt, eine vollwertige Einbindung des IWF bei Finanzkrisen einzelner Mitgliedstaaten und eine Ermöglichung umfassender Entschuldung durch staatliche Insolvenzverfahren, sind im Rahmen der Eurozone ohne weiteres möglich. Das macht die Eurozone noch nicht zu einem optimalen, wohl aber zu einem funktionierenden Währungsraum.

Dass die Krisenursachen im institutionellen Gerüst der Eurozone zu suchen sind, ist im Prinzip eine gute Nachricht, denn Institutionen lassen sich ändern. Problem erkannt – Gefahr gebannt, könnte man meinen, aber die schlechte Nachricht folgt sogleich: Diese Mängel lassen sich nicht einfach beheben. Sie sind Symptom eines tieferliegenden Problems der Eurozone, das in der Governance der Währungsunion zu verorten ist. In allen drei Bereichen – Rettungspolitik, Bankenregulierung und Schuldenkontrolle – macht sich das Fehlen einer zentralen Instanz bemerkbar. Dieser Mangel ist nicht einfach abzustellen, begrenzt die Möglichkeiten der Reform aber erheblich.

5. Das Kernproblem der Eurozone

Man kann den politischen Entscheidern redliches Bemühen gar nicht absprechen. Seit Anfang 2010 reiht sich Krisengipfel an Krisengipfel, die innenpolitische Agenda selbst der Nordstaaten kommt fast vollständig zum Erliegen. In langen

9 *Bayoumi, T./Eichengreen, B.*: Operationalizing the Theory of Optimum Currency Areas, in: Baldwin, R. et. al. (Hg.): *Market Integration, Regionalism, and the Global Economy*, Cambridge, 1999; *Blanchard, O. J.* et. al.: *Regional evolutions*, in: *Brookings papers on economic activity*, 1 (1992), 1-75.

Gipfelnächten wird um eine gemeinsame Haltung gerungen – und Europa erweist sich als handlungsfähig. Die Beschlüsse sind weitreichend, einige davon verändern die institutionelle Grundlage der Währungsunion fundamental.

Doch haben die neuen Regeln auch Auswirkungen auf das Verhalten der Mitgliedstaaten? Was in Brüssel als „Durchbruch“ erscheint, was auf gemeinsamen Pressekonferenzen als gemeinsamer Willensakt der europäischen Völker gefeiert wird, ist bei der Ankunft in den jeweiligen nationalen Hauptstädten längst der Beschluss aus dem fernen Brüssel, dem man sich auf nationaler Ebene häufig nicht verpflichtet fühlt. Die Staats- und Regierungschefs fühlen sich vor allem ihrer eigenen Wählerschaft verpflichtet – und das ist nicht als Mangel an europäischer Identität zu verstehen, sondern als Konsequenz der Tatsache, dass sie auf nationaler Ebene gewählt werden. Kollidieren die europäischen Koordinationsversuche mit nationalen Interessen, setzen sich am Ende meist letztere durch.

An Anschauungsmaterial fehlt es nicht. Seit dem ersten Rettungsprogramm 2010 machte die griechische Regierung ständig Zusagen, von der sie schon kurze Zeit später wieder abrückte – mit Hinweis auf unwillige Wählergruppen daheim. Trotz aller Versprechungen aus Athen, trotz aller Ermahnungen aus Brüssel – auch beim dritten Rettungsprogramm bleibt die Regierung *Tsipras* wie schon ihre Vorgängerinnen weit hinter den zugesagten Reformfortschritten und Sanierungsmaßnahmen zurück. Anfang 2016 startete die von Italien mitbeschlossene und mitgetragene Europäische Bankenunion, die schon nach kurzer Zeit von der italienischen Regierung anlässlich der Rettung der Krisenbank *Monte dei Paschi* unterlaufen wurde. Frankreich verletzte das 2013 von ihm unterzeichnete Stabilitätsprogramm in jedem einzelnen nachfolgenden Jahr. An den gemeinsam beschlossenen Fiskalpakt, nach dem die konjunkturbereinigten Budgetdefizite maximal 0,5 % des BIP betragen sollen, möchte sich heute kaum noch jemand erinnern. Der italienische Ministerpräsident *Matteo Renzi* warnte Brüssel 2016 davor, den Verstoß Italiens gegen fiskalpolitische Vorgaben der europäischen Ebene zu kritisieren, obwohl Italien diesen Vorgaben ursprünglich selbst zugestimmt hatte.

Der österreichische Kabarettist *Werner Schneyder* hat einmal gesagt: „Europa besteht aus Staaten, die sich nicht vorschreiben lassen wollen, was sie selbst beschlossen haben.“ Hin und hergerissen zwischen der Notwendigkeit europäischer Koordination und nationalem Interesse sind die Mitgliedstaaten notorisch unzuverlässig. Das hält jedoch Kommission und Mitgliedstaaten nicht davon ab, immer neue Vereinbarungen und Regeln zu erlassen – um nur kurze Zeit zu beklagen, dass sie übertreten und missachtet werden. In gebündelter Form präsentiert sich diese Sturheit und Lernunwilligkeit im Fünf-Präsidenten-Bericht, in dem die

Vorsitzenden der europäischen Institutionen die Mitgliedstaaten dazu drängen, die Zukunft der Eurozone in mehr statt weniger Koordination zu suchen.

Hatte sich die Eurozone im Januar 2009 zum zehnjährigen Bestehen der Gemeinschaftswährung als Hort der Stabilität gefeiert, der gerade eine ausgewachsene Finanzkrise überstanden hatte, ist von diesem Optimismus nichts mehr übrig geblieben. Das Vertrauen in das Krisenmanagement der Eurozone ist vollständig verfliegen, zwischen Krisen- und Geberländern herrschen Misstrauen und Streit. Die Finanzmärkte halten nur aufgrund der Ankündigung der EZB still, notfalls unbegrenzt Staatsanleihen aus Krisenstaaten aufzukaufen – was bei den geringer verschuldeten Staaten, vor allem in Deutschland, die Sorge auslöst, für Schulden haften zu müssen, denen sie nie zugestimmt haben. Ein Szenario, das in Griechenland schon lange Realität geworden ist.

IV. Ein pragmatischer Lösungsvorschlag

Eine Reform der Eurozone muss an ihrem Kernproblem ansetzen: der Unfähigkeit zur Selbstbindung. Theoretisch möglich sind Radikallösungen: Eine Auflösung der Eurozone und Rückkehr zu nationalen Währungen würde die Notwendigkeit für gemeinsame Absprachen deutlich verringern. Eine Fortentwicklung der Währungsunion in einen Bundesstaat könnte die fehlende zentrale Ebene einfügen. Doch was immer man über diese Optionen denken mag, es mangelt beiden an Rückhalt, sowohl im politischen Establishment der Mitgliedstaaten als auch in der breiten Bevölkerung. Die Mitgliedstaaten haben mit der Euroeinführung gewissermaßen den Weg in eine Einbahnstraße eingeschlagen, die sich nun als Sackgasse erweist. Die Eurozone steckt fest, in einem Schwebезustand zwischen einer Zollunion und einem Bundesstaat. Dieser Zustand ist instabil und lässt viele Beobachter nach kühnen und weitreichenden Maßnahmen rufen. Doch es geht nicht vor und nicht zurück, und viel spricht dafür, dass dieser Übergangszustand noch eine Weile anhalten wird.

Realistisch gesehen muss die Währungsunion unter Beibehaltung ihrer jetzigen Grundkonstellation weiterentwickelt werden – mit souveränen Nationalstaaten und einer schwachen zentralen Ebene, die der Diskussion und freiwilligen Koordination untereinander dient, die aber mit der zwingenden Durchsetzung vereinbarter Regeln überfordert ist. Es wird nach wie vor eine Eurozone sein mit Europäern, die in erster Linie Italiener, Deutsche oder Franzosen sind, mit Politikern, die sich nicht zu weit von den Interessen ihrer nationalen Wählerschaft lösen können. Demokratische Kontrolle findet momentan vor allem in den Mitgliedstaaten selbst statt: in den Parlamenten, in den Medien und im öffentlichen Dis-

kurs. Wer als Politiker Ankündigungen oder Versprechungen macht, wird daran gemessen, wenn die Zeit gekommen ist. Nicht eingelöste Zusagen werden mit dem Entzug der Wählergunst „bestraft“. Sicher, dies funktioniert nicht immer und nicht überall gleich gut, doch in vielen Staaten deutlich besser als die sanktionslosen Zusagen, die in Brüsseler Gipfelnächten gemacht werden. Dementsprechend sollten auch die wesentlichen Entscheidungen in der Wirtschafts- und Sozialpolitik im nationalen Rahmen verbleiben. Wer kontrolliert, haftet auch – und das muss auch umgekehrt gelten. Die Vergemeinschaftung von Kosten und Risiken ohne Preisgabe der nationalen Souveränität führt geradewegs in die Spaltung, wie die Eurokrise anschaulich gezeigt hat.

Ganz ohne gemeinsame Entscheidungen und zentralisierte Kompetenzen kommt eine Währungsunion freilich nicht aus. Das ist offensichtlich der Fall für die Geldpolitik, gilt aber auch in einigen anderen wichtigen Bereichen wie beispielsweise der Bankenregulierung. Die Eurokrise hat deutlich gemacht, dass dezentrale (und oft auch intransparente) Bankenregulierung im nationalen Rahmen im Fall eines Vertrauensverlusts eine Unsicherheit schafft, die krisenverschärfend wirkt. Auch in diesem Bereich sollten Aufgaben in technokratischen Institutionen nach dem Vorbild der EZB europäisiert werden. Dies ist zwar zum Teil schon geschehen, doch wie der Umgang mit den italienischen Banken zeigt, hat die Politik immer noch die Möglichkeit zu intervenieren, und – wenn es der Wähler fordert – die bestehenden Regeln außer Kraft zu setzen. Die Europäische Bankenaufsicht sollte aber marode Banken abwickeln können, ohne dass es weiterer politischer Entscheidungen auf europäischer Ebene bedarf und ohne dass ein nationales Veto möglich ist.

Um demokratische Kontrolle trotzdem zu gewährleisten, müssen diese Institutionen in einem demokratischen Prozess mit einem präzise umrissenen Mandat ausgestattet werden. Der Disput über die Frage, ob die EZB mit ihren Hilfszusagen für Krisenstaaten ihre Kompetenzen überschritten hat, zeigt, dass es einer Präzisierung ihres Auftrags bedarf. Und natürlich besteht immer die Möglichkeit, dieses Mandat mittelfristig über politische Entscheidungsprozesse zu verändern. Das Mandat soll lediglich sicherstellen, dass im Krisen- und Konfliktfall die zuvor beschlossenen Regeln auch angewandt werden – dass also die Selbstbindung funktioniert; es ist natürlich kein Freibrief für eine eigenständige Politik ohne politische Legitimation.

Der Spielraum für Technokratisierung ist nicht übermäßig groß. In zentralen Bereichen wie der Steuer- und Finanzpolitik ist eine Entmachtung der Parlamente kaum vorstellbar. Das Budgetrecht wird – trotz der vorhandenen Schuldenregeln –

letztlich auf nationaler Ebene verbleiben. Daraus folgt, dass die *Spill-over*-Effekte nationaler Finanzpolitik möglichst kleinzuhalten sind. Insbesondere darf es keine gemeinsame Haftung in Form von Eurobonds geben. Weil die Fiskalpolitik nationaler Kontrolle unterliegt, ist die zwingende Konsequenz, dass im Überschuldungsfall auch national gehaftet wird. Die Institutionen der Währungsunion müssen verhindern, dass Schuldenlasten auf andere Mitgliedstaaten abgewälzt werden. Deshalb ist ein glaubwürdiges Verfahren für die Restrukturierung von Staatsschulden erforderlich. Wenn Haftung und Kontrolle übereinstimmen, die Mitgliedstaaten die Kosten eventueller Überschuldungskrisen im Wesentlichen selbst tragen, stellt dies auch die nationale Souveränität im Rahmen der Währungsunion wieder her. Es gibt dann schlicht keine Notwendigkeit mehr, dass niedriger verschuldete Staaten andere unter Druck setzen, eine restriktive Finanzpolitik zu betreiben. Die Entscheidung über Kredite betreffe nur Gläubiger und Schuldner, nicht aber die anderen Mitgliedstaaten. Wer Investoren findet, die an Krisenüberwindung durch neue schuldenfinanzierte Konjunkturprogramme glauben und bereit sind, die damit verbundenen Risiken tragen, kann sie auch umsetzen.

Auf diese Weise werden Entscheidungen auf nationaler Ebene durch den demokratischen Prozess kontrolliert und auf europäischer Ebene durch technokratische Institutionen durchgesetzt. Vereinbarungen zu unterlaufen, Regeln zu brechen wird auf diese Weise ungleich schwerer als zurzeit. Zu einem idealen Währungsraum wird die Eurozone dadurch zwar nicht. Sie hat jedoch mit diesen Reformen die Möglichkeit, sich mittelfristig zu einer funktionstüchtigen und krisenrobussten Währungsunion zu entwickeln, die ihren Mitgliedstaaten die Chance auf Wachstum, Stabilität und Wohlstand bietet.

Die Eurozone benötigt robuste Institutionen zur Krisenprävention: ein effektives Anreizsystem, das die Fiskalpolitik in normalen Zeiten davon abhält, zu expansiv zu sein, sowie eine strenge, umfassende Bankenregulierung, die verhindert, dass Bankenpleiten das Finanzsystem bedrohen oder Staaten mit in den Abgrund reißen. Sie braucht starke, effektive Rettungsinstrumente, die Mitgliedstaaten in Zahlungsschwierigkeiten auffangen und Spekulationsattacken abwehren. Schließlich muss sie sich um die Altlasten der aktuellen Krise kümmern, vor allem um die hohen Altschulden der Krisenländer.

Reformbedarf besteht also in den folgenden fünf Bereichen:

Erstens, effektive Bankenregulierung und robuste Finanzinstitutionen. Die Eurozone braucht einen robusteren und deutlich weniger in der Finanzierung von Staatsschulden engagierten Bankensektor. Staatsanleihen sollten von langfristig

orientierten und gut diversifizierten Investoren wie etwa Pensionsfonds gehalten werden. Die starke Verschränkung von Bankwesen und Politik hat die effektive Regulierung in der Krise verhindert und wird es zukünftig auch der Europäischen Bankenunion schwermachen. Mittelfristig sollten die nationalen Regulierer in einer europäischen Behörde aufgehen, in der sie einer zentralen Aufsicht unterstellt sind und auch aus europäischen Mitteln bezahlt werden. Rotation von Angestellten sollte dazu genutzt werden, auch die Regulierungskultur in Europa zu harmonisieren und zu große Nähe zu den Banken vor Ort zu verhindern. Die Bankenregulierung muss aus der EZB herausgelöst werden und einen eigenständigen Status erhalten. Es ist durchaus möglich, mit Konflikten zwischen Geldpolitik und Bankenaufsicht innerhalb einer Institution umzugehen, aber eine institutionelle Trennung ist der bessere Weg.

Zweitens, harte Budgetrestriktion und Anreize zur Vermeidung übermäßiger Staatsschulden. Die Vorgaben des Fiskalpakts werden voraussichtlich ähnlich ineffektiv sein wie die des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Das aktuelle Verfahren, in dem Sanktionen durch den Ministerrat beschlossen werden, muss als gescheitert angesehen werden. Eine Lösung besteht in *Accountability Bonds*, die von den Mitgliedstaaten automatisch begeben werden müssen, wenn ihr Defizit in konjunktureller Normallage die Grenze von 0,5 % des BIP überschreitet.

Drittens, Staatenrettung. Der ESM ist zu langsam und unzureichend ausgestattet, um im Krisenfall effektiv einspringen zu können. Die Rettungsverfahren in der Eurozone sollten in dringenden Fällen weitestgehend unabhängig von der politischen Zustimmung der Mitgliedstaaten funktionieren können. Dazu bedarf es der Definition von Rettungsroutinen, die demokratisch legitimiert werden, bevor die Krise ausbricht. Erleichtert werden könnte die Arbeit des ESM zudem durch weitere Automatismen: Eine automatische Verlängerung der Laufzeit der während des ESM-Programms auslaufenden Anleihen nimmt den unmittelbaren Druck von dem Krisenstaat, neues Geld zur Ablösung alter Anleihen zu besorgen, und verhindert, dass Gläubiger überschuldeter Staaten auf Kosten der Steuerzahler ausgezahlt werden. Auf Vorrat beschlossene Kürzungen der Staatsausgaben mildern das Problem, dass es in Krisenzeiten regelmäßig auch zu Krisen des politischen Systems kommt.

Viertens, Restrukturierung der alten Staatsschulden. Spätestens drei Jahre nach Beginn eines ESM-Programms sollte ein Land den Zugang zum Kapitalmarkt zurückerlangt haben. Ist dies nicht gelungen, muss es eine Schuldenkonferenz geben, auf der nach klar definierten Verfahren die Schulden so restrukturiert werden, dass dem Krisenland ein nachhaltiger Schuldendienst ermöglicht wird.

Bankenregulierung auf der einen Seite, ESM-Verfahren auf der anderen Seite sollten bis hierhin verhindert haben, dass große Banken übermäßig in Anleihen eines einzelnen Staates engagiert sind oder dass öffentliche Institutionen Staatsanleihen aufgekauft haben.

Fünftens, Reform der Europäischen Zentralbank. Die EZB hat in der Krise eine Reihe von Aufgaben übernommen, die ihr Mandat überschreiten. Sie betreibt Staatenrettung im Rahmen des OMT-Programms, und mittlerweile ist sie auch für die Bankenregulierung zuständig. Eine Reform der Eurozone muss die Verantwortlichkeit der EZB für die Geldpolitik stärken und ihren Verantwortungsbe- reich daher deutlich beschneiden. Staatenrettung sollte Aufgabe des ESM, Ban- kenregulierung die Verantwortung einer eigenständigen Behörde sein. Das Mandat der EZB sollte klarer formuliert, die Kriterien des Verbots der Staatsfi- nanzierung sollten präzisiert werden.

Das Programm ist ehrgeizig, dabei aber weniger ambitioniert als die meisten alternativen Reformpläne. Es umschreibt dabei aber so etwas wie die Mindestan- strengung, die notwendig ist, um den Währungsraum wieder funktionstüchtig zu machen. Es geht ums Funktionieren, nicht um den „wettbewerbsfähigsten Wirt- schaftsraum“ (EU-Kommission) oder ähnlich kühne Ziele. Das Ziel ist eine eher dezentral organisierte Fiskalunion, in der einerseits jeder Mitgliedstaat in den Grenzen seiner Verantwortung vor dem gemeinsamen Währungsraum Gestal- tungsmöglichkeiten hat und andererseits die zentrale Ebene über genügend Macht verfügt, um ihre eng definierten Aufgaben effektiv zu erledigen. Eine solche Fiskalunion wahrt die nationale Souveränität und die Entscheidungshoheit der nationalen Parlamente. Alle bedeutsamen Entscheidungen sollen von denje- nigen demokratisch legitimiert werden, die von den Folgen betroffen sind. Wer kontrolliert, haftet auch. Die Zusammenarbeit in der reformierten Eurozone soll- te möglichst ohne labile Absprachen auskommen, die zu moralisierender Kritik einerseits und wütendem Widerstand andererseits Anlass geben. Jedes Mitglieds- land hat prinzipiell die Freiheit, schlechte ökonomische Entscheidungen zu tref- fen, ohne dass Brüssel oder andere Eurostaaten wie Erziehungsberechtigte intervenieren – solange es bereit ist, die Kosten dieser Entscheidungen selbst zu tragen.

V. Ausblick

So pragmatisch und wenig visionär die oben aufgeführten Reformvorschläge daherkommen – es stellt sich trotzdem die Frage, wie sie umzusetzen sind. Wie alle Reformen hat auch unser Lösungsvorschlag mögliche Gewinner und Verlierer. Insbesondere Italien und andere hochverschuldete Südländer profitieren

zurzeit von dem impliziten *Bailout*-Versprechen und der expliziten OMT-Garantie durch die EZB. Die Rücknahme dieser Zusagen und eine risikoadäquate Bepreisung seiner Anleihen würde mindestens Italien große Summen Geld kosten. Welchen Grund sollte es also haben, einer wie oben beschriebenen Reform zuzustimmen?

Zudem kommt, dass neben französischen und italienischen Politikern die Kommission unter ihrem Präsidenten *Jean-Claude Juncker* dafür wirbt, weitere Risiken zu vergemeinschaften. Es stellt sich also die Frage, welche Chance Deutschland und andere Länder mit ähnlichen Interessen haben, dauerhaften Transferzahlungen zu entgehen.

Voraussetzung dafür wäre zunächst, dass die deutsche Regierung eine aktivere Rolle in der Europapolitik eingeht. Zwar war die Regierung *Merkel* federführend bei der Durchsetzung vieler europäischer Projekte in den letzten acht Jahren, doch waren die meisten von ihnen darauf fokussiert, die bereits begonnene Vergemeinschaftung von Risiken zu begrenzen, also gewissermaßen Schlimmeres zu verhindern. Erforderlich ist nun eine positive, konstruktive Vorstellung über die künftige Eurozone – die Regierung braucht einen Plan. Und selbst dann wird die Reform der Eurozone ein Projekt für mehr als eine Legislaturperiode.

Für die Durchsetzbarkeit des hier skizzierten Plans spricht zunächst, dass alle Mitgliedstaaten langfristig ein Interesse an einer Governance der Eurozone haben, die gesunde Staatsfinanzen fördert. Kurzfristig bestehen wegen der asymmetrischen wirtschaftlichen Lage allerdings Interessenkonflikte. 60 Jahre europäische Integration haben jedoch gezeigt, dass beharrliches Verhandeln und Kompromissbereitschaft auch größere Gräben überbrücken und zu befriedigenden Lösungen führen können.