

Mehr Stabilität für die Eurozone - Beschränkte Mitgliedschaft mit partieller Staatsinsolvenz

Diskussionspapier von Henning Vöpel

Vorläufige Version

Die Eurozone am Scheideweg

Die Europäische Währungsunion befindet sich in der größten Krise seit ihrem Bestehen. Die mittelfristigen Folgen der Entwicklungen der letzten Monate sind nicht absehbar. Trotz intensiven Verhandlungen ist der Zwischenstand enttäuschend: Die Einigung zwischen Brüssel und Athen hat die wirklichen Probleme der Krise nicht gelöst. Weder ist die griechische Schuldenkrise beendet, noch sind die dringend notwendigen institutionellen Reformen in der Währungsunion angegangen worden. Gleichzeitig ist erheblicher Kollateralschaden entstanden. Die Idee der europäischen Integration hat unverkennbar Schaden genommen. Somit stellen die Ergebnisse der Verhandlungen eher einen Rückschritt als einen Fortschritt für Europa dar.

Vor diesem Hintergrund ist es an der Zeit, die Währungsunion in einen Zustand der politischen und ökonomischen Stabilität zu überführen. Eines der tiefer liegenden Probleme der Eurozone liegt darin begründet, dass die Geschwindigkeit der politischen Integration geringer ist als jene der ökonomischen. Eine Fiskalunion aber, die für die Funktionsfähigkeit einer Währungsunion, die kein optimaler Währungsraum darstellt, notwendig wäre, ist derzeit und zumal unter dem Eindruck der vergangenen Wochen kaum realistisch. Nun steht Europa vor der Wahl, die politische Geschwindigkeit zu erhöhen oder die ökonomische zu verringern. Dafür werden Institutionen benötigt, die mehr Flexibilität in der (unabhängigen) Steuerung der politischen und ökonomischen Integration ermöglichen und auf diese Weise Stabilität erzeugen.

Die Eurozone hat sich in Widersprüche verstrickt, weil sie einen Schuldenschnitt innerhalb der Eurozone ausschließt und gleichzeitig einen Austritt nicht vorsieht. So haben die Verhandlungen einen ökonomisch völlig unsinnigen und politisch fatalen Scheinzusammenhang zwischen Schuldenschnitt und *Grexit* konstruiert. Die Instabilität ist Folge der institutionellen Zwänge, die sich die Eurozone auferlegt hat. Deshalb gilt es, die grundlegenden politischen und ökonomischen Probleme der Währungsunion zu identifizieren und darauf aufsetzend ein stabiles institutionelles Design mit etablierten Regeln und Verfahren, mit anderen Worten: eine neue *Governance* für die Eurozone zu entwickeln.

Der Sachverständigenrat hat jüngst in einem Sondergutachten einen Vorschlag für eine neue Architektur der Eurozone in die Diskussion eingebracht. Die neue Architektur impliziert zugleich eine neue Konstitution und Funktionsweise der Währungsunion. Einige wichtige Fragen bleiben jedoch offen, die Analyse in einigen Punkten zu kurz, etwa bei dem Problem, wie man die Anfälligkeit gegenüber asymmetrischen Schocks ohne einen fiskalischen Ausgleichsmechanismus reduzieren möchte, und ohne dass sich daraus interne Ungleichgewichte innerhalb der Eurozone bilden, die am Ende zu Staatsinsolvenz und Austritt führen. Das Problem der Durchsetzung von Regeln wird mit der Forderung nach einem Staatsinsolvenzrecht und einem Austritt als *ultima ratio* nicht gelöst.

Politische und ökonomische Lehren aus der Griechenland-Krise

Aus der Griechenland-Krise lassen sich zwei Lehren ziehen: Die Stabilitätsregeln sind offenbar nicht wirksam durchsetzbar und sie sind ökonomisch nicht zielführend, weil sie unvollständig sind. Letzteres trägt wesentlich dazu bei, dass die Regeln nicht durchsetzbar sind. Sie stellen kein Instrumentarium zur Verfügung, mit dem sich die notwendigen Anpassungen in einer Währungsunion mit einheitlicher Geldpolitik, aber heterogenen Volkswirtschaften vornehmen ließe. In einer solchen Konstellation kommt es bei einheitlichem Geldzins, aber unterschiedlichen realen Renditen durch Kapitalbewegungen zu wandernden Blasen innerhalb der Währungsunion. Der moralische Appell an mehr haushaltspolitische Disziplin ist ökonomisch vollkommen verkürzt.

Es fehlt an Anreizen, sich regelkonform zu verhalten, und an Instrumenten, notwendige ökonomische Anpassungen politisch durchzusetzen. Darüber hinaus sind die europäische Integration und wichtige Institutionen beschädigt worden. Vor allem hat sich ein Demokratiedefizit in der Legitimation der Rettungspolitik sowohl auf Seiten der Geberländer als auch auf Seiten der Empfängerländer gezeigt, das direkt aus den regulatorischen Widersprüchen und institutionellen Konflikten resultiert. Die Währungsunion zwingt die Mitgliedsländer in eine fragile, Krisen erzeugende Konstellation, die politisch und ökonomisch nicht zusammenpasst.

Im Wesentlichen stehen zwei Entwicklungspfade für die Eurozone offen: Entweder man schafft eine Fiskalunion, in der finanzpolitische Kompetenzen in Brüssel zentralisiert und demokratisch legitimiert werden, oder man schafft eine Austrittsoption für Länder, die sich an die Regeln politisch nicht halten wollen oder ökonomisch halten können. Politisch verbinden sich mit diesen beiden Entwicklungspfaden völlig unterschiedliche Visionen. Die erste ließe sich mit den „Vereinigten Staaten von Europa“ beschreiben, die andere mit einem „Europa der Vaterländer“. Im Falle der Vereinigten Staaten von Europa wäre eine beschleunigte politische Integration notwendig, im Falle eines Europas der Vaterländer eine gebremste ökonomische Integration. Politische und ökonomische Integration haben sich –

anders als dies die politisch motivierte Hoffnung zu Beginn der Währungsunion gewesen ist – nicht synchronisiert, sondern sind im Gegenteil in der Krise und durch die Krise divergiert. Es stellt sich vor diesem Hintergrund die Frage, ob es zwischen den Vereinigten Staaten von Europa und dem Europa der Vaterländer einen stärker evolutorischen Mittelweg gibt, der politisch und ökonomisch hinreichend Stabilität gewährleistet und dennoch keine historische Festlegung auf eines der beiden Modelle bedeutet.

Institutionelle Fehlkonstruktion der Währungsunion

Die zentralen Fehlkonstruktionen der Währungsunion bestehen darin, dass i) kein fiskalischer Ausgleichsmechanismus zur Absorption asymmetrischer Schocks eingerichtet worden ist und ii) systemische Ansteckungsrisiken nicht hinreichend reduziert worden sind. Als Folge dieser Fehlkonstruktion entstehen zum einen persistente Ungleichgewichte und zum anderen Moral Hazard auf Seiten der Mitgliedsländer, sich übermäßig zu verschulden, und auf Seiten der Banken, diese Staatsschulden in Antizipation eines Bailouts zu finanzieren. Dadurch werden die Kosten der mangelnden Anpassung einzelner Länder auf die Währungsunion insgesamt überwältigt bzw. externalisiert. Das anreizökonomische Kernproblem besteht darin, dass entweder eine Ewigkeitsgarantie für die Währungsunion gegeben wird oder ein Austritt explizit möglich gemacht werden muss. Für beide Varianten gibt es derzeit kein institutionelles Arrangement.

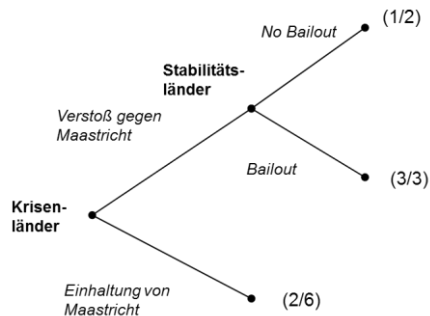
Die Stabilitätskriterien und die Regeln des Maastricht-Vertrags, darunter die No-Bailout-Klausel – haben sich als nicht zeitkonsistent (bzw. spieltheoretisch teilspielperfekt) und somit als nicht glaubwürdig durchsetzbar erwiesen. Das Prinzip von Verantwortung und Haftung wird außer Kraft gesetzt. Stabilität, Vertrauen und Solidarität werden in der Währungsunion zu einem Kollektivgut: Jeder nutzt sie (aus), ohne selbst zu deren Aufbau und Erhalt beizutragen. Insoweit besteht zwischen interner Stabilität im Verhältnis der Mitgliedsländer zueinander und externer Stabilität im Verhältnis der Währungsunion zu den Märkten ein Trade-off bzw. ein doppeltes Moral Hazard-Problem: Je größer die explizite Stabilitätsgarantie gegenüber den Märkten in Form eines Ewigkeitsversprechens für die Währungsunion ist, desto größer ist der Anreiz für die Mitgliedsländer, sich auf Kosten der anderen Länder zu verhalten. Je eher ein Austritt eines Mitgliedslandes möglich ist, desto größer ist zwar der Anreiz für fiskalische Disziplin, desto größer ist aber das Risiko von Spekulationsattacken seitens der Märkte.

Das spieltheoretische Anreizproblem der Währungsunion

Die oben skizzierte institutionelle Fehlkonstruktion der Währungsunion lässt sich aus spieltheoretischer Sicht verdeutlichen. Die vertragliche Absicherung der Maastricht-Stabilitätskriterien durch die No-Bailout-Klausel war nicht glaubwürdig, da die Ankündigung eines No Bailout nicht zeitkonsistent ist, also keine teilspielperfekte Strategie darstellt, sofern

es zu einem Verstoß gegen die Maastricht-Kriterien kommt. Da die „Krisenländer“ diese beste Antwort der Stabilitätsländer antizipieren, kommt es zum Verstoß gegen die Maastricht-Kriterien und die Umverteilung über einen Bailout wird gewissermaßen erzwungen (siehe Abb. 1). Hinter diesem Szenario verbirgt sich das Ewigkeitsversprechen der Währungsunion und impliziert das geschilderte Anreizproblem, dass von den Krisenländern ein Bailout durch die Stabilitätsländer erzwungen wird.

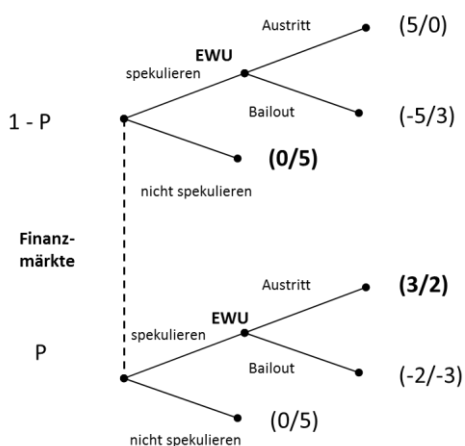
Abbildung 1: Unglaublichkeit der No-Bailout-Klausel



Aus dem Ewigkeitsversprechen in Verbindung mit der zeitinkonsistenten No-Bailout-Klausel resultiert das Moral Hazard-Problem mit den Finanzmärkten. Diese finanzieren in Erwartung eines Bailouts bereitwillig die Staatsverschuldung der Krisenländer. Entweder wird für die Schulden gesamtschuldnerisch haftet oder die EZB fungiert – wie geschehen – als lender of last resort, was in diesem Fall dazu führt, dass Finanzmarktstabilität gleichbedeutend ist mit Monetisierung von Staatsschulden. Daraus resultiert wiederum ein regulatorischer Widerspruch, der die Geldpolitik an den Rand ihres Mandats führt.

Gilt das Ewigkeitsversprechen hingegen nicht, werden die Märkte dazu veranlasst, gegen die Stabilität der Währungsunion zu spekulieren. Sind die systemischen Ansteckungsrisiken zu groß, wird der Bailout vollzogen. Wird hingegen der Austritt als verkraftbar angesehen, wird dieser durch Spekulation erzwungen (vgl. Abb. 2).

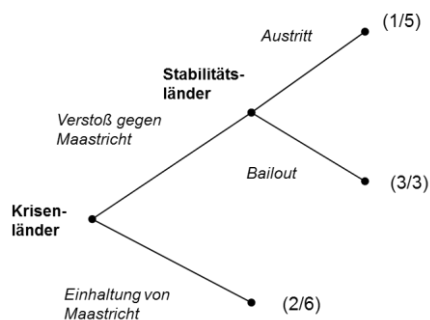
Abbildung 2: Spekulation gegen die Währungsunion



Vor diesem spieltheoretischen Hintergrund stellt sich die Frage nach einer institutionellen Lösung für die Währungsunion, also die Vermeidung des doppelten Moral Hazard-Problems und von spekulativen Attacken der Märkte gegen die Währungsunion. Als formale Lösungsbedingung muss ein institutionelles Arrangement existieren, das im „Kern“ liegt, d.h. für alle und für jeden vorteilhaft ist. Die Heterogenität der Mitgliedsländer führt zu den (fiktiven) Auszahlungen in Abbildung 1 und erzeugt die inhärente Instabilität der Währungsunion. Das institutionelle Arrangement muss geeignet sein, diese Instabilität aufzuheben. Dafür existieren im Prinzip unterschiedliche Ansätze, die mit sehr unterschiedlichen politischen Visionen von Europa verbunden sind.

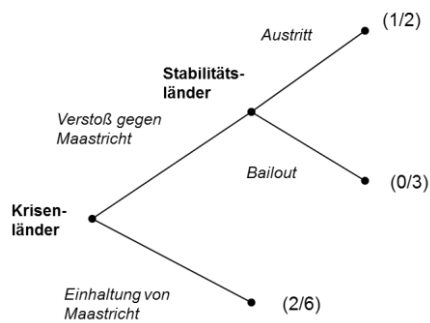
Die erste Lösung besteht darin, die systemischen Risiken für die Währungsunion zu reduzieren. Dadurch wird ein Austritt eines Mitgliedslandes verkraftbar und ein Bailout stellt infolgedessen nicht mehr die beste Antwort dar (vgl. Abb. 3 in Verbindung mit Abb. 1). Diese Politik ist bislang überwiegend verfolgt worden und ist in Teilen erfolgreich gewesen. Sie kann aber „nur“ zukünftig Haushaltsdisziplin erzwingen, nicht aber „alte“, also bereits bestehende Ungleichgewichte ex post beseitigen.

Abbildung 3: Reduzierung des systemischen Risikos für die Stabilitätsländer



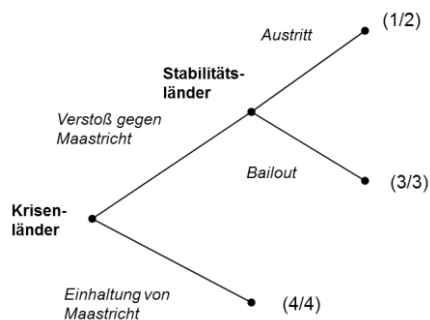
In Ergänzung dazu ist ein wesentliches Element der Brüsseler Verhandlungsstrategie die Erhöhung der Bailout-Kosten für Griechenland gewesen (vgl. Abb. 4). Auch dies macht es für Krisenländer unattraktiv, auf einen Bailout zur Lösung von Schuldenkrisen und damit eine Externalisierung und Sozialisierung der Kosten zu setzen. Wiederum stellt dieses Instrument aber nur ein Mittel dar, um ex ante Fehlverhalten zu vermeiden. Spieltheoretisch beinhaltet eine solche Strategie immer ein Element von Bestrafung, was in der Griechenland-Krise zu einem großen politischen Kollateralschaden geführt hat und insoweit eine gefährliche „Lösung“ darstellt.

Abbildung 4: Erhöhung der Bailout-Kosten für die Krisenländer



Schließlich bleibt die vielfach geforderte Einführung einer Transferunion, in der durch Umverteilung von vornherein ein Ausgleich implementiert wird (vgl. Abb. 5). Eine Transferunion trägt jedoch den Keim von dynamischer Ineffizienz in sich, da sie Leistungsanreize reduziert. Insofern ist bei einer Transferunion sehr genau darauf zu achten, dass nur ein (technisch notwendiger) Ausgleichsmechanismus zur Absorption asymmetrischer Schocks geschaffen wird, nicht aber ein generelles Umverteilungsinstrument. Die Angleichung der Lebensverhältnisse in Europa mag ein politisch legitimes Ziel sein, sie ist aber keine notwendige Bedingung für die Stabilität und Funktionsfähigkeit einer Währungsunion. Dennoch macht eine Transferunion eine Zentralisierung wichtiger wirtschafts-, fiskal- und finanzpolitischer Kompetenzen in Brüssel erforderlich. Dazu fehlt einerseits formal die demokratische Legitimation bzw. die völkerrechtliche und konstitutionelle allgemeine Zustimmungsfähigkeit, andererseits existiert für diese Variante derzeit und zumal nach den Erfahrungen der Griechenland-Krise keine hinreichende Akzeptanz.

Abbildung 5: Einführung einer Transferunion



Währungsunion mit partieller Staatsinsolvenz und beschränkter Mitgliedschaft

Der zentrale institutionelle Konflikt besteht darin, dass eine Staatsinsolvenz nur außerhalb der Währungsunion möglich ist. Ein Austritt ist aber durch das Ewigkeitsversprechen der Verträge nicht vorgesehen, eine Staatsinsolvenz aber lässt sich aufgrund der fehlenden Eingriffsrechte

in nationale Fiskalpolitik gleichzeitig nicht ausschließen. Staatsinsolvenz und Austritt geraten somit in einen nicht aufzulösenden institutionellen Konflikt (vgl. Abb. 6).

Abbildung 6: Governance-Optionen für die Eurozone

Keine Staatsinsolvenz und kein Austritt	→ Moral Hazard (keine Bindung durch No-Bailout-Klausel)
Staatsinsolvenz und Austritt	→ Spekulation
Keine Staatsinsolvenz und Austritt	→ keine sinnvolle Option
Staatsinsolvenz und kein Austritt	→ kein Moral Hazard und keine Spekulation

Insofern gilt es, sowohl die Austrittsoption und das Austrittsverfahren zu definieren, als auch ein europäisches Staatsinsolvenzrecht zu implementieren, das gleichzeitig die systemischen Besonderheiten einer Währungsunion berücksichtigt. Um Moral Hazard der Mitgliedsländer bei Ewigkeitsgarantie einerseits und Spekulation der Märkte gegen den fallweisen Austritt von Mitgliedsländern in Schuldenkrisen andererseits zu vermeiden, sind im Wesentlichen zwei Instrumente erforderlich, nämlich eine **beschränkte Mitgliedschaft** und eine **partielle Staatsinsolvenz** für die Eurozone. Es darf keine binäre bzw. diskrete Entscheidung über Verbleib oder Austritt mit einer Staatsinsolvenz verbunden sein. Das wiederum bedeutet, dass die Mitgliedschaft nur beschränkt und die Staatsinsolvenz nur teilweise sein dürfen. Die Frage ist, welches institutionelle Design, welche Regeln, Verfahren und Instrumente, dieses Ziel unterstützt.

Im Einzelnen sind die Ziele folgende:

- Erhöhung der Marktdisziplin
- Durchsetzung des Haftungsprinzips (Vermeidung eines Bailouts)
- Reduzierung systemischer Risiken (Vermeidung der Ansteckung)
- Minderung der Spekulationsanfälligkeit
- Schaffung eines Anpassungsmechanismus
- Erhaltung der nationalen Souveränität
- Schutz bestehender Institutionen.

Die beiden technisch zu lösenden **Probleme** einer Staatsinsolvenz innerhalb einer Währungsunion bestehen darin, dass sich ein Land in einer Währung verschuldet, die es selbst nicht schaffen kann. Das ist an sich keine Besonderheit. In einer Währungsunion aber überträgt sich eine Schuldenkrise in dieser Währung auf alle beteiligten Länder mit gleicher Währung. In dieser Währung insolvent zu gehen, bedeutet zugleich, den Zahlungsverkehr in dieser Währung nur bedingt aufrechterhalten zu können, obgleich diese Währung weiterhin

alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel ist. Eine Währungsreform wird in diesem Fall notwendig, was unter dem gegenwärtigen institutionellen Regime gleichbedeutend mit einem Austritt aus der Währungsunion ist. Ein neues institutionelles Arrangement muss daher eine beschränkte Mitgliedschaft und gleichzeitig eine Staatsinsolvenz zulassen. Alleinige Haftung für Schulden und Zahlungsverkehr in Euro dürfen sich auch im Fall einer Staatsinsolvenz nicht ausschließen. In einem *fiat money* Geldsystem besteht die Gefahr einer indirekten Staatsfinanzierung über die Aufrechterhaltung des Zahlungsverkehrs und der Finanzstabilität.

Stabilität ist unter dem institutionellen Regime nicht länger ein Kollektivgut. Der Anreiz zur Übernutzung der gemeinsamen Ressource „Stabilität und Vertrauen“ wird gemindert durch die Möglichkeit einer Staatsinsolvenz und einer beschränkten Mitgliedschaft, die gewährleistet, dass die Kosten einer Staatsinsolvenz sich nicht mehr externalisieren lassen – weder von den Mitgliedsländern noch von den Märkten, die nicht länger mit einem Bailout rechnen können. Gleichzeitig darf mit einer Staatsinsolvenz nicht automatisch und irreversibel ein Austritt aus der Währungsunion verbunden sein. Der Euro stellt für alle Länder einen Anker dar, der aber eine lange Kette hat, um die notwendige Flexibilität bereitzustellen.

Instrumente für mehr Stabilität durch Flexibilität

Die Europäische Währungsunion stellt bis zu einer Obergrenze der Staatsverschuldung am Bruttoinlandsprodukt von 60% eine Haftungsunion dar. Bis zu dieser Grenze ist die gemeinsame Währung wechselseitig durch das Solidaritäts- und Stabilitätsversprechen aller Mitgliedsländer gedeckt. Ähnlich einem Currency Board ist die umlaufende Währung voll gedeckt, sofern die Verschuldungsgrenze eingehalten wird. Daneben existiert für jedes Land eine virtuelle Parallelwährung. Über die 60% Verschuldungsgrenze hinaus wird das Mitgliedsland aus der Stabilitäts- und Solidaritätsunion entlassen. Marktdisziplin wird dadurch hergestellt, dass jenseits der Schuldenobergrenze die Haftung durch die Eurozone ausgesetzt wird und die Deckung der Parallelwährung allein durch das Vertrauen der Märkte in das sich verschuldende Land erfolgt. Ein Land, dessen Schuldenquote kleiner als 60% beträgt, besitzt somit eine 100%-Euro-Währung. Damit ein anreizkompatibler Schuldenschnitt jenseits der Schuldenobergrenze möglich ist, muss eine *Reverse Action Clause* in Staatsanleihen festgeschrieben werden, die im Unterschied zur *Collective Action Clause*, welche nur eine Verpflichtung zur Koordination der Gläubiger verlangt, die Reihenfolge der Rückzahlung festlegt, nämlich nicht nach Fälligkeit, sondern in umgekehrter Reihenfolge des Schuldenaufbaus. Derjenige, der zuletzt die Schuldenquote erhöht hat, wird als Erster vom Schuldenschnitt betroffen. Damit erfolgt eine effiziente Bewertung des Grenzausfallrisikos in Abhängigkeit der Schuldenquote. Lediglich die „alten“ Schulden sind also gedeckt, so dass auf Seiten der Staaten und der Märkte jenseits der Schuldenobergrenze eine individuelle Risikoprämie bestimmt wird, die anreizkompatibel das Grenzausfallrisiko angibt. Gleichzeitig

fällt das Land aber nie ins Bodenlose, da ein Grundsockel durch Quasi-Eurobonds abgesichert ist, der die Mitgliedschaft in der Währungsunion und den Zahlungsverkehr in der Gemeinschaftswährung gewährleistet.

Die Liquiditätsversorgung mit Euro und die gemeinschaftliche Haftung der Schulden in Euro erfolgt bis zur Schuldenobergrenze innerhalb der Währungsunion bzw. innerhalb des Euro-Systems der Zentralbanken. Ein Land tritt somit niemals komplett aus, sondern nimmt die Vorteile des Euro-Systems immer nur innerhalb eines gewährten Rahmens wahr, ohne diese durch eigenes Fehlverhalten für die anderen Mitgliedsländer zu vermindern. Damit wird zugleich ein Mechanismus implementiert, der Anreize zu wirtschaftlicher Konvergenz schafft. Zugleich wird mit einem stetigen Mechanismus die Verbreitung von Schuldenkrisen über Ansteckung weitgehend vermieden.

Zentrale Instrumente eines europäischen Staatsinsolvenzrechts in einer Währungsunion mit beschränkter Mitgliedschaft sind also:

- i) Die Einführung eines **Euro-Schuldenfonds** mit jeweils 60%-Anteil der Länder gemessen am nationalen BIP,
- ii) Die Festschreibung einer **Reverse Action Clause** in den Staatsanleihen,
- iii) Die Einführung eines Systems virtueller **Parallelwährung** für alle Mitgliedsländer,
- iv) Die Einrichtung eines **Currency Boards** zur Verwaltung der Parallelwährungen.

Eine Staatsinsolvenz wird auf diese Weise möglich, da der Schuldenschnitt nicht in Euro, sondern in der Parallelwährung vollzogen wird, in der sich das Land über die 60% hinaus verschuldet hat. Der Zahlungsverkehr in Euro ist als Anker nach wie vor gesichert. Die Parallelwährung sichert die Solvenz, eine interne Abwertung erfolgt nicht über eine Lohndeflation, sondern eine Abwertung der nationalen Parallelwährung gegenüber dem Euro über das Currency Board. Gleichzeitig schützt es vor einer erzwungenen Finanzierung von Staatsschulden durch die Europäische Zentralbank, die – wie die Krise gezeigt hat – quasi-fiskalische Funktionen übernehmen musste. Darüber hinaus löst es die fatale Abhängigkeit zwischen Staatsfinanzen und nationalem Bankensystem, die in der Vergangenheit häufig zur wechselseitigen Übertragung von Staatsschulden-, Banken- und Währungskrisen geführt hat. Parallel dazu kann sich die politische Union mit sinnvoller Geschwindigkeit entwickeln - zum Beispiel beginnend mit einer europäischen Einkommensteuer -, wenn die technische Funktionsfähigkeit der Währungsunion institutionell sichergestellt ist. Es ist an der Zeit, dass Europa und speziell die Eurozone das Zusammenwirken von politischer und ökonomischer Integration institutionell in den Griff bekommt. Mehr institutionelle Flexibilität im Umgang mit den Problemen kann hier zu mehr Glaubwürdigkeit und Stabilität beitragen.