

Die Währungsunion benötigt eine Fiskalunion – aber welche? Eine Analyse der Euro-Reformblockade

Friedrich Heinemann*

Although the euro area looks back at a phase of comprehensive reforms, its fiscal institutions still lack a consistent shape. The article analyses how the competition between two distinct models of a European Fiscal Union (EFU) has created the current reform deadlock. This is the struggle between a centralised EFU with its broad arsenal of new European fiscal instruments that stress the idea of mutual insurance on the one hand, and a decentralised EFU that puts the emphasis on market discipline through sovereign insolvency procedures and national fiscal self-responsibility on the other hand. The article identifies the main camps on both sides of the controversy: The European Commission together with the European Central Bank and high-debt Member States favour a centralised EFU; low-debt Member States such as the countries of the Hanseatic League and Germany push towards a decentralised EFU. This conflict explains why currently substantial Commission euro area reform initiatives are either watered down or completely fail in the Eurogroup. Reform packages that combine key elements of both models could solve the dilemma. However, Member States increasingly lack the mutual trust that is indispensable to achieve such a grand bargain. The new severe economic and fiscal crisis that is caused by the COVID-19 pandemic might now speed up the decisions on the final outline of the EFU.

Das vertraute Muster, wonach eine akute Krise ein Katalysator für Reformen ist, hat sich auch in der bisherigen Geschichte der europäischen Gemeinschaftswährung bestätigt.¹ Die tiefe Vertrauenskrise um die Zahlungsfähigkeit einer Reihe von Euro-Staaten hat ab dem Frühjahr 2010 ein Reformfenster geöffnet, das für umfangreiche Veränderungen am institutionellen Ordnungsrahmen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) genutzt wurde. Die Krise hatte unübersehbar offengelegt, was Kritiker des Maas-trichter Ordnungsrahmens von Beginn an bemängelt hatten: die fehlende Konsistenz zwischen einer einheitlichen europäischen Geldpolitik und einem unvollständig definierten fiskalischen Rahmen. In der Situation eines drohenden Systemkollapses mit unkalkulierbaren ökonomischen, politischen und sozialen Kosten kam es in den ersten Jahren nach 2010 daher zu weitreichenden institutionellen Innovationen. Umgekehrt war mit dem Abklingen der akuten Krisensymptome bis zum Jahr 2019 die Veränderungsbereitschaft erkennbar geschwunden, was an den zuletzt nur noch halbherzig verfolgten Reforminitiativen zu erkennen gewesen ist.

Zur Beruhigung der Lage hatten zum einen die Anpassungen in den Krisenländern und zum anderen eine Reihe von neuen Euro-Institutionen beigetragen. Das Paradebeispiel für eine erfolgreich verlaufende Anpassung in einem Krisenland ist Irland, dessen Verschuldungssituation sich innerhalb weniger Jahre deutlich entspannt hat und das gegenwärtig

* Prof. Dr. Friedrich Heinemann, ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim; und Universität Heidelberg.

Der Autor dankt Justus Nover und Ludger Schuknecht für wertvolle Kommentare.

1 Vgl. zur Krisenhypothese der Reformen: Friedrich Heinemann/Theocharis Grigoriadis: Origins of reform resistance and the Southern European regime, in: *Empirica* 4/2016, S. 661–691; Hans Pitlik: A Race to Liberalization? Diffusion of Economic Policy Reform among OECD-Economies, in: *Public Choice* 1/2007, S. 159–178.

sogar einen neuen Wachstumsboom erlebt. Auf der anderen Seite des Länderspektrums steht Griechenland, wo die Lösung des Überschuldungsproblems durch eine sehr langfristige Finanzierung durch den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) letztlich für die Zeitdauer einer Generation vertagt worden ist. Neben partiell erfolgreichen Reformen und ESM-Krediten haben massive Interventionen der Europäischen Zentralbank (EZB) an den Märkten für Euro-Staatsanleihen zum Abebben der Krisensymptome beigetragen. Diese Eingriffe haben nicht nur das Durchschnittsniveau der Anleiherenditen, sondern auch die Zinsaufschläge bonitätsschwächerer Staaten verringert.² Dabei wurde das EZB-Krisen-Anleihekaufprogramm der Outright Monetary Transactions (OMT), das der EZB-Rat 2012 auf dem Höhepunkt der Krise aus der Taufe gehoben hat, bis heute nicht genutzt. Dafür hat Europas Zentralbank 2015 im Rahmen ihrer Suche nach neuen unkonventionellen expansiven Mitteln der Geldpolitik das Public Sector Purchase Programme (PSPP) zum breiten Ankauf von Euro-Staatsanleihen etabliert und aktiviert.³ Auch wenn das PSPP aus Sicht der EZB geldpolitisch motiviert ist, hat es eine hohe fiskalpolitische Relevanz. Das Eurosystem hielt Ende 2019 bereits nationale Euro-Staatsanleihen im Volumen von knapp 2 Billionen Euro und finanzierte damit schon nahezu 20 Prozent der gesamten Staatsschuld der Eurozone.⁴ Zudem haben EZB und nationale Zentralbanken im November 2019 die Netto-Anleihekäufe im Rahmen des PSPP nach einer nur zehnmonatigen Pause wieder aufgenommen, sodass an den Anleihemärkten kaum mehr kurzfristige Sorgen um drohende Liquiditätskrisen bestehen.

Angesichts der mit der umfangreichen Notenbankfinanzierung abebbenden Reformbereitschaft stellt sich die Frage, ob die bislang erreichten Anpassungen am europäischen Fiskalrahmen bereits einen wirklich dauerhaft funktionsfähigen Rahmen für die Eurozone konstruieren konnten. Insbesondere ist zu fragen, ob die Eurozone in Zukunft eine neue Schuldenkrise besser bewältigen können als in der Vergangenheit. Diese Frage ist umso dringlicher, als die Gefahr einer neuen umfassenden Schuldenkrise im Frühjahr 2020 durch die schwere Rezession infolge der COVID-19-Pandemie plötzlich wieder hochgradig akut geworden ist.

Sicher ist zunächst, dass das Problem gefährlich hoher Staatsschulden in der Eurozone trotz der Fortschritte für einige Euro-Staaten auch vor der Corona-Rezession ungelöst war. Das Verhältnis von Staatsschulden zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) lag Ende 2019 in der Eurozone mit 86,4 Prozent trotz eines leichten Rückgangs in den Jahren zuvor noch immer deutlich über dem Niveau von vor der Finanzkrise (65,9 Prozent im Jahr 2007).⁵ Dass die

2 Vgl. die Fallstudie zur Wiederankündigung der Anleihekäufe und der Entwicklung des Italien-Spreads in: Friedrich Heinemann: Rückgang des Italien-Spreads: Der Sintra-Lagarde-Moscovici-Effekt, in: Ökonomenstimme, 22. Juli 2019, abrufbar unter: www.oekonomenstimme.org/artikel/2019/07/rueckgang-des-italien-spreads-der-sintra-lagarde-moscovici-effekt/ (letzter Zugriff: 27.4.2020).

3 Das OMT ist ein Notfallkreditprogramm, in dessen Rahmen die EZB Anleihen nur von solchen Krisenländern ankaufen würde, die ein Beistandsabkommen mit dem ESM abgeschlossen haben. Im Rahmen des PSPP kaufen die nationalen Zentralbanken des Eurosystems hingegen Anleihen aller Euro-Staaten. Diese Ankäufe am Sekundärmarkt sollen sich in ihrer Länderaufteilung am EZB-Kapitalschlüssel orientieren.

4 Hinzu kommen 230 Milliarden Euro aus EZB-Beständen an supranationalen Anleihen von europäischen Emitenten wie der Europäischen Union, der Europäischen Investitionsbank und dem ESM. Siehe Europäische Zentralbank: Asset purchase programme, abrufbar unter: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html (letzter Zugriff: 4.2.2020).

5 Europäische Kommission: AMECO database, abrufbar unter: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco/ameco-database_en (letzter Zugriff: 7.5.2020).

Staatsverschuldung in einigen Ländern damit eine riskante Größenordnung erreicht hat, ist auch das Ergebnis von Analysen der Europäischen Kommission, die kaum im Verdacht steht, ein übertrieben alarmistisches Bild der Lage zu zeichnen. In ihrem jüngsten, noch vor der Corona-Pandemie erarbeiteten Schuldentragfähigkeits-Monitor von Anfang 2020 ordnet die Kommission fünf Euro-Staaten (Belgien, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal) in der obersten Risikoklasse („hohes Risiko“) in Bezug auf ihre mittelfristige Schuldentragfähigkeit ein.⁶ Mit „mittelfristig“ ist in dieser Analyse ein Zeithorizont von zehn Jahren gemeint. Damit haben mit Frankreich, Italien und Spanien drei der vier größten Euro-Staaten ein gravierendes Schuldenproblem, das mit einiger Wahrscheinlichkeit in eine Überschuldung führen kann. Dieses Ergebnis ist umso schwerwiegender, als die Kommission bereits die Zinsannahmen des Schuldentragfähigkeits-Monitors überarbeitet hat und nun von dauerhaft niedrigeren Anleiherenditen ausgeht, was für sich genommen die Bewältigung eines hohen Schuldenstands eigentlich erleichtern sollte. Für die Eurozone können somit in den nächsten Jahren neue Schuldenkrisen nicht ausgeschlossen werden, also Fälle von Euro-Staaten, die ihre Verschuldung nicht mehr mithilfe ihrer eigenen Steuerkraft vertragsgemäß bedienen können und denen dann auch kurzfristige Notfallliquidität nicht helfen kann. Der Unterschied künftiger Fälle zu denen des Jahres 2010 liegt allerdings darin, dass es sich um größere Länder mit weit höheren absoluten Schuldenlasten als Griechenland handeln wird. Die dramatischen finanziellen Konsequenzen der aktuellen Rezession, die ohnehin hoch verschuldete Euro-Staaten wie Italien und Spanien besonders schwer trifft und die Schuldenstände nun rasch weiter nach oben treibt, haben diese Risiken rascher als erwartet akut werden lassen. Die Frage, wie Europa eigentlich mit überschuldeten Staaten umgehen soll, könnte sich daher früher als erwartet stellen.

Vor dem Hintergrund dieser ungelösten Staatsschuldenprobleme beleuchtet dieser Beitrag den aktuellen Stand der institutionellen Reform des Euro-Fiskalsystems am Vorabend einer neuen umfassenden Wirtschafts- und Finanzkrise. Zielsetzung ist es, die zentralen Schwachpunkte und Widersprüche im fiskalischen Status quo sowie die aktuellen und widerstreitenden Reforminteressen wichtiger Vetospieler zu identifizieren. Nur das Verständnis dieser Interessenlage erlaubt es, einerseits die schwindende Reformbereitschaft zu erklären und andererseits die politisch realisierbaren Reformoptionen zu erkennen.

Der folgende Abschnitt befasst sich zunächst mit konzeptionellen Vorüberlegungen zu unterschiedlichen denkbaren Modellen einer europäischen „Fiskalunion“. Dem schließt sich ein Überblick über die seit 2010 bereits erfolgten Reformen und die derzeit im Verhandlungsstadium befindlichen neuen Institutionen an. Es folgt die Einordnung der divergierenden Interessen wichtiger Akteure – Europäische Kommission, EZB und Mitgliedstaaten. Anschließend werden umfassende Reformpakete beschrieben, die am ehesten einen Konsens herbeiführen könnten.

Zwei polare Modelle einer Fiskalunion

Die These, dass eine Europäische Währungsunion auch eine Europäische Fiskalunion (EFU) benötige, ist in dieser Pauschalität ein Gemeinplatz. Die These ist schon deshalb

⁶ Europäische Kommission: Debt Sustainability Monitor 2019, Institutional Paper 120, Luxemburg 2020. Griechenland ist als Sonderfall in die Analyse nicht miteinbezogen.

schwer zu beurteilen, weil das Verständnis der Zielsetzung und der Instrumente einer Fiskalunion sehr unterschiedlich sein kann. Bei allen Schattierungen von Modellen lassen sich zwei polare Fälle identifizieren: eine durch den starken Ausbau europäischer Instrumente zentralisierte Fiskalunion auf der einen Seite und ein auf nationale Eigenverantwortung und Durchsetzung des Haftungsausschlusses (No-Bailout) ausgerichtetes dezentrales Modell auf der anderen Seite. Beide Modelle lassen sich folgendermaßen beschreiben.⁷

Zentralisierte Fiskalunion

Die zentralisierte EFU setzt auf den Ausbau von zentralen europäischen Fiskalinstrumenten. Typische Blaupausen in diese Richtung haben eine lange Historie und reichen zurück bis zum MacDougall-Bericht von 1977.⁸ In jüngster Zeit stehen der Fünf-Präsidenten-Bericht von 2015 und das Reflexionspapier der Kommission zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion für dieses Grundmodell.⁹

Eine Reihe von neuen fiskalischen Instrumenten soll demnach nicht lediglich Notfallliquidität gegen Liquiditätskrisen bereitstellen, sondern außerdem die Euro-Staaten gegen asymmetrische Schocks und die Eurozone als Ganze gegen symmetrische Schocks absichern. Neue Institutionen wie eine Europäische Arbeitslosenversicherung oder ein Eurozonen-Budget sind dabei so zu konstruieren, dass sie in einem Abschwung makroökonomisch bedeutsame Zahlungen mobilisieren und damit rasch auf konjunkturelle Schwankungen reagieren können. Explizit im Vordergrund steht bei diesen neuen Instrumenten der Versicherungsgedanke. Das bedeutet, dass die Stabilisierungsmechanismen nicht systematisch und dauerhaft zu Transfers zwischen den Euro-Mitgliedern führen sollen.¹⁰

Die europäischen Märkte für Staatsanleihen sollen noch dazu um europäische Anleihen bereichert werden, die in der einen oder anderen Weise ein Risikopooling beinhalten. Eine prominente, derzeit diskutierte Variante sind die European Safe Bonds (ESBies).¹¹ Dabei handelt es sich um forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities, ABS), bei denen eine Finanzinstitution ein Bündel von Staatsanleihen aller Euro-Staaten kauft und sich durch die Ausgabe zweier Tranchen von ABS refinanziert. Die nachrangigen Junior Bonds würden im Fall eines staatlichen Ausfalls zuerst Verluste abdecken. Die bevorrechtigten ESBies würden hingegen erst dann am Verlust beteiligt, wenn die Junior Bonds ganz auf null gesetzt wären. Mit den ESBies würde ein europäisches „safe asset“ etabliert, in das Banken weitgehend risikofrei investieren könnten. Dies könnte helfen, die verhängnisvolle

7 Vgl. für eine ähnliche Klassifikation: Anne-Laure Delatte/Clemens Fuest/Daniel Gros/Friedrich Heinemann/Martin Kocher/Roberto Tamborini: The Future of Eurozone Fiscal Governance, European Network for Economic and Fiscal Policy Research: EconPol Policy Report 1/2017.

8 Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration ("MacDougall Report"), Vol. I: General Report, Brüssel 1977.

9 Europäische Kommission: Die Wirtschafts- und Währungsunion vollenden, vorgelegt von Jean-Claude Juncker in enger Zusammenarbeit mit Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi und Martin Schulz, 22. Juni 2015; Europäische Kommission: Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion, COM(2017) 291 final.

10 Der Erwartungswert für Leistungen aus einer fairen Versicherung beträgt für jeden Euro-Staat ex ante null. Einzahlungen und Auszahlungen sollten sich auf Dauer die Waage halten. Dies ist dann realistisch, wenn die Risiken für einen „Schadensfall“ (ein asymmetrischer Wirtschaftsschock, der eine Zahlung an ein Land auslöst) für alle Euro-Staaten gleich sind.

11 Markus K. Brunnermeier/Sam Langfield/Marco Pagano/Ricardo Reis/Stijn van Nieuwerburgh/Dimitri Vayanos: ESBies: Safety in the Tranches, in: Economic Policy 90/2017, S. 175–219.

Schicksalsgemeinschaft von Banken und Staaten (den Banken-Staaten-Nexus) abzuschwächen.

Die institutionellen Innovationen sind in dieser Konzeption nicht auf neue fiskalische Instrumente begrenzt. Hinzu kommt die Weiterentwicklung der Europäischen Bankenunion durch die Europäische Einlagensicherung (European Deposit Insurance Scheme, EDIS) mit wechselseitiger Garantie aller nationalen Einlagensicherungssysteme.

Weil die zentralisierte Fiskalunion auf ein erhebliches Maß an finanzieller Solidarität bauen würde, müsste sie konsequenterweise mit Vorschlägen verbunden werden, den Entscheidungsspielraum der nationalen Haushaltspolitik über das bestehende Regelwerk von Stabilitätspakt und Europäischem Semester hinaus weiter einzuengen. Allerdings finden sich solche Ideen eher selten. Der Vorschlag im Reflexionspapier der Europäischen Kommission, einen Europäischen Wirtschafts- und Finanzminister zu etablieren, der mit Rechten der Budgetkoordination ausgestattet wird, ist am ehesten ein Beispiel für diese Denkrichtung.¹²

Dezentrales Modell einer Fiskalunion

Das dezentrale Modell der EFU knüpft eng an die Grundprinzipien der ursprünglichen Maastrichter Fiskalverfassung an. Der Maastrichter Ordnungsrahmen hat der Eigenverantwortung der Euro-Staaten durch die Etablierung der No-Bailout-Klausel (Art. 125 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union, AEUV), des Verbots der monetären Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV), der Untersagung eines bevorrechtigten Zugangs von Staaten zu Bankkrediten (Art. 124 AEUV) und der regelgebundenen Sanktionierung von zu hohen Staatsschulden große Aufmerksamkeit geschenkt. Auf diese Weise sollen die Kapitalmärkte in die Lage versetzt werden, durch schuldenreagible Zinsaufschläge („Spreads“) Marktdisziplin auszuüben. Typische Beispiele für Konzeptionen, die an diese Maastricht-Prinzipien anknüpfen und diese besser verankern wollen, sind die „Stabilitätsunion“ der Deutschen Bundesbank¹³ oder das „Maastricht 2.0“-Modell des Sachverständigenrats.¹⁴

Um die No-Bailout-Klausel wieder glaubwürdig zu machen, setzen diese Blaupausen u.a. auf zwei Gestaltungselemente. Erstens sollen Euro-Staaten ihr derzeitiges Privileg in den Bankeneigenkapitalregeln verlieren, das in der Nullgewichtung von Euro-Staatsanleihen in den Eigenkapitalvorschriften und im Verzicht auf Großkreditgrenzen für Staatsanleihen in den Bankbilanzen besteht. Auch solche Vorschläge verfolgen das Ziel, den Banken-Staaten-Nexus aufzulösen, allerdings ohne dafür wie im zentralisierten Modell ein Risikopooling von Staatsanleihen vorzunehmen. Zweitens sollen die Regeln zur Restrukturierung von Euro-Staatsschulden konkretisiert und möglichst in Richtung eines wohldefinieren und glaubwürdigen Insolvenzsystems für Euro-Staaten ausgebaut werden.¹⁵ Ein glaub-

12 Zareh Asatryan/Xavier Debrun/Annika Havlik/Friedrich Heinemann/Martin G. Kocher/Roberto Tamborini: Which Role for a European Minister of Economy and Finance in a European Fiscal Union?, European Network for Economic and Fiscal Policy Research: EconPol Policy Report 6/2018.

13 Deutsche Bundesbank: Approaches to Strengthening the Regulatory Framework of European Monetary Union, Monthly Report, März 2015, S. 15–37.

14 Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Gegen eine rückwärtsgerandete Wirtschaftspolitik, Jahresgutachten 2013/14, November 2013, S. 156–207.

15 Clemens Fuest/Friedrich Heinemann/Christoph Schröder: A Viable Insolvency Procedure for Sovereigns in the Euro Area, in: Journal of Common Market Studies 2/2016, S. 301–317.

würdig verfügbares Insolvenzsystem soll die Gewähr bieten, dass existierende Liquiditäts- und Versicherungsinstrumente nicht de facto für Transfers an ein überschuldetes Land genutzt werden.

Die dezentralen Modelle einer EFU beinhalten in der Regel keine Vorschläge zu umfassenden neuen Eurozonen-Budgets mit makroökonomischer Stabilisierungswirkung. Die Verfechter dieser Modelle negieren nicht die Notwendigkeit einer effektiven fiskalischen Stabilisierungspolitik in einer Währungsunion, in der anpassungsfähige nominale Wechselkurse nicht mehr zur Verfügung stehen. Sie verweisen allerdings auf die Fähigkeit von fiskalisch gesunden Volkswirtschaften mit flexiblen Güter- und Arbeitsmärkten zur eigenen Stabilisierung. Euro-Staaten, welche die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) und des Fiskalvertrags einhalten, hätten aufgrund ihrer moderaten Verschuldung keine Schwierigkeiten, auch sehr gravierende asymmetrische Schocks durch eine temporäre Ausweitung der nationalen Verschuldung zu verarbeiten. Zudem könnten flexible Löhne und Preise für notwendige Anpassungen von Relativpreisen sorgen und eine verloren gegangene Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen.

Die neuen Liquiditätsinstrumente zur Abwehr „schlechter Gleichgewichte“

In den Jahren unmittelbar nach Ausbruch der Euro-Staatsschuldenkrise sind vielfältige Reformen implementiert worden, die entweder direkt oder indirekt die fiskalischen Institutionen der Eurozone betreffen.¹⁶ Hier stellt sich die Frage, inwieweit die bisherigen Reformen insgesamt eine Bewegung in Richtung des zentralisierten oder des dezentralen Fiskalunion-Modells gebracht haben. Folgende Maßnahmen und institutionelle Innovationen waren wesentlich:

Wie bereits eingangs erwähnt, bestand eine erste Reihe von Reformen im unmittelbaren Krisenmodus darin, neue Instrumente für die kurzfristige Liquiditätsbereitstellung für Euro-Staaten mit Liquiditätsproblemen zu schaffen. Länder, die den Zugang zur eigenständigen Finanzierung über die internationalen Anleihemärkte verlieren oder zu verlieren drohen, können Zugang zu diesen neuen Finanzierungslinien erhalten. Mit dem ESM ist eine dauerhafte neue Institution etabliert worden, die durch eine Primärrechtsänderung (den neuen Absatz 3 in Art. 136 AEUV) im Hinblick auf ihren möglichen Konflikt mit der No-Bailout-Regel abgesichert worden ist. Die derzeitige Finanzierungskraft des ESM ist mit maximal 500 Milliarden Euro Kreditobergrenze vergleichsweise gering, wenn man diese Obergrenze in Relation zur Verschuldung potenzieller neuer Krisenkandidaten wie Italien setzt, das alleine eine Staatsschuld in Höhe von derzeit 2,4 Billionen Euro (Ende 2019) – bei steigender Tendenz – zu finanzieren hat.¹⁷ Eine Erhöhung der Kreditsumme ist möglich, aufgrund der erforderlichen Einstimmigkeit und der damit verbundenen parlamentarischen Zustimmungspflichten in Mitgliedstaaten wie Deutschland jedoch politisch schwierig. Umso bedeutsamer für eine glaubwürdige und in ihrer Höhe ausreichende Li-

16 Vgl. die Überblicke in Jürgen Matthes/Anna Iara/Berthold Busch: Die Zukunft der Europäischen Währungsunion. Ist mehr fiskalische Integration unverzichtbar?, Institut der deutschen Wirtschaft Köln: IW-Analysen 110/2016; Francesco Paolo Mongelli/Ettore Dorrucci/Demosthenes Ioannou/Alessio Terzi: Responses to the Euro Area Crisis: Measuring the Path of European Institutional Integration, in: Journal of European Integration 7/2015, S. 769–786.

17 Europäische Kommission: General Government Data. General Government Revenue, Expenditure, Balances and Gross Debt, Oktober 2019.

liquiditätsbereitstellung sind daher die Anleihekaufprogramme der EZB mit ihrer fehlenden expliziten Obergrenze und – aufgrund der Unabhängigkeit der EZB – ohne die Notwendigkeit zustimmender Parlamentsentscheidungen.¹⁸

Die neuen Instrumente zur Liquiditätsbereitstellung wie ESM und OMT/PSPP üben für die Eurozone eine wichtige stabilisierende Funktion aus. Sie können helfen, die Gefahren „multipler Gleichgewichte“ an den Märkten für Staatsanleihen einzudämmen. „Multiple Gleichgewichte“ bezeichnen die Möglichkeit, dass es im Rahmen selbsterfüllender Erwartungen zufallsabhängig zu einem „guten“ oder einem „schlechten Gleichgewicht“ an den Märkten für Staatsanleihen kommen kann.¹⁹ Im „schlechten Gleichgewicht“ entsteht ein Teufelskreis von Pessimismus, fallenden Anleihenkursen, steigenden Risikoaufschlägen für Staatsanleihen, strauchelnden Banken und realwirtschaftlicher Rezession, der schließlich in die Zahlungsunfähigkeit eines Euro-Staates münden kann. Im „guten Gleichgewicht“ wird dieser Teufelskreis umgekehrt: In einem optimistischen Umfeld zeigen sich Anleihenkurse stabil, die Renditen bleiben niedrig, die Banken und die Realwirtschaft prosperieren und der Staat hat keine Probleme, seine fällig werdenden Staatsanleihen und zusätzlich seine Neuverschuldung am Kapitalmarkt zu refinanzieren. Die Verfügbarkeit von Notfallliquiditätshilfen durch ESM und EZB hat zusammen mit den Reformbemühungen der betroffenen Länder offenbar seit 2012 geholfen, das „schlechte Gleichgewicht“ zu verhindern und selbsterfüllende optimistische Erwartungen in Gang zu setzen.

Allerdings darf die Theorie der „multiplen Gleichgewichte“ nicht zu einem Missverständnis führen. Nicht jede staatliche Illiquidität muss immer das Ergebnis einer Marktpanik in einem „schlechten Gleichgewicht“ sein. Es kann Situationen geben, in denen Staaten fundamental insolvent und auch in einem optimistischen Marktumfeld nicht mehr in der Lage sind, ausreichend Steuereinnahmen zur Bedienung ihrer finanziellen Verpflichtungen zu generieren. Griechenland im Jahr 2010 war das bisher eindeutigste Beispiel für diesen Fall.²⁰ Ein solventes Land wie Irland konnte durch Liquiditätshilfen von moderatem Volumen und kurzer Dauer stabilisiert werden. Dies war für das überschuldete Griechenland hingegen nicht möglich. Das ESM-Programm für Griechenland hat mit seiner Laufzeit bis 2060 dann auch den Charakter einer sehr langfristigen Schuldenvergemeinschaftung mit Transfercharakter.²¹ Die effektive Abschreibung, die sich zulasten der Geldgeber aus der jahrzehntelangen kollektiven Finanzierung zu Präferenzzinsen ergibt, wird finanzma-

18 Allerdings hat das Bundesverfassungsgericht der Deutschen Bundesbank in seinem Urteil vom 21. Juni 2016 enge Grenzen für eine Beteiligung am OMT gesetzt (BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 21. Juni 2016, 2 BvR 2728/13). Das Volumen der Ankäufe muss demnach im Voraus begrenzt sein und es dürfen nur Schuldtitel von Mitgliedstaaten erworben werden, die „einen ihre Finanzierung ermöglichenden Zugang zum Anleihemarkt haben“. Nimmt man diese Bedingungen ernst, dann könnte das OMT seine Funktion der Liquiditätsbereitstellung für einen Euro-Staat, der den Zugang zum Anleihemarkt temporär verloren hat, nicht mehr erfüllen. Dass dieses Urteil nicht für erneute Verunsicherung an den Anleihemärkten gesorgt hat, dürfte an den zu diesem Zeitpunkt bereits laufenden PSPP-Käufen liegen, die nicht vom OMT-Urteil betroffen waren.

19 Paul De Grauwe/Yuemei Ji: From Panic-Driven Austerity to Symmetric Macroeconomic Policies in the Eurozone, in: *Journal of Common Market Studies* S1/2013, S. 31–41.

20 Jeromin Zettelmeyer/Christoph Trebesch/Mitu Gulati: The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, in: *Economic Policy* 75/2013, S. 513–563.

21 Der ESM und sein Vorgänger, die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF), halten heute mit knapp 200 Milliarden Euro mehr als die Hälfte der gesamten griechischen Staatsschuld. Hinzu kommen die Kredite aus den bilateralen Hilfspaketen der Euro-Staaten mit Griechenland. Die Forderungen des ESM an Griechenland haben eine durchschnittliche Laufzeit von 32,2 Jahren. Nennenswerte Rückzahlungen sind erst ab 2032 vereinbart und ziehen sich nach heutigem Stand bis zum Jahr 2060. Dem Land werden dabei für den Zins-

thematisch auf eine Größenordnung von mehr als 50 Prozent des Nominalbetrags der EFSF/ESM-Kredite veranschlagt.²²

Die durch ESM- und EZB-Programme realisierte Bereitstellung von kurzfristiger Notfallliquidität als solche kann noch nicht als prinzipielle Entscheidung für einen bestimmten Typus der Fiskalunion gelten. Sowohl in einer zentralisierten als auch in einer dezentralen Fiskalunion ist es sinnvoll, destruktive „schlechte Gleichgewichte“ durch Notfallliquidität zu verhindern. Allerdings ist die Umnutzung des ESM für die jahrzehntelange kollektive Finanzierung eines Euro-Staates ein erstes Indiz für die stillschweigende Annäherung an eine zentralisierte Fiskalunion mit Schuldenvergemeinschaftung. Inwieweit das Griechenland-Modell allerdings im Fall einer Überschuldung größerer Euro-Staaten politisch ebenfalls durchsetzbar wäre, ist unsicher. Insofern bleibt die Grundentscheidung über den Charakter der künftigen EFU trotz des Präzedenzfalls Griechenlands offen.

Weitere Weichenstellungen in den Krisenjahren

Über die Errichtung von Liquiditätsinstrumenten hinaus wurden in den ersten Krisenjahren Reformen eingeleitet, die nicht dem akuten Krisenmanagement, sondern der Prävention künftiger Krisen dienen sollen.²³ Das mit dem Six-Pack etablierte und im Europäischen Semester integrierte Verfahren zur makroökonomischen Überwachung soll frühzeitig gegensteuern, wenn es zu hohen Leistungsbilanzsalden, Immobilienpreisblasen oder exzessiver privater Verschuldung kommt. Dies ist deshalb eine auch fiskalpolitisch bedeutsame Weichenstellung, weil hohe private Verschuldung – wie der Fall Irlands eindrucksvoll demonstriert – in einer Bankenkrise rasch in öffentliche Verschuldung transformiert werden kann.

Besonderes Augenmerk wurde bereits seit der Aufarbeitung der globalen Finanzkrise auf die Vorsorge für ein stabileres Bankensystem gerichtet. Auch dies ist für die Rahmenbedingungen einer Fiskalunion hochgradig relevant. Mit dem bislang bestehenden Banken-Staaten-Nexus hatte in der Vergangenheit eine nationale Bankenkrise auch die Stabilität der Staatsfinanzen bedroht. Gelingt es, Risiken für die nationalen und das europäische Bankensystem insgesamt einzudämmen, dann mindert dies auch die Risiken für die Fiskal-systeme. Hier hat es zweifellos substanzielle Fortschritte gegeben. Die Anforderungen an das haftende Eigenkapital von Banken sind im Einklang mit einer koordinierten G20-Vorgehensweise verschärft worden. Mit der Errichtung der Europäischen Bankenunion (EBU) wurde eine weitgehende Europäisierung der Aufsicht über das Bankwesen etabliert. Zentrale Elemente der EBU sind ein einheitliches Regelwerk mit Vorschriften zum Eigenkapital und zur Abwicklung von Banken (Single Rulebook), der Einheitliche Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, SSM) und der einheitliche Abwicklungsmechanismus und -fonds (Single Resolution Mechanism, SRM; Single Resolution Fund, SRF). Im Rahmen des SSM wurden die großen, systemrelevanten Banken der unmittelbaren Aufsicht der EZB unterworfen. Der SRF flankiert die Abwicklung von Banken finanziell, dabei

dienst niedrige Präferenzkonditionen gewährt. Vgl. Europäischer Stabilitätsmechanismus: Greece emerges from crisis, abrufbar unter: www.esm.europa.eu/assistance/greece#bringing_greece_back_to_growth (letzter Zugriff: 12.2.2020).

22 Lee C. Buchheit/Mitu Gulati: Sovereign Debt Restructuring in Europe, in: *Global Policy* S1/2018, S. 65–69.

23 Matthes/Iara/Busch: Die Zukunft der Europäischen Währungsunion, 2016.

ist durch die Abwicklungsregeln die weitreichende Beteiligung der Bankengläubiger (Bail-in) vorgeschrieben. Im Hinblick auf die Absicherung von Spareinlagen wurden zwar einheitliche Regeln für die nationalen Sicherungssysteme (u.a. die Mindestabsicherung für Spareinlagen) vereinbart, eine Einigung auf einen Risikoverbund der nationalen Systeme durch die EDIS konnte bislang jedoch nicht erzielt werden.

In erheblichem Ausmaß wurden seit 2010 die Regeln zur fiskalischen Governance ausgeweitet. Durch das Six-Pack wurden die Sanktionsregeln des SWP verschärft und eine Machtverschiebung vom Rat zur Kommission durch die umgekehrte Mehrheitsregel vorgenommen, wonach eine Sanktionsempfehlung der Kommission nur durch einen Mehrheitsbeschluss im Rat aufgehoben werden kann. In den SWP-Regeln wurde dem Schuldenstand eine höhere Aufmerksamkeit geschenkt. Außerdem wurde das Regelwerk durch eine Ausgaberegulierung ergänzt, die das Wachstum der (einnahmehereinigten) Ausgaben begrenzen soll. Eine ganz maßgebliche Innovation bei den Fiskalregeln ist zudem der 2012 geschlossene Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion, der den Fiskalpakt beinhaltet. Mit dem Fiskalpakt verpflichteten sich die Unterzeichner-Staaten zu Schuldenregeln in ihrer nationalen Rechtsordnung, die bestimmten Mindestanforderungen unterliegen müssen. Dadurch wird die Verschuldung nicht mehr länger nur durch europäisches Recht, sondern auch durch nationales Recht begrenzt. Allerdings wurden die Fiskalregeln nicht nur verschärft, sondern auch flexibilisiert, um in Zukunft noch besser das makroökonomische Umfeld und besondere Umstände (Investitionsbedarf, Strukturreformen) zu berücksichtigen.

Des Weiteren ist die Etablierung des Europäischen Fiskalausschusses (European Fiscal Board, EFB) als Innovation mit einigem Potenzial zu erwähnen. Dieser hat die Aufgabe, die Europäische Kommission in ihrer Verantwortung für die Implementierung der europäischen Fiskalregeln zu beraten und öffentlich zu bewerten. Dem EFB ist allerdings bislang keinerlei Entscheidungskompetenz eingeräumt. Außerdem ist er nur mit geringen Ressourcen ausgestattet und organisatorisch nicht klar vom Einflussbereich der Europäischen Kommission getrennt.²⁴

Betrachtet man diese bislang implementierten Anpassungen des Fiskalrahmens, dann ist insgesamt noch keine konsequente Entscheidung entweder für das zentralisierte oder das dezentrale Modell einer EFU festzumachen. Wie oben argumentiert, ist die Bereitstellung von Notfallliquidität zur Abwehr des „schlechten Gleichgewichts“ unter engen Bedingungen auch eine mit dem dezentralen Modell vereinbare Innovation, wenn man vom Extremfall Griechenlands absieht. Zentrale fiskalische Stabilisierungsinstrumente zur Bewältigung konjunktureller Schwankungen existieren bislang nicht. Auch verwehrt sich die EZB mit Bezug auf die Anleihekaufprogramme OMT und PSPP (oder gar in Bezug auf das Zahlungsverkehrssystem des Eurosystems, TARGET2) gegen die Sichtweise, dass ihre Instrumente als Elemente einer Fiskalunion verstanden werden dürfen, und verweist auf die, aus ihrer Sicht, rein geldpolitische Motivation. Zudem ist es nach den bisherigen Erfahrungen mit dem reformierten SWP nicht wirklich zu einer nennenswerten Autonomieeinschränkung der Mitgliedstaaten gekommen, was ein Merkmal der zentralisierten EFU wäre. Die

²⁴ Zareh Asatryan/Friedrich Heinemann: The European Fiscal Board: An Experiment at the Supranational Level, in: Roel Beetsma/Xavier Debrun (Hrsg.): Independent Fiscal Councils: Watchdogs or Lapdogs?, London 2018, S. 165–173.

Europäische Kommission hat ihre gestärkte Rolle nicht zur schärferen Disziplinierung oder gar Sanktionierung genutzt. Ganz im Gegenteil ist die Juncker-Kommission durch eine stark politisierte Anwendung der Regeln des SWP aufgefallen und hat eine große Rücksichtnahme auf innenpolitische Entwicklungen in hoch verschuldeten Staaten an den Tag gelegt.²⁵ Beispiele betreffen eine wenig konsequente Anwendung des SWP in den Fällen Italiens und Frankreichs aus Sorge vor Wahlerfolgen populistischer und europafeindlicher Parteien in diesen Ländern.²⁶ An dieser politisierten Aufweichung des SWP konnte auch die Etablierung des EFB als Gegengewicht nichts ändern, weil diese neue Institution letztlich ohne Entscheidungskompetenzen und bislang auch ohne nennenswerte Wirkung auf die öffentliche Diskussion geblieben ist.

Aber auch die Entwicklungen in Richtung des dezentralen Modells waren letztlich bislang halbherzig. Für Griechenland hat es auf dem Höhepunkt der Krise im Jahr 2012 zwar einen Schuldenschnitt mit einer Beteiligung privater Gläubiger gegeben.²⁷ Ein solcher Schuldenschnitt könnte auf den ersten Blick als Weichenstellung in Richtung von Marktdisziplin und einer Euro-Insolvenzordnung gesehen werden. Der „Haircut“ war jedoch zu gering, um die Schuldentragfähigkeit des Landes wieder herzustellen, und wurde noch dazu als exzeptionelle Vorgehensweise für einen Sonderfall dargestellt, der ausdrücklich keinen Präzedenzfall für die Eurozone impliziert; andere Euro-Staaten würden ihre Schulden in Zukunft stets vertragsgemäß bedienen.²⁸ Eine Revision der Eigenkapitalregeln für Banken zur stärkeren Gewichtung der Risiken aus Staatsanleihebeständen wurde bislang nicht in Angriff genommen. Dies wiegt umso schwerer, als aktuelle Präzedenzfälle insolventer Banken in Italien und Deutschland (Nord/LB) gezeigt haben, dass die neuen Regeln zur Bankenabwicklung de facto umgangen werden und private Gläubiger aufgrund von politischem Druck entgegen den Abwicklungsregeln zulasten der Steuerzahler verschont worden sind.²⁹ Die Disziplinierung von Schuldenstaaten und der sie finanzierenden nationalen Banken wird dadurch weiterhin untergraben. Zudem nähren diese Erfahrungen Zweifel an der Effektivität der gemeinsamen Bankenaufsicht. Nicht nur die No-Bailout-Klausel bleibt somit unglaubwürdig, sondern auch die im Rahmen der EBU eigentlich verankerte Zusage, dass Hilfen des Steuerzahlers nur eine Ultima Ratio sind und zunächst die Bankengläubiger selbst für die Schieflage ihrer Bank geradestehen müssen (Bail-in). Wenn aber, wie dies die jüngsten Präzedenzfälle der staatlichen Bankenrettung zeigen, auch das Bail-in nicht durchsetzbar ist, dann verschärft dies den Banken-Staaten-Nexus. Ein Bankenzusammenbruch trifft dann weiterhin uneingeschränkt den (politisch de facto) zur finanziellen Hilfeleistung gezwungenen Staat.

25 Luc Eyraud/Vitor Gaspar/Tigran Poghosyan: Fiscal Politics in the Euro Area, Internationaler Währungsfonds: IMF Working Paper 17/18/2017.

26 Vgl. dazu Friedrich Heinemann: How could the Stability and Growth Pact be simplified? Euro Area Scrutiny, Europäisches Parlament: In-Depth Analysis, April 2018, S. 9.

27 Zettelmeyer/Trebesch/Gulati: The Greek Debt Restructuring, 2013.

28 Yannis Manuelides: Overview: Restructuring of Greek Sovereign Debt, in: The European, Middle Eastern and African Restructuring Review 2017, 10. März 2017.

29 Shawn Donnelly/Ioannis G. Asimakopoulos: Bending and Breaking the Single Resolution Mechanism: The Case of Italy, in: Journal of Common Market Studies 1/2019, S. 1–16; Financial Times: European Banking Union, A German Bailout Tests EU Bank Rules to the Limit, 10. Dezember 2019.

Die Pattsituation in der Reformdebatte

Eine neue Runde in der weiteren Reform der Euro-Fiskalinstitutionen wurde mit dem Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion³⁰ eingeleitet, das die Europäische Kommission im Mai 2017 vorgelegt hatte und im Dezember 2017 durch ihren Fahrplan zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion³¹ konkretisierte. Mit diesem Fahrplan bekennt sich die Europäische Kommission mit großer Deutlichkeit zu dem Ziel, ein zentralisiertes Modell einer EFU zu implementieren. Demnach soll der ESM durch einen Europäischen Währungsfonds (EWF) ersetzt werden, der – anders als der zwischenstaatlich vereinbarte ESM – im EU-Recht verankert würde. Zudem erhält der ESM nach diesen Plänen umfassende neue Aufgaben sowie neue Finanzinstrumente, die nicht länger nur auf Liquiditätshilfen in Krisensituationen begrenzt wären. Im Rahmen des Haushalts der Europäischen Union (EU) möchte die Kommission ein neues Finanzierungsinstrument für das Euro-Währungsgebiet schaffen, das Strukturreformen unterstützt und zudem eine Stabilisierungsfunktion bei großen asymmetrischen Schocks übernimmt. Ein Europäischer Wirtschafts- und Finanzminister soll eine zentrale Rolle für die fiskalpolitische Koordinierung und die Gesamtverantwortung der fiskalischen Governance erhalten. Zudem spricht sich die Kommission für sichere europäische Wertpapiere nach dem Vorbild der ESBies aus und kündigt dazu einen Gesetzgebungsvorschlag an.

Auch in seinen Auslassungen kann der Kommissionsplan als klare Absage an das dezentrale Modell einer Fiskalunion gewertet werden, weil er mit keinem Wort die Thematik einer Begrenzung von Staatsanleihen in den Bankbilanzen erwähnt oder gar Überlegungen zu künftigen geordneten Staatsinsolvenzen beinhaltet. Dem Ausbau neuer europäischer Versicherungs- und Finanzierungsinstrumente steht somit nichts gegenüber, was die Marktdisziplin stärken und die starke Abhängigkeit nationaler Banken von der Zahlungsfähigkeit ihrer Heimatstaaten abmildern könnte.

Diese ambitionierten Pläne der Kommission mit ihrer eindeutigen Richtungsentscheidung sind in den weiteren politischen Verhandlungen im Rahmen der Euro-Gruppe bisher nicht auf Zustimmung gestoßen. Ein nationaler Autonomieverzicht, wie er mit einem mit nennenswerten Kompetenzen ausgestatteten Europäischen Finanzminister verbunden gewesen wäre, war offenbar für viele Regierungen inakzeptabel; das Konzept wurde schon von der Juncker-Kommission zuletzt nicht mehr weiterverfolgt.

Besonders deutlich tritt die Ablehnung einer zentralisierten Fiskalunion durch viele Mitgliedstaaten in den Verhandlungen zum ESM/EWF hervor.³² Die Euro-Gruppe hat sich der Idee eines im EU-Recht verankerten EWF nicht angeschlossen. Stattdessen favorisiert sie eine kleine Lösung im Rahmen einer Reform des bestehenden zwischenstaatlichen ESM-Vertrags. Sie möchte zudem, diametral zu den Vorstellungen der Kommission, den ESM stärker als Vehikel für künftige Schulden-Restrukturierungen etablieren. Dazu soll der ESM Zuständigkeiten als Moderator bei Umschuldungsverhandlungen zwischen Gläubigern und Euro-Staaten erhalten. Außerdem sollen im reformierten ESM-Vertrag verbes-

³⁰ Europäische Kommission: Reflexionspapier, 2017.

³¹ Europäische Kommission: Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat und die Europäische Zentralbank. Weitere Schritte zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion Europas: Ein Fahrplan, COM(2017) 821 final.

³² Alice Zoppè/Christina Dias: The European Stability Mechanism: Main Features, Instruments and Accountability, Europäisches Parlament: In-Depth Analysis, Oktober 2019.

serte Collective Action Clauses (CACs) vereinbart werden, die im Fall einer Schuldenkrise und von Umschuldungsverhandlungen eine Einigung auf einen Schuldenschnitt erleichtern könnten.

Zudem betont die Euro-Gruppe das Grundprinzip, dass der ESM nur Kredite vergeben darf, wenn eine Schuldentragfähigkeitsanalyse (Debt Sustainability Analysis, DSA) bestätigt, dass der betreffende Staat eine tragbare Verschuldung hat. Bei einer negativ ausfallenden DSA wäre dann eine Schulden-Restrukturierung zwangsläufig. Während die Europäische Kommission die DSA in der Zuständigkeit von Kommission und EZB sieht, will die Euro-Gruppe dem von den Mitgliedstaaten kontrollierten ESM selbst eine maßgebliche Verantwortung geben. Die Zuständigkeit für die DSA ist eine Richtungsentscheidung für die künftige EFU. Die Durchführung einer DSA unter der Kontrolle des ESM und damit der Mitgliedstaaten soll die Interessen der finanzstarken Staaten schützen und eher verhindern können, dass ein fundamental überschuldetes Land Kredite erhält. Liegt die DSA hingegen in der alleinigen Verantwortung von Kommission und EZB, dann wäre in Analogie zu der politisierten Auslegung des SWP viel eher mit einer politisch motivierten Bewertung der Schuldentragfähigkeit zu rechnen, die auch einem überschuldeten Land noch den Weg zu ESM-Krediten öffnen würde. ESM-Kredite an ein überschuldetes Land folgen der Logik des Griechenland-Falls und haben einen impliziten Transfercharakter. Wenn die Euro-Gruppe also im Gegensatz zur Europäischen Kommission für die Durchführung einer strengen, vom ESM selbst durchgeführten DSA und außerdem für leichtere Umschuldungsverhandlungen plädiert, dann wird überdeutlich, dass in diesen Verhandlungen die beiden oben skizzierten Modelle der zentralisierten und dezentralen Fiskalunion um die Vorherrschaft ringen.

Auch im Hinblick auf neue Haushaltsinstrumente für die Eurozone haben sich die ambitionierten Pläne der Kommission in der Euro-Gruppe bis Ende 2019 nicht durchsetzen können. So hatte sich die Euro-Gruppe vor dem Ausbruch der Corona-Krise noch keiner der Vorstellungen der Kommission zur Etablierung von neuen Fiskalinstrumenten mit nennenswerter Stabilisierungsfunktion angeschlossen. Die Kommission hatte etwa im Mai 2018 einen Gesetzgebungsvorschlag für eine Europäische Investitionsstabilisierungsfunktion (EISF) vorgelegt.³³ Diese wurde in den Verhandlungen der Euro-Gruppe bislang jedoch nicht aufgegriffen.

Eine konkrete Gestalt hat lediglich das Budgetinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit (Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness, BICC) angenommen, über das die Euro-Gruppe im Oktober 2019 eine Verständigung erzielen konnte.³⁴ Das BICC soll Strukturreformen und Investitionen in den Ländern der Eurozone flankieren, seine Finanzierung soll im Rahmen des mehrjährigen Finanzrahmens (MFR) erfolgen und eng mit dem Europäischen Semester verknüpft werden. Das BICC wird in seiner sich jetzt abzeichnenden Ausgestaltung keinen nennenswerten Beitrag als Instrument gegen asymmetrische Schocks leisten können und ist für diese Funktion auch nicht gedacht. Zum einen ist sein Volumen für einen wirksamen makroökonomischen Stabilisierungsbei-

33 Europäische Kommission: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Schaffung einer Europäischen Investitionsstabilisierungsfunktion, COM(2018) 387 final.

34 Christina Dias/Alice Zoppè: What do we know about the BICC today?, Europäisches Parlament: Briefing, Februar 2020.

trag viel zu gering; im Gespräch ist derzeit ein Budget von lediglich 17 Milliarden Euro für den gesamten MFR-Zeitraum von 2021 bis 2027. Mit einem Jahresbudget von 2,4 Milliarden Euro hätte es mit 0,2 Promille des BIP der Eurozone keine makroökonomisch relevante Größenordnung. Noch dazu soll jeder Mitgliedstaat mindestens 70 Prozent des eigenen Beitrags wieder zurückerhalten. Ein Eurozonen-Budget, bei dem es in dieser Größenordnung Garantien für den Rückfluss der Beiträge an jeden Staat gibt, könnte auch bei höheren Volumina schon konstruktionsbedingt keinen nennenswerten Stabilisierungsbeitrag leisten. Ein Instrument zur Absicherung gegen asymmetrische Schocks müsste rasch umfangreiche Zahlungen ganz alleine zugunsten der Länder auslösen, die einen Konjunkturunbruch erleben. Rückflussgarantien ergeben keinen Sinn für ein System, das eine wechselseitige Versicherungsleistung bieten soll. Eine effektive Versicherung zeichnet sich dadurch aus, dass die Leistungen aller Beitragszahler im Schadensfall an den Geschädigten fließen.

Betrachtet man somit den Stand der Arbeiten an einer künftigen Fiskalunion am Vorabend der Corona-Pandemie, dann ist offenkundig, dass zu diesem Zeitpunkt kaum nennenswerte weitere Innovationen vor einem Durchbruch standen und die realisierbaren Neuerungen wie das BICC eher symbolischer Natur waren. Wie dargelegt, ist eine Erklärung hierfür, dass der unmittelbare Handlungsdruck der frühen Jahre der Euro-Schuldenkrise verschwunden war, der zu Kompromissen gezwungen hatte. Darüber hinaus existiert erkennbar ein lähmender Dissens zwischen den Institutionen darüber, in welche Richtung sich die EFU eigentlich entwickeln soll. Während die Kommission mit Rückhalt im Europäischen Parlament ein zentralisiertes Modell mit neuen europäischen Fonds und Zuständigkeiten will, ist dies im Kreis wichtiger nationaler Regierungen der Eurozone derzeit nicht konsensfähig. Zumindest ein einflussreicher Teil der Euro-Staaten setzt stärker auf den Erhalt dezentraler Strukturen und eine Gläubigerbeteiligung im Fall einer staatlichen Überschuldung. Um diesen Dissens besser zu verstehen, soll im nächsten Schritt die Interessenlage wichtiger Spieler genauer nachgezeichnet werden.

Die Interessenlagen wichtiger Akteure

Europäische Kommission

Die Unterstützung der Europäischen Kommission für eine zentralisierte EFU ist wie beschrieben mit dem Reflexionspapier von 2017 und den anschließenden Gesetzesinitiativen mit ihren Schwerpunktsetzungen (neue Stabilisierungsinstrumente) und Auslassungen (fehlendes Interesse an Schulden-Restrukturierungen, keine Initiativen in Richtung einer glaubwürdigeren Anwendung der SWP-Regeln oder Stärkung der Rolle des EFB) klar zu belegen. Die Kommission strebt den Ausbau leistungsfähiger neuer Finanzinstrumente auf zentraler Ebene an. Gleichzeitig schenkt sie dem Gesichtspunkt kaum Beachtung, dass ohne sorgfältige Gegenmaßnahmen auch überschuldete Staaten in Zukunft in den Genuss umfangreicher Finanzhilfen kommen könnten und dann faktisch zu Empfängern europäischer Transfers würden.

Diese Positionierung der Kommission überrascht auch aus einer Niskanen-Perspektive³⁵ wenig, weil sie bürokratiethoretischen Vorhersagen in Bezug auf die Interessen der zen-

³⁵ William A. Niskanen: *Bureaucracy and Representative Government*, Chicago 1971.

tralen europäischen Exekutive entspricht. Die Vertreter der Kommission haben ein institutionelles Eigeninteresse an neuen umfangreichen europäischen Budgets unter eigener Kontrolle.³⁶ Dass damit je nach Ausgestaltung nicht nur eine makroökonomische Versicherung, sondern auch faktische Transfers zwischen den Euro-Staaten verbunden sein könnten, ist aus der Perspektive der Europäischen Kommission kein Nachteil. Dauerhafte Transferlösungen sind aus Sicht der zentralen Bürokratie attraktiv, weil sie permanente fiskalische Umverteilungsinstrumente erzwingen, während Versicherungsinstrumente nur temporär – bei ausgeprägten asymmetrischen Rezessionen – aktiviert würden. Aus dem Interesse an neuen fiskalischen Instrumenten unter eigener Kontrolle heraus ist zudem das Bestreben folgerichtig, den zwischenstaatlichen ESM in das EU-Recht und somit in den eigenen Verantwortungsbereich zu überführen, die Macht über die DSA an sich zu ziehen, die ESM-Finanzierungsinstrumente über die reinen Notfallkredite hinaus zu erweitern und die Anforderungen an eine Aktivierung dieser Instrumente abzusenken. Hingegen ist eine dezentrale Fiskalunion, in der Euro-Staaten durch Anleihemärkte diszipliniert werden und überschuldete Staaten ohne Nutzung europäischer Fiskalinstrumente ihr Verschuldungsproblem durch eine Schulden-Restrukturierung lösen, für die zentrale Bürokratie weniger attraktiv. In der dezentralen EFU ergeben sich keine nennenswerten neuen langfristigen Aufgaben und Budgets für die europäische Ebene.

Europäische Zentralbank

Während somit die Positionierung der Europäischen Kommission plausibel erklärbar ist, ist die der EZB weniger offensichtlich. Die EZB hat unter ihrem letzten Präsidenten Mario Draghi jegliche Überlegungen über staatliche Insolvenzmechanismen für die Eurozone tabuisiert.³⁷ Damit hat diese Institution eine klare Position gegen die dezentrale EFU eingenommen. Diese Positionierung wird teilweise verständlich, wenn man die in den letzten Jahren neu erworbenen EZB-Aufgaben betrachtet. Im Rahmen des SSM hat die EZB eine zentrale Verantwortung für Europas Bankenaufsicht übernommen. Angesichts der eigenen Verantwortung für die Bankenstabilität hat sie ein nachvollziehbares Interesse daran, dass Europas Banken angesichts ihrer hohen Bestände an Euro-Staatsanleihen nicht durch einen Schuldenschnitt gefährdet werden. Allerdings erklärt dies nicht, warum die EZB deshalb sogar vorsichtige Reformen in Richtung einer allmählichen Beseitigung von Klumpenrisiken in den Staatsanleihebeständen der Banken nicht stärker forciert. Hilfreicher ist daher der Blick auf die umfangreiche eigene Risikoposition durch die im Rahmen des PSPP angekauften Bestände an Euro-Staatsanleihen in den Bilanzen des Eurosystems. Die EZB hat ausdrücklich für ihr PSPP einen bevorrechtigten Gläubigerstatus ausgeschlossen. Sie und die nationalen Zentralbanken würden somit im Fall einer Schulden-Restrukturie-

³⁶ Roland Vaubel: The Political Economy of Centralization and the European Community, in: Public Choice 1-2/1994, S. 151–190; Roland Vaubel: The Public Choice Analysis of European Integration: A Survey, in: European Journal of Political Economy 1/1994, S. 227–249; Roland Vaubel: Die politische Ökonomie der Staatsschuldenkrise und die Zukunft des Euro, in: Dirk Meyer (Hrsg.): Die Zukunft der Währungsunion: Chancen und Risiken des Euro, Münster 2012, S. 83–102.

³⁷ Als Draghi auf die Konsequenzen einer Schulden-Restrukturierung eines Euro-Staates angesprochen wurde, war seine Antwort: „We don't want to speculate on the probability of things that have no chance of happening. Why are you asking me that?“ (zitiert nach Buchheit/Gulati: Sovereign Debt Restructuring in Europe, 2018, S. 65).

rung eines Euro-Staates in gleicher Höhe Verluste erleiden wie private Gläubiger.³⁸ Derzeit besteht auch kaum die Aussicht, dass sich das Eurosystem von diesen Beständen in den nächsten Jahren wieder vollständig trennen können wird. Ganz im Gegenteil wird das Kaufprogramm seit November 2019 fortgesetzt. Somit steht die auf den ersten Blick überraschend klare Ablehnung einer dezentralen EFU durch die EZB mit der veränderten Risikobeurteilung für die eigene Institution im Einklang, die sich durch die breite Involvierung in die Bankenaufsicht und vor allem die hohen Bestände an Staatsanleihen in der eigenen Bilanz ergeben hat.³⁹ Inwieweit die Tabuisierung einer Schulden-Restrukturierung darüber hinaus auch die individuelle Sichtweise des ausgeschiedenen EZB-Präsidenten war, bleibt im Hinblick auf die künftige Positionierung seiner Nachfolgerin abzuwarten.

Mitgliedstaaten

Die Regierungen der Euro-Mitgliedstaaten stellen im Hinblick auf ihre EFU-Präferenzen keinen homogenen Block dar. Sehr deutlich treten die asymmetrischen Interessen von Ländern mit hohen Schuldenständen und der fiskalisch gesünderen Euro-Staaten hervor. Eine markante Unterstützung des dezentralen Modells einer EFU findet sich in einem Brief der Finanzminister der Hansegruppe vom März 2018.⁴⁰ Darin fordern die Finanzminister der Niederlande sowie der skandinavischen und der baltischen Staaten eine strikte Einhaltung der SWP-Regeln und unterstreichen, dass Euro-Staaten die Stabilisierung gegen konjunkturelle Schocks durch Sicherung eines ausreichenden Spielraums in den nationalen Haushalten selbst betreiben können, sodass europäische Stabilisierungsinstrumente nicht notwendig seien. Die Fortentwicklung der EWWU sollte sich auf das Notwendige beschränken, um nicht die demokratische Akzeptanz der Reformen zu gefährden. Der ESM sollte auch bei Umwandlung in einen EWF in der Kontrolle der Mitgliedstaaten bleiben und ein Teil seiner Aufgaben sollte eine Rolle in einem geordneten Schulden-Restrukturierungsverfahren im Fall nicht tragbarer Schuldenstände sein. Die Vorentscheidung in der Euro-Gruppe über die hohe Rückflussquote beim neuen BICC ist aus Sicht dieser Länder ebenfalls folgerichtig. Weil die Sorge besteht, dass es bei solchen innovativen Instrumenten entgegen aller Rhetorik doch auf Dauer zu systematischen Zahlungsströmen an hoch verschuldete Staaten kommen könnte, bietet die Rückflussregel zumindest Aussicht auf eine Begrenzung einer solchen impliziten Transferlösung.

Sehr deutlich haben sich umgekehrt in den ESM-Verhandlungen die Vertreter Italiens als die eines Hochschulden-Staates positioniert. Innerhalb der Euro-Gruppe ist Italien ein Gegner einer ESM-Reform, wenn diese vereinfachte Regeln für die Umschuldung von

38 Europäische Zentralbank: Decision (EU) 2015/774 of the European Central Bank of 4 March 2015 on a Secondary Markets Public Sector Asset Purchase Programme (ECB/2015/10).

39 Allerdings ist strittig, inwieweit die geldpolitische Handlungsfähigkeit einer Zentralbank durch Verluste oder sogar ein negatives Eigenkapital überhaupt beeinträchtigt würde, vgl. Sebastian Diessner: The Political Economy of (European) Central Bank Capital, Paper Presented at the Council for European Studies Conference, März 2018; dennoch hätten solche Verluste eine Signalfunktion und könnten die Reputation der verantwortlichen Institution schädigen.

40 Finance ministers from Denmark, Estonia, Finland, Ireland, Latvia, Lithuania, the Netherlands and Sweden underline their shared views and values in the discussion on the architecture of the EMU, März 2018. Vgl. zu den Euro-Reformpräferenzen von Ökonomen aus mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten: Sebastian Blesse/Annika Havlik/Friedrich Heinemann: Euro Area Reform Preferences of Central and Eastern European Economic Experts, in: *Empirica*, im Erscheinen.

Staatsanleihen mit sich bringt, während die Ausweitung von Kreditfazilitäten und Stabilisierungsinstrumenten begrüßt wird.⁴¹

Diese asymmetrischen Reformpräferenzen sind vollkommen konsistent zur nationalen Interessenlage. Ein Bail-out eines überschuldeten Euro-Staates über gemeinschaftliche europäische Finanzinstrumente würde letztlich zulasten der Steuerzahler in den stabilen Ländern gehen. Daher besteht für deren Regierungen eine Präferenz, ein Überschuldungsproblem durch Gläubigerbeteiligung zu lösen und europäische Kredite nur an solvente Staaten zu vergeben. Die realistische Perspektive einer Schulden-Restrukturierung hätte eine stärkere Risikosensitivität der Investoren zur Folge, was sich in größeren Renditeabständen zwischen Anleihen mit guter und mit schlechter Bonität niederschlagen würde. Auch dies wäre zum Vorteil der fiskalisch stärkeren Länder.

Genau spiegelbildlich ist die Interessenlage von hoch verschuldeten Staaten, denen in den kommenden Jahren eine Überschuldung drohen könnte. Starke zentrale Finanzierungsinstrumente, die möglichst ohne eine strenge DSA Kredite an Euro-Staaten vergeben, sind eine attraktive Option, weil sie auf eine Transferlösung für ein Überschuldungsproblem hinauslaufen. Allerdings besteht ein klares Interesse dieser Länder daran, die bislang strengen und detaillierten Auflagen für ESM-Kredite zu umgehen und Finanzhilfen möglichst auch ohne stringente Bedingungen erlangen zu können. Eine Schulden-Restrukturierung ist ebenfalls wenig verlockend. Schon die Vorbereitungen auf ein System von Staatsinsolvenzen durch neue Eigenkapitalregeln mit einer steigenden Risikogewichtung für souveräne Gläubiger würden für ein hoch verschuldetes Land mit vergleichsweise fragilen Banken höhere Finanzierungslasten durch steigende Zinsaufschläge mit sich bringen. Kommt es in Zukunft dann tatsächlich zu einer Schulden-Restrukturierung, dann trifft dies private Gläubiger, die oftmals bei Binnenfinanzierung der Staatsverschuldung eigene Wähler sind. Die Empirie zeigt, dass eine Schulden-Restrukturierung in der Regel mit erheblichen realwirtschaftlichen Kosten für das betreffende Land und mit einem starken Popularitätsverlust für die amtierende Regierung verbunden ist.⁴²

Der Status quo hat keine (offene) Antwort auf eine neue Schuldenkrise

Angesichts dieser Interessengegensätze zwischen Kommission, EZB und Hoch-Schuldenstaaten auf der einen und Niedrig-Schuldenstaaten auf der anderen Seite ist es nachvollziehbar, dass es jeglicher „großer Wurf“ in Richtung des einen oder anderen EFU-Modells schwer hat und auf machtvolle Vetospieler trifft. Dies ist eine unbefriedigende Situation, weil der Status quo keine dauerhafte Stabilität bieten kann. Fünf zentrale Defizite dieses Istzustands sind zu unterstreichen.

Erstens ist die Beruhigung der Lage wie erläutert maßgeblich auf die umfassenden Interventionen der EZB an den Euro-Staatsanleihemärkten zurückzuführen. Dieses Muster zeigt sich aktuell erneut in der Corona-Rezession, in der die EZB durch ein neues Wertpapierkaufprogramm, das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), zugunsten der hoch verschuldeten Euro-Staaten an den Staatsanleihemärkten interveniert. Dieser Be-

41 Vgl. Beatriz Rios: Hitzige Debatten in Rom: Eurozonen-Reform in Gefahr?, in: EURACTIV, 4. Dezember 2019.

42 Ugo Panizza/Federico Sturzenegger/Jeromin Zettelmeyer: The Economics and Law of Sovereign Debt and Default, in: Journal of Economic Literature 3/2009, S. 651–698; Eduardo Borensztein/Ugo Panizza: The Costs of Sovereign Default, in: Internationaler Währungsfonds: IMF Working Paper 8/2008.

deutungszuwachs einer Zentralbank für die Konditionen der Staatsfinanzierung ist angesichts des Verbots der monetären Staatsfinanzierung im Vertrag von Maastricht hochgradig problematisch, auch wenn der Europäische Gerichtshof OMT und PSPP als europarechtskonform bewertet hat.⁴³ Die Skepsis erhält zunehmend Nahrung, dadurch dass die EZB nicht mehr wirklich frei in ihren Entscheidungen ist und diese immer stärker auch aufgrund fiskalischer Zwangslagen kritisch verschuldeter Euro-Staaten trifft.

Zweitens fehlt es der Eurozone an fiskalischen Stabilisierungsinstrumenten, die sich außerhalb der Bilanzen von EZB und Eurosystem abspielen. Gerade Verfechter einer wirklich von der Fiskalpolitik unabhängigen Notenbank können mit der gegenwärtigen Bedeutung der EZB für die Liquiditätssicherung von Euro-Staaten nicht zufrieden sein. Die EZB kann sich umso eher aus ihrer fiskalischen Stabilisierungsverantwortung zurückziehen, je früher es aufseiten von Eurozone und Mitgliedstaaten Instrumente gibt, die glaubwürdig eine Stabilisierungsaufgabe bei umfassenden Liquiditätskrisen von Euro-Staaten sowie asymmetrischen Schocks übernehmen können.

Drittens blockiert der Dissens zwischen Zentralisten und Verfechtern des dezentralen Modells auch die an sich wünschenswerte Vollendung der Bankenunion durch die Etablierung der EDIS. Länder wie Deutschland und Mitglieder der Hansegruppe wollen den Garantieverbund der nationalen Bankensicherungssysteme erst akzeptieren, wenn die Banken nicht nur notleidende Kredite abgebaut, sondern auch die Konzentration auf Staatsanleihen des eigenen Sitzlandes überwunden haben. Das nachvollziehbare Argument ist, dass sonst europäische Sparer de facto für die bankfinanzierten Staatsschulden anderer Staaten in Haftung genommen werden. Hochschulden-Länder lehnen diese EDIS-Vorbedingungen ab, weil sie mit Berechtigung Schwierigkeiten für ihren hohen Refinanzierungsbedarf fürchten, wenn die Banken des Landes regulierungsbedingt nicht länger als bereitwillige Kreditgeber zur Verfügung stehen.⁴⁴

Viertens ist die fiskalische Governance durch SWP und Fiskalvertrag bislang in ihrem Ziel gescheitert, die Euro-Staaten durchgängig in eine fiskalisch tragbare Lage zurückzuführen, in der Mitgliedstaaten auch wieder eigenen budgetären Spielraum haben, um eine Rezession bekämpfen oder eine schwere Krise ohne Solvenzproblem überstehen zu können. Wie eingangs beschrieben, besteht für drei der vier großen Euro-Staaten nach Einschätzung der Europäischen Kommission ein hohes Risiko, innerhalb eines Jahrzehnts in die Überschuldung zu geraten, das nun krisenbedingt stark gestiegen ist.

Fünftens ist die Eurozone heute schutzlos, wenn künftig europaskeptische Regierungen die Kooperation und die Regeleinhaltung verweigern und sich strategisch ihren „too big to fail“-Status zunutze machen. Ein Land wie Italien ist heute tatsächlich „too big to fail“ und sein Zahlungsausfall würde das italienische Bankensystem in den Kollaps führen und mit hoher Wahrscheinlichkeit eine neue grenzüberschreitende Finanzkrise auslösen. Solange

43 Das Bundesverfassungsgericht zeigte sich wie beim OMT auch beim PSPP deutlich skeptischer als der Europäische Gerichtshof: BVerfG, Beschluss des Zweiten Senats vom 18. Juli 2017, 2 BvR 859/15. Die Schlussentscheidung des Bundesverfassungsgerichts nach erfolgter Vorabentscheidung durch den Europäischen Gerichtshof ist für den 5. Mai 2020 vorgesehen.

44 Filippo De Marco/Marco Macchiavelli: The Political Origin of Home Bias: The Case of Europe, in: Finance and Economics Discussion Series 060/2016; Steven Ongena/Alexander Popov/Neeltje Van Horen: The invisible hand of the government: “Moral suasion” during the European sovereign debt crisis, Europäische Zentralbank: ECB Working Paper 1937/2016.

Europa nicht Vorbereitungen für ein glaubwürdiges Insolvenzsystem für Euro-Staaten trifft und dabei allmählich die Banken aus ihrer existenziellen Abhängigkeit von der Zahlungsfähigkeit des eigenen Staates befreit, besteht ein Erpressungspotenzial künftiger Regierungen. Die „Lösung“ eines solchen Konflikts könnte im heutigen institutionellen Umfeld gemäß dem Präzedenzfall Griechenlands in einer sehr langfristigen Bereitstellung von Liquidität liegen, die ohne vorherigen Schuldenschnitt aber auf eine verdeckte Transferlösung hinausläuft. Während dieser Weg der versteckten Transfers für Griechenland politisch gangbar war und der Aufmerksamkeit der Wähler offenbar weitgehend entging, erscheint die versteckte Transferlösung für einen Schuldner der Größenordnung Italiens kaum vorstellbar. Was eine über kurz oder lang realistischerweise zu erwartende Überschuldung eines großen Euro-Staates auslösen wird und was diese in letzter Konsequenz dann für das Überleben des Euro und letztlich auch der EU bedeuten würde, kann heute kaum jemand seriös prognostizieren.

Reformpakete könnten einen Ausweg aus der Blockade bieten

In Anbetracht all dieser Risiken und Unzulänglichkeiten des institutionellen Status quo der Eurozone wäre es eine gefährliche Strategie, einfach passiv auf eine überraschend positive ökonomische und fiskalische Entwicklung zu hoffen. Die Wissenschaft hat in den letzten Jahren Blaupausen für umfassende Reformpakete geliefert.⁴⁵ Diese laufen im Kern auf eine Kombination grundlegender Elemente der zentralisierten und der dezentralen EFU hinaus und wollen einen Ausweg aus der Reformblockade aufzeigen, weil sie zentrale Sorgen beider Seiten berücksichtigen.

Konzeptioneller Ausgangspunkt dieser Paketlösungen ist, dass die Solidarität fiskalischer Versicherungsinstrumente und Elemente der effektiven Haushaltskontrolle sowie Marktdisziplin sich nicht wechselseitig ausschließen, sondern sich ergänzen und verstärken können. Verfechter des dezentralen Modells und der Etablierung einer Insolvenzordnung für Euro-Staaten sind mit dem Problem konfrontiert, dass die realistische Möglichkeit einer Schulden-Restrukturierung die Euro-Staatsanleihemärkte anfälliger für Panikattacken und Abwärtsspiralen infolge konjunktureller Schocks macht. Wenn die Eurozone aber in Zukunft über effektive Systeme zur Stabilisierung gegen Schocks verfügt, wäre auch die Etablierung von Insolvenzsystemen leichter möglich. Effektive Stabilisierungssysteme immunisieren die Euro-Anleihemärkte ein Stück weit gegen das Auftreten sich selbstbeschleunigender Abwärtsspiralen, die in das „schlechte Gleichgewicht“ münden können. Mit einer effektiven Stabilisierung könnte ein Insolvenzsystem dann noch genauer auf seine eigentliche Zielsetzung ausgerichtet werden, nämlich die Aktivierung in einer Situation der fundamentalen Überschuldung, nicht aber im Fall einer vorübergehenden Liquiditätskrise.

Umgekehrt könnte aber erst die glaubwürdige Verfügbarkeit eines Insolvenzsystems die Bedenken der fiskalisch gesünderen Staaten zerstreuen, dass neue Stabilisierungsinstrumente für dauerhafte Transfers zweckentfremdet werden könnten. Hier liegt letztlich die wichtigste Ursache für die bisherige Ablehnung von neuen fiskalischen Stabilisierungsin-

⁴⁵ Mathias Dolls/Clemens Fuest/Friedrich Heinemann/Andreas Peichl: Reconciling Insurance with Market Discipline: a Blueprint for a European Fiscal Union, in: CESifo Economic Studies 2/2016, S. 210–231.

strumenten und auch der EDIS: Das Misstrauen aufseiten der Hansegruppe und weiterer fiskalisch starker Staaten ist groß, dass Instrumente, die angeblich nur der vorübergehenden Abfederung temporärer Schocks dienen sollen, letztlich zur dauerhaften Finanzierung überschuldeter Staaten missbraucht werden könnten. Dieses Misstrauen lässt sich nur dann glaubwürdig ausräumen, wenn ein funktionsfähiges Insolvenzsystem für Euro-Staaten existiert und auch ein Schuldenschnitt nicht länger eine neue Bankenkrise auslösen würde. Die glaubwürdige Verfügbarkeit einer Schulden-Restrukturierung bietet mit anderen Worten die Gewähr dafür, dass sich der Präzedenzfall des überschuldeten Griechenlands mit der Schuldenübernahme durch die Partnerstaaten nicht wiederholt.

Ein detaillierter Vorstoß in Richtung dieses Gesamtpakets wurde 2018 von einem 14-köpfigen deutsch-französischen Autorenteam vorgelegt.⁴⁶ Das „7+7-Papier“ beschreibt ein umfassendes Reformpaket. Erstens stärkt es die Marktdisziplin durch eine Begrenzung von Staatsanleihen des eigenen Staates in den Bankbilanzen und die Etablierung eines Systems für die Schulden-Restrukturierung von Staaten. Der Bestand an Staatsanleihen des eigenen Landes oberhalb bestimmter Grenzen soll dabei durch höhere Eigenkapitalanforderungen unattraktiver werden. Die Regel, wonach der ESM vor jeder Kreditvergabe die Schulden-tragfähigkeit zu überprüfen hat, soll verschärft werden. Zweitens würden die Fiskalregeln des SWP und des Fiskalvertrags durch die Konzentration auf eine Ausgabenregel und durch eine stärkere Verantwortung unabhängiger Wächter gestärkt. Dazu könnten die Kompetenzen des Europäischen Fiskalrats ausgebaut werden. Drittens umfasst das Paket eine Europäische Einlagensicherung und gleichzeitig präzisere Regeln zum Bail-in, also zur Haftung der Bankgläubiger. Dazu empfehlen die deutsch-französischen Autoren eine Angleichung des nationalen Insolvenzrechts für Banken. Viertens würde ein Eurozonen-Budget die Mitgliedstaaten gegen große Schocks absichern, während die Stabilisierung kleinerer Schwankungen der nationalen Eigenverantwortung überlassen bliebe. Konkret könnte diese fiskalische Versicherung als Rückversicherung für die Kosten eines sehr starken Anstiegs der Arbeitslosigkeit ausgestaltet werden. Und fünftens würde eine synthetische „sichere Anlage“ geschaffen, wobei hier dem Modell der ESBies der Vorzug vor weitergehenden Instrumenten der Haftungsgemeinschaft (wie z.B. Eurobonds) gegeben wird. Zentral am „7+7-Papier“ ist die Forderung, dass all diese Reformen als Paket betrachtet und simultan eingeführt werden müssten.

Ausblick und die Folgen der neuen Krise

Auch wenn es für die Wissenschaft vergleichsweise leicht ist, umfassende Reformpakete aufzuschreiben und ihre „simultane“ Einführung zu fordern, ist die politische Umsetzung ein schwieriger Prozess. Letztlich ist Simultanität angesichts langwieriger Übergangsprozesse bei Vorhaben wie EDIS oder einer europäischen Insolvenzordnung kaum möglich, sodass doch Vorleistungen der einen oder anderen Seite letztlich unvermeidbar sind. Für einen solchen Prozess sind wechselseitiges Vertrauen und eine Einigung auf eine große langfristige Zielvorstellung einer künftigen EFU nötig. Ob dieses Vertrauen und dieser

⁴⁶ Agnès Bénassy-Quéré/Markus Brunnermeier/Henrik Enderlein/Emmanuel Farhi/Marcel Fratzscher/Clemens Fuest/Pierre-Olivier Gourinchas/Philippe Martin/Jean Pisani-Ferry/Hélène Rey/Isabel Schnabel/Nicolas Véron/Beatrice Weder di Mauro/Jeromin Zettelmayer: Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform, Centre for Economic Policy Research: Policy Insight 91/2018.

Konsens im Zeitalter eines abnehmenden europapolitischen Grundkonsenses heute noch herstellbar sind, ist unsicher.

Europa und die Eurozone stehen in dieser schwierigen Verfassung nun am Beginn der voraussichtlich schwersten Rezession der Nachkriegsgeschichte. In der akuten Krisenphase steht dabei zunächst die Bekämpfung der unmittelbaren wirtschaftlichen Folgen der Lock-downs im Vordergrund. Erste Entscheidungen über neue europäische Instrumente wie das 100-Milliarden-Programm SURE (Support mitigating Unemployment Risks in Emergency) zur Sicherung von Arbeitsplätzen und die jetzt bereits intensiv beginnende Debatte über einen Europäischen Wiederaufbaufonds sowie mögliche Corona-Bonds und die bedrohte Schuldentragfähigkeit Italiens zeigen erneut, wie eine Krise Reformprozesse beschleunigen kann. Insofern könnte es in absehbarer Zeit zu einer Klärung über die Gestalt der Euro-Fiskalordnung kommen. Dann wird die Frage beantwortet werden müssen, ob sich der Griechenland-Präzedenzfall einer faktischen Transferlösung für weitere Euro-Staaten wiederholt oder es doch zum Marktdisziplinierungsmodell mit glaubwürdigen Regeln und einer umfassenden Gläubigerbeteiligung kommt.