

**Beitrag von Klaus Regling, Managing Director des ESM,  
in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung**

Freitag 11. August 2017

---

Wie die Währungsunion wetterfester wird

In den Wahlen in Österreich, den Niederlanden und Frankreich haben europafreundliche Politiker Siege errungen. Vor allem der Erfolg des neuen französischen Präsidenten Emmanuel Macron hat gezeigt, dass sich Wähler von einem pro-europäischen Programm überzeugen lassen. Seither hat die Debatte über die künftige Ausgestaltung der Währungsunion an Dynamik gewonnen. Beschlüsse wird es erst nach der Bundestagswahl im September geben. Dennoch ist nun ein guter Zeitpunkt, auf den Euroraum zu blicken, die Stabilisierungsanstrengungen in der Euro-Krise zu erklären und darzulegen, weshalb die Euro-Einführung und die Verteidigung des Euros ökonomisch richtig, aber auch rechtens waren, sowie über Schritte nachzudenken, um Währungsunion weiter zu stärken.

Zur Stabilisierung des Euros haben die Eurostaaten viel Geld mobilisiert: Bis heute haben der Euro-Krisenfonds ESM und seine Vorgängerin, die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität EFSF, knapp 273 Milliarden Euro an Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern als Rettungsdarlehen ausgezahlt. Diese fünf „Programmländer“ müssen die Darlehen vollständig und mit Zinsen zurückzahlen. Es gibt also keinen Transfer, aber es werden Risiken übernommen.

Die ESM-Kredite folgen dem Prinzip Geld gegen Reformen. Das hat sich beim Internationalen Währungsfonds (IWF) seit Jahrzehnten bewährt. Auf dem Reform-Menü stehen in der Regel Haushaltskonsolidierung, Strukturreformen und die Reparatur des Finanzsektors. Diese Reformen sind schmerzhaft für die Bevölkerung, Regierungen werden deshalb oft bei den nächsten Wahlen abgestraft.

Die Anpassungsprogramme wurden in Irland, Portugal, Spanien und Zypern erfolgreich abgeschlossen. Die Kredite haben diesen Ländern Zeit und fiskalischen Spielraum verschafft, um ihre Volkswirtschaften wieder wettbewerbsfähig zu machen und Probleme im Bankensektor zu bereinigen. Die Anstrengungen machen sich dort bezahlt: Irland und Spanien etwa haben heute die höchsten Wachstumsraten im Euroraum, auch die Werte in Portugal und Zypern lassen sich sehen. Die Arbeitslosigkeit sinkt überall.

Der Ansatz des Rettungsschirms ESM stärkt die Währungsunion. Die ehemaligen Programmstaaten tragen dazu bei, dass der Euroraum heute wieder solide und dynamisch dasteht und den Vergleich mit den Vereinigten Staaten, China oder Japan nicht scheuen muss.

Griechenland ist ein Sonderfall. Nirgendwo sonst waren die Schwierigkeiten so groß, nirgendwo die nationale Verwaltung so schwach. Deshalb sind die Stabilisierungsbemühungen dort auch im siebten Programmjahr nicht abgeschlossen. Nach der jüngsten Auszahlung von 7,7 Milliarden Euro im Juli hat der ESM seit dem Programmbeginn 2015 insgesamt gut 39 Milliarden Euro an Griechenland ausgezahlt. Zusammen haben die beiden Rettungsschirme Griechenland mehr als 181 Milliarden Euro an Notdarlehen gewährt. Damit halten der ESM und seine Vorgängerin, die EFSF, rund 51

Prozent der griechischen Staatsschuld. Das ESM-Programm läuft noch bis August 2018. Die Darlehensauszahlungen werden aber deutlich unter dem Programmdeckel von 86 Milliarden Euro bleiben.

In Deutschland heißt es immer wieder, in Griechenland sei seit Programmbeginn nichts passiert. Das ist eine Beleidigung der Griechen, die bei Löhnen, Gehältern und Pensionen Einschnitte hingenommen haben, die in anderen Ländern unvorstellbar wären. Besonders bemerkenswert ist die Haushaltsentwicklung: 2009 betrug das Defizit mehr als 15 Prozent der Wirtschaftsleistung gemessen am Bruttoinlandsprodukt. 2016 hat Griechenland dagegen einen Haushaltsüberschuss von 0,7 Prozent erwirtschaftet, ähnlich wie Deutschland. Das wäre ohne tiefgreifende Reformen nicht möglich gewesen.

Zu den wichtigsten Maßnahmen in Griechenland gehören Reformen der öffentlichen Verwaltung (ein Viertel weniger Beschäftigte), des Pensionssystems, Arbeitsmarkts und Bankensystems. Solche Reformen waren der Grund, weshalb Griechenland in Studien der Industrieländerorganisation OECD mehrfach zum Reformchampion gekürt wurde.

Auch Griechenland kann zu einer Erfolgsgeschichte werden, wenn die Regierung sich an die vereinbarten Reformauflagen hält. Die extrem vorteilhaften ESM-Darlehenskonditionen mit Kreditzinsen von einem Prozent und Laufzeiten von mehr als 30 Jahren ermöglichen es Griechenland, die tiefe Krise zu überwinden, ohne Kosten für die Steuerzahler der anderen Eurostaaten zu verursachen. Und nur wenn Griechenland sein ESM-Programm und die vereinbarten Reformen erfolgreich abschließt, sind die anderen Eurostaaten bereit, nach August 2018 mit zusätzlichen Schuldenerleichterungen zu helfen, sollte dies notwendig sein.

Bei der Kreditvergabe hat der ESM zwar den IWF kopiert: Kredite gibt es nur gegen strenge Reformauflagen. Aber die Finanzierung der Darlehen funktioniert anders als beim IWF, der Geld für seine Kredite von Zentralbanken seiner Mitgliedstaaten bekommt. Der ESM dagegen wurde von seinen 19 Mitgliedstaaten mit einem gezeichneten Kapital von rund 700 Milliarden Euro ausgestattet, davon sind gut 80 Milliarden Euro eingezahltes Kapital. Mit dem eingezahlten Kapital werden keine ESM-Kredite finanziert. Vielmehr dient es als Sicherheit, um dem ESM ein exzellentes Rating zu verschaffen. So kann der Rettungsfonds zu sehr niedrigen Zinsen Geld am Markt aufnehmen, mit dem die Darlehen finanziert werden. Bei den Darlehen zur Stabilisierung Griechenlands und anderer Programmländer fließt also kein Euro Steuergeld.

Allerdings gehen die Mitgliedstaaten Risiken ein. Deshalb braucht der Bundesfinanzminister für seine Zustimmung zu einem ESM-Programm oder für die Teilzahlung eines Darlehens ein Mandat des Bundestags. Diese Übernahme von Risiken ist ein Akt der Solidarität unter Eurostaaten. Er macht die Wirtschafts- und Währungsunion aber nicht zu einer Transferunion.

Dennoch wird der Vorwurf des Rechtsbruchs immer wieder erhoben. Dabei haben das Bundesverfassungsgericht und der Europäische Gerichtshof die Rechtmäßigkeit von EFSF und ESM mehrfach festgestellt. Seit 2011 hat das Bundesverfassungsgericht fünf Urteile in dieser Sache erlassen. Es hat in diesen Urteilen die Beteiligungsrechte des Bundestags und seiner Mitglieder gestärkt und ausdrücklich festgestellt, dass die Errichtung von EFSF und ESM und die damit einhergehenden Verpflichtungen Deutschlands verfassungsgemäß sind.

Der Europäische Gerichtshof hat in seinem Urteil vom 27. November 2012 festgestellt, dass die Gewährung von Finanzhilfen seitens des ESM nicht gegen die „No-Bailout-Klausel“ verstößt. Der Grund dafür ist, dass die Programmstaaten weiterhin für ihre Verbindlichkeiten gegenüber den Gläubigern haftbar bleiben.

In Deutschland wird immer wieder diskutiert, ob der Euro gut für Deutschland und Europa ist. 80 Prozent der deutschen Bevölkerung unterstützen die Gemeinschaftswährung. Die Vorteile der Währungsunion liegen auf der Hand. Der grenzüberschreitende Handel unter Eurostaaten hat vom Euro profitiert, die Transaktionskosten sind deutlich gefallen: geschätzte 20 bis 25 Milliarden Euro entfallen. Die Preistransparenz ist deshalb gestiegen. Das wiederum führte zu mehr Wettbewerb. Mehr Wettbewerb führt zu höherer Produktivität und mehr Wachstum. Mit seiner zentralen Lage in Europa und als exportorientierte Volkswirtschaft profitiert kaum ein Land mehr vom Euro als Deutschland.

Eurokritiker vergessen, dass die Schaffung des Euro Währungsturbulenzen unter europäischen Ländern beendet hat. Solche Turbulenzen gab es häufig in Europa in der Zeit vom Ende des Bretton-Woods-Systems in den frühen 70er Jahren bis zur Euro-Einführung. Die Bundesbank hat Milliarden eingesetzt für Interventionskäufe, die deutsche Wirtschaft erlitt häufig empfindliche Wachstumseinbußen. Hätten es statt des Euro weiter nationale Währungen gegeben, hätten die Krisen der vergangenen Jahre sicher vergleichbar schwere ökonomische und politische Turbulenzen in den einzelnen Staaten des Euroraums verursacht.

Mit dem Euro hat Europa zudem auf der globalen Bühne eine Bedeutung, die einzelne Mitgliedstaaten nicht mehr haben. Der Euro ist die zweitwichtigste Reservewährung der Welt. Europa ist heute ein starker Akteur auf Augenhöhe mit den Vereinigten Staaten, Japan und China. Dabei nimmt das ökonomische Gewicht Europas beständig ab. 1970 machte Europa noch 32 Prozent der Weltwirtschaft aus, heute sind es 23 Prozent. Bis 2050 wird dieser Anteil auf gerade mal 9 Prozent sinken. Einzelne Mitgliedstaaten, selbst große europäische Volkswirtschaften wie Deutschland, würden alleine kaum noch zählen.

Es ist deshalb im Interesse Deutschlands und aller Eurostaaten, die Gemeinschaftswährung zu verteidigen. Anfang 2010 standen die Mitglieder der Währungsunion vor einer Situation, die sich die Gründer des Euro nicht hatten vorstellen können: Mitgliedstaaten des Euroraums verloren den Marktzugang. Die institutionelle Architektur des Euroraums wies hier eine Lücke auf. Es gab kein Instrument, das in einem solchen Fall Beistand und Therapie bieten konnte. In dieser Lage wurden 2010 zuerst die befristete EFSF und 2012 der ESM als permanente Institution gegründet mit dem Mandat, Mitgliedsländern bei vorübergehendem Verlust von Marktzugang Rettungsdarlehen im Austausch gegen Wirtschaftsreformen zu gewähren. Hätte man die Rettungsschirme zum Höhepunkt der Eurokrise nicht aufgespannt, wären Länder wie Griechenland, Irland und Portugal wahrscheinlich unter chaotischen Umständen ausgeschieden. Wegen Ansteckungsgefahren wäre der Euro insgesamt gefährdet gewesen.

Heute hat Europa die Krise hinter sich gelassen. Europa ist gestärkt, ökonomisch und institutionell: durch die Schaffung von EFSF und ESM als Darlehensgeber der letzten Instanz für Regierungen, durch nationale Reformen, insbesondere in den Programmstaaten und durch die Bankenunion mit dem Einheitlichen Aufsichtsmechanismus SSM, Abwicklungsmechanismus SRM und Abwicklungsfonds SRF. Die Antikrisenstrategie hat die Basis für die gute Wirtschaftsentwicklung

gelegt. Das Wachstum im Euroraum liegt seit 2016 und 2017 über dem der Vereinigten Staaten. Das heißt aber nicht, dass alle Probleme gelöst sind. Die Arbeitslosigkeit ist in einigen Eurostaaten weiter inakzeptabel hoch, ganz besonders unter jungen Menschen.

So stellt sich die Frage, was zusätzlich geschehen muss, um die Währungsunion noch wetterfester zu machen.

Erstens: Die Eurostaaten sollten die Regeln umsetzen, auf die sich alle geeinigt haben. Außerdem sollten diese Regeln wieder einfacher werden – vor allem die Überwachung der Haushaltspolitik. Das Regelwerk ist selbst für Fachleute zu komplex geworden.

Zweitens: Die Länder sollten weiter Strukturreformen umsetzen und so die Wachstumsmöglichkeiten (Potentialwachstum) erhöhen, indem sie die länderspezifischen Empfehlungen der EU-Kommission konsequenter umsetzen. Das gilt für alle Euro-Mitglieder, nicht nur die fünf, denen der ESM unter die Arme gegriffen hat.

Die zusätzlichen Schritte, die nötig sind zur Vollendung der Währungsunion, sind gar nicht so groß im Vergleich zu dem, was schon gemacht wurde. Weder eine volle Fiskalunion mit zusätzlichen Transfers noch eine volle politische Union sind nötig.

Zuerst sollte die Bankenunion vollendet werden. Das würde die Finanzintegration in der Währungsunion und die Risikoteilung über Marktmechanismen stärken. Der Bankenunion fehlt ein gemeinsame zusätzliche Finanzierungsquelle (Backstop) für den gemeinsamen Abwicklungsfonds, falls Ausnahmesituationen auftreten, die die Mittel des Fonds übersteigen. Seine Glaubwürdigkeit würde größer werden, wenn er eine solche Absicherung hätte.

Der andere Schritt wäre eine europäische Einlagenversicherung. Vorher muss allerdings das Problem der Altlasten gelöst werden, die es bei einigen Banken im Euroraum noch gibt. Kein Land mit einem gesunden Bankensystem sollte für vergangene Fehler von Banken und Aufsehern in anderen Euroländern zahlen müssen. Die Vorteile einer Einlagenversicherung sind beachtlich. Damit würde die Gefahr eines Bank-Runs auf das gesamte Bankensystem eines Landes gebannt werden. Gerät ein Land unter den Druck der Märkte, wissen die Sparer, dass nicht nur ihr eigenes Land hinter dem Einlagenschutz steht, sondern der gesamte Euroraum. Deshalb ist auch die Einrichtung einer gemeinsamen Einlagensicherung die beste Garantie dafür, dass sie nicht genutzt wird.

Auch die Kapitalmarktunion würde die Finanzintegration stärken und den Euroraum robuster machen. Durch die Harmonisierung des Unternehmens-, Steuer- und Insolvenzrechts würden die Europäer die Hürden senken, die grenzüberschreitenden Investitionen oft noch im Weg stehen.

Ein weiterer Schritt in Richtung einer widerstandsfähigeren Währungsunion wäre ein genau begrenztes Budget, mit dem wirtschaftliche Schocks in Mitgliedsländern gekontert werden könnten. Beispiele aus den Vereinigten Staaten zeigen, dass das ohne Schuldenvergemeinschaftung und permanente Transfers möglich ist. Beispiele dort sind Fonds für genau definierte Ausnahmesituationen (Schlechtwetterfonds) sowie eine komplementäre Arbeitslosenversicherung. Bei beiden können amerikanische Bundesstaaten in wirtschaftlich harten Zeiten zusätzliches Geld für eine befristete Dauer abrufen. Dieses Geld müssen die Bundesstaaten später wieder zurückzahlen.

Ein begrenztes gemeinsames Budget (Fiskalkapazität) zur Bekämpfung solcher „asymmetrischer Schocks“ wäre wichtig, weil die Geldpolitik diese Aufgaben nicht übernehmen kann. In einer Währungsunion kann die Geldpolitik die unterschiedlichen Wachstumszyklen zwischen Mitgliedstaaten nicht ausgleichen, sie wirkt in der Regel sogar prozyklisch: Die Realzinsen tendieren in schneller wachsenden Mitgliedstaaten dazu, zu niedrig zu sein, während sie in langsamer wachsenden Mitgliedsländern eher zu hoch sind. Deshalb hätte ein begrenztes gemeinsames Budget in einer Währungsunion eine sinnvolle stabilisierende Funktion.

Ein zusätzliches Investitionsbudget speziell für den Euroraum ist dagegen nicht nötig. Ein solches Instrument gibt es schon für die gesamte EU mit dem sogenannten Juncker-Plan und der Europäischen Investitionsbank. Bei Bedarf sollten diese Mittel aufgestockt werden. Zusätzliche permanente Zahlungen zur Förderung des wirtschaftlichen Zusammenwachsens in der EU sind ebenfalls nicht erforderlich. Der EU-Haushalt finanziert seit 60 Jahren zu Recht Transfers von den reicheren zu den ärmeren Ländern der EU. Diese betragen bis zu 3 Prozent der Wirtschaftskraft der Empfängerländer.

Es bedarf auch keiner großen, zusätzlichen Haushaltsmittel zur Abwehr tiefer gemeinsamer Krisen. Europa hat nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise 2008 gezeigt, dass es in einem solchen wirklichen Ausnahmefall durch ein gezieltes Hochfahren der Staatsausgaben eine tiefe Krise wirkungsvoll kontern kann. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt besitzt dafür eine Ausnahmeklausel, die für tiefe Krisen das Überschreiten der 3 Prozent-Defizit-Grenze erlaubt.

Nützlich wäre jedoch ein permanenter hauptamtlicher Vorsitzender der Eurogruppe, in der die Euro-Finanzminister zusammengeschlossen sind. Dieser sollte den Euroraum in internationalen Gremien wie der Gruppe der sieben Industriestaaten (G7) oder im IWF vertreten.

Die EU-Kommission, Politiker, Notenbankchefs und Akademiker sprechen derzeit viel über einen Europäischen Währungsfonds, der aus dem Rettungsschirm ESM hervorgehen könnte. Dabei herrscht Konsens, dass der IWF noch beteiligt bleibt, wenn mit Griechenland das letzte Problem der vergangenen Euro-Krise gelöst wird. Doch bei einer künftigen Krise im Euroraum wird der IWF nicht mehr die bisherige Rolle spielen. Der ESM könnte dann eine noch größere Rolle übernehmen. Schon heute finanziert er nicht mehr nur die Rettungskredite. Er beteiligt sich auch an der Überprüfung in den Programmländern, er analysiert die Schuldentragfähigkeit und er wacht im Rahmen seines Frühwarnsystems darüber, dass ehemalige Programmländer ihre Darlehen wie vereinbart zurückzahlen.

Die Diskussion über einen Europäischen Währungsfonds enthält Vorschläge, die nicht alle miteinander vereinbar sind. Einige wollen ihm die Haushaltskontrolle übertragen, für die gegenwärtig die EU-Kommission zuständig ist. Andere denken an ein Euro-Schatzamt oder an eine Institution, die ein Budget für die Währungsunion managt. Bevor ein schlüssiges Konzept vorliegt, sind sicher noch viele Gespräche unter den ESM-Mitgliedstaaten nötig.

Natürlich ist vorstellbar, dass der ESM zu einer Institution wird, die dem IWF noch stärker ähnelt. Sicher ist aber auch, dass das zumindest eine Änderung des ESM-Vertrags erfordern wird – wenn nicht gar des EU-Vertrags. Das aber verlangt Konsens unter all unseren Mitgliedstaaten.