Die Zukunft des Euros

Währungsstabilität trotz wirtschaftlicher Schwierigkeiten einzelner Länder intakt – Schuldenrestrukturierung wäre kein Unglück

DIRK NIEPELT

Die Ereignisse des letzten Jahres haben vielerorts Zweifel über die künftige Stabilität der europäischen Währung aufkommen lassen. Vielfach beruhen diese Zweifel auf der Vorstellung, dass die Währungsstabilität unmittelbar mit der Stabilität der Staatsfinanzen einzelner Volkswirtschaften im Euroraum verbunden sei. Tatsächlich ist ein solcher Zusammenhang jedoch nur mittelbar.

Die Stabilität des Euros wird durch die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) bestimmt. Solange sie dem Ziel der Währungsstabilität verpflichtet und die Unabhängigkeit der EZB gewahrt bleibt, ist die Kaufkraft des Euros nicht bedroht. Wie aber ist es um diese Voraussetzungen bestellt?

Prinzipien gewahrt

Die Käufe von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt, mit denen die EZB diese Märkte seit vergangenem Frühjahr zu stabilisieren sucht, gaben Anlass zur Befürchtung, dass die Prinzipien des europäischen Vertragswerks (Artikel 123 des AEU-Vertrags) unterlaufen werden könnten. Doch diese Befürchtung hat sich weitgehend als unbegründet erwiesen und wird offenbar auch an den Finanzmärkten nicht mehr geteilt. Vielmehr dürfen die kräftigen Risikoaufschläge für griechische und andere Staatsanleihen als Vertrauensbeweis für die EZB interpretiert werden.

Im Gegensatz zur verbreiteten Ansicht, wonach diese Risikoaufschläge eine Schwächung der Gemeinschaftswährung signalisieren, reflektieren sie die Einschätzung der Finanzmärkte, dass einzelne europäische Länder ihre Zahlungsverpflichtungen aus eigener Kraft kaum vollständig werden erfüllen können, gleichzeitig aber auch nicht auf eine Lockerung der europäischen Geldpolitik und die damit verbundene Monetisierung der Staatsschulden hoffen dürfen. In einer solchen Monetisierung, die mit steigenden Inflationserwartungen im gesamten Euroraum anstelle von Risikoaufschlägen für einzelne Staatsschuldtitel einherginge, läge in der Tat eine Bedrohung für die Stabilität des europäischen Währung.

Dass die Finanzmärkte das Risiko einer Monetisierung der Staatsschuld als gering erachten, ist eine positive Erkenntnis des vergangenen Jahres. Eng damit verbunden ist die Tatsache, dass die Märkte die ihnen zugedachte Überwachungsfunktion verstärkt wahrnehmen und die Bonität von Schuldnern in der Eurozone differenziert bewerten.

EZB auf die Probe gestellt

Man mag zu Recht kritisieren, dass diese Differenzierung erst sehr spät eingesetzt hat. Dabei sollte aber nicht übersehen werden, dass die von politischen Überlegungen geprägte Überwachung im Rahmen des Euro-Stabilitätspaktes (auf Basis von Artikel 126 des AEU-Vertrags) gänzlich versagt hat. Selbst fehleranfällige Finanzmärkte versprechen grössere Erfolge bei der Begrenzung staatlicher Schuldenquoten als die Bestimmungen des Stabilitätspaktes, solange Letztere politisch durchgesetzt werden müssen.

Anders als die Situation des Euros ist die wirtschaftliche Lage in einzelnen Mitgliedländern der Eurozone durchaus kritisch zu sehen. In diesen Ländern gilt es, erhebliche fiskalische Probleme und Schwierigkeiten im Bankensektor zu meistern, und die notwendigen Anpassungsprozesse müssen ohne das Instrument einer nationalen Geldpolitik in Angriff genommen werden. Vor einem solchen Hintergrund dürfte der politische Druck auf die EZB wachsen, die Probleme monetär zu «lösen». Dieser zu erwartende Druck (der auch auf dem Dollar lastet) stellt die zentrale mittelbare Bedrohung für die Stabilität des Euros dar. Um ihm wirksam zu begegnen, müssen die Unabhängigkeit der EZB und ihre Stabilitätskultur energisch verteidigt werden.

Bei der anstehenden Behebung der fiskalischen Probleme in der Eurozone dürfen Restrukturierungen von Staatsschulden nicht von vorneherein ausgeschlossen werden. Derartige Restrukturierungen führen zwar zu temporären Verwerfungen, eröffnen dem überschuldeten Land aber auch neue Entwicklungsperspektiven. Teure vorrangige Überbrückungsfinanzierungen wirken kontraproduktiv, wenn sie die Zahlungsunfähigkeit lediglich hinauszögern und dabei die Forderungen der privaten Gläubiger anteilsmässig schmälern.

Kein Transfermechanismus

Ein Ausschluss der Möglichkeit von Restrukturierungen unterminiert auch die Rolle der Finanzmärkte: Wo Staaten (oder Banken) prinzipiell nicht scheitern dürfen, haben die Finanzmärkte ihre volkswirtschaftliche Daseinsberechtigung teilweise verloren.

Um die Schwierigkeiten bei grenzüberschreitenden Restrukturierungen von Schulden zu reduzieren, ist verstärkte internationale Koordination notwendig und sinnvoll. Darüber hinausgehende engere Koordination im fiskalpolitischen Bereich kann Probleme reduzieren, die sich aus Asymmetrien innerhalb des gemeinsamen Währungsraums ergeben.

Sie birgt allerdings die Gefahr, dass Transfermechanismen errichtet werden, die Anreize für eigenverantwortliches Wirtschaften schwächen. Diese Gefahr wächst mit dem Grad der möglichen politischen Einflussnahme. Gerade vor der Etablierung neuer Instrumente zur Bekämpfung «temporärer Liquiditätsprobleme» in der Eurozone sollte daher die Frage beantwortet werden, warum solchen Problemen nicht vonseiten weniger politisierter Institutionen wie beispielsweise des Internationalen Währungsfonds begegnet werden kann.

Dirk Niepelt ist Professor an der Universität Bern und Direktor des Studienzentrums Gerzensee.