

STANDPUNKT

Gefährliche Vorschläge für den Euro

Sieben italienische Ökonomen widersprechen dem Reformaufruf ihrer deutschen und französischen Kollegen

Eine Gruppe einflussreicher französischer und deutscher Ökonomen hat an dieser Stelle kürzlich in einem gemeinsamen Aufruf an die Regierungen in Deutschland und Frankreich appelliert, Initiativen zur Reform der Eurozone zu ergreifen. Die Bestrebung, öffentlich über Möglichkeiten zur Verbesserung der europäischen Integration zu diskutieren, verdient Anerkennung und Ermutigung. Auch wir sind überzeugt, dass der Euroraum weitere Reformen braucht, um nicht abermals finanziellen Schocks zum Opfer zu fallen. Wir glauben allerdings, dass die vorgeschlagenen Maßnahmen zu genau entgegengesetzten Ergebnissen führen und die Währungsunion nur noch zerbrechlicher machen würden.

In ihrem Artikel „Deutschland sollte mehr Risikoteilung akzeptieren, Frankreich mehr Marktdisziplin“ (F.A.Z. vom 27. September) zielen die Autoren auf ein Gleichgewicht von Maßnahmen zur Risikoreduzierung und Risikoteilung, wobei Ersteren ein größeres Gewicht beigemessen wird. Neben zahlreichen anderen konstruktiven Vorschlägen geht es ihnen hauptsächlich darum, die Marktdisziplin und die Konvergenz der Staaten zu fördern – und zwar durch einen neuen Mechanismus zur Umstrukturierung von Staatsschulden und durch eine Risikogewichtung von Staatsanleihen bei der Berechnung der Eigenkapitalpuffer von Banken.

Was den Mechanismus der Umschuldung angeht, so darf man die Auswirkungen eines ähnlichen Abkommens nicht vergessen, das Frankreich und Deutschland im Oktober 2010 in Deauville trafen. Damals ging es darum, den privaten Sektor in die Umschuldung der griechischen Staatsschulden einzubinden. Die Entscheidungen, die daraus folgten, waren der Auslöser dafür, dass die finanzielle Instabilität Griechenlands auf andere Länder übergriff und schließlich auch Spanien und Italien ansteckte. Die Währungsunion stand am Rande des Zusammenbruchs, zahlreiche Mitgliedstaaten schlitterten in eine tiefe Rezession.

Um die Instabilität einzudämmen und das Auseinanderbrechen der Eurozone zu verhindern, musste die Europäische Zentralbank im Juli 2012 ihre Bereitschaft ankündigen, alles zu tun („whatever it takes“), um die Spekulation zu stoppen. Dies führte zur Auflage des OMT-Pro-

gramms (der Bereitschaft der EZB, notfalls unbegrenzt Staatsanleihen der Krisenländer zu kaufen) und schließlich zu den Staatsanleihekäufen (Quantitative Easing), mit denen die Krise effektiv beendet und die Eurozone auf den Weg nachhaltiger Erholung zurückgebracht werden konnte.

Was die französischen und deutschen Ökonomen übersehen, wenn es ihnen um die Befürchtung geht, dass Staatsschulden nicht bedient werden, ist, dass die Märkte bei der Einführung von automatischen oder Ex-ante-Mechanismen für die Umschuldung von Staatsanleihen noch größere Schwierigkeiten hätten, Liquiditätsrisiken und Insolvenzrisiken zu unterscheiden. Statt die Marktdisziplin zu verstärken, würden solche Mechanismen die Investoren in eine sich selbst erfüllende Angstspirale treiben und eine massenhafte Flucht auslösen. Wie schon die alten Römer sagten: „Irren ist menschlich, aber auf Irrtümern zu bestehen ist teuflisch.“

Auch der zweite Vorschlag – die Einführung von verschiedenen Risikokoeffizienten zur Berechnung des Eigenkapitals, das Banken für die Staatsanleihen in ihrer Bilanz vorhalten müssen – scheint kontraproduktiv zu sein. So ist es kein Zufall, dass alle nicht zur Eurozone gehörenden Länder diesen Vorschlag in den Verhandlungen im Finanzstabilitätsrat abgelehnt haben. Statt die Banken sicherer zu machen und Ansteckung zu verhindern, könnte eine solche Risikogewichtung die finanzielle Fragmentierung sogar noch verschärfen.

Ohne einen angemessenen fiskalischen Stützungsmechanismus, der schwere Liquiditätskrisen verhindern kann, und ohne einen verlässlichen Aktivposten für das Liquiditätsmanagement der Banken würden sich die Beschaffungs- und Refinanzierungskosten der Banken unweigerlich denen der Staatsanleihen ihres Landes angleichen. Eine Risikogewichtung der verschiedenen nationalen Staatsanleihen würde also die Zersplitterung des europäischen Finanzsystems verschärfen, die perverse Verbindung zwischen Staatsschulden und Bankenbilanzen verstärken und die Banken der Instrumente berauben, die sie für ihr Liquiditätsmanagement benötigen.

Wir sind daher der Ansicht, dass die in dem Aufruf der französischen und deut-

Proposte pericolose per l'euro



schen Ökonomen enthaltenen Vorschläge keine wirksame Lösung für die Vollendung der Währungs- und Bankenunion darstellen. Sie könnten das Risiko von Schocks sogar erhöhen und den Zusammenhalt des Euroraums abermals gefährden. Sie stehen in Widerspruch mit zahlreichen empirischen Tatbeständen zu den Ursachen der Finanzkrise, die von Ökonomen in den Jahren 2011/12 gesammelt wurden und zeigen, wie in einer Welt „multipler Gleichgewichte“ eine unpassende oder falsche Politik die Wirtschaft in ein „schlechtes“ Gleichgewicht bringen, die Finanzmärkte destabilisieren und den Euroraum wieder an den Rand des Abgrunds bringen kann.

Eine Debatte der Ökonomen über die Zukunft der Eurozone ist nötig und willkommen, und es ist uns wichtig, uns daran zu beteiligen. Allerdings setzt eine wirksame Lösung voraus, dass eine angemessene Kombination von Maßnahmen zur Risikominderung und Risikoteilung gefunden wird, damit Investoren und Sparrer darauf vertrauen können, dass es keine exogenen Schocks mehr gibt, die die zerbrechlicheren Länder treffen und den Bestand der Währungsunion gefährden können.

Notwendig sind daher neben der Einführung einer gemeinsamen Einlagensicherung auch angemessene fiskalische Rückabsicherungen für den Bankenabwicklungsfonds und den Einlagensicherungsfonds – möglichst durch Ausgabe von Verbindlichkeiten des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Parallel dazu müssen fragilere Länder eine Politik verfolgen, die darauf zielt, sowohl die Schuldenquote als auch den Staatsanleihebestand der Banken zu senken.

Die Autoren gehören der römischen Privatuniversität [Luiss, School of European Political Economy \(SEP\)](#) an:

Carlo Bastasin ist Senior Fellow [SEP-Luiss](#) und gehört zur Brookings Institution.

Pierpaolo Benigno ist Professor für Wirtschaftswissenschaften Luis sowie Senior Fellow [SEP-Luiss](#).

Marcello Messori ist Professor für Wirtschaftswissenschaften [Luiss](#) und Direktor [SEP-Luiss](#).

Stefano Micossi ist Generaldirektor von Assonime, der Vereinigung börsennotierter Unternehmen, und Vorsitzender des wissenschaftlichen Rates von [SEP-Luiss](#).

Franco Passacantando ist Senior Fellow [SEP-Luiss](#), sowie Vorstand der Europäischen Investitionsbank EIB.

Fabrizio Saccomanni war Minister für Wirtschaft und Finanzen und ist Senior Fellow [SEP-Luiss](#).

Gianni Toniolo ist Senior Fellow [SEP-Luiss](#) und Emeritus der Duke University.