



RETTEN WIR DEN EURO!

Fernando Fernández Méndez de Andés, IE Business School





WIE ES DAZU GEKOMMEN IST

Es gibt Lektionen, die man lieber nicht vergessen sollte. Doch wir Europäer, getragen von unserem vermeintlichen Exzeptionalismus, tun das bereits seit mehreren Jahren. Anlässlich der Krise in Argentinien – ich weiß wohl, dass dieses Beispiel nicht gern angeführt wird – gab es eine intensive Debatte zwischen Wirtschaftswissenschaftlern über die Frage, ob es möglich sei – nicht nur angebracht, was ein anderes Thema ist –, ein System fester Wechselkurse auf unbegrenzte Zeit beizubehalten. Die Schlussfolgerung, die sich mit einem Artikel des damaligen stellvertretenden IWF-Direktors Stanley Fischer¹ zusammenfassen lässt, war, zur Theorie der optimalen Währungsräume² zurückzukehren, die damals in die Formel des bipolaren Ansatzes gefasst wurde. Länder können sich demzufolge nur dann für eine nicht rückgängig zu machende Festsetzung der Wechselkurse entscheiden, wenn parallel dazu ein integrierter Wirtschaftsraum aufgebaut wird, wenn es kein Zurück auf dem Weg zur Erfüllung der vier Grundbedingungen für eine gemeinsame Währung gibt: Mobilität auf dem Arbeitsmarkt, Integration des Handels, Preis- und Lohnflexibilität und ein gemeinsamer Stabilitätsfonds. Das heißt, wenn in einer einzigen politischen Institution die Funktion der Währungsemission – des Geldverleihers letzter Instanz – und die des Staatsanleihenemittenten – der Staatskasse – vereint wird. Andernfalls bleiben nur die flexiblen Wechselkurse mit einem mehr oder weniger sauberen Floating³, womit wir bei der Verwaltung der Wechselkursautonomie angelangt sind – und bei der Möglichkeit eines Auseinanderbrechens der Eurozone, wenn nämlich von der Europäischen Währungsunion am Schluss ein multilaterales System fester Wechselkurse bleibt. Der Bruch wäre ein eindeutig unerwünschtes Ereignis mit meiner Ansicht nach katastrophalen Folgen, das aber immer wahrscheinlicher wird

¹ Stanley Fischer (2001), „Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?“, *Journal of Economic Perspectives*. Frühjahr 2001, Band 15, Nummer 2, S. 3-24.

² Ursprünglich 1961 von Mundell formuliert und später von MacKinnon (1966) und Kennen (1966) weiterentwickelt.

³ Angesichts der Finanzkrise wird die Frage wieder aufgegriffen, und viele Ökonomen beginnen, die Möglichkeit eines schmutzigen Floatens des Wechselkurses gutzuheißen. Sie behaupten sogar, es sei möglich, Freiheit bei der Kapitalbilanz, einen festen, jedoch revidierbaren Wechselkurs und eine unabhängige Geldpolitik gleichzeitig zu haben. Siehe die Widerlegung der „unmöglichen Dreieinigkeit“ von Rakesh Mohan in *In The Wake of the Crisis*, herausgegeben von Blanchard, Romer, Spence und Stiglitz, Internationaler Währungsfonds, MIT Press, Cambridge, Mass., 2012. Aber ich denke nach wie vor, dass es eine vorübergehende Illusion ist, wie sie das Trugbild China vermittelt, ein Land, das vielleicht aufgrund seiner Größe nicht gerade eine hohe Preisakzeptanz besitzt.

„Ein Bruch der Eurozone wäre ein politisches und wirtschaftliches Desaster, das Ende des europäischen Traums, brächte einen Aufschwung populistischer Nationalismen, die Rückkehr zum Protektionismus und eine allgemeine Verarmung“

RETTE WIR
DEN EURO!

und zu dem gewisse Entscheidungen und vor allem fehlende Entscheidungen unverantwortlicherweise zu führen scheinen. Deshalb muss man von Anfang an Klarheit schaffen; ein Bruch der Eurozone wäre ein politisches und wirtschaftliches Desaster, das Ende des europäischen Traums, brächte einen Aufschwung populistischer Nationalismen, die Rückkehr zum Protektionismus und eine allgemeine Verarmung⁴. Es gibt keine Wunder wirkende Abwertungen, und erst recht nicht in einer Region, die mit sich selbst als Europa umfangreichen Handel treibt. Wir Europäer haben uns so darauf versteift, die Geschichte neu zu schreiben, dass wir die Gründe vergessen, die zum Entstehen der Währungsunion führten, und das Ganze wie eine Laune erleuchteter Bürokraten oder – in der Wirtschaftssprache – wohlmeinender Diktatoren wirkt.

Fest steht, dass wir Europäer nach wie vor grundlegende Lektionen der Volkswirtschaft nicht beachten, und die Euro-Krise wächst weiter. Die gefürchtete doppelte Rezession ist bereits eine Realität, wie dies in der Geschichte nur wenige Male geschehen ist, und überdies droht sie, sich zu einer zweiten Großen Depression auszuwachsen. Dann kann keiner sagen, wir seien nicht gewarnt worden. Die Währungsunion wurde mit Skepsis oder gar offener Feindseligkeit von einem großen Teil der Akademiker aufgenommen. Es gab viele unter uns, die – als treue Anhänger der zum Verdecken der eigenen Unwissenheit so überaus nützlichen Verschwörungstheorien – an die amerikanische Angst vor der Geburt einer neuen Währung und eines neuen Imperiums appellierten, das mit dem Dollar rivalisieren und seine internationale Hauptrolle schmälern wolle. Aber Verfolgungswahn ist ein schlechter wirtschaftlicher Ratgeber. Die Aufgeklärtesten unter den Europäern wussten, dass ein Prozess in Gang gebracht wurde, der unweigerlich zur Stärkung

⁴ Für eine rigorose Beschreibung seiner wirtschaftlichen Folgen siehe Eduardo Levy in Fernando Fernández (2012), „La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del euro?“ (Die Krise in Europa: ein Problem der Staatsschulden oder eine Krise des Euro?), *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros* Nr. 44, S. 279-289.



der europäischen politischen Union führen müsste. Romano Prodi, ehemaliger Präsident der Europäischen Kommission, konnte es nicht deutlicher sagen, obwohl ihm damals niemand zuhören wollte: „Ich bin davon überzeugt, dass der Euro uns zwingen wird, ein neues Instrumentarium für die europäische Wirtschaftspolitik einzuführen. Heute ist es politisch nicht einmal möglich gewesen, es vorzuschlagen. Aber eines Tages wird es eine Krise geben, und diese neuen Instrumente werden dann die notwendige Konsequenz sein.“⁵ Deswegen blieben die Briten draußen. Deswegen, und weil das Vereinigte Königreich das vielleicht einzige europäische Land ist, in dem es eine echte akademische und politische Debatte über die eigentliche Bedeutung der Europäischen Währungsunion gab. Die Briten wussten, dass der Euro unaufhaltsam zu mehr Europa und einem besseren Europa führen würde, und waren aus ihrem melancholisch gefärbten Stolz auf ihr Imperium und ihre besondere Beziehung zu den Vereinigten Staaten heraus nicht bereit, ihre Souveränität zu verlieren. Doch das neue Europa muss mit Intelligenz und Realismus aufgebaut werden, nicht mit abenteuerlichem Wunschdenken.

Der Euro ist tot, es lebe der Euro! Zweifelsohne ist heute der Moment gekommen, der die Zukunft bestimmen wird. Wir Europäer haben zu viele Jahre selbstzufrieden gelebt. Teilweise zu Recht, denn der Euro hat uns tatsächlich zehn spektakuläre Jahre mit Wirtschaftswachstum, finanzieller und preislicher Stabilität und sogar mit mehr sozialer und regionaler Kohäsion in Europa beschert. Und teilweise auch aus Ignoranz, denn es war ja bestens bekannt, dass eine Stabilisierung des Wechselkurses immer und überall einen anfänglichen Expansionseffekt hervorruft, weil sie die Abwertungs- und Inflationsrisikoprämie herabdrückt und eine starke Zunahme der Investitionen infolge einer radikalen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen nach sich zieht⁶. Eine Verbesserung, die vorübergehend ist und sich umkehren kann, wenn die zusätzliche Finanzierung nicht dazu verwendet wird, die Produktions- und Exportkapazität des Landes zu erhöhen; wenn die Zeit des Wachstums nicht von Strukturreformen zur Steigerung der externen Wettbe-

⁵ Romano Prodi, Rede vor dem Europäischen Parlament, Dezember 2001.

⁶ So gut bekannt ist das, dass es mindestens seit den 80er-Jahren Bestandteil des wirtschaftspolitischen Konsenses war. Siehe Kiguel, Miguel A., „The business cycle associated with Exchange-Rate-Based Stabilizations“, *World Bank Economic Review*, Bd. 6 (Mai 1992), S. 279-305.



werbsfähigkeit begleitet wird. Denn je mehr internationale Finanzierung zur Verfügung steht, desto mehr erhöht sich zwangsläufig der externe Verschuldungsgrad des Landes. Insbesondere in einer Währungsunion, die wie die europäische als irreversibel angelegt war und dafür sorgt, dass die externe Finanzierung in der eigenen Währung erfolgt. Das ist Schwäche nach außen, die das Land abhängig vom Risikoappetit der Anleger macht, oder, wie im europäischen Fall, abhängig von ihrem Vertrauen auf die dauerhafte Tragfähigkeit des gemeinsamen Gebäudes. Eine Tragfähigkeit, die im umgekehrten Verhältnis zur institutionellen Komplexität steht, zur Unfähigkeit, definitive Entscheidungen zu treffen und sie unverzüglich auszuführen, zu den Zweifeln in den Gläubigerländern, zu den dortigen politischen Vorbehalten und Verständnisschwierigkeiten gegenüber dem, was eine als irreversibel angelegte Währungsunion bedeutet und mit sich bringt.

Die Währungsunion existiert seit vielen Monaten nur noch in der Welt der öffentlichen Kapitalflüsse. Das private Finanzsystem funktioniert nicht mehr. Die Geldflüsse in der Eurozone sind renationalisiert worden, und die Cross-Border-Finanzierung ist verschwunden oder eine Seltenheit geworden⁷. Es gibt keinen Interbankenmarkt; die europäischen Banken haben die langfristige Finanzierung der Europäischen Zentralbank, die so genannte LTRO, ausschließlich dazu genutzt, entweder – wie im Falle der Randländer mit Haushaltsdefizitproblemen – die jeweilige Staatskasse zu füllen oder – im Falle der zentralen Länder – zur erneuten Hinterlegung bei der EZB, um die Einhaltung der Liquiditätsquoten zu gewährleisten. Wie schon zuvor in den Ländern mit Rettungsprogramm der Troika geschehen, nutzten die europäischen Banken anderer Länder die außerordentliche offizielle Liquidität dazu, die von ihnen gehaltenen Anleihen zu verkaufen und das Land problemlos zu verlassen. Das ist normal, fast schon Pflicht eines jeden verantwortlichen Managers, aber es ist ein Schulbeispiel für die in der Währungsunion entstehenden Probleme mit dem kollektiven Handeln. Vor allem, weil dieses Verhalten nicht nur eine rationale Reaktion von Bankmanagern auf ein mögliches „Kreditereignis“ war, sondern auch noch von den nationalen Regulierungsbehörden ins Rollen gebracht, provoziert und beschleunigt worden ist. In einer Währungsunion mit ebenso vielen Regulierungsbehörden wie Ländern

⁷ Die deutschen Banken haben ihr Engagement in den Randländern im ersten Halbjahr dieses Jahres um 55 Mrd. Euro und damit auf den Stand von 2005 verringert. *Financial Times*, 29. Juli 2012.

„Die Währungsunion existiert seit vielen Monaten nur noch in der Welt der öffentlichen Kapitalflüsse. Das private Finanzsystem funktioniert nicht mehr“

ist es nicht nur so, dass das Länderrisiko weder automatisch verschwindet noch abgemildert wird, sondern sogar durch das schützende Einwirken jeder staatlichen Regelungsbehörde auf ihre eigenen nationalen Banken vergrößert werden kann. Ohne Umschweife gesagt: Die satzungsmäßige Hauptaufgabe der Bundesbank besteht nicht darin, den Euro zu retten, sondern die Stabilität des eigenen Finanzsystems, die Solvenz der deutschen Geldinstitute, sicherzustellen. Und deshalb veranlasst sie sie dazu, aus Griechenland auszusteigen oder spanische Staatsanleihen zu verkaufen. Das ist ein aus nationaler Perspektive rationales Verhalten, jedoch selbstmörderisch aus der Sicht der Währungsunion. „Schnapp das Geld und renn weg“ scheint die Botschaft der nationalen Regelungsbehörden gewesen zu sein. Europa hat ein ernsthaftes Problem mit völlig gegensätzlichen Anreizen.

Unter diesen Umständen ist die EZB die einzige wirkliche Liquiditätsquelle des Systems in den Randländern, weil ihre wichtigsten Emittenten seit Mitte vergangenen Jahres nicht mehr an den privaten Markt gehen können, einschließlich der solventesten Großunternehmen und einmal abgesehen von gewissen günstigen Gelegenheiten, die sich durch eine lebenswichtige europäische Entscheidung ergaben, welche nie verwirklicht wurde. So wächst zum Beispiel die Schuldnerposition des Banco de España gegenüber der Bundesbank in dem Target 2 genannten europäischen Zentralbankensystem unaufhörlich, und das wird im Teufelskreis des Misstrauens gegenüber der gemeinsamen Währung einmütig als Indikator für Schwäche gewertet⁸. Niemand in den USA kümmert sich um die Schuldnerposition der Federal Reserve von New York gegenüber der von Kansas, und genauso wenig sorgt sich in Spanien niemand um die Schuldnerposition Galiciens gegenüber Katalonien. Doch Deutschland, Holland oder Finnland sorgen sich sehr wohl um

⁸ Die gesamte Bruttofinanzierung der spanischen Finanzinstitute bei der EZB hat mit einem Anstieg um 10,2 % im Juli 402,185 Mrd. Euro erreicht. Die spanischen Banken hatten im Juli 32,5 % der Gesamtfinanzierung des Eurosystems für sich vereinnahmt, was dreimal so viel wie das relative Gewicht unseres Finanzsystems oder unseres BIP in der Eurozone ist.



Spanien oder Italien, und es werden halsbrecherische Erklärungen über die Notwendigkeit von Rückstellungen für dieses Engagement abgegeben⁹. In diesem Sinne handeln auch die nationalen Regelungsbehörden, wenn sie ihren Banken dazu raten bzw. sie dazu bewegen, ihre Risikopositionen in den Randländern zu verringern, was einer selbsterfüllenden Prophezeiung des kollektiven Wahnsinns gleichkommt.

Wenn die Europäer selbst offensichtlich kein Vertrauen in die gemeinsame Währung haben, wie sollen dann die Amerikaner oder Asiaten in sie vertrauen? Wieder einmal, mit einer Regelmäßigkeit, die schon bei früheren Wechselkurskrisen zu beobachten war, sind die Bürger – diesmal die europäischen – die Ersten, die ihre Gelder aus den Randländern und deren Banken abziehen, unabhängig von deren Solvenz oder Liquidität. Als sich die Zentralbank der Schweiz zur Intervention veranlasst sah, um eine Aufwertung des Franken als Zufluchtswährung zu verhindern, wollte niemand in Europa die Parallele zur Zentralbank Uruguays während der argentinischen Krise sehen. Der Vergleich wurde als Beleidigung aufgefasst. Zu viel Überheblichkeit, zu wenig Striktheit; zu viel Arroganz, zu wenig Entschlusskraft. Der Internationale Währungsfonds spricht deutliche Warnungen aus¹⁰: „Die Rückkopplung zwischen Bankenrisiko und Staatsrisiko hat sich intensiviert“, „das Vertrauen der Einleger wird immer brüchiger“, „das Interbankengeschäft ist drastisch zurückgegangen“. Da liegt die Schlussfolgerung auf der Hand, dass die finanziellen Bedingungen die reale Krise forcieren. Aber das muss nicht so sein. Das Was und Wie zu analysieren und zu beschreiben ist Anliegen dieses Textes, der an verschiedene Arbeiten über dasselbe Thema anschließt, in denen bereits die Grundzüge einer Lösung angesprochen wurden¹¹.

⁹ Hans Werner Sinn, einer der fünf Wirtschaftsweisen des Sachverständigenrates, hat in Deutschland die Debatte ausgelöst, als er die Bundesbank öffentlich aufforderte, die übrigen Zentralbanken des Eurosystems dazu zu zwingen, diese Schuldnerposition mit Rückstellungen zu decken. Das ist regulatorischer Unsinn und spiegelt nur seine persönliche Überzeugung wider, dass der Euro gescheitert ist. Die deutsche Zentralbank täte gut daran, endlich die Verluste anzuerkennen. Siehe Sinn und Wollmershaeuser, *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, NBER WP Nr. 17626, November 2011.

¹⁰ IWF, *Euro Area Policies, 2012 Article IV Consultation*, Juli 2012. Zu lesen im Internet und im IMF Country Report 12/181.

¹¹ Siehe Fernando Fernández Méndez de Andés und Fernando Navarrete Rojas (2009), *La Reforma del Sistema Financiero Internacional / The reform of the international financial system. A Proposal with the Lessons from the Crisis*, und (2011), „Un Euro con Futuro. Un mecanismo europeo de garantía de depósitos y resolución bancaria para la moneda única europea“ / „A euro with a future. A European Deposit Insurance and Banking Resolution Scheme for the Single Currency“, *Papeles Faes Nr. 158*.



WIE MAN DAS SCHEITERN DES EURO VERMEIDET

Alle führenden europäischen Politiker betonen, sie bemühen sich, das Auseinanderfallen der Währungsunion zu vermeiden. Kein europäisches Gipfeltreffen, keine ECOFIN-Tagung, keine Sitzung des EZB-Rates vergeht ohne eine hochtrabende Schlusserklärung mit dem Versprechen, alles Mögliche und Unmögliche tun zu wollen, um die gemeinsame Währung zu retten. Doch der Euro scheint unter dem Syndrom der Penelope zu leiden, die ihr Gewebtes immer wieder auftrennte. Jeder versprochene Schritt nach vorn wird von den Tatsachen gezeugnet, oder es folgt ihm eine Erklärung, die ihn relativiert oder ihn von der Erfüllung neuer, auf die lange Bank geschobener Bedingungen abhängig gemacht. Das jüngste Beispiel vom August (trotz Urlaub der Regierungschefs) ist der Draghi-Plan, demzufolge die EZB zum Kauf von Staatsanleihen der Randländer in Nöten bereit sei, und vielleicht sogar eine bestimmte, nicht angekündigte Aufschlaghöhe abzustützen, sofern diese Länder a) öffentlich darum bäten und b) sich strikten makroökonomischen Auflagen im Rahmen eines nicht definierten Verfahrens unterwürfen. Ein Plan, der stark an die IWF-Programme der Beistandskredite und flexiblen Kredite¹² erinnert und zahlreiche Erwartungen geweckt sowie eine wesentliche Verbesserung der genannten Aufschläge bewirkt hat. Doch die Bundesbank hat in die Angelegenheit eingegriffen, weil sie sie für eine Unverantwortlichkeit und ein unnötiges Risiko hält. Und die deutschen politischen Verantwortlichen sind schweigend hin- und hergerissen zwischen der Befolgung des Plans aus Respekt gegenüber der Unabhängigkeit der EZB und dem Verständnis für die ablehnende Haltung der Bundesbank unter dem Druck ihrer Wählerschaft.

Wie bei allen internen Streitigkeiten machen sich die europäischen Spitzenpolitiker das Fehlen einer klaren Autorität zunutze, um ihre relative Position zu verbessern, und posieren ihre Standpunkte und ihre Diskrepanzen in die Welt. Eine Strategie, die innenpolitisch rational sein mag, jedoch ein wirtschaftlicher Selbstmord ist, der zu verhindern droht, dass

¹² Kreditlinien des Internationalen Währungsfonds, die als Antwort auf die verschiedenen Wechselkurskrisen eingerichtet wurden. Mit ihnen soll über einen Vorauswahlprozess die Ansteckungsgefahr zwischen Ländern eingedämmt werden, die durch irrationale Phänomene oder eine zeitweilige Hysterie auf den Finanzmärkten und den mit der Inanspruchnahme von Geldern dieser multilateralen Einrichtung verbundenen Stigma-Effekt heraufbeschworen wird.



der Plan die erhofften Resultate bringt. So wird nämlich die Uneinigkeit und Inkohärenz der Eurozone sichtbar, was die Zweifel an ihrer Zukunft nährt. Europa hat ein politisches Problem, nicht nur ein wirtschaftliches. Es ist die Folge der nur scheinbar abgeschlossenen, unterschwellig weiterschwelenden Debatte über die Europäische Verfassung. Fortschritte bei der Lösung der aktuellen Wirtschaftskrise – im Wesentlichen eine Krise des Vertrauens in das europäische Projekt einer gemeinsamen Währung – sind nicht möglich ohne Fortschritte beim Aufbau eines optimalen Währungsraums. Und Europa wird nicht wie ein optimaler Währungsraum ausschauen, ohne seine politische Union auszubauen, was ein neuerliches Abtreten von Hoheitsgewalt erfordert, nicht nur fantasievolle, kurzfristig angelegte finanzielle Lösungen oder fiskalische Ausnahmemechanismen für die Regelverletzer. Die Währungsunion hält die mit dem ständigen Anrufen des deutschen Verfassungsgerichts einhergehende Ungewissheit nicht aus, kann sie nicht aushalten. Es muss ein neuer verfassungsgebender Prozess eröffnet werden, der klare Regeln für alle entwirft¹³. Die jetzige Situation, geprägt durch Inkohärenz, Machtvakuum, ohne Kriterium noch bekannte Richtung wechselnde Normen und Verordnungen, sind ein Paradies für genau dieselben Spekulanten, die wortgewaltig getadelt werden. Das Regulierungsrisiko – und die Europäische Währungsunion ist heute genau dessen Quintessenz – ist ihr Nährboden.

Europäischer Einlagensicherungsfonds

Das konstitutionelle Gebäude des Euro muss durch eine Bankenunion, Fiskalunion und politische Union vervollständigt werden. Das ist die wichtige Aufgabe, die zu bewältigen ist. Aber es gibt dringende Maßnahmen, die unbedingt ergriffen werden müssen, wenn wir nicht wollen, dass uns der Euro unter der Hand wegstirbt. Dringend ist die Einrichtung eines europaweiten Einlagensicherungsfonds, und dringend sind steuerliche Ex-ante-Regeln, mit denen die EZB als Darlehensgeber letzter Instanz des Finanzsystems handeln könnte, weil die Kosten seiner eventuellen Rekapitalisierung von den zum jeweiligen Zeitpunkt gewählten Regierungen getragen würden. Was die Europäische Zentralbank am meisten fürchtet ist nicht die Inflation, die weder vorhanden ist noch in den kommenden

¹³ Nicolas Vèron, *The Challenges of Europe's Fourfold Union*, Bruegel Policy Contribution, Brüssel, August 2012.



Jahren erwartet wird, sondern der Schwund ihrer Unabhängigkeit, was Vermögensverluste bedeuten würde, mit denen sie den jeweiligen Regierungen ausgeliefert wäre. Das war schon immer ein Alptraum für jede verantwortungsvolle Zentralbank.

Ein europaweiter Einlagensicherungsfonds ist an diesem Punkt der Krise die einzige Art und Weise, die Bürger der Europäischen Währungsunion zu überzeugen, dass ein in einer Bank in Deutschland hinterlegter Euro grundsätzlich derselbe Aktivposten ist wie ein in einer Bank in Spanien hinterlegter Euro, unabhängig von der Qualität der Bank, so wie es früher eine Mark in Hamburg oder Köln oder eine Peseta in Sevilla oder Valencia war. Solange das nicht so ist, wird sich der Kapitalabfluss aus den Bankensystemen der als risikobehaftet wahrgenommenen Länder fortsetzen¹⁴. Die schrumpfenden Einlagen verschlechtern die Liquiditätsposition der Finanzinstitute und machen diese von der Fremdfinanzierung stärker abhängig – gerade jetzt, wo, wie bereits angesprochen, diese Finanzierung nicht mehr existiert und sich auf die EZB beschränkt, was als Krisensymptom gedeutet wird und den Teufelskreis weitertreibt.

Finanzkrise und Staatskrise werden mit diesem angeblich schützenden Mechanismus erneut angefacht, der in einer Währungsunion ohne gemeinsame Versicherung, ohne Risk Pooling, zu einem destabilisierenden Element mit unkalkulierbaren Konsequenzen wird. Der freie Kapitalverkehr, Wesensmerkmal einer Währungsunion, kann sogar unvereinbar mit der Aufrechterhaltung der finanziellen Stabilität werden, wenn ein gemeinsamer Mechanismus zur Bankeinlagensicherung fehlt. Denn die Essenz einer Währungsunion ist der uneingeschränkte Wettbewerb zwischen den Banken, ein Wettbewerb auch um Einlagen von Privatleuten und Unternehmen im gemeinsamen Währungsraum, wobei die Staatsangehörigkeit des Kontoinhabers oder des Geldinstituts keine Rolle spielt. Genau das ist eines der expliziten Ziele der Währungsunion: den Wettbewerb zwischen den Instituten zu vergrößern, um die Gewinnspannen und die Mono-

¹⁴ Die Bankeinlagen im spanischen Finanzsystem sind in den 12 Monaten bis Juli dieses Jahres um 5,2 % zurückgegangen. In Griechenland sind sie seit Beginn der Krise um mehr als 30 % geschrumpft. Selbstverständlich sind nicht alle Kapitalabwanderungen im eigentlichen Sinn, denn die Bürger greifen auf ihre Ersparnisse zurück, um ihr Konsumniveau in schwierigen Zeiten beizubehalten. Es stimmt aber auch, dass trotz einer 70-prozentigen Verringerung des spanischen Leistungsbilanzdefizits der Privatanteil der Kapitalbilanz ein Minus von 316 Mrd. Euro aufweist.



polmacht der Banken zugunsten der Bankkunden zu schmälern¹⁵. Aber dieses Ziel kehrt sich ins Gegenteil, wenn a) die Interbankenmärkte verschwinden und renationalisiert werden, b) die nationalen Regulierungsbehörden, sogar im Vorgriff auf die wegen ihres prozyklischen Verhaltens scharf kritisierten Rating-Agenturen, nur an ihre eigenen Banken denken und die grenzüberschreitenden Positionen innerhalb des gemeinsamen Raums pönalisieren, c) die Inanspruchnahme von Liquidität der EZB von den Märkten stigmatisiert und bestraft wird, und d) die EZB selbst darauf besteht, dass die nationalen Steuerzahler die Erstverlust-Tranche tragen, und zunehmend die nationalen Zentralbanken drängt, vor einem Rückgriff auf die europäische Hilfe die in der europäischen Terminologie ELA genannte nationale Kreditlinie für Notfälle auszuschöpfen, um Banken, die keine in Frankfurt anrechenbaren Kreditsicherheiten mehr haben, Liquiditätshilfe zu geben¹⁶.

Nachdem es so weit gekommen ist, sind sich praktisch alle europäischen Ökonomen darin einig, dass nur zwei Möglichkeiten bleiben: Entweder richtet man die Kontrollen für grenzüberschreitende Kapitalbewegungen von Banken wieder ein oder man vergemeinschaftet die Einlagenversicherung. Die erste Option heißt, die Fähigkeit zurückzuerlangen, das nationale Finanzwesen vor einer etwaigen Kapitalflucht zu schützen, wozu jede Aufsichtsbehörde verpflichtet ist; zu diesem Zweck wird das Abheben von Bargeld, im spanischen Sprachraum umgangssprachlich als *corralito* bekannt und von den Briten eleganter „Bankenferien“ genannt, mit Restriktionen belegt. Eine Option, die unweigerlich zum Bruch der Währungsunion führt, obgleich der eine oder andere blauäugig meint, sie sei vorübergehend wünschenswert, bis die Zweifel über die Solvenz der nationalen Banken ausgeräumt und die Finanzmärkte zur Normalität zurückgekehrt seien¹⁷.

¹⁵ Die EZB beschwerte sich jahrelang darüber, dass die europäische Währungsunion im Bereich des Retail Banking nur sehr langsam vorankam. Es gab wenige transnationale Fusionen, die Überweisungskosten zwischen Banken verschiedener Länder waren exzessiv und verlangten Begrenzungsregeln, die Auslandsprovisionen bei Kreditkarten waren zu hoch, und das nationale Übergewicht bei Sparen und Anlegern war ungerechtfertigt.

¹⁶ Diesen Sommer war zu beobachten, dass eine spanische Bank, Banco de Valencia, wegen der verzögerten Einführung des mit Europa vereinbarten Rekapitalisierungs- und Umstrukturierungsplans für das spanische Bankwesen diesen ELA-Mechanismus in Anspruch nehmen musste.

¹⁷ Es ist überraschend, wie viele Vorschläge für eine zeitweilige Aufhebung der Währungsunion in politischen Kreisen – nicht nur in Deutschland – und selbst in der akademischen Welt aufzutauchen beginnen. Meiner Meinung nach bedeutet das, nicht zu verstehen, was Geld in einem Treuhandsystem ist, das definitionsgemäß ausschließlich auf dem Vertrauen der Bürger fußt. Wenn dieses enttäuscht wird,



Die zweite Option ist die sofortige Einführung eines europaweiten Bankeinlagensicherungssystems, das wie eine kollektive Spareinlagenversicherung der Europäer wirkt, wie eine Bündelung ihrer Bankeinlagen. Diese Option führt unweigerlich zum Abtritt von finanzieller und fiskalischer Souveränität an noch zu definierende europäische Behörden und wäre der Startschuss für eine echte Bankenunion. Ein europäischer Einlagensicherungsfonds kann viele Formen annehmen, und verschiedene wichtige Entscheidungen müssen getroffen werden – drei von ihnen wären meiner Ansicht nach grundlegend: Deckung, Finanzierung und Rechtsform. Man müsste ab dem Zeitpunkt der Einführung die Deckung in allen Ländern des Euroraums vereinheitlichen, was angesichts der unterschiedlichen einzelstaatlichen Traditionen und Rechtssysteme keineswegs trivial ist. Am vernünftigsten wäre es, mit einer auf 100 000 Euro je Finanzinstitut und Einlageninhaber begrenzten europäischen Deckung zu beginnen, welche die Kommission schon zu Anfang der Finanzkrise empfohlen hatte. Geringere Beträge, die man unter dem volkswirtschaftlichen Gesichtspunkt rechtfertigen könnte, lösen das Grundproblem nicht, nämlich die legale Kapitalflucht innerhalb des gemeinsamen Währungsraums zu verhindern. Eine zweite einzelstaatliche Tranche oberhalb dieser Deckung zuzulassen könnte zwar politisch vernünftig und mit dem Subsidiaritätsprinzip vereinbar erscheinen, würde aber dasselbe Problem mit sich bringen. Es gibt kein einziges Beispiel für eine dauerhafte Währungsunion, die mit konkurrierenden Einlagensicherungssystemen funktioniert hätte.

Eine heiklere Frage ist ihre Finanzierung. In der Währungsunion koexistieren derzeit vorfinanzierte Systeme mit anderen, die es nicht sind; Systeme, die von den Finanzinstituten eine im Verhältnis zum Volumen der versicherten Gelder stehende Abgabe verlangen, mit anderen, die im Wesentlichen eine öffentliche Versicherung gegen besondere Risiken sind. Ein vorfinanziertes System mit einer Abgabe auf die Kunden ist eindeutig vorzuziehen; eine einzige Abgabe für alle versicherten Länder und Fonds, die sorgfältig zu bemessen wäre, denn es liegt auf der Hand, dass sie eine Verteuerung der Bankfinanzierung bedeuten würde – zu einem Zeitpunkt, an dem diese Finanzierung nicht gerade besonders

kann es nur langsam und schmerzhaft zurückgewonnen werden, und der Autonomieverlust der Geldpolitik ist äußerst tief greifend. Das veranschaulichen die jahrzehntelangen Anstrengungen, zu denen sich Länder gezwungen sehen, die aufgrund ihrer Vorgeschichte mit einer anhaltend hohen Inflation die Dollarisierung ihrer Finanzordnung hinnehmen mussten – Dollarisierung im technischen Sinn verstanden: Ein erheblicher Teil der Einlagen und Kredite von Privatpersonen wird in ausländische Währung abgewickelt.



reichlich fließt. Die Festlegung der Abgabe wird immer eine Ermessensfrage sein, gestützt auf Schätzungen über ihre Auswirkung auf die Preise der Bankprodukte und auf den gewünschten Umfang der Einnahmen. Aber man muss unbedingt von reinem Wunschdenken Abstand nehmen: Sie wird nie ausreichen, um zu vermeiden, dass eine Systemkrise letztendlich den Steuerzahler Geld kostet. Deshalb ist die Einführung einer europäischen Einlagensversicherung eine quasi fiskalische Entscheidung, denn sie beinhaltet die explizite Verpflichtung auf eine Bündelung der Bankeinlagen in Europa sowie die Bereitwilligkeit und Verpflichtung des europäischen Steuerzahlers, den Nennwert der Bankeinlagen in allen Krisenszenarien aufrechtzuerhalten, ob es sich nun um eine idiosynkratische oder systemische, einzelstaatliche oder europäische Krise handelt.

Ein nicht unerhebliches Problem ist die Übergangszeit, weil die einzelnen Länder unabhängig vom Deckungsgrad und von dem bei Einführung des europäischen Systems festgesetzten Abgabensatz mit sehr unterschiedlichen Vorzeichen in das System einsteigen. Und zwar sowohl wegen den im schon bestehenden einzelstaatlichen Fonds angesammelten Beträgen als auch wegen der Belastungsfähigkeit ihres Bankwesens und damit der erwarteten Wahrscheinlichkeit, dass einige ihrer Finanzinstitute diesen Sicherungsfonds brauchen werden. Der Aufbau Europas, und konkret die Bankenunion, ist randvoll mit solchen ererbten Problemen, *legacy problems*, zu deren Lösung eine Mischung aus Vorstellungskraft und Solidarität bei der Lastenverteilung erforderlich ist¹⁸. Wenn man sie nicht angemessen löst, wird die künftige Bankenunion irrelevant sein; wenn man mit ihrer Einführung wartet, bis die Bankensysteme der Randländer bankrott und ihre Finanzinstitute aufgelöst sind, bleibt nicht viel von der europäischen Identität zu bewahren. Der europäische Einlagensicherungsfonds muss zur Verfügung stehen, um diese Bankenkrise, diejenige, unter der Spanien heute leidet, zu beenden – was übrigens vom Rat im Juni beschlossen wurde. Man kann schon jetzt die Deckung des Fonds für 2012 festsetzen und den Beitrag, den jedes Finanzinstitut zu leisten hat, berechnen. Die Staatskassen der verschiedenen Länder hätten die Verantwortung, den Beitrag ihrer in Schwierigkeiten befind-

¹⁸ Siehe *Breaking the Deadlock: a Path Out of the Crisis*, Inet Council on the Euro Zone Crisis, Juli 2012. Dort wird betont, dass ein gewisses Niveau an *burden sharing* nicht nur notwendig, sondern auch gerecht ist, da die gegenwärtigen Ungleichgewichte in nicht zu vernachlässigendem Maße eine Folge der bestehenden perversen Anreize sind.

„Das konstitutionelle Gebäude des Euro muss durch eine Bankenunion, Fiskalunion und politische Union vervollständigt werden. Das ist die wichtige Aufgabe, die zu bewältigen ist“

lichen Banken vorzuschießen. Um den Bankschulden-Staatsschulden-Kreislauf zu umgehen, könnte die spanische Staatskasse zu diesem Zweck einen Teil der 100 000 Euro Bankenhilfe verwenden, und diesen Betrag könnte sie mit der Sanierung der Institute, in die eingegriffen wurde, und gegebenenfalls mit ihrem späteren Verkauf wieder hereinholen.

Es gibt auch institutionelle Aspekte des europäischen Einlagensicherungsfonds, über die man sich schnellstens einigen sollte. Es müsste ein von der europäischen Bankenregulierungsbehörde, von der Umstrukturierungsbehörde und auch von der Aufsicht rechtlich und operativ unabhängige Einrichtung sein. Sie würde eng mit beiden Institutionen zusammenarbeiten, hätte aber ein anders geartetes, genau abgestecktes Ziel: die Bank einlagen zu sichern und sich einem Abziehen derselben im Falle einer Bankenkrise entgegenzustellen. Es wäre keine Einrichtung (sollte es auch nicht sein) mit dem Auftrag, in Banken mit Schwierigkeiten einzugreifen, noch diese zu verwalten, sondern schlicht ein Versicherungsfonds, der von den Beiträgen der Institute gespeist wird und unvorhergesehenen Ereignissen mit Maßnahmen begegnet. Eine andere Frage ist, ob alle Länder der Europäischen Union dazugehören sollten oder nur die des Euroraums. Da dies in letzter Instanz eine quasi fiskalische Entscheidung ist, macht es wohl nicht viel Sinn und könnte sogar kontraproduktiv sein, diese Einlagensicherung auf alle Mitgliedsländer der Europäischen Union auszudehnen. Denn ohne sie, wiederhole ich, wird eine Euro-Einlage in einer deutschen Bank etwas anderes sein als dieselbe Einlage in derselben Währung in einer spanischen Bank. Was heißt, dass es sich nicht um dasselbe Guthaben noch um dieselbe Währung handelt, und genau dies sollte mit der Regel der Unumkehrbarkeit, der No-Exit-Regel der Währungsunion vermieden werden. Dagegen ist selbstverständlich eine Pfund-Einlage in einer Bank in London etwas anderes, eine andere Art von Finanzanlage.

Ein Einlagensicherungsfonds ist der erste und dringlichste Schritt zum Aufbau einer europäischen Bankenunion. So dringlich, dass vor seiner Einrichtung jegliches Koket-



tieren mit einem hypothetischen Ausstieg Griechenlands aus dem Euro eine absolute Unverantwortlichkeit ist, die einen unkontrollierbaren europäischen Bank Run auszulösen droht und das katastrophale Ende der Währungsunion bedeuten würde. Aber nicht allein dieser Schritt ist notwendig; eine tragbare Bankenunion setzt zwingend einen einzigen Regelungs-, Aufsichts- und Abwicklungsmechanismus für Banken voraus. Dies wirft ein bedeutendes institutionelles Problem für die „außen vor stehenden“ Länder, vor allem für Großbritannien, auf, und ein kompliziertes juristisches Problem für die Europäische Union. Aber wie die Euro-Krise gezeigt hat, und wie wir bereits wussten, aber nicht wahrhaben wollten, ist eine einzige Zentralbank ohne eine einzige Regelungs-, Aufsichts- und Liquidierungsbehörde undenkbar. Sie würde dazu dienen, die regulatorische Arbitrage einzudämmen sowie die internationale Bankenregulierung zu koordinieren und auf ihre Harmonisierung hinzuarbeiten, wie das bereits im Finanzstabilitätsrat und noch intensiver in der Europäischen Union geschieht. Ebenfalls ratsam wäre es, die steuerlichen Rechtsvorschriften zu koordinieren, um gegen Steueroasen anzugehen, aber das ist ein politisches Ziel mit anders gelagerter Dringlichkeit und Dimension.

Bankenaufsicht, -eingriff und -abwicklung

Es gibt viele politische Diskussionen über die Art von Aufsicht, die in einer europäischen Bankenunion notwendig ist¹⁹. Vor allem, weil die ursprünglichen Dokumente der Kommission nahezulegen schienen, es genüge ein dezentralisiertes Schema auf zwei Ebenen, in dem die wichtigsten europäischen Banken, die in der aktuellen Terminologie systemrelevante Banken genannt werden, von einer europäischen Behörde beaufsichtigt werden, während der Rest weiterhin ihrer nationalen Aufsichtsbehörde unterstellt wäre, allerdings mit gemeinsamen Leitlinien²⁰. Das ist ein Fehler, wie schließlich die deutschen Banken zugeben mussten, deren Verband kürzlich eine einzige Aufsichtsbehörde für alle

¹⁹ Siehe beispielsweise *Europe Catch 22 Moment: How Realistic are Proposals for a Banking and Fiscal Union?* Briefing Note, Open Institute, Brüssel, Juni 2012.

²⁰ Das ist der Sinn des Vorschlags, den die Kommission dem Rat im Juni vorgelegt hat und in dem sie darauf beharrt, dass das *single rule book* ausreichend sei, um die Bankenaufsicht in Europa zu harmonisieren. Siehe Herman Van Rompuy, *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, Report by the President of the European Council, Brüssel, 26. Juni 2012, oder die entschiedene öffentliche Stellungnahme des deutschen Finanzministers gegen eine einzige Aufsichtsbehörde für alle europäischen Banken.



europäischen Banken verlangt hat²¹. In einer Krise sind alle Banken systemrelevant, wie an Northern Rock oder Caja Castilla La Mancha zu erkennen war. Eine andere Frage ist, ob diese einzige Aufsichtsbehörde die EZB oder die EBA sein soll, ob die Währungspolitik der Währungsbehörde selbst anvertraut werden soll. Es gibt Vor- und Nachteile bei beiden Modellen, und internationale Beispiele dafür sind gleichmäßig verteilt. Aber es muss eine klare, definitive und unzweideutige Entscheidung getroffen werden²². Rechtsunsicherheit und institutionelle Streitereien sind eine Einladung zum Misstrauen.

Die Wirtschaftswissenschaftler sind sich weitgehend darin einig, dass eine europäische Bankenunion auch einen einzigen Mechanismus zur Bankenabwicklung und -liquidierung im Euroraum braucht. Die Gründe sind einfach und lassen sich in drei Aussagen zusammenfassen: Vermeidung einer Politik nationaler Champions zur Verteidigung der eigenen Banken; Ermöglichung eines ausgewogenen und ausgeglichenen Wettbewerbs, eines *level playing field*, ohne einzelstaatliche Hilfestellung über die Regulierung oder Rechnungslegung oder einfach durch Milde bei der Aufsicht und administrative Undurchsichtigkeit; und Gewährleistung der Funktionstüchtigkeit eines europäischen Geldmarktes selbst bei „Stress“ von Banken oder Staaten, damit der Teufelskreis von Banken- und Staatsschuldenkrisen durchbrochen wird. Es liegt auf der Hand, dass dieser einzige Mechanismus, um glaubhaft zu sein, eine gewisse Bündelung der Bankenschulden voraussetzt, weil die daraus resultierenden steuerlichen Kosten, kollektiv und solidarisch von allen Steuerzahlern des Euro-raums entsprechend ihrer Beteiligung am Abwicklungsfonds getragen werden müssen, wobei logischerweise diese Beteiligung dieselbe wie die am EZB-Kapital sein müsste.

Alles deutet darauf hin, dass der Mechanismus einen in Etappen gegliederten Ansatz beinhalten sollte²³. Erstens ein System der frühzeitigen Intervention, das greift, bevor die

²¹ Siehe *Financial Times*, 22. August 2012.

²² Die Europäische Kommission entschied sich für eine gemischte Lösung: Die EZB wird die Abwicklungsbehörde sein, aber im Rahmen eines separaten Direktoriums.

²³ So zum Beispiel geschehen im Königlichen Dekret 24/2012 vom 31. August über die Umstrukturierung und Abwicklung von Kreditinstituten, verabschiedet von der spanischen Regierung in Erfüllung der im MoU (Memorandum of Understanding) festgelegten finanziellen Bedingungen hinsichtlich der Rekapitalisierung des spanischen Bankwesens. Das Dekret ist einmütig als Vorwegnahme jener europäischen Rechtsbestimmungen interpretiert worden.

Probleme die Solvenz der Bank beeinträchtigen, und mit dem das Management der Banken in dieser Situation an Bedingungen geknüpft werden kann, bevor Liquiditäts- oder Solvenzschwierigkeiten auftreten²⁴. Von diesen Bedingungen betroffen wären die Gewinnverteilung, die Gesamtvergütung für Vorstandsmitglieder und Manager, sogar bis hin zu ihrer zwangsweisen Abschaffung, und eine etwaige Umwandlung eines bestimmten Schuldentyps in Kapital mit Verlustausgleichfähigkeit. Dieser Frühinterventionsmechanismus bedeutet, den Ermessensspielraum der Zentralbanken zu vergrößern, was dazu zwingt, deren Legitimität, aber auch den Rechtsschutz ihrer Präsidenten zu verstärken. Zweitens ein traditioneller Interventionsmechanismus bei Nichteinhaltung der Kapitalanforderungen, sodass die Bank, in die eingegriffen wird, vorübergehend vom Abwicklungsfonds verwaltet wird, um ihre Solvenz wiederherzustellen und sie so schnell wie möglich wieder auf den Markt entlassen zu können. Das ist das Schema, das im Allgemeinen in den meisten derzeitigen nationalen Rechtsbestimmungen vorgesehen ist, und seine Harmonisierung dürfte nicht allzu komplex sein. Und ein dritter Mechanismus zur Liquidierung im eigentlichen Sinne für Banken, die in den voraussichtlichen vernünftigen makroökonomischen und finanziellen Szenarien nicht lebensfähig sind. Das Ziel dieser Vorgehensweise kann nur darin bestehen, die Kosten für den Steuerzahler so gering wie möglich zu halten. Dies macht jedoch die Anwendung des bei nicht finanziellen Gesellschaften üblichen Konkursverfahren unmöglich und lässt es ratsam erscheinen, irgendein „Übergangsbankensystem“ zu schaffen. In solchen Banken könnte der Liquidierungsbeauftragte wertvolle Aktiva solange parken, bis der Markt nicht mehr ihren unmittelbaren Verkauf erwartet und sie nicht mehr mit übertriebenen Wertverlusten bestraft.

Eine begrenzte Fiskalunion

Die europäische Bankenunion führt zwangsläufig zu einer Transferunion, zu einer Fiskalunion. Das Offensichtliche zu leugnen ist keine gute Politik, und zu viele beschönigende Bezeichnungen zu verwenden auch nicht. Staatsmänner und -frauen zeichnen sich dadurch aus, dass sie Meinungsführer sind anstatt sich von der öffentlichen Meinung leiten zu lassen. Eine Bankenunion bedeutet, das Bankenrisiko, das der Finanz-

²⁴ Für einen derartigen Ansatz wurde bereits im *Informe FAES* von Fernández und Navarrete (2009) argumentiert, in dem die Frage recht ausführlich untersucht wurde.



institute und ihrer Kunden, gemeinsam zu schultern. Die Annahme, der Finanzsektor sei in einer systemischen Krise allein in der Lage, den Preis seiner Sanierung zu tragen, ist eine Verleugnung der Realität. Seinen Beitrag zu erhöhen - also den Teil, den der Sektor selbst aufbringen muss, wie mit Maßnahmen wie der Erhöhung der Kapitalanteile oder der Schaffung von Reservefonds bezweckt wird – ist eine gute Politik. Aber sie wird immer unzureichend sein, um die immensen Kosten einer Bankenkrise zu bewältigen²⁵. Diese Kosten können eine Zeit lang auf verschiedene Arten verdeckt werden; die üblichsten sind finanzielle Repression, Verluste der Zentralbank oder Inflation. Doch am Ende muss dafür der Steuerzahler, der Steuerzahler der Union, aufkommen. Die nachträgliche Lastenverteilung einer Bankenkrise, wie in dieser europäischen Krise erfolgt, ist wahrhaftig keine optimale Situation, weder aus wirtschaftlicher noch aus politischer Sicht, und kann zu unerwünschten, brisanten Ereignissen führen, etwa zum Auseinanderfallen des gemeinsamen Währungsraums. Daher ist es unumgänglich, die Währungsunion mit klaren, präzisen, einfachen und ausführbaren fiskalischen Regeln ohne politischen Ermessensspielraum neu zu gründen. Nur dies wird sie glaubwürdig und dauerhaft machen, weit entfernt von reinen Willensbekundungen und der populistischen Rhetorik über die Unterwerfung der Märkte unter das Diktat der Politik.

Doch eine Fiskalunion impliziert nicht die steuerliche Harmonisierung, sondern vermeidet und internalisiert nur die positiven und negativen externen Effekte, die in der Union auftreten, weil die einzelnen Länder völlig legitim von ihrer nicht übertragenen Hoheitsgewalt Gebrauch machen. Eine Fiskalunion im engeren Sinne macht drei Dinge erforderlich: Verhaltensregeln, Entscheidungsmechanismen im Falle von Nichteinhaltung und eine dies umsetzende Verwaltung. Trotz ihres scheinbaren Konfliktstoffs ist die Festlegung von Verhaltensregeln der einfachste technische Aspekt. Der Rest kann und muss Zuständigkeit der nationalen Regierungen bleiben, eine legitime Art und Weise, mit der eigenen nationalen Mischung aus öffentlichen und privaten Gütern in einem Raum des freien Kapitalverkehrs und der Freizügigkeit strategisch zu konkurrieren.

²⁵ Die Kosten werden geschätzt auf rund 15 % des BIP in dem schon klassischen Buch von Reinhart und Rogoff (2009), *This Time is Different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Die letzte europäische Tendenz, die sich – was nicht überrascht – auf die Studien des IWF unter der akademischen Leitung von Blanchard stützt, geht in Richtung von Strukturdefizitnormen, die das zyklische Verhalten der Volkswirtschaften berücksichtigen²⁶ und über automatische Stabilisatoren hinaus fiskalpolitisches Handeln zulassen. Das ist ein ständig wiederholter, offensichtlicher Irrtum, ein Beispiel für die Unkenntnis volkswirtschaftlicher Grundlagen und für das bürokratische Gefallen am aufgeklärten Arbitrismus. Genau diese politische Philosophie war es, die 2003 angesichts der Regelüberschreitungen Frankreichs und Deutschlands den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu Fall brachte. Es wird immer gute Ökonomen und bessere Politiker geben, die bereitwillig ein jedes Defizit mit einem guten Zweck rechtfertigen. Komplexe, nur schwer und nicht linear auslegbare Regeln dienen allein dazu, den Spielraum für politische Verhandlungen zu erweitern und die europäische Legitimität zu untergraben, denn zweifelsohne werden sie diskriminatorische Spannungen zwischen den einzelnen Ländern und Anschuldigungen über Ungleichbehandlung aufkommen lassen. Wir sehen das bereits. Aber es gibt noch mehr Gründe rein technischer Art, die gegen zyklische Regeln sprechen. Kategorisch ausgedrückt sind die potenziellen globalen Investoren, die letztendlich diese Defizite finanzieren sollen, vielleicht gar nicht für diese Zyklen. Was finanziert werden muss, ist das Leistungsbilanzdefizit, nicht das konjunkturbereinigte Haushaltsdefizit, und das könnte für die Bereitschaft und den Risikoappetit der Anleger zu hoch sein – das sage man heute mal Spanien oder Portugal! Wenn sie kohärent wären, müssten die Befürworter der Konjunkturzyklusregeln eine Erhöhung der Staatsverschuldung in den europäischen Ländern und ganz gewiss auch die sofortige Einführung der Euroanleihen vertreten. Ersteres heißt, nicht zu wissen, dass einer der anhaltenden Effekte der Globalisierung das Ende des europäischen Exzeptionalismus ist und damit das Ende des Appetits der Schwellenländer auf europäische Staatsanleihen – schließlich ist der Verschuldungsgrad im Vergleich zum BIP in Europa dreimal so hoch wie in den Schwellenländern. Das zweite, die sofortige Schaffung von Euroanleihen, stößt trotz der unbestreitbaren technischen Attraktivität – weil es der Weg wäre, die konstitutionelle Architektur des neuen Euro spaltenlos abzu-

²⁶ Die neuen fiskalpolitischen Regeln, bekannt als *Fiscal Compact* (Fiskalpakt) oder Euro-Plus-Pakt stellen eine klare Verschiebung hin zu konjunkturbereinigten Haushaltsdefizitziele dar, die identisch sind mit den Vorschlägen des letzten IWF-Berichts über den Euro-Raum, *Euro Area Policies, Article IV Consultation*, Juli 2012, IMF Country Report Nr. 12/181.



schließen – auf handfeste politische Probleme. Zum jetzigen Zeitpunkt auf diesem Thema zu bestehen wäre wohl ein bisschen so, als wolle man das Pferd vom Schwanz aufzäumen. Legen wir zunächst einmal einfache und durchsetzbare gemeinsame fiskalische Regeln fest, und dann befassen wir uns später mit der Bündelung staatlicher Risiken.

Auf jeden Fall müssten die fiskalischen Regeln Ex-ante-Regeln sein und einen automatischen Abtritt von souveränen Hoheitsrechten bedeuten. In Anbetracht der europäischen Erfahrung mit dem Stabilitätspakt muss den Regeln, damit sie glaubwürdig sind, ein Entscheidungsmechanismus mit möglichst wenig politischer Intervention an die Seite gestellt werden. Die Lösung der Europäischen Union – ein von der Kommission automatisch anzuwendendes Verfahren, es sei denn, der Rat beschließt das Gegenteil mit verstärkter qualifizierter Mehrheit – ist ein einfallreicher, geschickter rechtlicher Kunstgriff, der funktionieren kann. Denn es geht doch darum, die effektiven Entscheidungsbefugnisse, das letzte Wort und somit die fiskalische Hoheit in Fragen des Defizits, der Schulden und des Wachstums der öffentlichen Ausgaben, jedoch nicht ihrer Zusammensetzung, an eine supranationale Behörde abzutreten. Jede Nichteinhaltung würde automatisch die externe Intervention seitens dieser supranationalen Behörde nach sich ziehen. Aber es handelt sich dabei um eine bedeutsame Entscheidung, die mindestens zwei unmittelbare Probleme aufwirft, die hier nur kurz angesprochen werden sollen, weil sie eher juristisch-konstitutioneller als wirtschaftlicher Natur sind. Ein erstes technisch-institutionelles Problem besteht darin, die in letzter Instanz entscheidende Behörde präzise zu definieren: Wollen wir Europäer eine supranationale Behörde (die Kommission) oder eine internationale Behörde (der Rat)? Der Mittelweg, den wir jetzt haben, nämlich eine Art Mitentscheidungsverfahren, an dem in letzter Zeit auch das Europäische Parlament teilhaben will, vermehrt nur die Möglichkeiten einer Blockade und einer institutionellen Lähmung²⁷. Das zweite Problem ist ein direkt politisches. Wenn man die Institution

²⁷ Wir sollten uns vor Augen halten, dass es keine nationale Währungsunion gibt, die mit der zweifachen Entscheidung der Legislative und der Exekutive auf ökonomisch-fiskalischem Gebiet funktioniert. Am nächsten kommt dem vielleicht die „fiskalische Klippe“ („fiscal cliff“), auf die die Vereinigten Staaten wegen des Machtkampfes zwischen dem Präsidenten und dem Kongress in Bezug auf die Genehmigung von Schuldenobergrenzen hinzusteuern scheint.



gewählt hat, die den Euro fiskalisch regieren soll, wie verleihen wir dann der gesamten Union demokratische Legitimität? Das führt zu dem Schluss, dass die europäische Krise, wie anfangs in diesem Aufsatz gesagt, letztendlich eine politische Krise ist, eine Reifekrise der Währungsunion. Eine Krise, aus der man nicht herauskommen wird, ohne die Gründungsverträge des Euroraums zu reformieren und ohne die schwierigen, impliziten hoheitsrechtlichen Fragen anzupacken. Das Thema auf den Tisch zu bringen ist ein Geschenk, möglicherweise ein vergiftetes, aber unvermeidbares, das uns vielleicht bald das deutsche Verfassungsgericht machen wird.

Ich möchte diesen Abschnitt über die Rettung des Euro nicht schließen, ohne zumindest einige in der politischen Debatte immer wiederkehrende Trugschlüsse kurz zu kommentieren, die entweder in opportunistischer Vereinfachung, aus absoluter Ignoranz oder aus Unredlichkeit der Öffentlichkeit den Eindruck vermitteln, dass wir es mit einer Krise zu tun haben, die mit einem Federstrich gelöst werden könnte, wenn es die Verantwortlichen nur wollten. Diese vermeintlichen Zaubерlösungen sind die gefährlichsten, denn ebenso wie der Kranke, der solange einen Arzt sucht, bis er den findet, der ihm das verschreibt, was er haben wollte, akzeptieren die europäischen Gesellschaften und zweifelsohne auch die spanische ungern, dass eine Epoche zu Ende gegangen ist und dass die Überwindung der Krise tief greifende Veränderungen in den Institutionen, der Politik und im individuellen Verhalten erforderlich macht. Gesellschaften, Zivilisationen als Lebewesen wachsen, vermehren sich und sterben.

Im ersten Trugschluss wird die gesamte Verantwortung der Europäischen Zentralbank aufgebürdet. Die EZB könnte schon morgen alles wieder einrenken, wenn sie wollte. Falsch. Die EZB könnte nur den Markt mit Liquidität überschwemmen, was sich mittelfristig auf die Inflation auswirken würde – man sollte nicht wieder einmal glauben, dass es diesmal wirklich anders sein wird. Aber selbst wenn wir bereit wären, ein gewisses Inflationsrisiko auf uns zu nehmen (das in Europa immer klein und aus bekannten Gründen geringer als in den Vereinigten Staaten sein wird), bleibt Fakt, dass der Bankenmultiplikator nicht funktioniert – die Banken geben sich gegenseitig keinen Kredit, erst recht nicht unter Banken verschiedener Länder des Euroraums – und dass kein

Geld in die nicht finanzielle Privatwirtschaft fließt. Die Banken machen nichts anderes, als die Liquidität zu horten und sie der Zentralbank zurückzugeben, die weiterhin ihre Einlagefazilität verzinst und dies noch intensiver tun müssen wird, um die Eingriffe in den Schuldenmarkt zu sterilisieren. Und die Banken werden mit dieser Praxis fortfahren, solange es Zweifel gibt an a) dem Verbleib der einzelnen Länder im Euroraum, b) der Solvenz einiger Banken und der Fähigkeit ihrer jeweiligen Regierungen, sie zu retten, und c) der Solvenz des souveränen Emittenten selbst mit der Möglichkeit der Zahlungseinstellung. Kurz, die EZB kann weder verhindern, dass ein Land aus dem Euro ausgestoßen wird, noch die sich daraus ergebenden Folgen für sein Finanzsystem vermeiden. Es ist eine Regierungsentscheidung – der eigenen Regierung und jener der übrigen Mitgliedsländer. Die EZB kann einen Ausstoß beschleunigen, hat aber bereits bewiesen, dass sie keine derartige Absicht hat, als sie die Kreditsicherheiten so weit wie immer nötig absenkte und nach Griechenland kurzfristige unbegrenzte Liquidität pumpte. Doch eine Zentralbank kann nicht als Staatskasse fungieren, ohne sich selbst und die Glaubwürdigkeit der gemeinsamen Währung zu zerstören.

Der zweite Trugschluss, „diese Krise kann man nur mit Wachstum bewältigen“, ist eine komplexe ideologische Argumentation, die kurioserweise die Befürworter der Wirtschaftsorthodoxie mit der Austeritätspolitik in Verbindung bringt²⁸. Als ob uns diese Politik von gestörten und sozial fast kriminellen Individuen willentlich auferlegt worden sei und nicht die Konsequenz unserer vorherigen Exzesse und von unverantwortlichen, verschwenderischen Regierungen sei, die nicht verstanden oder verstehen wollten, was unsere Zugehörigkeit zur Europäischen Währungsunion bedeutete. Es gibt keinen historischen Präzedenzfall einer Schuldenkrise mit einem unverschämt systematischen und anhaltenden Übermaß an öffentlicher und privater Verschuldung (wie das bei dieser Krise zweifelsohne der Fall ist), wo die Lösung nicht mit einem mehr oder weniger ausgeprägten Schrumpfen des BIP einherging. Und diese Krise bildet keine Ausnahme. Eine Schuldenkrise mit noch mehr Schulden bekämpfen zu wollen scheint paradox,

²⁸ Die wöchentlichen Predigten Krugmans in der *New York Times* oder die weniger gebetmühlenhaften, aber aggressiveren von Stiglitz sind das beste Beispiel für diese Schule, die ebenso wie der eine oder andere bekannte spanische Spitzenpolitiker meint, dass es nicht sein kann, dass kein Geld da ist – man schafft es, und Punktum!



aber das ist es im Grunde, was die Neokeynesianer vorschlagen. Auch wenn sie sich darauf versteifen, dass diese Schulden andere begleichen sollen (Deutschland oder der IWF), dass sie mit mehr Steuern für Reiche bezahlt werden sollen (als ob sich das überhaupt nicht auf das Wachstum auswirken würde), oder wenn sie sie mit Techniken des Finanz-Engineering im Verlauf der Zeit aufzulösen versuchen, wobei diese Techniken allzu sehr an jene erinnern, die in der Hand des privaten Finanzsektors das Vorspiel zur jetzigen Krise waren. Im europäischen Fall gibt es außerdem spezifische Umstände, die bereits erwähnt wurden: Europa spart nicht genug und ist keine attraktive Zone für Portfolio-Investitionen, oder zumindest hat Europa große Konkurrenz bekommen. Die Wachstumspolitik, die Europa wirklich braucht, besteht darin, seine Märkte von unnützen und kontraproduktiven Restriktionen zu befreien und die Transaktionskosten, die Kosten für die Geschäftstätigkeit in Europa zu senken, um wieder attraktiv und dynamisch zu werden. Was wir nicht brauchen, sind mehr öffentliche Ausgaben oder mehr Infrastrukturvorhaben, deren an Kosten und Nutzen zu messende Rentabilität in einer Zone mit sehr umfangreicher öffentlicher Kapitalausstattung noch nachgewiesen werden muss.

Und schließlich denken manche immer noch, es gäbe geniale technisch-finanzielle Lösungen, um zu vermeiden, dass wir der Realität ins Auge sehen müssen. Eine dieser fantastischen, in letzter Zeit allenthalben auftauchenden Erfindungen – die Trennung zwischen dem geerbten Schuldenproblem (*legacy problem*) und der künftigen Gestaltung, damit es sich nicht wiederholt – ist aus analytischer Sicht interessant, doch im Kontext des Euro irrelevant. Aus technischen und politischen Gründen. Technisch besteht das Problem des Euro darin, dass die Währungsunion ein wiederkehrendes, permanentes Spiel ist, in dem kein Platz für Täuschungen ist und in dem jede Entscheidung einen Präzedenzfall schafft, auch wenn die Verantwortlichen noch so oft das Gegenteil versichern²⁹. Kurz gesagt, das geerbte Problem zu lösen oder nicht zu lösen heißt, die

²⁹ Aufgrund dieses wiederkehrenden Charakters kam der Rettungsschirm für Griechenland so spät und war die Entscheidung über den Schuldenschnitt so komplex. Und aus demselben Grund gestaltet es sich so schwierig, die Hilfe für das spanische Finanzsystem zu konkretisieren. Denn alle Teilnehmer wissen, dass ein Präzedenzfall geschaffen wird, der die Zukunft der Europäischen Bankenunion bestimmen wird – die Bündelung des Einlagerisikos, die Beteiligung der Gläubiger an den Rettungskosten und die Mechanismen der Abwicklung von Banken.



juristisch-institutionelle Ausgestaltung des neuen Euroraums zu lösen, zu erschweren oder aufzuschieben. In der Praxis ist es schon zu spät, um das Problem weiter zu analysieren: „zur Lähmung aufgrund der Analyse“. Die Anleger haben das Vertrauen in das europäische Projekt verloren und werden es allein durch einfallsreiche finanzielle Lösungen nicht zurückgewinnen. Sie werden uns höchstens etwas Zeit zugestehen, allerdings immer weniger, wenn man sich das Ergebnis der letzten Rettungsaktionen einschließlich der für die spanischen Banken anschaut. Die Anleger haben das Problem erkannt und wollen definitive Lösungen für das, was sie als konstitutionelles Problem begreifen, denn – mit brutaler Offenheit gesagt – wenn Spanien und Italien sich mit Auslandswährung finanziert haben, sind sie insolvent.

WIE MAN VERMEIDET, DASS DER EURO SPANIEN MITREISST – ODER UMGEKEHRT

Obwohl es in diesem Aufsatz nicht darum geht, speziell die spanische Volkswirtschaft zu analysieren, bliebe er unvollständig ohne wenigstens ein paar Bezugnahmen auf die gegenwärtige Situation, in der dieser Prozess der konkreten Ausgestaltung der Finanzhilfe voll im Gange ist. Die Zukunft des Euro hängt nicht von uns ab, oder zumindest nicht allein von uns. Aber es liegt auf der Hand, dass die Weiterentwicklung der spanischen Wirtschaft, der Erfolg ihres Anpassungsprozesses, die angemessene Korrektur ihrer Ungleichgewichte und das Geschick bei der Definition europäischer Strategien die Überlebenschancen des gemeinsamen Währungsprojekts beachtlich beeinflussen werden. Und auf jeden Fall wird die spanische Wirtschaft besser für das, was auf sie zukommt, aufgestellt sein, wenn sie ihre Probleme erfolgreich löst, wenn sie eine entschlossene Anpassungs- und Wettbewerbspolitik betreibt.

Wie bekannt, hatte die spanische Wirtschaft bei Regierungsantritt des Partido Popular drei schwerwiegende Probleme, die einen außerordentlich großen Mangel an Glaubwürdigkeit zur Folge hatten. Trotz wiederholter Versprechungen der vorherigen Regierung, selbst noch nach den Wahlen im November, waren die öffentlichen Haushalte völlig außer Kontrolle geraten. Das für 2011 vorgegebene Haushaltsdefizit von 6 % betrug in Wirklichkeit 8,9 % des BIP, praktisch ohne Verbesserung gegenüber dem Vorjahr,



und das Strukturdefizit machte dabei laut IWF ganze 7,6 % aus³⁰. Eine unkontrollierte Lage, die zudem Spiegelbild einer unhaltbaren und ineffizienten Staatsstruktur war. Analog dazu stand das Bankensystem, das Opfer derselben Blindheit wie die vorherige Regierung war, vor ernststen Solvenzproblemen bei einem nicht unerheblichen Teil der Banken, und die wiederholten Versuche, die Probleme herunterzuspielen, zu verstecken oder aufzuschieben, hatten nur bewirkt, dass alle den Kopf hinhalten mussten. Die spanischen Finanzinstitute waren ungeachtet ihrer jeweiligen Qualität aus den internationalen Märkten ausgestoßen worden. Es war eine unumstößliche Tatsache, dass die Finanzsektorreformen, bekannt als FROB I und II, erfolglos geblieben waren. Und schließlich befand sich die Wirtschaft auf dem Weg zu einer doppelten Rezession und wies eine Arbeitslosenrate von fast 25 % der Erwerbsbevölkerung auf. Es war nicht gelungen, die Lage mit den eingeleiteten Arbeitsmarktreformen zu verbessern, weil diese zaghaft und schamvoll waren. Da es an klaren Vorstellungen fehlte, Meinungen ständig geändert wurden und den Gewerkschaften unilateral ein Vetorecht zugestanden wurde, war klar, dass der spanische Arbeitsmarkt hoffnungslos zugrunde gerichtet war.

Die neue Regierung hatte von Anfang an einen klaren, korrekten Befund erstellt, aber neun Monate später scheint es, dass das Ausmaß der vorgefundenen Hinterlassenschaft und die Größe der zu bewältigenden Herausforderungen ausschlaggebend für die Verzögerungen beim Ergreifen konkreter Gegenmaßnahmen war, was eine gewisse Verwirrung zwischen den landesinternen und den internationalen Botschaften hervorrief. Es lässt sich nicht bestreiten, dass Ministerpräsident Rajoy und seine Regierungsmannschaft in diesem Zeitraum in gewissem Grad aufgerieben wurden. Das Gegenteil wäre ein Wunder gewesen. Es lag zum Teil an den Verzögerungen, zum Teil aber auch daran, dass unbequeme, aber wirtschaftlich unerlässliche Entscheidungen getroffen werden mussten, wie etwa die Erhöhung der Mehrwertsteuer oder die Kürzung der Beamtengehälter um 7 %. Doch noch bleiben ihm ausreichend politisches Kapital und genügend Amtszeit, um entschlossen schmerzhaft, aber notwendige Reformen anzugehen, mit denen wir zu Wachstum und Wohlstand zurückkehren können. Er ist dabei, es zu tun.

³⁰ Siehe *Spain, 2012 Article IV Consultation*, IMF Country Report N°12/202



Das Gesetz für Haushaltsstabilität und finanzielle Nachhaltigkeit enthält alle erforderlichen Elemente, um das Vertrauen in die Haushalte der spanischen öffentlichen Verwaltungen wiederherzustellen. Es ist eine Rückbesinnung auf die Grundsätze der Transparenz, der Solidarität sowie der Verfassungsautorität und -treue. Es schränkt die Autonomie der Regionalregierungen nicht ein, sucht aber, ähnlich wie der neue europäische Wachstumspakt, die externen Effekte zu eliminieren, welche das kurzsichtige oder unverantwortliche Verhalten mancher Regierungen für die Gesamtheit der spanischen Bürger haben. Wenn irgendeine Regionalregierung entgegen allen internationalen Erfahrungen mit der Finanzierung von subnationalen Verwaltungseinheiten glauben sollte, sie könne der restriktiven Haushaltspolitik des spanischen Staates trotzen, dann versuche sie einmal, Schulden ohne Bürgschaft zu emittieren. Wenn es ihr darum geht, die Diskussion über den Finanzrahmen der Autonomen Gemeinschaften neu aufzurollen, um einen größeren Teil vom Kuchen abzubekommen, dann soll sie das unmissverständlich sagen und die erforderlichen Stimmen dafür suchen, aber bitte nicht weiter das Opfer spielen – schließlich ist das heutige System nach ihrem Ebenbild geschaffen worden. Vorläufig ist die Zentralregierung voll dazu legitimiert, das Gesetz mit aller Strenge anzuwenden. Alles andere würde die Glaubwürdigkeit des Königreichs Spanien und unsere Chancen, Europa weiter anzugehören, schwer beeinträchtigen.

Das zwischen der Europäischen Union und dem Königreich Spanien vereinbarte Memorandum of Understanding über Bedingungen für die Politik im Finanzsektor³¹ und das zuvor erwähnte Königliche Dekret 24/2012 setzen den Schlusspunkt hinter eine lange Zeit aufrechterhaltene Fiktion: dass die Probleme des spanischen Finanzsektors unbedeutend und ohne Hilfe zu meistern seien. 100 Mrd. Euro, praktisch 10 % des spanischen BIP, sind keine kleine Summe, vor allem, wenn man die fast 120 Mrd. Euro hinzuzählt, die der Sektor bereits für seine Rekapitalisierung eingesetzt hat. Die kritischen Stimmen hierzu lassen sich gut mit der parlamentarischen Anhörung des vorheri-

³¹ Schließlich verabschiedet und unterzeichnet im Europäischen Rat vom 20. Juli 2012, zusammen mit seinen Anhängen, *Terms of Reference for Fund Staff Monitoring in the Context of European Financial Assistance for Bank Recapitalization*, und dem *Master Financial Assistance Facility Agreement* zwischen der EFSF, Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, dem FROB (Fonds zur geordneten Bankenumstrukturierung) und dem Königreich Spanien.



gen Präsidenten der spanischen Zentralbank zusammenfassen, der im Wesentlichen eine Verlängerung des Schweigens und der Milde, was Regulierung angeht, forderte, bis bessere Zeiten kämen. Eine Politik nach dem Motto „schmutzige Wäsche wäscht man besser zu Hause“ ist eindeutig unvereinbar mit der Währungsunion – obgleich es stimmen mag, dass man sie anderen Ländern mit Sparüberhang durchgehen ließ – und auch unvereinbar mit dem freien Informations- und Kapitalverkehr, der in einem gemeinsamen Währungsraum mit Anspruch auf Glaubwürdigkeit und Beständigkeit vorherrschen sollte. Wenn es etwas zu kritisieren gibt, dann die verspätete Anwendung und das Fehlen eines einzigen Kriteriums seitens der europäischen Behörden, vertreten durch unzählige Institutionen, die sich untereinander nicht immer einig sind. Konfuse Botschaften sind kein guter Weg, um das Vertrauen in das spanische Finanzsystem, das Regulierungsstabilität genauso sehr wie Kapital braucht, wieder aufzubauen.

Die Reformen vom Februar und Juni stellen eine signifikante Änderung in der Funktionsweise des spanischen Arbeitsmarkts dar, wie auch von der Europäischen Kommission und vom IWF anerkannt wurde. Die Reformen normalisieren die Arbeitsbeziehungen in Spanien und bedeuten das Ende der Außergewöhnlichkeit, weil die Dualität und die Kündigungskosten reduziert wurden. Sie vollziehen einen vorsichtigen Systemwechsel, der auf interne Flexibilität abzielt und die gewerkschaftliche Vermittlerfunktion per Dekret einschränkt, indem die Anwendung der Tariföffnungsklausel erleichtert wird. Andere zusätzliche Reformen sind nötig, damit die bereits verabschiedeten ihre volle Wirksamkeit entfalten können, insbesondere Reformen, die sich auf Arbeitslosengeld und –hilfe beziehen und Reformen, die Schritte zu einem einzigen Arbeitsvertragstyp darstellen. Spanien zu einer wettbewerbsfähigen, dynamischen und flexiblen Wirtschaft zu machen, ist der beste Beitrag, den wir zur Solidität des Euro leisten können. Dafür muss nicht nur der Umfang der öffentlichen Verwaltungen verringert werden, um ihre Haushalte tragfähig zu machen, sondern (und vor allem) ihre Allgegenwart und Regelungsgier beschnitten werden, um sie effizient zu machen.

Der europäische Eingriff in die spanische Wirtschaft ist eine Realität, ebenso wie auf mehr oder weniger explizite Weise in allen Ländern mit Schwierigkeiten beim Zugang zu den

privaten Kapitalmärkten, das heißt, heute praktisch alle Länder mit Ausnahme von Deutschland und einigen kleinen Nachbarländern. Worte sind wichtig in der Politik, aber wir dürfen uns nicht verwirren lassen. Das Abtreten von fiskalischer und finanzieller Hoheitsgewalt ist wünschenswert, ist eine notwendige Vorbedingung, damit Europa die Euro-Krise überwindet; es ist auch eine vorhersehbare Konsequenz der vollständigen Ausgestaltung des Euroraums, um ihn dauerhaft tragfähig zu machen, und unseres Willens, ihm anzugehören. Spanien ist es immer gut gegangen, wenn es sich Europa gegenüber geöffnet hat, vor allem dann, wenn sich Europa als ein weltoffener Raum verstand und nicht als die Festung Europa. Haushaltsstabilität, Währungsorthodoxie, Strukturreformen und Privatisierungen sind Politiken, die Spanien in den 80-er Jahren aus Europa zu importieren begann. Heute sind es wieder einmal diese Politiken, die für Spanien gut sind. Es ist Aufgabe der jetzigen Regierung, sie ehrgeizig und entschieden anzuwenden. Daneben ist es Aufgabe der europäischen Spitzenpolitiker, einen gemeinsamen institutionellen Rahmen für alle Europäer zu definieren, nicht eine Ausnahmeregelung für die Länder, in die eingegriffen wird. Deshalb muss die Europäische Währungsunion neu gegründet werden, müssen ihre Gründungsverträge abgeändert werden, denn kein demokratisches Land wird ein Protektorat ertragen. Solche konstitutionellen Änderungen beinhalten die unvermeidliche Bündelung der Bank- und Staatsschulden, wofür im Gegenzug fiskalische Kontrollmechanismen im Ursprungsland eingerichtet würden. Es handelt sich um eine machbare und notwendige Übereinkunft, die von den Finanzmärkten dringend gefordert wird. Die Bausteine dafür sind da, sind Bestandteil der Entscheidungen der Europäischen Ratssitzungen seit 2009. Nur muss man sie kohärent und systematisch zusammenfügen und sich in der Öffentlichkeit feierlich dazu verpflichten, sie mit einem vorweg angekündigten Zeitplan anzuwenden. Die Alternative könnte sehr wohl der Vorhof unseres Unglücks sein.