

Überlebt die Eurozone die Schuldenkrise?

von Eric Chaney, Chefvolkswirt bei AXA Investment Managers

Überlebt die Eurozone die aktuelle Schuldenkrise? Kurz gesagt: Ja. Dabei handelt es sich allerdings um eine bedingte Wahrscheinlichkeit und keine absolute Gewissheit, die vom geordneten Abbau der gegenwärtigen Spannungen und der Umsetzung dreifacher Reformen abhängt. Die erste dieser Reformen bezieht sich auf die fiskalische Kontrolle im Euroraum. Hier sind Maßnahmen wahrscheinlich, um das augenscheinliche Phänomen des fiskalischen „Trittbrettfahrens“ zu unterbinden. Der zweite Reformkomplex bezieht sich auf die einzelstaatlichen Haushaltsvorschriften und befindet sich infolge des Drucks vom Anleihemarkt bereits in der Umsetzung. Danach soll sichergestellt werden, dass die öffentliche Verschuldung nicht aus dem Ruder läuft. Die dritte Reform schließlich beschäftigt sich mit der Steuerung der strukturellen Divergenzen innerhalb der Europäischen Währungsunion (EWU). Dabei handelt es sich auf lange Sicht um die größte Herausforderung für die gemeinsame Währung. Zugleich wird diese Problematik unter wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern am wenigsten durchschaut.

Drei Reformen, um die Zukunft des Euro zu sichern

Die aktuelle Krise wirft die zentrale Frage nach der Tragfähigkeit der spanischen Staatsfinanzen auf, nachdem die Märkte bereits die hohe Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz Griechenlands eingepreist haben. Das entspricht auch den Fundamentaldaten. Spanien ist jedoch zweifelsohne zahlungsfähig. Schauen wir uns das einmal anhand eines Gedankenexperiments an. Nehmen wir an, dass die gesamten Problemkredite des spanischen Bankensektors in der Bau- und Immobilienbranche (166 Mrd. Euro nach den Zahlen der spanischen Zentralbank) abgeschrieben werden müssen und die Regierung das System mit neuen Mitteln in gleicher Höhe rekapitalisiert. Die sozusagen ins Bankensystem eingebauten umfangreichen Kapitalpolster ignorieren wir dabei. Damit würde die von der EU-Kommission auf 73 Prozent des BIP prognostizierte Staatsverschuldung 2011 um 17 Prozent steigen und läge somit bei 90 Prozent, ein Niveau, das auch Großbritannien und Frankreich Prognosen zufolge zu diesem Zeitpunkt erreicht haben dürften. Selbst wenn Spanien eine höhere Risikoprämie zahlen muss und das potenzielle Wachstum nur halb so hoch ist wie in den Boomjahren (und das wird der Fall sein), ist ein solcher Schuldenstand immer noch tragbar. Spanien ist zahlungsfähig und seine derzeitige Liquiditätskrise wird sich als vorübergehend erweisen.

Eine Anmerkung zur Logik

Bevor wir uns langfristigeren Themen zuwenden, ist zunächst eine logische Prämisse zu klären. Die Währungsunion baut auf zwei Kernprinzipien auf: ein unabhängiger Währungshüter und die Ablehnung des fiskalischen Föderalismus, d. h. Steuertransfers zwischen den Mitgliedsstaaten sind nicht vorgesehen. Während das erste Prinzip nicht mehr zu Diskussion steht, ist eine wachsende Zahl von Analysten der Ansicht, dass der Euro ohne fiskalische (und damit politische) Union zum Scheitern verurteilt ist. Da die fiskalische Union von den Völkern Europas abgelehnt wird, müssen diese Analysten zwangsläufig zum Schluss gelangen, dass der Euro eher früher als später scheitern wird.

Die Issing/Feldstein-Debatte

Ich bin anderer Ansicht. Der fiskalische Föderalismus wurde bereits vor rund zwanzig Jahren debattiert und nichts deutet darauf hin, dass die gegenwärtige Krise die damals gezogenen Schlussfolgerungen grundlegend geändert hat. Die Anfang der 1990er Jahre geführte Debatte lässt sich folgendermaßen zusammenfassen: Prof. Otmar Issing¹, einer der Gründungsväter des Euro und seinerzeit Chefvolkswirt der Bundesbank sowie späteres Direktoriumsmitglied der EZB, war zunächst skeptisch, was das Funktionieren einer Währungsunion ohne gleichzeitige politische Union betraf. Im Zuge seiner geldpolitischen Analysen gelangte Issing jedoch zu der Auffassung, dass eine Währungsunion ohne politische Union (d. h. ohne fiskalischen Föderalismus) angesichts der engen rechtlichen sowie handels- und kapitalpolitischen Verflechtungen zwischen den Ländern Europas nicht nur möglich, sondern sogar ratsam sei. Ratsam deswegen, weil andernfalls eine Situation entstünde, in der Zeiten der Währungsstabilität mit hohen Risikoprämien und politischen Spannungen sich mit unruhigen und von wettbewerbsbedingten Währungsabwertungen geprägten Phasen abwechseln. Ich halte diese These gerade vor dem Hintergrund der Kreditkrise von 2007 bis 2009 umso wahrscheinlicher. Möglich, sofern zwei Voraussetzungen erfüllt sind: eine unabhängige, der Preisstabilität verpflichtete Zentralbank und das klare Bekenntnis aller Euro-Mitglieder zur fiskalischen Stabilität, festgeschrieben in einem fiskalischen Verhaltenskodex. Die gegenteilige – euroskeptische – Meinung wurde von Prof. Martin Feldstein von der Harvard University vertreten, der 1997, zwei Jahre vor der Geburt des Euro, schrieb: „Falls die EWU zustande kommt (...), wird dies den politischen Charakter Europas auf eine Weise ändern, die zu Konflikten in Europa und zu Konfrontationen mit den Vereinigten Staaten führen könnte.“² Da die Länder Europas nach Feldsteins Fundamentalanalyse keinen optimalen Währungsraum darstellen, würde die Währungsunion entweder scheitern oder jene innereuropäischen Spannungen erzeugen, die in der Vergangenheit regelmäßig zu Kriegen geführt hatte. Während am Markt die euroskeptische Sicht

¹Siehe beispielsweise „The euro – a currency without a state“, Vortrag von Otmar Issing bei einer Veranstaltung der finnländischen Zentralbank in Helsinki am 24.03.2006

²Martin Feldstein: „Monnet Was Mistaken“ in Foreign Affairs, November/Dezember 1997

vorherrschte, gab es dennoch gegenläufige Sichtweisen. So war Gavyn Davies, seinerzeit Chefökonom bei Goldman Sachs, im Gegensatz zur Mehrheit der Analysten in der City of London, von der politischen Entschlossenheit der EU-Entscheidungsträger überzeugt und kam zu dem Schluss, dass der Euro auf dem richtigen Weg sei. 1998 zahlte es sich dann aus, ein „Kontrarier“ zu sein.

Die Krise hat Issings Sichtweise bestätigt

Während die aktuellen Ereignisse Feldsteins Erkenntnisse weder bestätigt noch widerlegt haben – das wird sich erst mit der Zeit zeigen –, haben sie doch zumindest Issings Auffassung bestätigt. Soweit bekannt, wurde der Wohlverhaltenskodex, also der Stabilitäts- und Wachstumspakt 2004 von mehreren Ländern missachtet, allen voran Deutschland und Frankreich. Damit wurde einer Haushaltspolitik der „Trittbrettfahrer“, vor allem in Griechenland, TÜR und TOR geöffnet. Dabei muss auch betont werden, dass das weder bei Irland noch Spanien oder Italien der Fall war. Dennoch würde eine Besinnung auf fiskalpolitische Vernunft nicht ausreichen, um die Tragfähigkeit des Euro zu gewährleisten: Aus der gegenwärtigen Krise sind wichtige Lehren zu ziehen, die wir jetzt nachvollziehen und in konkrete Reformen umsetzen müssen.

Reform Nr. 1: Weiterentwicklung des Stabilitätspakts, der auch Vorschriften zur Beilegung von Krisen umfasst

Da die Völker Europas nicht bereit sind, fiskalischen Föderalismus auch nur ansatzweise zu akzeptieren, muss die EWU sicherstellen, dass „Trittbrettfahrer-Strategien“ frühzeitig erkannt und unterbunden werden. Krisen kommen vor und die Lehre, die man zu allererst aus den jüngsten Turbulenzen ziehen muss, ist, dass die Ablehnung des fiskalischen Föderalismus nicht dazu führen darf, dass EWU-Länder anderen Mitgliedsstaaten in finanziellen Nöten – gleich welcher Ursache – ihre Hilfe versagen. In der Vergangenheit haben die politischen Instanzen der EWU die Möglichkeit einer Schuldenkrise in der Währungsunion verdrängt, sei es, weil sie vom Erfolg des Euro geblendet waren oder aufgrund der demokratischen Institutionen innewohnenden Tendenz, Entscheidungen auf die lange Bank zu schieben. Und dann war die Krise auf einmal da. Als Direktor der europäischen Denkfabrik Bruegel betont Jean Pisani-Ferry, dass das anhaltende Hin und Her zu Mitverantwortung und Unterstützung einer der schädlichsten Aspekte der (...) Diskussion um das Krisenmanagement gewesen sei³. Nur unter intensivem Marktdruck waren die politischen Entscheidungsträger schließlich bereit, gemeinsam ein mit strikten Auflagen verbundenes Darlehenspaket für Griechenland zu schnüren und auch für andere Länder den Rettungsschirm aufzuspannen. Dies ist zwar nicht gleichbedeutend mit fiskalischem Föderalismus. Sofern diese Darlehen jedoch nicht in voller Höhe getilgt werden, würden die Steuerzahler aller anderen EWU-Länder die Ausfallkosten tragen müssen. Daher muss im Rahmen einer Euro-Reform

³Jean Pisani-Ferry: „Euro area governance: What went wrong in the euro area? How to repair it?“, Bruegel Essays and Lectures, 08.06.2010

zunächst der Stabilitätspakt neu ausgehandelt werden. Darin sind Anreize für haushaltspolitisches Wohlverhalten und Sanktionen für haushaltspolitisches Fehlverhalten aufzunehmen. Ferner sind umfassende Bestimmungen zur Beilegung von Finanzierungskrisen vonnöten, um auch jene Extremfälle zu bewältigen, die die Verhandlungsparteien des Maastrichter Vertrags geflissentlich ignoriert haben. Bei Insolvenz muss es einem Euro-Mitglied nicht nur gestattet sein, seine Schulden gemäß IWF-artigen Konditionen geordnet umzustrukturieren. Zugleich muss einem solchen Mitglied auch der Weg aus der Union offen sein, ohne Chaos zu schaffen. Eine Vogel-Strauß-Politik funktioniert nicht.

Reform Nr. 2: Nationale Haushaltsregeln

Eine wachsende Zahl europäischer Länder (wie beispielsweise Norwegen, Niederlande, Belgien) haben verbindliche nationale Haushaltsregeln erlassen, um eine aus dem Ruder laufende Staatsverschuldung zu verhindern. Sofern es für diese Regelungen qualifizierte Mehrheiten gibt, kann auf diesem Weg effektiv und langfristig fiskalische Glaubwürdigkeit erreicht werden – ohne den Prozess der haushaltspolitischen Debatte auszuhebeln. Mit seiner grundgesetzlich verankerten Schuldenbremse hat Deutschland einen ähnlichen Weg beschritten. Damit stehen andere EWU-Länder vor einem Dilemma: Sie müssen entweder dem Beispiel folgen, oder die Märkte werden ihre haushaltspolitische Entschlossenheit bezweifeln und saftige Risikoprämien verlangen. Da die öffentliche Verschuldung in den meisten EWU-Ländern jetzt ein beträchtliches Niveau erreicht hat, besteht im Prinzip kein Konflikt mehr zwischen einzelstaatlichen Interessen (haushaltspolitische Glaubwürdigkeit vor dem Hintergrund rasch alternder Gesellschaften) und kollektiven Interessen (Glaubwürdigkeit der Währungsunion). Wie der jüngst in Frankreich veröffentlichte Camdessus-Bericht verdeutlicht, ist die Einführung nationaler Haushaltsregeln sowohl ratsam als auch wahrscheinlich. Dies würde die Glaubwürdigkeit des Euro deutlich stärken, und zwar auf eine dezentrale Weise, die der allgemeinen Ablehnung des fiskalischen Föderalismus nicht zuwiderläuft.

Reform Nr. 3: Umgang mit strukturellen Divergenzen

Die Ungleichgewichte, die sich in den ersten zehn Jahren der Währungsunion herausgebildet haben (der deutsche Leistungsbilanzüberschuss, dem die hohen Defizite in Griechenland, Spanien, Irland und Portugal gegenüberstehen), sind Indiz für die unhaltbaren strukturellen Divergenzen. Zuweilen wurden diese Ungleichgewichte auf Preisdivergenzen zurückgeführt. Wäre das der Fall, dann müsste eine angemessene Überwachung des Wettbewerbs verhindern, dass die Ungleichgewichte auf ein unhaltbares Maß anwachsen. Nach meinem Dafürhalten gelingt dieser Sichtweise nicht der Blick über den Tellerrand. Sofern Preis- bzw. Lohnwettbewerb 2007 der Hauptgrund für Spaniens zweistelliges Leistungsbilanzdefizit war – warum ist dann der relative Marktanteil der spanischen Exporte bei Industrieprodukten seit Anbeginn der EWU stetig gestiegen (von 5,4 Prozent der EWU-Exporte in 1999 auf 5,7 Prozent in 2008).

Eine umfassende Analyse der Ursachen für unhaltbare Divergenzen sollte doch alle Märkte einbeziehen, auf die es in einer Währungsunion ankommt: Arbeits-, Absatz-, Immobilien-, Kredit- und Kapitalmärkte. Im Fall Spanien ist nicht etwa ein Mangel an Wettbewerbsfähigkeit, sondern vielmehr die Kreditblase für das bis 2007 aufgelaufene untragbare Leistungsbilanzdefizit schuld. Bei einer gründlichen Prüfung sollte nicht übersehen werden, dass die seit Beginn der Währungsunion im Privatsektor investierten Kapitalströme sich in Irland auf 850 Prozent des BIP und in Spanien auf 112 Prozent belaufen (gegenüber 68 Prozent in Deutschland). Müssten wir im Nachhinein nicht eigentlich behaupten, dass Irland und Spanien zu erpicht darauf waren, ausländisches Kapital anzuziehen, und deshalb die Regulierung ihrer Kreditmärkte nicht mit der gebotenen Konsequenz betrieben haben? Und war Deutschland nicht vielleicht zu restriktiv, bedingt durch die strikte Regulierung seines Immobilienmarktes und der ablehnenden Haltung gegenüber ausländischem Kapital, wie beispielsweise Private-Equity-Investoren?

Effektive wirtschaftspolitische Kontrolle bedarf klarer Worte

Übermäßig hohe und lang anhaltende strukturelle Differenzen könnten der Währungsunion den Todesstoß versetzen. Daher stellt sich die Frage, ob unhaltbare Divergenzen angesichts der Rahmenbedingungen der Währungsunion, wie beispielsweise höherer Wettbewerb, im Laufe der Zeit abgebaut werden können. In einem 2008 veröffentlichten Beitrag wiesen Alberto Alesina⁴ u. a. nach, dass die Einführung des Euro zwar mit beschleunigten Reformen an den Absatzmärkten, aber nicht an den Beschäftigungsmärkten verbunden war. Dieses etwas ernüchternde Ergebnis muss indes relativiert werden, denn seitdem sind längst überfällige Reformen (Regulierung des Arbeitsmarktes, Rentenreform) erneut auf der politischen Tagesordnung erschienen. Aber diese positive Nebenwirkung der Krise wird nicht länger anhalten als die Krise selbst und ersetzt keinen vernünftig ausgestalteten institutionellen Rahmen. Die wirtschaftspolitische Kontrolle des Euroraums, die im Grundsatz bereits akzeptiert wird, darf nicht auf die Durchsetzung eines fiskalischen Verhaltenskodex reduziert werden. Ebenso wichtig ist es, die Entwicklung von Privatverschuldung und Leistungsbilanzungleichgewichten sowie deren Ursachen an den Arbeits-, Kredit-, Immobilien- und Kapitalmärkten im Auge zu behalten. In diesem Rahmen sollten klare Worte die Regel, nicht die Ausnahme sein. Alles in allem bin ich recht zuversichtlich, dass die politischen Instanzen der EWU im Zuge einer begrüßenswerten Rückkehr zu mehr Marktdisziplin die ersten beiden Reformkomplexe zur EWU-weiten und nationalen Fiskalpolitik umsetzen werden. Das würde sowohl ihren eigenen Volkswirtschaften als auch dem Euro helfen. Außerdem verschafft es eine Atempause. Die Aussichten für den dritten Reformkomplex – strukturelle Konvergenz – sind indes weitaus weniger gewiss. Deshalb fällt die lange Antwort deutlich länger und weniger kategorisch als die Kurzversion aus.

⁴Alberto Alesina, Silvia Ardagna und Vincenzo Galasso: „The Euro and Structural Reforms“, Vortrag bei der NBER-Konferenz zum Euro und zu Europa, 17./18.10.2008

ENDE

Hinweis an die Redaktion

AXA Investment Managers

AXA Investment Managers Paris SA (AXA IM) ist ein Multi-Experte in der Vermögensverwaltung und gehört zur AXA-Gruppe, einer der größten internationalen Versicherungsgruppen und bedeutendsten Vermögensmanager der Welt. AXA IM ist mit rund 506 Mrd. Euro (Stand: 31.03.2010) verwaltetem Vermögen einer der größten in Europa ansässigen Asset Manager. Mit gut 2.500 Mitarbeitern ist AXA IM weltweit in 23 Ländern tätig.

Multi-Experte

Als Multi-Experte im Asset Management ist AXA Investment Managers in der Lage, Investmentlösungen in allen Assetklassen optimal gemäß der Kundenbedürfnisse zu kombinieren und damit einen signifikanten Mehrwert zu erzielen. Das Ziel von AXA IM ist es, in jedem Bereich Marktstandards zu setzen und eine führende Position einzunehmen. Das Unternehmen ist davon überzeugt, dass Spezialisierung, Unabhängigkeit und Verantwortlichkeit der Fondsmanager für eine nachhaltige Performance unerlässlich sind. Deshalb entwickelt das Unternehmen überall dort Expertenteams, wo es über klare Wettbewerbsvorteile verfügt.

Weitere Informationen zu AXA Investment Managers unter www.axa-im.de

Pressekontakt AXA IM

AXA Investment Managers Deutschland GmbH

Daniela Hamann

+49 (0) 69 90025 15882

E-Mail: daniela.hamann@axa-im.com

HBS International GmbH

Sarah Steilen

+49 (0) 69 85 70 82 52

E-Mail: ssteilen@hbs.com

Allgemeine Hinweise: Die hier von AXA Investment Managers Deutschland GmbH bereitgestellten Informationen stellen kein Angebot zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Fondsanteilen bzw. Finanzinstrumenten oder ein Angebot für Finanzdienstleistungen dar. Ein Kauf von Fondsanteilen erfolgt ausschließlich auf Basis der jeweils gültigen Verkaufsprospekte und den darin enthaltenen Informationen. Die Verkaufsprospekte und Jahres- und Halbjahresberichte erhalten Sie kostenlos bei AXA Investment Managers Deutschland GmbH,

Bleichstraße 2-4, 60313 Frankfurt/Main oder unseren Vertriebspartnern sowie unter www.axa-im.de.

Verwendung: Dieses Dokument dient ausschließlich der Presseinformation. Wir weisen dringend darauf hin, dass diese Pressemitteilung nicht den Anforderungen der Richtlinie 2004/39/EG (MiFID) und der zu dieser ergangenen Richtlinien und Verordnungen sowie des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) und der Wertpapierdienstleistungs- Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV) entspricht. Das Dokument ist damit für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung, insbesondere durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen, nicht geeignet.

Haftungsausschluss: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Daten und Zahlen beruhen auf unserem Sach- und Kenntnisstand zum Zeitpunkt der Erstellung und werden laufend geprüft und aktualisiert. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen wird nicht übernommen.