

Euro-Gipfel – Enttäuschte Anleger

Nach dem Super-Gipfel Ende 2011 drängt sich die Frage auf, ob dieses EWU-Treffen der Superlative die Erwartungen erfüllt hat. Gäbe es keine politischen Zwänge, könnte die EWU (Europäische Währungsunion) Lösungsansätze zur Schaffung einer stabilen Währungsunion wahrscheinlich relativ schnell umsetzen. Das erfordert aber nicht nur die Bereitstellung ausreichender Mittel von offizieller Seite, sondern auch leistungsfähige Institutionen, welche die fiskalische und wirtschaftliche Integration vorantreiben.



Von Willem Verhagen
Senior Economist
ING Investment Management

Finanzielle Zwänge, Reformmüdigkeit bei den Wählern, unterschiedliche Vorstellungen davon, wie eine stabile Währungsunion aussehen sollte, sowie die Fokussierung der politischen Entscheidungsträger auf Defizite und Inflation hemmen den Umsetzungsprozess der Lösungsansätze. Weitere Schwierigkeiten ergeben sich dadurch, dass sich die erzielten Ergebnisse häufig nicht klar konkretisieren lassen. Bei Gipfeltreffen wird in der Regel, früher oder später, eine Art Kompromiss erzielt, doch Politiker interpretieren das erzielte Ergebnis im Nachhinein häufig unterschiedlich. Für Investoren bedeutet dies anhaltende Unsicherheit und eine Menge offener Fragen, so dass sich kaum beurteilen lässt, ob ein Gipfel die in ihn gesetzten Erwartungen erfüllt.

Einer der wichtigsten Faktoren im Entscheidungsprozess ist das Bemühen, einerseits einen Dominoeffekt zu

vermeiden und andererseits «Moral-Hazard-Effekte» zu unterbinden. Tendenziell neigen Frankreich und die Peripheriestaaten dazu, die mögliche «Ansteckungsgefahr» zu betonen. Entsprechend drängen diese Länder darauf, dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Geldbasis erhöht und die öffentliche Verschuldung gemeinsam getragen wird. Die Kernländer sowie die EZB fokussieren hingegen auf die Moral-Hazard-Problematik, haushaltspolitische Disziplin und Regelungen zu deren automatischer Durchsetzung.

Sofern sich eine dieser beiden Sichtweisen durchsetzt, geschieht das zwangsläufig auf Kosten der anderen. Zumindest kurzfristig erweist sich dieses Dilemma als Hemmschuh, wenn auch die Gruppe um Deutschland und die EZB im Prinzip die besseren Karten hat. Das Gute an einem Dilemma ist, dass man darüber hinauswachsen kann. Wie erwähnt, muss die ultimative institutionelle Gestaltung Elemente umfassen, die eine Ausbreitung der Krise unterbinden und einen Rahmen

schaffen, der Moral-Hazard-Effekte verhindert. In einer stabilen Währungsunion sind beide Ansprüche vereinbar. Vor allem Eurobonds sind nur dann praktikabel, wenn die Nationalstaaten einen erheblichen Teil ihrer Fiskalhoheit abgeben. Dann kann die EZB als Lender of Last Resort (LOLR) agieren, ohne Furcht, dabei Staatsschulden zu monetarisieren.

Fortschritte bei der Vermeidung von Dominoeffekten

Hoffnung lässt ein von Mario Draghi vor dem Europäischen Parlament in Strassburg geäußertes Stichwort aufkeimen: Sequenzierung. Der EZB-Präsident sagte weiter, «andere Elemente könnten folgen», sofern die EU-Führer eine fiskalpolitische Einigung erzielen. Zahlreiche Kommentatoren haben dies als Bereitschaft von Seiten der Zentralbank interpretiert, proaktiver zu agieren, sobald klare Massnahmen auf haushaltspolitischer Ebene ergriffen werden. Allerdings raubte uns die EZB-Pressekonferenz in dieser Hinsicht alle Illusionen. Auf die ausdrückliche Frage, ob die EZB ihre Anleihekäufe verstärken würde, sobald eine befriedigende haushaltspolitische Übereinkunft erzielt ist, antwortete Draghi mit einem schlichten «Nein». Offenbar bezogen sich die «anderen Elemente», die er erwähnt hatte, auf weitere fiskalpolitische Massnahmen. Bis auf Weiteres wird das Securities Markets Program (SMP) der EZB daher eher reaktiv ausgerichtet sein. Die Zentralbank ist noch nicht bereit, für Staaten als Kreditgeber der letzten Instanz einzuspringen.

Positiv ist indes zu vermerken, dass die EZB abermals ihre Bereitschaft betont hat, als LOLR für das Bankensystem zu fungieren. Die Banken werden von unbegrenzter Liquidität mit einer Laufzeit von 3 Jahren profitieren, die notenbankfähigen Sicherheiten werden

ausgeweitet, und unter bestimmten Voraussetzungen können Bankdarlehen jetzt auch als Sicherheit zur Aufnahme von EZB-Krediten dienen. Zwar dürften Banken damit jetzt liquiditätsmässig komfortabler ausgestattet sein, doch zu einer weiteren Verschärfung der Kreditvergabekriterien mag es dennoch kommen. Denn angesichts des sich verschlechternden konjunkturellen Ausblicks und der Notwendigkeit, die Kapitalquoten zu heben, besteht immer noch das Risiko eines massiven «Deleveraging» durch Bereinigung von Bankbilanzen.

Insgesamt betrachtet blieb der Beitrag der EZB zu einer wirksamen Eindämmung von Dominoeffekten hinter den Erwartungen zurück. Teilweise wurde das jedoch dadurch ausgeglichen, dass die EU-Führer selbst Massnahmen ergriffen, um die Schlagkraft der verschiedenen Rettungsschirme zu verstärken. So werden die Mitgliedstaaten über ihre nationalen Zentralbanken dem Internationalen Währungsfonds (IWF) zusätzliche Mittel von bis zu 200 Mrd. Euro bereitstellen. Darüber hinaus wird die Einführung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM – ein dauerhafter Rettungsfonds, der die European Financial Stability Facility EFSF ablösen wird) auf Mitte 2012 vorgezogen, und die Einzahlung der Kapitalbeiträge könnte beschleunigt werden.

Fortschritte bei der Vermeidung von Moral-Hazard-Effekten

Soweit es die Kehrseite der Medaille betrifft, nämlich die Verhütung von Moral-Hazard-Effekten, konnte der Gipfel ebenfalls nur mit Ergebnissen aufwarten, die zunächst hinter den Erwartungen zurückblieben. Auf supranationaler Ebene – also auf Kommissionsebene – ist eine Änderung des EU-Vertrags erforderlich und damit die Zustimmung aller Länder. Durch das britische Veto blieb den übrigen EU-Führern nichts anderes übrig, als sich auf einen Rahmen zu einigen, der eher zwischenstaatlich ausgerichtet ist und damit weniger Bindungswirkung entfaltet. So soll jetzt ein separater Vertrag zwischen den 17 EWU-Mitgliedstaaten abgeschlossen werden, den auch Nichtmitglieder der EWU unterzeich-

nen können. Die haushaltspolitischen Regelungen dieses Vertrags werden dann in einzelstaatliches Recht umgesetzt, und der Kommission werden grössere Befugnisse im Rahmen einer Vorabkontrolle der einzelstaatlichen Haushalte übertragen. Auch der Europäische Gerichtshof (EuGH) soll in diesen Prozess einbezogen werden. Doch weil Kommission und EuGH Institutionen der EU und nicht der EWU sind, ist fraglich, inwieweit Entscheidungen des EuGH in diesem Zusammenhang durchgesetzt werden können.

Zudem bleibt der Sanktionsmechanismus sozusagen halb-automatisch, d.h. er kommt zur Anwendung, soweit sich keine qualifizierte Mehrheit dagegen wendet. Dabei handelt es sich zugegebenermassen um einen eindeutigen Fortschritt gegenüber dem ineffektiven Defizitverfahren des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Gleichwohl bleibt dieses Modell nach unserem Dafürhalten immer noch weit davon entfernt, den Sanktionsmechanismus von den Launen des politischen Gezeitenwechsels ausreichend abzuschirmen.

Lässt man einmal die Frage der rechtlichen Durchsetzbarkeit beiseite, kommen die Regelungen selbst einer tragfähigen Lösung näher. So wollen sich die Euro-Staaten dazu verpflichten, ihr strukturelles Defizit auf maximal 0,5% des BIP zu begrenzen. Damit besteht immer noch Spielraum für die Wirkung automatischer Stabilisatoren. Zudem wird die Schuldenbremse gezogen: Die Lücke zwischen der Schuldenquote und einem Anteil von 60% am BIP soll jedes Jahr um 1/20 verringert werden.

Das ist zwar notwendig, reicht aber nicht, um die Region wieder auf ein solides Fundament zu stellen. Tatsächlich setzen sowohl EU-Führer als auch EZB bereits wieder auf die Märchenfee und geben sich der Illusion hin, eine «expansive Sparpolitik» könne die erhoffte Lösung bringen. Nur wenn es den öffentlichen Haushalten gelinge, ihre Defizite hinreichend abzubauen, werde auch der private Sektor wieder Zuversicht schöpfen und seine Ausgaben steigern. Diese Argumentation ist insofern problematisch, als im gegenwärtigen Umfeld genau das Gegenteil der Fall sein wird. Sofern Privatsektor

und alle EWU-Regierungen den Gürtel enger schnallen, wird dies die Ausgabenentwicklung in der Volkswirtschaft insgesamt bremsen. In der Folge sinken Vertrauen und Konsum in der Privatwirtschaft weiter und es wird den öffentlichen Haushalten unmöglich sein, ihre Defizitziele zu erreichen.

Noch gibt es keine klare Wachstumsstrategie. Nach unserer Auffassung muss eine solche Strategie auch eine expansivere geldpolitische Komponente beinhalten. Zudem erkennen viele EU-Führer immer noch nicht, dass der Kern des Problems in einer Zahlungsbilanzkrise besteht, die weitreichende Anpassungen der realen Wechselkurse innerhalb der EWU erfordert. Solange diese grundlegenden Probleme nicht angegangen werden, wird es schwierig, wenn nicht sogar unmöglich sein, die haushaltspolitischen Vorgaben in der Praxis einzuhalten.

Fazit

Die EU-Führer haben insofern Fortschritte beim Umgang mit der Krise erzielt, als sie nun eine optimistischere Haltung einnehmen. Bislang wurstelte man sich – ohne klare Richtung – durch. Doch inzwischen scheint klarer zu sein, wohin die Reise gehen muss. Es gibt jetzt eine Vorstellung davon, wie eine stabile Währungsunion aussehen sollte, auch wenn noch viel konkretisiert werden muss.

Insbesondere wurden Massnahmen zur Eindämmung der Ansteckungsgefahr und zur Verhinderung von Moral-Hazard-Effekten ergriffen, wenn auch unsere Erwartungen dabei nicht ganz erfüllt wurden. Das Ziel wurde allerdings nicht so weit verfehlt, dass wir von unserem Basisszenario abrücken müssten, nämlich dass zu viel Währungsunion bei zu wenig Fiskalunion sich nur durch stärkere fiskalische Integration lösen lässt. Aber auch dabei handelt es sich nicht um den grossen Wurf, der die Märkte beruhigen wird. Es müssen weitere Gipfel folgen. Es besteht eine reelle Chance, dass diese trauten Zusammenkünfte der EU-Staats- und -Regierungschefs durch weitere Markturbulenzen angescho-ben werden.

willem.verhagen@ingim.com
www.ingim.ch