

An die Herausgeber der Frankfurter Allgemeinen Zeitung

Sehr geehrte Herren,

eine Gruppe einflussreicher französischer und deutscher Ökonomen hat in Ihrer Zeitung vor einiger Zeit in einem gemeinsamen Aufruf an ihre Regierungen appelliert, Initiativen zur Reform der Eurozone zu ergreifen (27. September 2017, „Deutschland sollte mehr Risikoteilung akzeptieren, Frankreich sollte mehr Marktdisziplin zulassen“). Die Bestrebung, öffentlich über Möglichkeiten zur Verbesserung der europäischen Integration zu diskutieren, verdient Anerkennung und Ermutigung.

In ihrem Artikel zielen die Autoren auf ein Gleichgewicht von Maßnahmen zur Risikoreduzierung und Risikoteilung, wobei ersteren ein größeres Gewicht beigemessen wird. Neben zahlreichen anderen konstruktiven Vorschlägen geht es ihnen dabei hauptsächlich darum, die Marktdisziplin und die Konvergenz der Staaten zu fördern, und zwar durch einen neuen Mechanismus zur Umstrukturierung von Staatsschulden und durch eine Risikogewichtung von Staatsanleihen bei der Berechnung der Eigenkapitalpuffer von Banken. Auch wir sind überzeugt, dass der Euroraum weitere Reformen braucht, um nicht erneut finanziellen Schocks zum Opfer zu fallen. Wir glauben allerdings, dass die vorgeschlagenen Maßnahmen zu genau entgegengesetzten Ergebnissen führen und die Währungsunion nur noch zerbrechlicher machen würden.

Was den Umschuldungsmechanismus angeht, so darf man die Auswirkungen eines ähnlichen Abkommens nicht vergessen, das Frankreich und Deutschland im Oktober 2010 in Deauville trafen. Damals ging es darum, den privaten Sektor in die Umschuldung der griechischen Staatsschulden einzubinden. Die Entscheidungen, die daraus folgten, waren der Auslöser dafür, dass die finanzielle Instabilität Griechenlands auf andere Länder übergriff und schließlich auch Spanien und Italien ansteckte. Die Währungsunion stand am Rande des Zusammenbruchs, zahlreiche Mitgliedsstaaten schlitterten in eine tiefe Rezession. Um die Instabilität einzudämmen und das Auseinanderbrechen des Euros zu verhindern, musste die EZB im Juli 2012 ihre Bereitschaft ankündigen, alles zu tun - "*whatever it takes*" – um die Spekulation zu stoppen, was zur Auflage des OMT-Programms und schließlich zu den Staatsanleihekäufen (Quantitative Easing) führte, mit denen die Krise effektiv beendet und die Eurozone auf den Weg einer nachhaltigen Erholung zurückgebracht werden konnte.

Was die französischen und deutschen Ökonomen übersehen, wenn es ihnen um die Befürchtung geht, dass Staatsschulden nicht bedient werden, ist, dass die Märkte bei der Einführung von automatischen oder *ex ante*-Mechanismen für die Umschuldung von

Staatsanleihen noch größere Schwierigkeiten hätten, Liquiditätsrisiken und Insolvenzrisiken zu unterscheiden. Statt die Marktdisziplin zu verstärken, würden solche Mechanismen die Investoren in eine sich selbst erfüllende Angstspirale treiben und eine massenhafte Flucht auslösen. Wie schon die alten Römer sagten: „Irren ist menschlich, aber auf Irrtümern zu bestehen ist teuflisch“.

Auch der zweite Vorschlag – die Einführung von verschiedenen Risikokoeffizienten zur Berechnung des Eigenkapitals, das Banken für die Staatsanleihen in ihrer Bilanz vorhalten müssen – scheint kontraproduktiv zu sein. So ist es kein Zufall, dass alle nicht zur Eurozone gehörenden Länder diesen Vorschlag bei den Verhandlungen im Finanzstabilitätsrat abgelehnt haben. Statt die Banken sicherer zu machen und Ansteckung zu verhindern, könnte eine solche Risikogewichtung die finanzielle Fragmentierung sogar noch verschärfen. Ohne einen angemessenen fiskalischen Stützungsmechanismus, der schwere Liquiditätskrisen verhindern kann, und ohne einen verlässlichen Aktivposten für das Liquiditätsmanagement der Banken würden sich die Beschaffungs- und Refinanzierungskosten der Banken unweigerlich denen der Staatsanleihen ihres Landes angleichen. Eine Risikogewichtung der verschiedenen nationalen Staatsanleihen würde also die Zersplitterung des europäischen Finanzsystems verschärfen, die perverse Verbindung zwischen Staatsschulden und Bankenbilanzen verstärken und die Banken der Instrumente berauben, die sie für ihr Liquiditätsmanagement benötigen.

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

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

Die Einführung einer gemeinsamen Einlagensicherung und angemessene fiskalische Rückabsicherungen für den Bankenabwicklungsfond und den Einlagensicherungsfonds –

möglichst durch Ausgabe von Verbindlichkeiten des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) – muss in den fragileren Ländern parallel zu einer systematischen, wirksamen Politik erfolgen, deren Ziel es ist, sowohl die Schuldenquote als auch den Staatsanleihebestand der Banken zu senken.

Wir würden uns freuen, wenn Sie unseren Standpunkt zu den Vorschlägen der französischen und deutschen Ökonomen veröffentlichen würden.

Mit freundlichen Grüßen,

Carlo Bastasin (Senior Fellow SEP-LUISS, Brookings Institution)

Pierpaolo Benigno (Professor für Wirtschaftswissenschaften LUISS, Senior Fellow SEP-LUISS)

Marcello Messori (Professor für Wirtschaftswissenschaften LUISS, Direktor SEP-LUISS)

Stefano Micossi (Generaldirektor Assonime, Präsidenten SEP-LUISS)

Franco Passacantando (Senior Fellow SEP-LUISS, EIB-Vorstand (Experte))

Fabrizio Saccomanni (ehemaliger Minister für Wirtschaft und Finanzen, Senior Fellow SEP-LUISS)

Gianni Toniolo (Senior Fellow SEP-LUISS, CEPR, Duke University (Emeritus))