

## Standpunkt: Krise der Währungsunion: Zeit für den Plan B

Was als Schuldenkrise einzelner Länder begann, hat sich zu einer ernsthaften Bedrohung der Stabilität des gesamten Währungsraums ausgewachsen. Divergierende Interessen und unterschiedliche Auffassungen über die angemessene Steuerung in der Eurozone haben zu politischen Positionen geführt, die sich gegenseitig blockieren. Aufgrund ihrer Verfestigung in der aktuellen Krise konnten sich die Staats- und Regierungschefs bislang lediglich auf das Prinzip Hoffnung, einen "Plan A", einigen, gemäß dem die Krisenländer Griechenland, Irland und Portugal in absehbarer Zeit in der Lage sein sollen, die von der Gemeinschaft erhaltenen Finanzhilfen zurückzuzahlen.

Zudem wendet sich die Europäische Zentralbank (EZB) gegen eine geldpolitische Lösung und sieht die Schuldenkrise als fiskalisches Problem an. In diesem Konflikt besteht aufgrund der hohen Wahrscheinlichkeit eines Fehlschlags von Plan A die Gefahr, dass es entweder zu einem uneingeschränkten Bail-out oder zu einem unkontrollierten Auseinanderbrechen der Währungsunion kommt.

Eine uneingeschränkte gemeinsame Haftung im Euroraum ergäbe sich, wenn die Verschuldung der Problemländer weiterhin wüchse, ohne dafür am Markt eine hinreichende Finanzierung zu finden. Die Folge wären immer größere staatliche Stützungsprogramme durch die Gemeinschaft und eine überproportionale Belastung der finanziell gesunden Länder. Eine solche Entwicklung wäre nicht nur schädlich für die Fiskaldisziplin, sie setzte auch falsche Anreize für die Märkte. Früher oder später gefährdete die übermäßige Inanspruchnahme der starken Länder die politische Akzeptanz der Währungsunion.

Noch schneller könnte der Euroraum auseinander brechen, wenn es zum unkontrollierten Zahlungsausfall und zum Austritt eines Landes aus der Währungsunion käme. Ein solcher Prozess würde durch eine ungünstige wirtschaftliche Entwicklung in den Problemländern und abnehmenden politischen Reformwillen ausgelöst. Beschleunigend wirkten Zweifel an der Solvenz weiterer Länder, die sich höheren Zinsaufschlägen gegenübersehen würden.

Der Erhalt der Europäischen Währungsunion ist aus deutscher Sicht gegenüber den skizzierten Ecklösungen so eindeutig vorteilhaft, dass es dringend geboten ist, die momentane Blockade der europäischen Politik zu überwinden und dafür zu sorgen, dass die langfristige Stabilität des Währungsraumes gesichert bleibt.

Der Plan B beruht auf der Überlegung, dass die Rückgewinnung finanzieller Stabilität Griechenlands einen Teilschuldenerlass erfordert. Anzustreben ist ein Schuldenschnitt auf die ausstehenden Anleihen um etwa 50 Prozent. Dadurch würde der Schuldenstand von 160 Prozent auf etwa 106 Prozent sinken. Dies dürfte von den Ratingagenturen als Zahlungsausfall (Default) gewertet werden. Um die Stabilität des Prozesses zu gewährleisten, sollte der Schuldenschnitt mit einem Umtauschangebot von griechischen Anleihen in solche der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) kombiniert werden. Konkret würde für eine griechische Anleihe mit einem Nennwert von 100 Euro ein Umtausch in eine EFSF-Anleihe von 50 Euro angeboten. Damit ginge die ausstehende griechische Staatsschuld in das Portfolio der EFSF über.

Um die Anreize zur Reform in den Problemländern aufrechtzuerhalten, könnte die EFSF im Rahmen der IWF/EU-Programme den Schuldenerlass nicht sofort, sondern zeitlich gestaffelt und im Gegenzug gegen Reformschritte an Griechenland weitergeben. Im Gegensatz zu Plan A wäre dieser Lösungsansatz unabhängig von der Einschätzung der Ratingagenturen, da die Banken nur noch EFSF-Anleihen im Portfolio hielten. Der EZB könnte bei dieser Lösung die Option eingeräumt werden, die von ihr erworbenen Anleihen zum Ankauferkurs bei der EFSF in EFSF-Anleiheneinzutauschen. Ein weiterer Vorteil von Plan B bestünde darin, dass "Spekulanten" nicht belohnt würden. Bei Plan A (und Versionen eines "freiwilligen" Umtauschs) erreichten sie für Anleihen, die sie zu niedrigen Kursen erworben haben, eine Rückzahlung zu 100 Prozent. Bei Plan B bestünde lediglich die Alternative, nach einer Frist einen Umtausch zu 50 Prozent in neue griechische Anleihen ohne EFSF-Garantie zu akzeptieren.

Der Nachteil von Plan B besteht freilich darin, dass diejenigen Banken gestützt werden müssen, die in besonderem Maße in griechischen Anleihen engagiert sind. Das sind in erster Linie griechische Banken. Die EFSF könnte hier die notwendige Kapitalzuführung (von etwa 20 Milliarden Euro) vornehmen. Allerdings sind im IWF/EU-Programm ebenfalls Mittel zur Rekapitalisierung der griechischen Banken vorgesehen. Ebenso besteht bei Plan B das Risiko, dass es zu einer Kettenreaktion kommt, von der die übrigen Problemländer erfasst werden. Für Irland und Portugal wäre das weniger problematisch, da sie für die nächsten Jahre vollständig durch die EFSF finanziert werden. Denkbar wäre es, für Irland und Portugal vergleichbare Umschuldungsprogramme aufzulegen. Spanien und Italien sollten gleichzeitig ihre laufenden Spar- und Anpassungsprogramme stärken und allenfalls eine präventive Kreditlinie des IWF beantragen, um nicht in eine Abwärtsspirale zu geraten. Letztlich wird sich die Gefahr der Ansteckung nur durch eine entschlossene und gemeinsame Aktion der Regierungen der Eurozone und der EZB bannen lassen.

Über die aktuellen Erfordernisse hinaus sollte ein zukunftsfähiges Regelwerk für den Euroraum einen dauerhaften Krisenmechanismus etablieren. Mit dem Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) ist zwar ein erster Schritt getan. Dieser belässt dem Rat jedoch weitreichende diskretionäre Handlungsspielräume und leidet somit unter ähnlichen Glaubwürdigkeitsproblemen wie der Stabilitäts- und Wachstumspakt. Glaubwürdigkeit ist heute ausgesprochen knapp in der Währungsunion und kann nur über den richtigen Ordnungsrahmen wiederhergestellt werden.

Die Autoren Peter Bofinger, Lars P. Feld, Wolfgang Franz, Christoph M. Schmidt und Beatrice Weder di Mauro bilden den deutschen Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.