

# DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft  
ZBW – Leibniz Information Centre for Economics

Köster, Thomas; Schäfer, Matthias

## Book

### Vom Rettungsschirm zum Währungsfonds? : zur Idee eines Europäischen Währungsfonds

*Reference:* Köster, Thomas/Schäfer, Matthias (2018). Vom Rettungsschirm zum Währungsfonds? : zur Idee eines Europäischen Währungsfonds. Sankt Augustin : Berlin : Konrad-Adenauer-Stiftung.  
urn:nbn:de:0299-201824d4a1f0-23a5-e811-9184-005056b963435.

This Version is available at:  
<http://hdl.handle.net/11159/3010>

#### Kontakt/Contact

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics  
Düsternbrooker Weg 120  
24105 Kiel (Germany)  
E-Mail: [rights\[at\]zbw.eu](mailto:rights[at]zbw.eu)  
<https://www.zbw.eu/econis-archiv/>

#### Standard-Nutzungsbedingungen:

Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

<https://zbw.eu/econis-archiv/termsfuse>

#### Terms of use:

*This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence.*



## Vom Rettungsschirm zum Währungsfonds?

Zur Idee eines Europäischen Währungsfonds

*Thomas Köster | Matthias Schäfer*

### Zum Mitnehmen

- Ein Europäischer Währungsfonds (EWF) sollte den Moral Hazard der derzeitigen Euro-Architektur überwinden. Wichtige Reformschritte und Kompetenzen eines EWFs wären dabei:
  - Die Überführung des ESM in die EU-Verträge
  - Die Ex-ante Haushaltsüberwachung (bisher EU-Kommission)
  - Gemeinsame Vertretung der Euro-Staaten beim IWF
  - Hilfsprogrammentwicklung und -überwachung (bisher Troika)
  - Zuteilung von Liquiditätshilfen ohne Revolvierung
  - Schuldentragfähigkeitsanalyse (Liquiditäts- oder Solvenz-Problem)
  - Gläubigerausschuss (Bail-In-Koordinierung)
  - Ein geordnetes Ausschlussverfahren aus der Eurozone (ultima ratio)
- Das Gebot der Stunde ist die Weiterentwicklung des regelbasierten Ansatzes für die Wirtschafts- und Währungsunion, deren Instrumente am Geiste der Maastricht-Verträge auszurichten sind.

## INHALT

- 
- 2 | 1. Einleitung
  - 2 | 2. Vorschläge
  - 6 | 3. Debattenbeitrag
  - 11 | 4. Ausblick
  - 12 | 5. Fazit
- 

## 1. Einleitung

Der Euro ist nicht nur fundamentales Symbol der EU, sondern bindet die Staaten auch strukturell aneinander. In der Staatsschuldenkrise wurden zwei Aspekte deutlich. Zum einen offenbarte sich die Bedeutung der gemeinsamen Währung: Die immensen Anstrengungen zu ihrem Schutz zeugen davon. Der Euro ist mehr als eine Währung, er ist nicht nur ein ökonomisches, er ist auch ein politisches Projekt. So wurde sein Erhalt trotz aller Turbulenzen in den Bevölkerungen mehrheitlich befürwortet, sowohl in den Krisenstaaten als auch in den Gläubigerstaaten.<sup>1</sup> Auf der anderen Seite wurde deutlich, dass die wirtschaftspolitische Koordinierung und/oder Regelbindung der Europäischen Währungsunion (EWU) nicht optimal institutionalisiert sind.

Seither wurden daher vielfältige Rettungsmaßnahmen in den Krisenstaaten auf den Weg gebracht und Ergänzungen am institutionellen Umfeld der EWU vollzogen. Die Bankenunion, inklusive einer gemeinsamen Aufsicht, der Fiskalpakt, begleitet vom *Two-Pack* oder *Six-Pack*, oder die Implementierung und Ausweitung des Rettungsschirms (ESM) sind nur einige Beispiele. Dennoch bleibt die Weiterentwicklung der EWU zu einer Stabilitätsunion auf der politischen Agenda. Es bedarf einer Neuordnung der Beziehungen zwischen den derzeit an die Grenzen ihrer Mandate stoßenden Institutionen Europäische Zentralbank (EZB) und Internationaler Währungsfonds (IWF), die EU-Verträge werden überdehnt. Das Projekt eines Europäischen Währungsfonds (EWF) könnte diesem Reformpfad Gestalt geben.

## 2. Vorschläge

Der Vorschlag, einen EWF zu entwickeln, wird seit der Euro-Krise diskutiert. Europäische Spitzenpolitiker und zahlreiche Vertreter von Institutionen haben sich dazu geäußert. Zuletzt zeigte sich der EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker in seiner Rede zur Lage der Union aufgeschlossen für die Idee.<sup>2</sup> Der im Januar abgelöste Eurogruppenchef Dijsselbloem strebt eine Neuordnung der Krisenhilfe im Euroraum an und möchte die bisherige Troika aus EZB, IWF und EU-Kommission durch einen EWF ablösen.<sup>3</sup> Auch Wolfgang Schäuble hat sich in seiner Position als Finanzminister immer wieder für einen EWF ausgesprochen.<sup>4</sup> Auch CDU/CSU und SPD haben sich unlängst auf die Schaffung eines EWF verständigt, ohne den Vorschlag zu konkretisieren.<sup>5</sup> In der Absicht, einen EWF zu etablieren, besteht mithin Einigkeit, die konkrete Umsetzung ist jedoch noch völlig offen. Bisher gibt es wenig ausformulierte Konstruktionsvorschläge für den Krisenmechanismus.

### 2.1 Erste Erwähnung

1973 wurde von den Mitgliedern der Europäischen Gemeinschaften (EG) der europäische Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) gegründet. Er hatte die Aufgabe, Währungsschwankungen einzudämmen, die nach der Abschaffung des Bretton-Woods-Systems erwartet wurden, und er verwaltete 20 Prozent der Devisenreserven seiner Mitglieder über eine Beteiligung der jeweiligen Zentralbanken. Diese Währungsreserven hielt er als Buchgeld (ECU), dem Vorgänger des Euro. Zu seinen Aufgaben zählten Währungsmarktingerventionen und die Vergabe von Stützungskrediten zur Stabilisierung der Wechselkurse. Zunächst war gedacht, den Fonds 1978 zu einem EWF weiterzuentwickeln, um auch stärker koordinierende Funktionen wahrzunehmen und Beistandskredite für Schuldenstaaten mit mittelfristigen Laufzeiten von zwei bis fünf Jahren zu gewähren. Doch am Ende konnte man sich politisch nicht darauf verständigen, und der EFWZ blieb in seiner ursprünglichen Form noch bis 1994 erhalten, um 1998 als Europäisches Währungsinstitut in der EZB aufzugehen.<sup>6</sup>

Konkrete Umsetzung  
völlig offen

Bemerkenswert an dieser Rückschau ist, dass bereits in den 70er-Jahren eine Debatte über wirtschafts- und fiskalpolitischen Folgen von Beistandskrediten über einen möglichen EWF entbrannte. Es gab zwei Szenarien für die Gewährung mittelfristiger Hilfen: Zum einen, dass sich die Mitgliedstaaten auf eine gemeinsame Wirtschaftspolitik, insbesondere im Bereich der Geld- und Fiskalpolitik, verständigen würden. Oder man hätte – ohne eine solche Koordinierung – Beistandskredite an bestimmte Auflagen zur Verringerung der Budgetdefizite koppeln und weiteren Kreditbedarf an immer strengere Bedingungen knüpfen müssen. Schon damals verlief die Diskussion um fiskalische Hilfen also an der Grenze von Koordinierung und Regelbindung. Und schon damals konnte man sich auf keinen der beiden Pfade verständigen, so dass es nicht zur Errichtung des EWF kam und die Staaten weiterhin durch das Streben nach Kreditwürdigkeit auf den Kapitalmärkten an einer allzu expansiven Geld- und Fiskalpolitik gehindert wurden.<sup>7</sup>

## 2.2 Analysen des EU-Parlaments

Im Frühjahr 2017 hat das EU-Parlament nach der Forderung des Fünf-Präsidentenpapiers<sup>8</sup>, den ESM in die europäischen Verträge zu integrieren, drei Analysen zur Entwicklung eines EWF vorgelegt. Dies geschah im Auftrag des Ausschusses für Wirtschaft und Währung. Im Folgenden werden die drei auf Grundlage dieser Analysen entwickelten Positionen kurz skizziert.<sup>9</sup>

Charles Wyplosz – Autor der ersten Studie – sieht zwei wesentliche Umsetzungsprobleme bei der Entwicklung eines EWF. Aus ökonomischer Sicht befürchtet er einen *Moral Hazard*, weil die „Rückversicherung“ des Währungsfonds massive Fehlanreize für die Nationalstaaten und eine nachhaltige Haushaltspolitik der Länder setzen würde. Hinzu kämen politische Probleme bei der Umsetzung von damit einhergehenden EU-Vertragsänderungen, bspw. bei der Übertragung der Haushaltsüberwachung von der EU-Kommission auf den EWF. Insgesamt befürwortet Charles Wyplosz der Idee des Währungsfonds. Er findet dafür drei Argumentationslinien:<sup>10</sup>

1. Ablösung des IWF  
Art und Umfang der Rettungsprogramme innerhalb der Eurozone passen eigentlich nicht in das institutionelle Umfeld des IWF. Die Hilfsprogramme waren viel umfangreicher, als die Programme, die der Fonds normalerweise auflegt. Während der Krise wurde das IWF-Programm deshalb erst mittels bilateraler Hilfen der Mitgliedstaaten, später über die Vorgängerfonds des ESM und danach durch den ESM selbst unterstützt. Zudem ist der Beistand für wirtschaftlich verflochtene Staaten, wie den Euro-Währungsverbund, für den IWF beispieldlos.
2. Vertragskonflikte  
Die Instrumente innerhalb der Eurozone sollten verbessert werden. Die in der Krise entwickelten Institutionen und Zuständigkeiten sind aus seiner Sicht nicht schlüssig abgestimmt. Zudem sieht er Konflikte der Instrumente mit den Verträgen. Darunter eine de facto Aufhebung der Nichtbeistandsklausel durch den ESM oder einen möglichen Interessenkonflikt der EZB als Bankenaufseher und fiskalpolitischen Akteur in der Troika. Insgesamt stoße die EZB im jetzigen Rahmen an Grenzen ihres Mandats.
3. Gebündelte Expertise  
Sollte im Falle zukünftiger Krisen der IWF nicht mit eingebunden sein, fordert er zudem den Aufbau von Expertise in einem weiterentwickelten ESM. Dazu sollte die Haushaltsüberwachung, die derzeit nach Art. 121 und 126 AEUV durch die EU-Kommission wahrgenommen wird, auf einen EWF übertragen werden. Doppelstrukturen würden vermieden und die Troika abgelöst werden.<sup>10</sup>

Forderung auch im  
Fünf-Präsidenten-  
papier

Daniel Gros – Autor des zweiten Gutachtens – spricht sich eher gegen die Einrichtung eines EWF aus. Seine Argumentation gründet auf der festen Überzeugung, dass die neu eingerichteten Kriseninstrumente wirksam seien. Gros hält den Vergleich von IWF und ESM zudem für schief: Der ESM sei insgesamt im Vergabevolumen stärker involviert als der IWF. Gemessen an der Wirtschaftsleistung der Mitglieder falle dieser Unterschied sogar noch stärker ins Gewicht. Das Vergabevolumen des ESM ist in absoluten Zahlen viermal größer, als Anteil an der Wirtschaftsleistung der Mitglieder sogar mehr als 17-mal größer (Abbildung 1). Er stellt deshalb eine Fortentwicklung der ESM-IWF-Beziehungen in Aussicht und will den eingeschlagenen Reformweg der EWU weiterführen.<sup>11</sup>

Gros glaubt an die Wirksamkeit der Reformen. Dazu zählt aus seiner Sicht insbesondere der Fiskalpakt, der die Staaten auf einen Schuldenabbauplan hin zu 60 Prozent-Verschuldung gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) verpflichtet und nachhaltiger Finanzpolitik Verfassungsrang einräumen soll. Er führt zudem die Bankenunion mit dem Einheitlichen Bankenabwicklungsfond an, der sich derzeit im Aufbau befindet. Diese beiden Maßnahmen seien geeignet, die fiskalischen Risiken dauerhaft zu minimieren. Dieser Logik folgend, würden hohe Volumina bei Überbrückungskrediten unwahrscheinlicher und die nationalen Haushalte krisenfester. Die Hauptaufgaben des ESM sieht er in der Stärkung seiner Rolle als Haushaltsüberwacher und einer Justierung seiner Beziehung zum IWF. Das will er auf zwei Reformpfaden erreichen: Wie Wyplosz auch, plädiert er für die Verankerung des ESM in den EU-Verträgen. Nicht nur, um die demokratische Legitimation des ESM zu stärken, sondern auch damit er sich die Kompetenzen zur Haushaltsüberwachung nach Art. 121 und 126 AEUV mit der EU-Kommission teilen kann. Dazu bedarf es des Aufbaus von Expertise im Stab des ESM. Expertise soll der ESM aber auch durch eine Verflechtung mit dem IWF erhalten, was zum zweiten Reformpfad führt, den Gros vorschlägt: Euro-Staaten sollten künftig im IWF über einen ESM-Verbund vertreten sein. Nicht mehr Deutschland oder Frankreich wären stimmberechtigtes und beistandsberechtigtes Mitglied des IWF, sondern der ESM insgesamt.<sup>11</sup>

Autor der dritten Analyse ist Jonathan Rodden. Er nähert sich dem Thema Fiskalunion anhand historischer Beispiele aus dem transatlantischen Raum. Am US-amerikanischen Beispiel zeigt er, dass Zentralisierung ungeeignet ist, konjunkturelle Asymmetrien zu glätten. Die fiskalische Hilfe des Bundes wirkt seiner Analyse nach sogar prozyklisch. In Europa sieht er die starke Bedeutung der Nationalstaaten als Hindernis für eine stärkere fiskalische Einflussnahme Brüssels. Es sei schon immer so gewesen, dass die wichtigsten Zentralisierungsschritte in den USA oder auch Kanada hin zu einer Fiskalunion (mit Steuerautorität der Zentralregierung) immer Mittel zum Zweck, denn Selbstzweck waren. Die subsidiäre Ordnung wurde dort immer erst abgelöst, wenn eine überwältigende homogene Präferenz der Regionen für die Bereitstellung eines öffentlichen Gutes bestand: Die Landesverteidigung. Die wesentlichen Schritte zur gemeinsamen Steuerbasis wurden daher vor allem im Kriegszustand vollzogen.<sup>12</sup>

Dennoch sieht er dringenden Reformbedarf für die EWU und erweitert die Wyplosz-Argumentation eines *Moral Hazard* durch die gemeinschaftliche Haftung im ESM. Denn die Konditionalität der Hilfskredite im ESM zielt ausschließlich auf den Fehl-anreiz für Schuldenstaaten, nicht für die Gläubiger:<sup>12</sup>

*Moral Hazard bei Schuldner, wie Gläubigern*

*„Concerns about moral hazard are unavoidable in a monetary union, especially one that has recently created a bailout fund. Strict conditionality associated with ESM lending is an effort to combat moral hazard among borrowers, but does little to reduce the problem of moral hazard among lenders.“<sup>12</sup>*

Im Weiteren widerspricht er der Analyse von Gros, dass die bisherigen Instrumente für die Haushaltsdisziplin geeignet seien, einen *Moral Hazard* zu überwinden. Ohne eine formalisierte Gläubigerbeteiligung privater Anleihenehmer wirke der ESM als implizite unbegrenzte Gläubigergarantie. Die, verglichen mit den USA, verhältnismäßig hohe Beteiligung öffentlicher Gläubiger an den Staatsschulden der Nationalstaaten, insbesondere durch die EZB, setze weitere Fehlanreize. Das wichtigste Hemmnis für eine hierarchische Fiskalüberwachung sei die fehlende Steuerhoheit innerhalb der EU. Deshalb sieht Rodden als einzigen Ausweg aus der Haftungsunion die Rückkehr zu einem glaubwürdigen *no-bail-out-regime*. Er schlägt daher vor, den ESM vorsichtig zu einer Institution weiterzuentwickeln, die in der Lage sei, ein geordnetes Umschuldungsverfahren im Falle einer Staatsinsolvenz zu organisieren:

*„Sovereigns [...] will be disciplined (or not) by voters and credit markets rather than European regulators“.*<sup>12</sup>

### 2.3 Vorschlag der Kommission

Ein Vorschlag der Kommission vom 6. Dezember 2017 beschäftigt sich ebenfalls mit der Fortentwicklung des ESM zu einem EWF. Er setzt den Diskurs, der bereits im Fünf-Präsidentenpapier und im Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion angelegt ist, fort. Die wichtigsten Elemente sind:<sup>13</sup>

- Weiterentwicklung des ESM zu einem EWF,
- Überführung des ESM in die EU-Verträge,
- Letztsicherung für den Bankenabwicklungsmechanismus in Höhe von 60 Mrd. Euro,
- Einbindung in die Haushaltsüberwachung der Kommission,
- Überführung des Fiskalpaktes in EU-Verträge,
- Ein EU-Budget zur Unterstützung bei Strukturreformen,
- Eine Konvergenzfazilität für Eurostaaten bei asymmetrischen Schocks.

Die unbestimmten Rechtsbegriffe des Vorschlags könnten möglicherweise zum Problem werden. So ist etwa der Hinweis auf angemessene Darlehens- und Kreditaufnahmekapazitäten, mit denen ein EWF ausgestattet werden müsse, nicht präzise umrissen, sondern in der Auslegung völlig offen. Damit eröffnet sich Potenzial zur Ausdehnung eines EWF-Mandats durch die Hintertür – bis hin zu Eurobonds. Zudem lassen auch die neuen Finanzierungsinstrumente, die der EWF entwickeln könnte, großen Spielraum für Überraschungen. Ohne Volumen oder Preisschild wird von einer Stabilisierungsfunktion gesprochen, die in Fällen großer asymmetrischer Schocks rasch und automatisch Mittel aktivieren könnte. Was heißt „rasch“ oder „automatisch“? Oder was wäre das „Asymmetrische“ eines Schocks? Wenn damit Naturkatastrophen oder Terroranschläge gemeint sind, so existiert bereits eine ausgereifte Kaskade von Hilfsinstrumenten. Zunächst ist ein nachhaltig finanzierter mitgliedstaatlicher, öffentlicher Haushalt der „natürliche“ Auffangmechanismus für derartige Katastrophen. Flankiert wird die nationale Zuständigkeit durch einen dann flexibel anwendbaren Stabilitäts- und Wachstumspakt. Zudem sind vielfältige Ausgleichsimpulse auf der Ebene der EU bereits angelegt: Der Juncker-Plan, der EU-Strukturfonds, Programme der Europäischen Entwicklungsbank oder die geldpolitischen Kanäle der Zentralbank.

### 3. Debattenbeitrag

Angesichts der aktuellen Debatte rund um eine Reform der Wirtschafts- und Währungsunion soll im Folgenden ein eigener Debattenbeitrag vorgestellt werden. Dieser baut auf den Vorschlägen des ehemaligen Vorsitzenden der Konrad-Adenauer-Stiftung e.V. und Präsidenten a.D. des Europaparlaments Pöttering auf und konkretisiert die Vorschläge auch angesichts jüngster Entwicklungen.<sup>14</sup>

#### 3.1 Begriffsdiskussion

Der IWF wurde im Rahmen des Bretton-Woods-Abkommens gegründet. Das Abkommen galt dem Ziel, Ab- und Aufwertungswettläufe der Währungen zu verhindern. Die nationalen Währungen sollten zueinander stabilisiert werden, um den internationalen Handel zu fördern. Die teilnehmenden Staaten hatten sich deshalb verpflichtet, ihre Währungen in einem festen Währungsband zu halten und dies, wenn nötig, auch mit Devisenmarktinterventionen zu gewährleisten. Aufwertungstendenzen der nationalen Währung sind in diesem geldpolitischen Umfeld durch Fremdwährungskäufe einfach darstellbar.<sup>15</sup> Das Management von Abwertungstendenzen der eigenen Währung ist hingegen bis zur Höhe der Devisen- und Vermögensreserven des Staates begrenzt. An dieser Stelle setzte der IWF an und garantierte den teilnehmenden Staaten Kreditlinien. Dafür dürfen die Mitglieder bis heute Fremdwährungskredite aus einem gemeinsamen Devisenfonds abrufen (Sonderziehungsrecht). Der Name „Internationaler Währungsfonds“ beschreibt demnach sehr genau seinen zur Gründungszeit intendiertes Wesen. Die Institution verwaltet tatsächlich bis heute einen Währungskorb im Gesamtwert von etwa 650 Mrd. US-Dollar.<sup>16</sup>

Der Name „Europäischer Währungsfonds“ umschreibt daher einen Rettungsfonds, der sich ausschließlich aus einer Währung speist, unzureichend. Die Begrifflichkeit hat sich insbesondere vor dem Hintergrund der heutigen Funktion des IWF verselbstständigt. Der IWF ist seither ein Rückversicherer für in Not geratene Staatshaushalte und eine Institution, die Expertise für einen Reformpfad zu soliden Staatfinanzen bereitstellt. Diese beiden Kernfunktionen (Haushaltsüberwachung und konditionierte Hilfe) teilen sich in Europa derzeit die EU-Kommission und der ESM.<sup>11</sup>

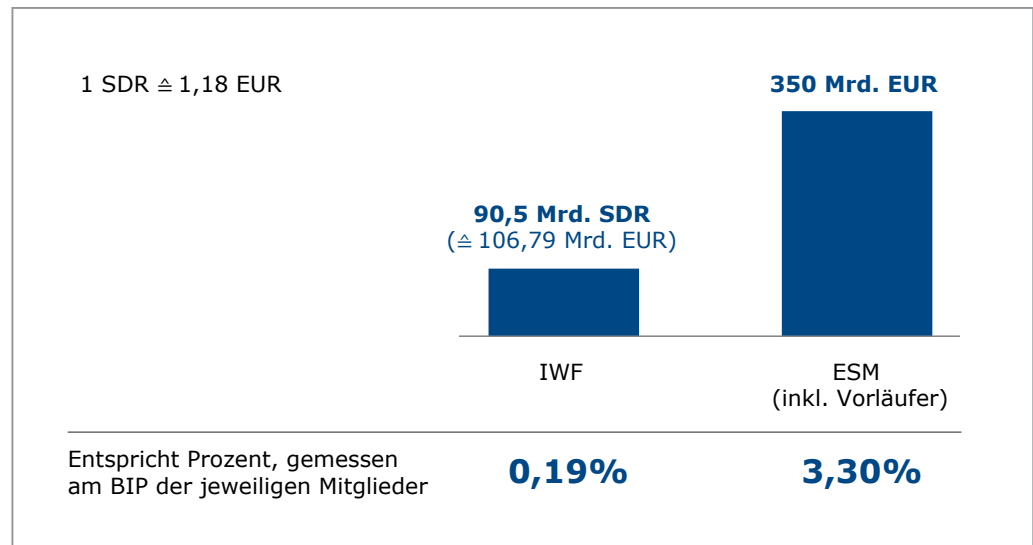
Was verbirgt sich also hinter der Begrifflichkeit EWF? Wolfgang Schäuble beschreibt es treffend:

*„Die Regeln des IWF passen auf ein Land, das eine Währung hat und eigentlich nicht auf ein Land, das Mitglied einer Währungsunion ist. Der IWF wird auch nicht für Kalifornien gerufen. Deswegen sind wir alle einig, dass dieses dritte Griechenland-Programm das letzte wird, bei dem der IWF beteiligt ist. Für den Fall, dass wir irgendwann wieder ein europäisches Rettungsprogramm brauchen, müssen wir den ESM zu einem Europäischen Währungsfonds weiter entwickeln.“<sup>14</sup>*

Die notwendigen Anpassungen des ESM an die besondere Situation des Währungsverbundes bedarf also mehr, als eine einfache Adaption des IWF. Der IWF stellt sicher, dass eine instabile Währung, den Staatshaushalt nicht erschüttert. In der EWU stellt sich die Frage nach dem umgekehrten Fall: Ein Haushaltsnotstand im Mitgliedstaat soll nicht auf die Stabilität des Euro übergreifen.<sup>14</sup>

Name „Europäischer Währungsfonds ist unglücklich

Abbildung 1:  
**Bedeutungsvergleich IWF und ESM**



Quelle: Gros (2017), eigene Darstellung

### 3.2 Entlastung der Institutionen

Bei Anwendung des derzeitigen Kriseninstrumentariums kommen die beteiligten Institutionen immer stärker an die Grenzen ihrer Mandate. Die EU darf nach Art. 310 AEUV keine Schulden aufnehmen. Immer wieder gibt es Tendenzen dieses Rechtsprinzip zu unterwandern. Der Juncker-Plan nutzt dafür die Gläubigerrechte der Europäischen Investitionsbank, Manuel Barroso versuchte einst Euro-Anleihen zu etablieren, und in der Staatsschuldenkrise wurde das Prinzip über die Einrichtung des ESM-Vorgängers EFSF umgangen. Bei der Errichtung eines EWF sollte daher darauf geachtet werden, das Haftungsrisiko möglichst nah am betroffenen Staat zu organisieren. Dies entlastet das Verschuldungsverbot der EU.

Auch die Rolle der EZB als Gläubiger und Überwacher der Finanzstabilität ist bereits Gegenstand verschiedener politischer und juristischer Auseinandersetzungen. Der Instrumentenkasten der EZB ist bereits heute bis an die geldpolitischen Grenzen ausgereizt. Dem Signal des EZB-Präsidenten („whatever it takes“) folgten eine Null- bis Negativ-Zinspolitik sowie massive Bilanzverlängerungen durch stetige Anleihenmarktintervention. Die EZB ist zudem Teil der Troika, die den Fortschritt der Hilfsprogramme überwacht und ist, unter Berücksichtigung der Target-Salden, die ein Indikator der Geldmengenverschiebung sind, gleichzeitig größter Einzelgläubiger der Krisenländer.

Auch der IWF stößt an die Grenzen seines Mandats. Zunächst sind die langjährigen Kredite, die den Krisenländern in Europa gewährt wurden, nicht vorgesehen. Hinzu kommt, dass der IWF zuletzt immer häufiger kritische Einschätzungen zur Schulden-tragfähigkeit der Programmländer, insbesondere Griechenlands, vorgetragen hat. Daher ist er bis heute nicht aktiv als Gläubiger im dritten Hilfsprogramm für Griechenland beteiligt. Der Schuldenschnitt Griechenlands gegenüber seinen privaten Gläubigern musste als freiwillige Gläubigerbeteiligung deklariert werden, damit er nicht in Konflikt mit den Statuten des IWF gerät und gegen die EU-Verträge verstößt. Wie freiwillig eine Schuldenschnitt ist, der auch gegen den Willen einzelner Gläubiger durchgeführt wurde, ist eine Frage, die juristisch sicher noch aufgearbeitet werden muss.<sup>17</sup>

EZB und IWF stoßen an Grenzen

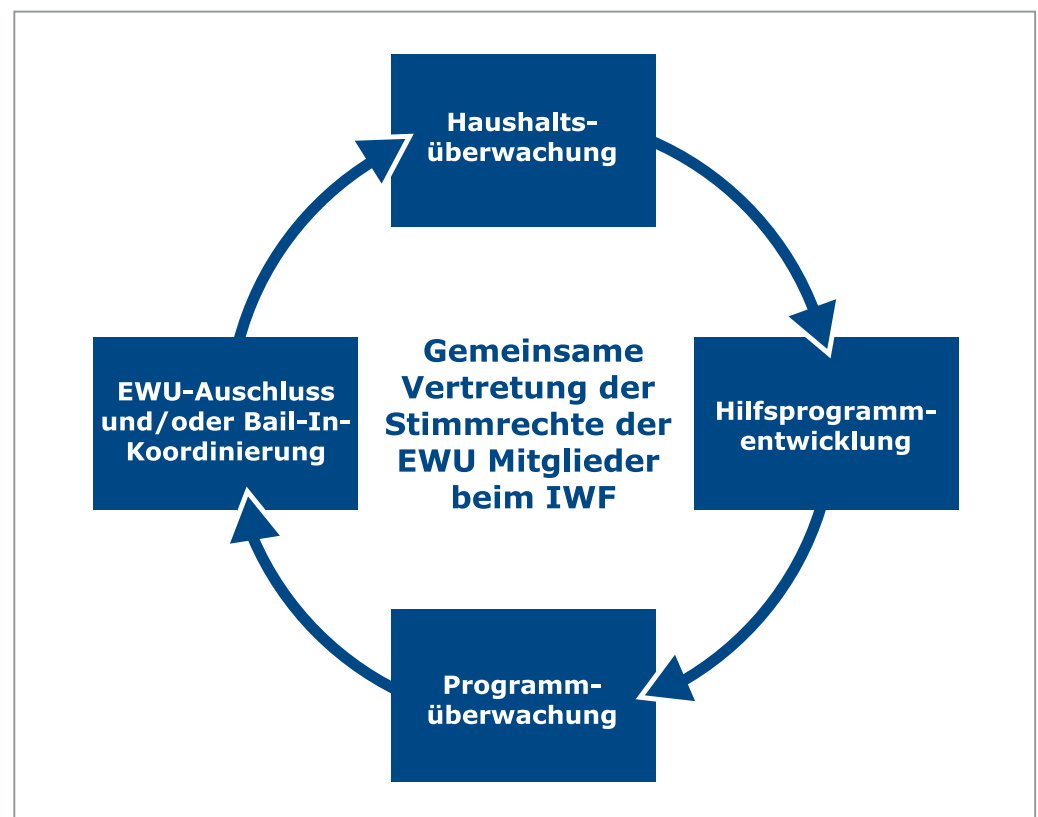


ESM muss erst Kompetenzen aufbauen.

Im Ergebnis einer Reform des ESM sollten deshalb die beteiligten Institutionen entlastet werden und die Zuständigkeiten für die ex-ante-Haushaltsüberwachung der EU-Kommission übertragen bekommen sowie die ex-post-Überwachung der Programmerfüllung von der Troika (EZB, EU-Kommission und IWF) erben. Der Vorschlag von Gros (2017), im Zuge einer Reform auch die Beziehung von ESM und IWF zu überdenken, sollte ebenfalls in Betracht gezogen werden. Ein EWF als Mitglied des IWF und gemeinsamer Repräsentant der Stimmenanteile der Euro-Staaten ist eine logische Konsequenz der Euro-Konvergenz. Der Zugang zur Expertise des IWF ist ein weiteres stichhaltiges Argument. Schließlich liegt die Expertise des heutigen ESM vor allem darin, Anleihen zu emittieren und die eingeworbenen Mittel für Programmw Zwecke zur Verfügung zu stellen. Die Kompetenz des ESM ist das Assetmanagement für die Hilfgelder und nicht etwa die Hilfsprogramme selbst. Mit seinen etwa 175 Mitarbeitern, hat der ESM kaum die Expertise für die Erarbeitung, Verhandlung und Überwachung von Hilfsauflagen und Strukturreformen. Dem derzeitigen ESM Kompetenzen in Fragen der Solidität, der Solvenz und Wettbewerbsfähigkeit der Staaten zuzuschreiben, ist derzeit kaum mehr als eine Heuristik. Eigene Kompetenz beim Monitoring, der Haushalts- oder Programmüberwachung besitzt er nicht. Es müsste deshalb Expertise aufgebaut, Personal aus den Troika-Institutionen zusammengesogen und die fachliche Unterstützung des IWF eingebunden werden.

### 3.3 Vertragsänderungen inklusive Staatsinsolvenzrecht

Abbildung 2:  
Mögliches Rollenschema EWF



Um eine solche Entlastung der Institutionen zu gewährleisten, ist es zwingend erforderlich, den EWF in die Europäischen Verträge zu überführen. Nur auf diese Weise erhält er die dafür notwendigen Zu- und Durchgriffsrechte. Damit könnte der EWF seine Rolle im Staatenbund klären, und die Verträge würden an die tat-

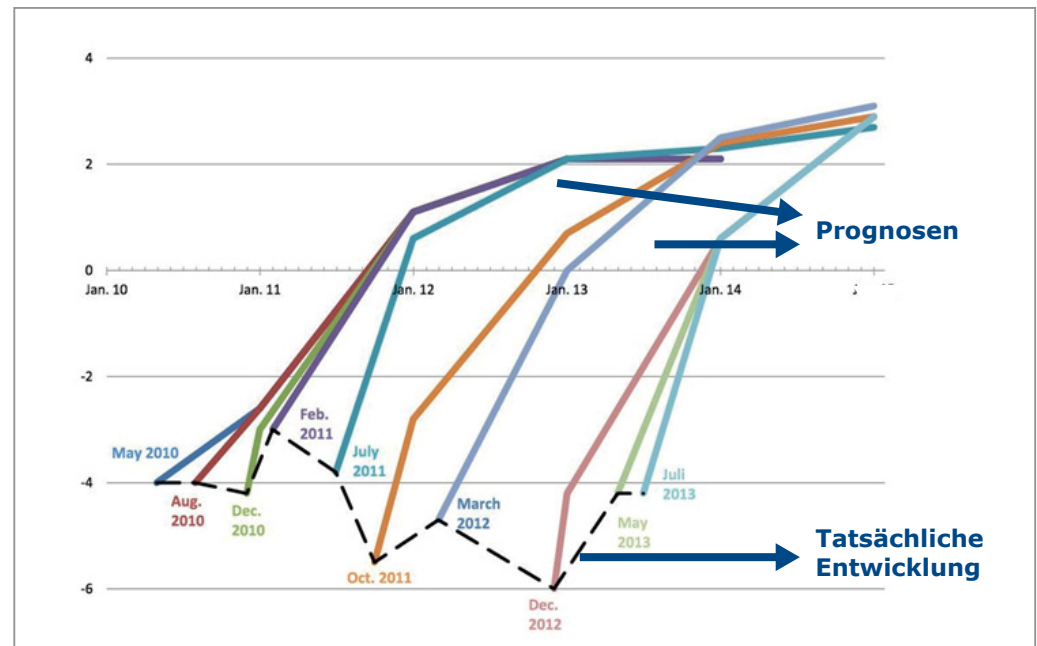
sächlichen Gegebenheiten angepasst. Die derzeitige zwischenstaatliche Formation des ESM ist auch vor dem Hintergrund seiner demokratischen Legitimation und juristischen Überwachung unbefriedigend. Klare Zuständigkeiten von Kommission, EU-Parlament und Europäischem Gerichtshof sollten hergestellt werden.

Ein solcher Schritt muss mit der Entwicklung eines an die EWU angepassten Staatsinsolvenzrechtes verbunden werden. Eine Schwierigkeit in der Euro-Krise war, dass es kein etabliertes Verfahren für einen *Bail-In*, also die Beteiligung von privaten Gläubigern, bei der Umschuldung gab. Solcher Verfahren bedarf es aber schon zu Beginn von Hilfsprogrammen. Sie würden dem EWF ermöglichen seine Hilfen zunächst auf den zusätzlichen Finanzbedarf eines Staates zu beschränken. Finanzhilfen des EWF sollten nicht zur Revolvierung von Staatschulden eingesetzt werden. Bei der Revolvierung handelt es sich schlicht um die Umschuldung von auslaufenden Anleihen in neue, länger laufende Kontrakte. Das führte in der Euro-Krise dazu, dass eine massive Umwälzung von Verbindlichkeiten gegenüber privaten Gläubigern hin zu den öffentlichen Gläubigern stattgefunden hat. Zu Beginn eines Hilfsprogramms sollten deshalb private Ansprüche analog zu einem Insolvenzverfahren in der Privatwirtschaft, eingefroren werden.<sup>18</sup> Damit sinkt die Belastung der Geberländer dramatisch, und das Ausfallrisiko wiegt für die Staatengemeinschaft weniger schwer.

Der ESM ist als Ausnahme von der Nichtbeistandsklausel in den europäischen Verträgen konzipiert. Er darf deshalb nur zur Anwendung gebracht werden, wenn die Stabilität des Euro insgesamt gefährdet ist. Schon mit dem Zypern-Programm wurde deutlich, wie weitgehend diese Ausnahme von der Nichtbeistandsklausel interpretiert werden kann. In ersten Phasen der Hilfen gilt es deshalb abzuschätzen, ob eine Liquiditätskrise des betreffenden Staatshaushaltes vorliegt oder ob es sich nicht doch um ein Solvenzproblem handelt. Dafür sind entsprechende ökonomische Kennzahlen zu entwickeln, deren Nichterfüllung eine Inanspruchnahme des EWF ausschließen. Zugegeben: Diese Unterscheidung ist bei Staaten, die anders als Unternehmen bei einem Totalausfall nicht liquidiert werden können („Staaten können nicht pleitegehen“), schwer zu definieren. Die heutige Logik des Rettungsschirms schließt den Insolvenzfall jedoch faktisch aus. Verfehlten Zielen eines Hilfsprogramms folgen immer neue Hilfszusagen und Programme, wie das Beispiel Griechenland gezeigt hat (Abbildung 3). Eine zunehmende Abhängigkeit der Staatengemeinschaft durch ihr immer stärker werdendes Engagement hat auch politisch absurde Folgen gehabt. In Griechenland wurden die Bürger von ihrer Regierung aufgefordert, **gegen den Erhalt** des Euro zu stimmen, um so eine bessere Verhandlungsposition gegenüber den Gläubigern **für den Erhalt** des Euro zu haben: Mehr *Moral Hazard* geht kaum.

No-Bail-Out-Klausel  
stärken

Abbildung 3:  
**BIP Prognosedaten der EU und tatsächliche Entwicklung.**



Quelle: Konrad (2013)<sup>19</sup>

Daher ist die Etablierung einer Insolvenzordnung für Euro-Staaten einer der wichtigsten Schritte zur Fortentwicklung der Währungsunion. Schon zu Beginn des Hilfsprogramms müssen Vorbereitungen für ein geordnetes Insolvenzverfahren eingeleitet werden. Dazu gehören Kapitalverkehrskontrollen, um einen Abfluss von Vermögen aus dem Land verhindern (bank-run). Sollte es einem Staat in einer bestimmten Frist nicht gelingen, wesentliche Ziele der Hilfsprogramme umzusetzen oder nach der avisierten Zeit nicht an die Kapitalmärkte zurückzukehren, so wäre die Insolvenz und damit der Austritt aus dem Euro als Ultima Ratio obligatorisch. Der Austritt aus dem Euro, nicht aus der EU selbst, muss vertraglich angelegt werden (Währungspause). Im Fall des Falles wäre die Staatengemeinschaft gefordert, diesen Transformationsprozess sozial abzufedern und die Versorgung im betroffenen Land sicherzustellen. Erst danach würde der EWF einen Schuldenschnitt (*Haircut*) organisieren, um dem Land einen Neustart zu ermöglichen.<sup>18</sup>

Das Hilfsprogramm ist jedoch immer am Ziel einer erfolgreichen Sanierung auszurichten. Das Vorliegen einer glaubwürdigen Austrittsoption ist die einzige Antwort auf den Moral Hazard und verleiht der No-Bail-Out-Klausel neue Bedeutung. Das allein vermag, die Selbstheilungskräfte der Staatshaushalte zu wecken.

### 3.4 Demokratische Legitimation

Die Entscheidungsgremien des ESM setzen sich aus Vertretern der Mitgliedstaaten zusammen. Er ist ein intergouvernementales Gremium außerhalb der Verträge. Leider ist es auch im zehnten Jahr nach der Weltwirtschaftskrise nicht gelungen, die herausgebildeten Krisenstrukturen in die Verträge und die EU zu integrieren. Die Entscheidungen des Rates und der Eurostaaten entziehen sich weiterhin einer direkten demokratischen Kontrolle auf der EU-Ebene. Die Kompetenzverschiebungen auf die europäische Ebene sollten möglichst bald auch mit demokratischen Einflussmöglichkeiten auf dieser Ebene einhergehen. Der ESM sollte auch unter diesen Gesichtspunkten in eine Behörde der EU-Kommission überführt werden. Das müsste möglichst

so geschehen, dass Fehlsteuerungen, die während der Krise vielleicht unvermeidbar waren, künftig ausgeschlossen werden. So aufgestellt, könnte der ESM die vertragliche Aufgabe der Haushaltsüberwachung erben und demokratisch legitimiert, Umstrukturierungsmaßnahmen der Staatschulden vorbereiten, Adresse für die Gläubigerverhandlungen sein und den geordneten Austritt eines nachhaltig illiquiden, sprich insolventen, Staates begleiten.

Nach westlichen Vorstellungen gibt es eine strikte Trennung zwischen Fiskal- und Geldpolitik. Die Grenzen von Geld- und Fiskalpolitik gilt es, auf der europäischen Ebene wieder anzuerkennen. Eine föderale Struktur, wie sie sich in der EU entwickelt hat, basiert auf dem Prinzip der Subsidiarität. Die unterste Ebene verantwortet jede Politik, die sie effizient selbst umsetzen kann. In der EU entstehen allerdings immer mehr Haftungskanäle in die oberen Ebenen. Ein EWF muss deshalb einen Beitrag zur Stärkung eines effizienten Ebenenwettbewerbs der Staaten untereinander leisten. Große Entwicklungsschritte hat die EU in der Vergangenheit auch unter dem Druck der Rechtsprechung und der europarechtlichen Kontrolle durch den EUGH genommen. Der ESM kann als Institution der Verträge auch von dieser Kontrolle profitieren.

#### 4. Ausblick

Anhand der beschriebenen Maßnahmen wurde die Rolle eines künftigen EWF als Institution glaubwürdiger Fiskalkontrolle und damit als Nachfolger des ESM umrissen. Es wäre eine folgerichtige Fortentwicklung und würde die Effizienz der Fiskalunion stärken, wenn man im EWF die Expertise zu Wirtschaften in den Mitgliedstaaten bündeln würde: Temporäre fiskalische Hilfe könnte solidarisch gewährt werden, wenn im Gegenzug solide Strukturreformen stattfänden, oder es würde eine glaubwürdige Austrittsoption auf Grundlage eines Insolvenzregimes geschaffen.

Der aktuelle Vorschlag der EU-Kommission vom 6. Dezember 2017 weitet die institutionelle Verankerung des EWF jedoch über das fiskalische Mandat hinaus. So sieht die Kommission den EWF in der Pflicht, innerhalb der Bankenunion den einheitlichen Abwicklungsfonds (*Single Resolution Fund*, SRF) als Letztsicherung zu übernehmen und die dafür notwendigen finanziellen Kapazitäten zur Verfügung zu stellen. Begründet wird dies mit der Effizienz der Verbindung von Finanzmarkt- und Währungsstabilität.<sup>13</sup>

Nach wie vor aber ist die Trennung von Geld- und Fiskalpolitik für die EWU konstituierend. Dem Vorschlag, den ESM um einen Backstop für den Bankenabwicklungsmechanismus zu ergänzen, ist daher aus ordnungspolitischer Sicht skeptisch zu begegnen. Wenn Banken- und Staatsfinanzierung zusammengeführt werden sollen, drohen die Grenzen von Geld- und Fiskalpolitik weiter zu verschwimmen. Die Bankenfinanzierung und die Pflege der Staatsfinanzen sollten solange institutionell getrennt verfolgt werden, wie es an einer demokratisch legitimierten einheitlichen Wirtschafts- und Haushaltspolitik fehlt. Das demokratische Legitimationsdefizit, das die EU-Kommission in ihrem Vorschlag anspricht, wird nicht gefüllt, wenn dem EWF eine solche Zuständigkeit zugebilligt wird.

Hinzu kommt, dass bei einer zunehmend heterogenen wirtschaftlichen Entwicklung der Mitgliedstaaten die Stabilität der gemeinsamen Währung unter Druck gerät. So legitim die Debatte zur Überwindung dieser Heterogenität in der Eurozone ist, der Vorschlag, den EWF zum zentralen Instrument der Problemlösung zu machen, ist aus den beschriebenen Gründen untauglich. Die Schaffung von Homogenität zwi-

schen den Ländern der EWU war im Maastricht-Vertrag gerade nicht als finales Ergebnis gedacht, sondern als ein Weg unter der *conditio sine qua non* einer hohen Regelbindung.<sup>20</sup>

Über allen Überlegungen sollte der Grundsatz der Subsidiarität, verknüpft mit der Sozialen Marktwirtschaft als Wirtschaftsordnung, stehen. Darunter lässt sich vieles subsumieren: die Unabhängigkeit der Zentralbank, die Trennung von Geld- und Fiskalpolitik, das Prinzip von Haftung und Handlung, eine Stärkung der Nichtbeistandsklausel (No-Bail-Out-Klausel). Während andernorts bereits über Ideen, wie die Vereinigten Staaten von Europa sinniert wird, sollte auf dem Reformweg zu einem Europäischen Währungsfond jeder Schritt gut überlegt und ordnungswirtschaftlich begründet sein.

## 5. Fazit

Der vorgestellte Ansatz dient der Überwindung des *Moral Hazard* in der derzeitigen EWU-Architektur. Dafür sollte ein geordnetes Insolvenzverfahren etabliert werden, das im Falle einer Anrufung des EWF automatisch in Gang gesetzt wird. Ziel des Insolvenzverfahrens ist immer die erfolgreiche Sanierung des Staatshaushaltes. Auf der anderen Seite muss auch der Ausschluss des betreffenden Staates aus dem Währungsverbund (Währungspause) als *ultima ratio* angelegt sein, wenn die Schuldentragfähigkeit sich nicht wie vorgesehen herstellen lässt. Sonst besteht die Gefahr, dass immer neue Hilfen zugesagt werden müssen. Damit ein EWF diese Aufgabe ausfüllen kann, sind verschiedene Reformbausteine notwendig. Die Überführung des ESM in die EU-Verträge, um in die demokratische und juristische geübte Kontrolle eingebunden zu sein. Im Zuge dessen sollte der EWF die *ex-ante* Haushaltsüberwachung der EU-Kommission erben. Er sollte die gemeinsame Vertretung der Euro-Staaten beim IWF übernehmen und so zusätzliche fachliche Unterstützung von dort erhalten. Die Expertise der Troika müsste im EWF zusammengeführt werden, damit er die Hilfsprogrammentwicklung und -überwachung leisten kann. Durch das Einfrieren von laufenden Ansprüchen kann sich der EWF bei der Gewährung von Finanzhilfen auf zusätzlichen Finanzbedarf beschränken. Er erstellt die Schuldentragfähigkeitsanalysen und muss damit beurteilen, ob ein Liquiditäts- oder Solvenz-Problem vorliegt. Sollten nachhaltige Solvenzprobleme identifiziert werden oder Programmauflagen nicht umgesetzt werden, dient der EWF als Gläubigerausschuss und koordiniert den *Bail-In*. Damit verbunden wäre auch ein geordnetes Ausschlussverfahren (*ultima ratio*) aus der EWU ohne dafür die EU verlassen zu müssen. Diese „Währungspause“ müsste durch die Staatengemeinschaft sozial abgefedert werden. Eine solche Kaskade bietet die Chance, den regelbasierten Ansatz im Geiste Maastrichts weiterzuentwickeln.

- 1] Vgl.: De Vries/Hoffmann (2015): *What Do the People Want? - Opinions, Moods and Preferences of European Citizens*, Bertelsmann Stiftung, eupinions #2015 / 1, [https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/user\\_upload/Study\\_EZ\\_EUpinions\\_2015.pdf](https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/user_upload/Study_EZ_EUpinions_2015.pdf) [zuletzt besucht: 14.11.2017].
- 2] Vgl.: Juncker (2017): *Rede zur Lage der Union*, Europäische Kommission, 13. Sept. 2017, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-17-3165\\_de.pdf](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-17-3165_de.pdf) [zuletzt besucht: 13.11.2017].
- 3] Vgl.: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (2017): *Im Gespräch: Jeroen Dijsselbloem, niederländischer Finanzminister und Chef der Eurogruppe*, Interview vom 20.03.2017.
- 4] Vgl.: BMF (2017): *Griechenland helfen, von Hilfe unabhängig zu werden - Bundesfinanzminister Schäuble im Interview mit der griechischen Zeitung Ta Nea vom 1. Juli 2017 über das griechische Finanzhilfeprogramm*, Abdruck eines Interviews, <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Interviews/2017/2017-07-03-ta-nea.html> [zuletzt besucht: 17.11.2017].
- 5] „Den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) wollen wir zu einem parlamentarisch kontrollierten Europäischen Währungsfonds weiterentwickeln, der im Unionsrecht verankert sein sollte.“ Ergebnisse der Sondierungsgespräche von CDU, CSU und SPD - Finale Fassung vom 12.01.2018.
- 6] Vgl.: Wolf (2013): *Europäischer Währungsfonds*, in: Martin Große Hüttmann und Hans-Georg Wehling (Hg.): *Das Europalexikon*, 2. aktual. Aufl., Bonn: Dietz.
- 7] Vgl.: Bernholz, Peter (1973) : *Der Europäische Währungsfonds: Möglichkeiten, Grenzen und Gefahren*, in: *Wirtschaftsdienst*, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 53, Iss. 1, pp. 18-22, [https://www.econstor.eu/bitstream/10419/134489/1/wd\\_v53\\_i01\\_pp018-022.pdf](https://www.econstor.eu/bitstream/10419/134489/1/wd_v53_i01_pp018-022.pdf) [zuletzt besucht: 17.11.2017].
- 8] Juncker/Tusk/Dijsselbloem/Draghi/Schulz. (2015), „Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden“. Europäische Kommission, Brüssel, [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_de\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_de_0.pdf) [zuletzt besucht: 28.11.2017].
- 9] Vgl. Zoppe/Hradisky (2017): *An evolutionary path for an European Monetary Fund?*, AT A GLANCE, Economis Governance Unit (EGOV) des Directorate-General for Internal Policies (IPOL), [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2017/602102/IPOL\\_ATA\(2017\)602102\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2017/602102/IPOL_ATA(2017)602102_EN.pdf) [zuletzt besucht: 20.11.2017].
- 10] Vgl. Wyplosz (2017): *In Depth Analysis - A European Monetary Fund*, Europaparlament, IPOL - EGOV, im Auftrag des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europaparlaments, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602076/IPOL\\_IDA\(2017\)602076\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602076/IPOL_IDA(2017)602076_EN.pdf) [zuletzt besucht: 20.11.2017].
- 11] Vgl. Gros (2017): *In Depth Analysis - A evolutionary path towards a European Monetary Fund*, Europaparlament, IPOL - EGOV, im Auftrag des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europaparlaments, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602075/IPOL\\_IDA\(2017\)602075\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602075/IPOL_IDA(2017)602075_EN.pdf) [zuletzt besucht: 11.12.2017].
- 12] Vgl. Rodden (2017): *In Depth Analysis - A evolutionary for a European Monetary Fund - A comparative perspective*, Europaparlament, IPOL - EGOV, im Auftrag des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europaparlaments, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602077/IPOL\\_IDA\(2017\)602077\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602077/IPOL_IDA(2017)602077_EN.pdf) [zuletzt besucht: 28.11.2017].
- 13] Vgl. EU-Kommission (2017): „Vorschlag für eine Verordnung des Rates über die Einrichtung des Europäischen Währungsfonds“, COM(2017) 827 final, 2017/0333 (APP), Brüssel, den 06.12.2017, <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/DE/COM-2017-827-F1-DE-MAIN-PART-1.PDF> [zuletzt besucht: 11.12.2017].
- 14] Vgl. Pöttering (2017): *Mut zur Gestaltung - Impulse für eine starke und zukunftsfähige Europäische Union*, Konrad-Adenauer-Stiftung, St. Augustin/Berlin, [http://www.kas.de/wf/doc/kas\\_50245-544-1-30.pdf](http://www.kas.de/wf/doc/kas_50245-544-1-30.pdf) [zuletzt besucht: 28.11.2017].
- 15] Hier aus Sicht des einzelnen Staates. Denn die massiven Devisenaufkäufe und der von der amerikanischen Notenbank garantierte Tausch von Dollar in Gold zu einem Festpreis, führten schlussendlich zum Ausstieg der USA aus dem Abkommen. Dies hatte auch die bis heute existierenden hohen Goldreserven der Deutschen Bundesbank zur Folge.
- 16] Laut IWF-Internetauftritt: <http://www.imf.org/en/About> [zuletzt besucht: 29.11.2017].
- 17] Basiert auf eigener Erfahrung.
- 18] Für die konkrete Fortentwicklung des ESM zu einem EWF als Institution an der ein Bail-In institutionalisiert werden kann bedarf es zweier wesentlicher Schritte. Zunächst müsste im EWF-Regelwerk festgehalten werden, dass ein Hilfsprogramm automatisch das Einfrieren, technisch die Laufzeitverlängerung, von bestehenden Krediten zur Folge hat. Der Bail-In, der dann im Rahmen eines Restrukturierungsprogramms angelegt ist, kann aber nur dann für alle Kreditkontrakte Wirkung entfalten, wenn die seit 2013 in der EU vorgeschriebenen CACs (Collective Action Clauses, Umschuldungsklauseln) überarbeitet werden. Alle Gläubiger sollten (emissionsübergreifend) gemeinsam an der Umschuldungsabstimmung teilnehmen (Vgl. dazu beispielhaft die Umschuldungsklauseln des Bundes unter [http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/user\\_upload/private-anleger/pdf/handmappe/handmappe\\_bundeswertpapiere.pdf#page=299](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/user_upload/private-anleger/pdf/handmappe/handmappe_bundeswertpapiere.pdf#page=299)) weil sonst taktisches Abwarten einzelner Gläubiger zu erwarten wäre.
- 19] Konrad (2013): *Fiskalunion und Bankenunion = Schuldenunion? - Ein Fortschrittsbericht*, präsentiert im Rahmen der Konferenz „Europa - Eindämmung der Krise, und dann?“ von Wirtschaftsdienst, ZEW und Landesvertretung Baden-Württemberg beim Bund, 25.11.2013, Berlin, <https://www.wirtschaftsdienst.eu/files/veranstaltungen/2013-11-25-wdk2013/wdk13-04-konrad.pdf> [zuletzt besucht: 08.12.2017].
- 20] Vgl. Jost, Reitz (2017): „25 Jahre Maastrichter Verträge – reale Divergenzen und institutionelle Reformen“, in: *Wirtschaftsdienst*, Jahrgang 2017, Heft 2, S. 124–129, Springer, Berlin/Heidelberg.

## Die Autoren

*Thomas Köster ist Koordinator für Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik in der Hauptabteilung Politik und Beratung der Konrad-Adenauer-Stiftung e.V.*

*Matthias Schäfer ist Teamleiter für Wirtschaftspolitik in der Hauptabteilung Politik und Beratung der Konrad-Adenauer-Stiftung e.V.*

## Konrad-Adenauer-Stiftung e.V.

*Lektorat:*

*Jenny Kahlert*

*Hauptabteilung Politik und Beratung*

*Team Bildungs- und Wissenschaftspolitik*

*Ansprechpartner:*

**Matthias Schäfer**

*Leiter Team Wirtschaftspolitik*

*Hauptabteilung Politik und Beratung*

*Telefon: +49(0)30/26996-3515*

*E-Mail: [matthias.schaefer@kas.de](mailto:matthias.schaefer@kas.de)*

*Postanschrift: Konrad-Adenauer-Stiftung, 10907 Berlin*

*Herausgeberin: Konrad-Adenauer-Stiftung e.V. 2017, Sankt Augustin/Berlin*

*Gestaltung: SWITSCH Kommunikationsdesign, Köln.*

*Satz: Janine Höhle, Konrad-Adenauer-Stiftung e.V.*

*Druck: copy print Kopie & Druck GmbH, Berlin*

*Printed in Germany.*

*Gedruckt mit finanzieller Unterstützung der Bundesrepublik Deutschland.*

ISBN 978-3-95721-421-8

[www.kas.de](http://www.kas.de)



Der Text dieses Werkes ist lizenziert unter den Bedingungen von „Creative Commons Namensnennung-Weitergabe unter gleichen Bedingungen 4.0 international“, CC BY-SA 4.0 (abrufbar unter: <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/legalcode.de>)

Bildvermerk Titelseite  
© Thomas Köster, kas