

**LEHREN AUS DER FINANZMARKTKRISE**  
EIN COMEBACK DER SOZIALEN  
MARKTWIRTSCHAFT



**BAND III:**  
**VERFLOCHTENE KRISEN. VON DER FINANZMARKT- ZUR EUROKRISE**

ISBN 978-3-924755-00-7

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

*Das Werk ist in allen seinen Teilen urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung der Konrad-Adenauer-Stiftung e.V. unzulässig. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung in und Verarbeitung durch elektronische Systeme.*

© 2010, Konrad-Adenauer-Stiftung e.V., Sankt Augustin/Berlin

*Gestaltung: SWITSCH Kommunikationsdesign, Köln.  
Gedruckt mit finanzieller Unterstützung der Bundesrepublik Deutschland.  
Printed in Germany.  
ISBN 978-3-924775-00-7*

## INHALT

- 5 | VORWORT
- 7 | ZUSAMMENFASSUNG DER BEITRÄGE
- 9 | WARUM WIR MEHR EUROPA BRAUCHEN  
*Henrik Enderlein*
- 15 | KONSEQUENZEN AUS DEN FINANZKRISEN:  
PARADIGMENWECHSEL ODER WEITER SO?  
*Heribert Dieter*
- 21 | GRUNDLAGEN EINER NEUEN FINANZMARKTARCHITEKTUR  
*Max Otte*
- 31 | BRAUCHT EUROPA EINE WIRTSCHAFTSREGIERUNG?  
*Nils aus dem Moore*
- 43 | WETTBEWERBSFÄHIGKEIT ALS PROBLEM:  
UNGLEICHGEWICHTE IN DER EU  
*Hans-Jürgen Wagener*
- 51 | EUROPÄISCHE WÄHRUNGSUNION ZUKUNFTSFEST GESTALTEN:  
REFORM DES STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKTES  
*Bodo Herzog*
- 59 | VON DER STABILITÄTSGEMEINSCHAFT ZUR TRANSFERUNION:  
WOHIN BEWEGT SICH DIE EUROZONE?  
*Günter Grosche*
- 67 | DIE GELDPOLITIK DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK:  
KRISENBEWÄLTIGUNG UND HERAUSFORDERUNGEN  
IM 21. JAHRHUNDERT  
*Bodo Herzog*
- 77 | FINANZMARKTKRISE UND EUROTURBULENZEN  
*Lothar Funk*
- 85 | DIE AUTOREN
- 85 | ANSPRECHPARTNER IN DER KONRAD-ADENAUER-STIFTUNG

## VORWORT

In den zurückliegenden Monaten ging und geht es um nicht weniger als die Zukunft der europäischen Gemeinschaft. Zuletzt hatte EU-Ratspräsident Herman Van Rompuy im November 2010 mit eindringlichen Worten gemahnt, dass die Europäische Union wegen der Eurokrise in akuter Gefahr sei: „Wenn die Eurozone nicht überlebt, wird die Europäische Union nicht überleben.“

Um ein Scheitern des europäischen Integrationsprojekts zu verhindern, sind Politiker aller Mitgliedstaaten auf den Plan gerufen und bemühen sich seit Monaten, den europäischen Währungsraum zu stabilisieren. Die Ursachen der Eurokrise liegen in der wirtschaftlichen wie finanziellen Entwicklung der Euro-Länder und in der Missachtung europäischer Verträge. Beide Phänomene – Überschuldung und Regelbruch – wurden nicht durch die Verwerfungen am Finanzmarkt ausgelöst. Sie existierten bereits davor, auch wenn die Entwicklungen, die mit der Finanz- und Wirtschaftskrise verbunden waren, verstärkend wirkten. Streng genommen müsste man deshalb von „verflochtenen Krisen“ sprechen.

Was im Jahr 2007 auf den Finanzmärkten begann und im Jahr 2008 zum Zusammenbruch des Bankhauses Lehman Brothers führte, mündete im Jahr 2009 weltweit in Wachstumseinbrüchen vieler Volkswirtschaften. Im Jahr 2010 erfasste dann eine Staatsschulden- und Spekulationskrise die Staaten der Eurozone und die gemeinsame Währung. Aufgrund der immensen Staatsausgaben zur Stabilisierung des Banken- und Finanzsystems und zur Stützung der Konjunktur sowie massiver Steuerausfälle hat die Verschuldung vieler Staaten auf der ganzen Welt deutlich zugenommen.

Besonders diejenigen Staaten der Eurozone, die bereits zuvor einen hohen Schuldenstand, eine wenig wettbewerbsfähige Wirtschaft und eine negative Leistungsbilanz aufwiesen, gerieten in eine schwierige Situation. Spätestens als Griechenland im Frühjahr 2010 Schwierigkeiten hatte, seine Staatsschulden auf den Finanzmärkten zu refinanzieren, gerieten weitere Staaten des Euroraums und die europäische Währung unter erheblichen Druck. Ein Situation, die bis zum heutigen Tag anhält.

Die sich in atemberaubender Geschwindigkeit vollziehenden Entwicklungen führen bei der Bevölkerung zu großer Unsicherheit und wecken Fragen: Wie konnte es dazu kommen, dass sich Mitglieder der Eurozone scheinbar unbemerkt in eine solche Problemlage bringen konnten? Welche Lehren sind aus der Eurokrise zu ziehen? Wie kann die Stabilitätskultur in Europa gestärkt werden? Wird die EU nun zu einer Transferunion? Brauchen wir eine europäische Wirtschaftsregierung?

Die Konrad-Adenauer-Stiftung widmet sich diesen Fragen und bat in den letzten sechs Monaten namhafte Autoren, Diskussionsbeiträge zu den Aspekten des schnelllebigen Themas zu verfassen. Der vorliegende Band bündelt die Einschätzungen der Experten und soll zu einem besseren Verständnis aktueller Diskussionsprozesse beitragen. Mit der Publikation werden die beiden erfolgreichen Bände *Lehren aus der Finanzmarktkrise: Ein Comeback der Sozialen Marktwirtschaft* fortgeschrieben.

Berlin, im November 2010

*David Gregosz*  
 Koordinator Grundsatzfragen/Ordnungspolitik  
 Hauptabteilung Politik und Beratung

*Matthias Schäfer*  
 Leiter des Teams Wirtschaftspolitik  
 Hauptabteilung Politik und Beratung

# ZUSAMMENFASSUNG DER BEITRÄGE

## WARUM WIR MEHR EUROPA BRAUCHEN

*Professor Dr. Henrik Enderlein* argumentiert, dass eine Verschärfung von Stabilitätsregeln, wie sie jetzt diskutiert wird, nicht ausreichen dürfte, um in Zukunft ähnliche Krisen in Europa zu verhindern. Enderlein verweist darauf, dass es die bestehende Gesamtarchitektur des Euroraums gewesen sei, die Instabilitäten hervorgebracht habe. Zu lange sei man dem Trugschluss erlegen, ein gemeinsamer Währungsraum könne ohne vertiefte wirtschaftspolitische Integration funktionieren. Ausgehend von den ökonomischen Auslösern der Krise im Euroraum, beschreibt Enderlein die politischen Bewältigungsversuche bis hin zur Auflegung des EU-Rettungsfonds. Er endet mit der Einschätzung, dass „mehr Europa“, d.h. eine Stärkung der europäischen Komponente der Wirtschaftspolitik, zwingend notwendig sei.

## KONSEQUENZEN AUS DEN FINANZKRISEN: PARADIGMENWECHSEL ODER WEITER SO?

*PD Dr. Heribert Dieter* fordert, die Selbstregulierungskräfte von Finanzmärkten nicht zu überschätzen. Historische Erfahrungen zeigen, dass insbesondere diese Teilmärkte regelmäßig zu Übertreibungen und spekulativen Blasen neigen, weshalb die Etablierung eines angemessenen Ordnungsrahmens nötig erscheint. Dieser Ordnungsrahmen muss gewährleisten, dass Finanzmärkte wieder eine dienende Rolle innerhalb der Volkswirtschaften einnehmen. Die adäquate Regulierung der Finanzmärkte muss ebenso auf der Tagesordnung bleiben wie die Rückführung staatlicher Schulden, um Staat und Steuerzahler nicht in künftige Krisen zu führen. Die Bewältigung der Staatsschuldenlasten am Rande der Eurozone ist nach Ansicht Dieters ordnungspolitisch nicht überzeugend bewältigt worden.

## GRUNDLAGEN EINER NEUEN FINANZMARKTARCHITEKTUR

*Professor Dr. Max Otte* begründet in seinem Beitrag, warum Finanzmärkte streng reguliert werden müssen, beleuchtet den eher ernüchternden Stand der Maßnahmen und skizziert wie eine neue Finanzmarktarchitektur aussehen könnte. Neben verbesserten Eigenkapitalregeln und der Rückkehr zu sinnvollerem Bilanzierungsmethoden, fordert Otte auch strittige Maßnahmen wie beispielsweise die Besteuerung von Finanztransaktionen, die Gründung einer staatlichen Europäischen Ratingagentur und die Regulierung einzelner Geschäftsmodelle in Erwägung zu ziehen.

## BRAUCHT EUROPA EINE WIRTSCHAFTSREGIERUNG?

*Nils aus dem Moore* widmet sich der Frage, ob Europa eine Wirtschaftsregierung benötigt. Nach einer begrifflichen Präzisierung und historischen Einordnung, wendet sich der Wissenschaftler des Rheinisch-Westfälischen Instituts für Wirtschaftsforschung (RWI) einigen Vorschlägen zu, die aktuell unter dem Stichwort „Europäische Wirtschaftsregierung“ diskutiert werden. Er betont in seinem Beitrag die Notwendigkeit struktureller Reformen in der Europäischen Union bzw. der Eurozone und zeigt einzelne Maßnahmen auf. Aus dem Moore spricht sich – auf der Grundlage gewichtiger Argumente – gegen eine Wirtschaftsregierung im Sinne eines *gouvernement économique* aus.

## WETTBEWERBSFÄHIGKEIT ALS PROBLEM: UNGLEICHGEWICHTE IN DER EU

Obwohl die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte im Zuge der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise etwas abgebaut werden konnten, sind diese immer noch gravierend. Insbesondere im Zusammenhang mit der aktuellen Eurokrise wird vor allem Deutschland mit dem Vorwurf konfrontiert, durch moderate Lohnabschlüsse wesentlich zum Aufbau der Ungleichgewichte beigetragen zu haben. *Professor Dr. Hans-Jürgen Wagener* analysiert das Phänomen der Leistungsbilanzungleichgewichte in der EU und der damit verbundenen Fragen. Er zeigt auf, dass die Wett-

bewerbspositionen einzelner „Defizitländer“ durch Strukturreformen und solider Fiskalpolitik verbessert werden müssen. „Überschussländer“ können dabei Hilfestellung leisten, sie sollten aber nicht für Exporterfolge bestraft werden und ihre Stabilitätspolitik beibehalten.

### **EUROPÄISCHE WÄHRUNGSUNION ZUKUNFTSFEST GESTALTEN: REFORM DES STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKTES**

*Professor Dr. Bodo Herzog* zeigt Herausforderungen auf, die durch die Verwirklichung der Europäischen Währungsunion im Jahr 1999 für die europäische wie nationale Wirtschaftspolitik entstanden sind. Nach Herzog ergeben sie sich zum einen aus der Verlagerung der geldpolitischen Kompetenzen auf die supranationale Ebene, zum anderen durch den Verbleib der fiskalpolitischen Verantwortung auf der nationalstaatlichen Ebene. Beides impliziert mehr Abstimmungsnotwendigkeiten bzw. die Koordination der fiskalpolitischen Entscheidungen auf europäischer Ebene. Genau hierfür wurde der europäische „Stabilitäts- und Wachstumspakt“ im Jahr 1997 implementiert. Herzog argumentiert, dass dieser Pakt in den Folgejahren deutlich entschärft worden sei. Diese Veränderungen habe die präventive Wirkung des Stabilitätspaktes erodieren lassen und nicht nachhaltigen Haushaltspolitiken in der europäischen Währungsunion den Weg geebnet. Daher sei eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes notwendig, denn je, will man die Stabilität der Währungsunion und des Euro langfristig sichern.

### **VON DER STABILITÄTSGEMEINSCHAFT ZUR TRANSFERUNION: WOHIN BEWEGT SICH DIE EUROZONE?**

*Dr. Günter Grosche* fragt in seinem Beitrag, ob sich die Euro-Stabilitätsgemeinschaft angesichts der Griechenland-Hilfen, dem Rettungspaket aber auch der Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) hin zu einer Transferunion entwickelt. Dabei rekonstruiert er die Ursachen der Eurokrise und identifiziert Fehlentwicklungen, die eine finanzielle Unterstützung Griechenlands letztlich unumgänglich machten. Gleichzeitig zeigt Grosche auf, welche Vorkehrungen nach der Griechenland-Rettung getroffen werden müssen, um den Schaden für die Glaubwürdigkeit der Stabilitätsgemeinschaft zu begrenzen.

### **DIE GELDPOLITIK DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK: KRISENBEWÄLTIGUNG UND HERAUSFORDERUNGEN**

*Professor Dr. Bodo Herzog* zeigt auf, welchen Herausforderungen die Europäische Zentralbank (EZB) mit Blick auf ihre Geldpolitik Rechnung tragen muss. Vor der Finanzmarkt- und Eurokrise folgte die europäische Geldpolitik zwei gemeinhin akzeptierten Grundprinzipien. Im Mittelpunkt stand die Sicherung der Preisniveaustabilität, darüber hinaus galt, dass Instrumente der Geldpolitik nicht zur Sicherstellung der Finanzstabilität eingesetzt werden. Seitdem die EZB beschlossen hat, Staatsanleihen hochverschuldeter Euro-Länder aufzukaufen, werde die Unabhängigkeit und die geldpolitische Linie von verschiedenen Seiten angezweifelt. Herzog untersucht diese geldpolitische Linie seit Ausbruch der Krise und widmet sich den Zielen, die die Zentralbank im Euroraum primär wahrnehmen sollte.

### **FINANZMARKTKRISE UND EURO- TURBULENZEN**

*Professor Dr. Lothar Funk* arbeitet in seinem Beitrag Parallelen zwischen Finanzmarkt- und Eurokrise heraus, dabei stützt er sich auf führende Ökonomen. Ihrer Ansicht nach stellte die mögliche Zahlungsunfähigkeit Griechenlands im Mai 2010 ein ähnliches Systemrisiko dar, wie der Zusammenbruch der Bank Lehman Brothers im September 2008. Daher wurden auch im Falle Griechenlands riesige Rettungspakete geschnürt, die – so die Argumentation der Befürworter – zur Stabilisierung des Euroraums notwendig waren. Funk zeigt auch die Gegenposition auf, denn einige Kritiker lehnen die Analogie zwischen Finanzmarkt- und Eurokrise ab und kritisieren das Vorgehen bei der Rettung Griechenlands scharf. Angesichts der Komplexität der griechischen Verwerfungen, uneinheitlicher Bewertungen im Umgang mit den Problemen im Euroraum und fehlender Patentlösungen spricht sich Funk gegen einen „ordnungspolitischen Purismus“ aus. Wohlverstandene Ordnungspolitik betrachtet Risiken ganzheitlich und nimmt wo geboten institutionelle Änderungen vor, so das Fazit Funks.

# WARUM WIR MEHR EUROPA BRAUCHEN<sup>1</sup>

*Henrik Enderlein*

Im Frühjahr 2010 wurde Griechenland noch als Sonderfall dargestellt. Kein anderes Land im Euroraum würde eine Rettung nötig haben. Dass der große Rettungsschirm über den Euroraum gespannt wurde, hing nur mit der Ansteckungsgefahr zusammen. Doch nun hat im Herbst 2010 auch Irland eine Rettung beantragt. Damit ist deutlich: die wirtschaftspolitische Instabilität im Euroraum ist ein Strukturphänomen.

Damit muss aber auch die Grundfrage gestellt werden: Wird der Euro überleben? Dass inzwischen ernsthaft über diese Frage debattiert wird, macht deutlich, wie schnell die Wirtschaftsgeschichte an Fahrt aufnehmen kann. Noch zum zehnten Jahrestag der Einführung des Euro wurden fast ausschließlich die Erfolge in den Vordergrund gerückt.<sup>2</sup> Der Euro wurde gepriesen als Stabilitätsanker und Beispiel erfolgreicher supranationaler Kooperation.

Die Krise des Frühjahrs 2010 hat dann aber schonungslos offengelegt, welche Konstruktionsfehler die Währungsunion in ihrer bisherigen Form aufweist. Der Wunsch vieler EU Mitgliedsländer, eine gemeinsame Währung zu teilen, ohne gleichzeitig interne Stabilisierungsmechanismen oder eine weitreichende Koordinierung auch der Finanzpolitiken akzeptieren zu müssen, hat sich als kaum realisierbar erwiesen. Der Grund dafür ist nicht primär in den verfehlten Politiken einzelner Mitgliedstaaten zu suchen, sondern in der bisherigen Architektur des Währungsraums. Zwar haben sich einzelne Länder nicht an die gemeinsamen Stabilitätsregeln gehalten, aber es sind ja gerade nicht nur diese Länder, die inzwischen als Schwachpunkte im Euroraum gelten: Spanien und Irland haben die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts vor der Krise respektiert. Nun stehen sie plötzlich als Defizitländer im Fokus. Länder wie Deutschland, Österreich, Frankreich und die Niederlande haben das Regelwerk in der Vergangenheit nicht respektiert, gehören heute aber zu den Stabilitätsländern im Euroraum.

Es ist also nicht der gerade aus deutscher Perspektive oft kritisierte Mangel an „Stabilitätskultur“, der als einzige Erklärung für die Krise herangezogen werden sollte. Dementsprechend dürfte eine Verschärfung von Stabilitätsregeln, wie sie jetzt debattiert wird, nicht ausreichen, um in der Zukunft ähnliche Krisen zu verhindern. Viel wichtiger ist dagegen die Schlussfolgerung, dass die Architektur des Euroraums selbst die jetzt entstandene Instabilität hervorgebracht hat und dass Antworten auf die Krise deshalb bei der Statik des Gesamtbauwerks ansetzen sollten, anstatt sich der Positionierung der Rauchdetektoren im Gebäude zu widmen.

Es war eine Illusion zu glauben, mit der Einführung der gemeinsamen Währung sei ein Endpunkt der Wirtschaftsintegration in Europa erreicht. Im vergangenen Jahrzehnt stand eine Vertiefung der wirtschaftspolitischen Kooperation im Euroraum zwar immer wieder auf der Tagesordnung, aber die entscheidenden Schritte wurden nicht vollzogen. Europa hat sich dem Trugschluss hingegeben, ein gemeinsamer Währungsraum könne ohne wirtschaftspolitische Integration funktionieren. Gerade die nationalen Wirtschaftspolitiken haben gern die Vorteile der Gemeinschaftswährung genutzt, aber die daraus resultierenden Anforderungen nicht aufgegriffen.

Um es von vornherein klar zu machen: Ein Rückschritt zu nationalen Währungen wäre abwegig. Es ist zwar richtig, dass wir mit der einheitlichen Geldpolitik auch Probleme schaffen. Aber die Kosten sollten uns auf keinen Fall verführen, jetzt das gesamte europäische Projekt leichtfertig aufs Spiel zu setzen.

Dieser Aufsatz skizziert die ökonomischen Auslöser dieser Krise, beschreibt die Antworten und endet mit einer Einschätzung zu den anstehenden Aufgaben.

## AUSLÖSER DER KRISE

Die Auslöser dieser Krise liegen nur oberflächlich in den wirtschaftspolitischen Verfehlungen einzelner Mitgliedstaaten. Der eigentliche Grund dafür, dass die Krise im Euroraum in dieser Form stattfinden konnte, ist die Architektur des Euroraums selbst.

Was ist in den ersten zehn Jahren der Währungsunion geschehen? Die wohl wichtigste Beobachtung betrifft die starke Divergenz von Wachstums- und Inflationsentwicklungen. Die Europäische Zentralbank (EZB) setzt einen Zinssatz für den Durchschnitt der Eurozone fest. Die Geldpolitik ist damit für alle Mitgliedsländer, deren zyklische Position vom Durchschnitt des Euroraums abweicht, nicht angemessen. In den ersten zehn Jahren haben sich so zwei Blöcke herausgebildet. Ein Niedriginflationsblock mit hohen Realzinsen, eher niedrigen Wachstumsraten und geringer Beschäftigung – vor allem Deutschland. Und ein anderer Block mit hoher Inflationsentwicklung, sehr niedrigen oder negativen Realzinsen, hohen Wachstumsraten und fast Vollbeschäftigung – Spanien, Irland und Portugal, teilweise auch Griechenland. Die Geldpolitik kann offensichtlich nichts dafür tun, diese beiden Blöcke zusammenzuführen. Die EZB macht die richtige Politik für ein Land, das nicht existiert.

Dieser Argumentation liegt folgende ökonomische Logik zugrunde.<sup>3</sup> Da die EZB ihre Zinsentscheidungen nicht von den wirtschaftlichen Entwicklungen der einzelnen Mitgliedsländer abhängig macht, sondern den Euroraum als aggregierte Gesamtgröße behandelt, kann die Geldpolitik für die einzelnen Länder zeitweilig zu restriktiv oder auch zu lax ausfallen. Dies tritt dann ein, wenn die beiden für die Geldpolitik zentralen Einflussfaktoren, nämlich die „Produktionslücke“ (also die Differenz zwischen dem Trendwachstum und dem tatsächlichen Wachstum, auf Englisch der *output gap*) und die Inflationsrate in einem Euro-Mitgliedsland deutlich von den jeweiligen Durchschnittswerten im Euroraum abweichen. Ein Beispiel: Man stelle sich vor, dass die Währungsunion nur aus zwei gleich großen Ländern bestünde und im Land A Inflationsrate und Wachstum jeweils fünf Prozent betrügen, in Land B aber nur jeweils null Prozent. Die Wachstums- und Inflationsdurchschnittswerte dieser Währungsunion wären dann jeweils 2,5 Prozent und die Zentralbank würde ihre Geldpolitik daran ausrichten. Die Konsequenz für beide Länder wäre eine unangemessene Geldpolitik: zu lax für Land A und zu restriktiv für Land B, insbesondere wenn das Realzinsniveau betrachtet wird (also die Differenz zwischen dem Nominalzinssatz und der erwarteten Inflation).

Ein zu niedriges oder negatives Realzinsniveau schlägt sich in positiven Wirtschaftszyklen nieder und erhöht die Opportunitätskosten des nicht in Realgüter investierten Kapitals. Bei negativen Realzinsen können Kreditaufnahmen sogar zu direkten Gewinnen führen, wenn das geliehene Kapital in Realgüter investiert wird, deren Preis ansteigt. Die Folge einer solchen Konstellation ist der Trend zu erhöhtem Verbrauch und erhöhten Realinvestitionen, die das Wachstum über das Produktionspotenzial hinaus beschleunigen und inflationär wirken. Genau diese Entwicklung konnte seit der Einführung des Euro in Ländern wie Spanien, Irland und Portugal beobachtet werden. Und paradoxerweise verstärkte die Währungsunion diesen Effekt sogar noch: Durch die steigenden Inflationsraten in diesen Ländern sank das Realzinsniveau immer weiter. Dieser Zyklus kann sich über rein monetäre Phänomene nicht selbst korrigieren. Ganz im Gegenteil kann die Geldpolitik die Divergenzen sogar noch vergrößern. Im Beispiel würden Inflation und Wachstum im Land A aufgrund der zu laxen Geldpolitik weiter steigen, während sie in Land B weiter fallen würden.

Diese Dynamik wird erst dann abgebremst, wenn die Preissteigerungen im Binnengebiet eines Boomlands die Exportgüter soweit verteuert haben, dass die Außennachfrage nach Exportgütern rapide nachlässt und die Konjunktur einen schlagartigen Stillstand erreicht. Genau dieser Effekt setzte ab 2008/2009 ein. In Griechenland waren zu diesem Zeitpunkt die Löhne bereits um 40 Prozent gegenüber dem Niveau Deutschlands angestiegen – Griechenland hatte massiv an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland eingebüßt. Ähnliche Entwicklungen hatten sich in Spanien, Irland und Portugal vollzogen.

Aus ökonomischer Sicht ist bemerkenswert, wie lange es gedauert hat, bis die Abkühlung der Konjunkturzyklen in den Boomländern über die sich verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit eingesetzt hat. Das fast ein Jahrzehnt verstreichen musste, ehe diese Anpassung stattfinden konnte, unterstreicht, dass ein Großteil der Wirtschaftskraft der Mitgliedsländer im Euroraum weiterhin von der im nationalen Raum verankerten Produktion ausgeht und die Anpassungen über den realen Wechselkurs dementsprechend lange dauern. Zugespielt formuliert ist der Euroraum kein wirklich integrierter Wirtschaftsraum, sonst hätte sich diese Anpassung schneller vollzogen. Aber der Weg ist noch weit: Untersuchungen regionaler Schwankungen innerhalb der USA zeigen, dass solche Anpassungen über den Preis selbst dort nur sehr langsam einsetzen (nach circa drei bis vier Jahren), obwohl der US-Wirtschaftsraum weitaus homogener und flexibler ist als der europäische.



Dabei verfügt der US-Wirtschaftsraum über genau diejenigen Anpassungsinstrumente, die als eigentlich notwendige strukturelle Bedingungen der Schaffung einer gemeinsamen Währung verfügbar sein müssten, in Europa aber nicht existieren.

- **Arbeitskräftemobilität:** Eine erste Möglichkeit des Ausgleichs divergierender Konjunkturzyklen in einem gemeinsamen Währungsraum erwächst aus der Mobilität des Produktionsfaktors Arbeit. Hochwachstumsregionen ziehen zusätzliche Arbeitskräfte aus Niedrigwachstumsregionen an – dadurch fällt der Lohndruck trotz des hohen Wachstums, während er in der anderen Region trotz des geringen Wachstums steigt. Im Euroraum ist die Mobilität der Arbeitskräfte sehr gering und eine Anpassung über diesen Mechanismus steht deshalb nicht zur Verfügung.
- **Fiskaltransfers:** An die Stelle der Mobilität des Faktors Arbeit können Fiskaltransfers rücken, wie sie in eigentlich allen Föderationen existieren, die eine gemeinsame Währung teilen (USA, Kanada, Deutschland). Innerhalb dieser Länder wirkt zwar auch die Arbeitskräftemobilität als Anpassungsinstrument, gleichzeitig lösen regionale Konjunkturphänomene aber auch Steuerausgleichszahlungen aus. Wenn in Kalifornien die Wirtschaft brummt, sie in Michigan aber stagniert, dann fließen proportional höhere Steuereinnahmen aus Kalifornien und niedrige Einnahme aus Michigan in den US-Bundehaushalt, der seine Ausgaben aber nicht im Gegenzug in Kalifornien erhöht und Michigan senkt. Auch die Arbeitslosenversicherung hat einen maßgeblichen Anteil an der fiskalischen Umverteilung: Hohe Arbeitslosigkeit in Michigan erhöht die Empfängerquote von Arbeitslosengeldern, während eine niedrige Arbeitslosenquote in Kalifornien dort die Empfängerquote senkt. Haben beide Regionen eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung, dann tragen letztlich die konjunkturstarken Regionen die Lasten der konjunkturschwachen Regionen. In Europa gibt es solche Ausgleichsmechanismen nicht.
- **Hohe Preisflexibilität:** Wie oben bereits erwähnt, kann ein Ausgleich zwischen Regionen mit unterschiedlichen Konjunkturzyklen auch über den Preismechanismus erfolgen. Wenn sich unterschiedliche Inflationsniveaus sehr direkt in steigende oder sinkende Nachfrage aus anderen Regionen des gemeinsamen Währungsraums übertragen, dann korrigieren sich diese Unterschiede von selbst. Das setzt allerdings voraus, dass die unterschiedlichen Regionen ökonomisch so eng vernetzt sind, dass es faktisch keine regionalen Wirtschaftsfaktoren mehr

gibt. Auf dem Papier hat Europa zwar einen Binnenmarkt geschaffen, doch von einem wirklich integrierten Wirtschaftsraum sind wir weit entfernt.

Weil in Europa die genannten Anpassungsmechanismen nicht existieren, wird der gemeinsame Währungsraum wohl immer erhebliche Divergenzen in den Konjunkturzyklen der Mitgliedsländer hinzunehmen haben. Diese Divergenzen führen aber dazu, dass konjunkturelle Instabilität nicht die Ausnahme, sondern die Regel in den Mitgliedsländern des Euroraums ist. Dass dieser Instabilität durch konsequent antizyklische Maßnahmen der nationalen Regierungen entgegengewirkt werden könnte, scheint zweifelhaft. Die Beispiele Irlands und Spaniens illustrieren nur zu gut, wie schwierig es für eine Regierung in Boomzeiten ist, Haushaltsüberschüsse in einem Kontext zu rechtfertigen, in dem die Defizitregeln des Maastricht-Vertrags ohnehin eingehalten werden und der Wunsch nach der Verteilung der „Früchte des Wachstums“ ständig an die Politik herangetragen wird.

#### **ANTWORTEN AUF DIE KRISE**

Die Konsequenzen aus der Beschreibung zyklischer Divergenzen im Euroraum leiten direkt über zur Beschreibung der Krise selbst. Als sich in den Hochwachstumsländern die konjunkturelle Boomphase recht plötzlich und massiv in eine Rezession umkehrte, sahen sich die betroffenen Staaten mit einer Refinanzierungsherausforderung konfrontiert, die kaum noch zu bewältigen war. Beispiel Spanien und Irland: Obwohl die Schuldenquoten als Anteil des Bruttoinlandsprodukts in beiden Ländern vor dem Ausbruch der Krise deutlich unter dem Maximalwert des EU-Rahmens lagen, waren diese Länder wegen der stark sinkenden Wachstumsquoten kaum noch in der Lage, die eigene Schuldenlast zu tragen. An den Finanzmärkten wurde diese Schwierigkeit direkt durch noch höhere Zinsen beantwortet, die wiederum eine gefährliche Zins-Defizitspirale in Gang setzte. Ein ähnliches Szenario trifft auf Italien und Portugal zu, auch wenn beide Länder bereits im Vorfeld der Krise mit der Haushaltskonsolidierung zu kämpfen hatten und gegen beide Länder einige Jahre vor der Krise bereits Defizitverfahren von der EU-Kommission ausgelöst worden waren.

Griechenland nimmt in diesem Kontext eine Sonderposition ein. Der Schuldenstand der hellenischen Republik hatte schon vor der eigentlichen Staatsschuldenkrise einen Rekordwert in Europa erreicht. Die nicht korrekt kommunizierte Position der Haushaltspolitik trug zur Skepsis gegenüber der griechischen Wirtschaftspolitik bei. Deshalb war es nachvoll-

ziehbar, dass griechische Staatsanleihen seit der Jahreswende 2009/2010 stetig an Wert verloren und die Zinslast im Frühjahr 2010 innerhalb kürzester Zeit rasant anwuchs.

Es wäre aufgrund dieser Sonderposition Griechenlands durchaus zu vertreten gewesen, das Land noch vor dem Ausbruch der eigentlichen Krise gesondert zu behandeln. Auch wenn Spekulationen müßig erscheinen müssen: Eine sehr frühe und schnelle Restrukturierung griechischer Staatsschulden noch im Februar oder März 2010 hätte wahrscheinlich sogar zur Stabilisierung des Euroraums beigetragen. Als Ende März dann aber der Druck auf den Euro deutlich zugenommen hatte und sich das griechische Staatsschuldenproblem in einen europäischen Flächenbrand auszuweiten drohte, war die Rettung des Landes unvermeidbar. Weil aber auch diese Rettung nur zögerlich verkündet und umgesetzt wurde, setzte eine Spekulationswelle auch gegen andere ehemalige Hochwachstumsländer ein.

Der Euroraum stand zu diesem Zeitpunkt vor der Wahl, das Risiko von Staatsbankrotten nicht nur in Griechenland, sondern eben auch in Spanien, Portugal und Irland, unter Umständen sogar in Italien in Kauf zu nehmen und damit die Überlebensfähigkeit des Euro direkt aufs Spiel zu setzen, oder eine zentrale Regel des Maastrichter Vertrags weitgehend zu lockern: die sog. *No-Bail-Out*-Klausel, also das Verbot, dass die Gemeinschaft oder einzelne Staaten für Staatsschulden anderer Staaten haften.

In der Nacht vom 9. auf den 10. Mai 2010 entschieden sich die Finanzminister des Euroraums, einen Rettungsfonds aufzulegen, der zusätzlich zu den bereits gewährten bilateralen Krediten an Griechenland Notfallkredite für Euroraumländer gewähren sollte. Bemerkenswert ist, dass dieser Rettungsfonds außerhalb des EU-Institutionenrahmens angesiedelt wurde. Da die Eigenmittelobergrenze des Europäischen Haushalts von 1,24 Prozent des europäischen Bruttonationalprodukts zu niedrig gewesen wäre, um die geplante Rettungssumme von einer halben Billion (500 Milliarden Euro) zu garantieren, einzelne Länder – insbesondere Deutschland – aber unter keinen Umständen eine implizite oder explizite Erhöhung dieser Eigenmittelobergrenze zulassen wollten, fiel der Beschluss eine Zweckgesellschaft nach luxemburgischem Recht zu gründen. Diese Zweckgesellschaft kann über Anleihen, die faktisch Eurobonds sind, Kapital aufnehmen und dies an Länder in Krisensituationen weiterreichen. Die von der Zweckgesellschaft ausgegebenen Anleihen sind durch die beteiligten Euroraumländer garantiert. Das Finanzierungsvolumen der Zweckgesellschaft

kann bis zu 440 Milliarden Euro betragen. Zusätzliche 60 Milliarden Euro sollten, weil innerhalb der Eigenmittelobergrenze des EU Haushalts darstellbar, durch von der Kommission aufgelegte Anleihen bereitgestellt werden. Der Internationale Währungsfonds kündigte an, weitere 250 Milliarden Euro als Überbrückungskredite für Länder in Zahlungsschwierigkeiten zur Verfügung zu stellen. Zusätzlich zu diesem Paket kündigte die Europäische Zentralbank an, durch versteckte Interventionen direkt das Marktumfeld zu stabilisieren.

Die Zweckgesellschaft *European Financial Stability Facility* (EFSF) konnte im Juli 2010 ihre Arbeit aufnehmen. Bislang hat sie allerdings keine Anleihen ausgegeben. Ihre Existenz ist bis zum Sommer 2013 befristet.

Aus ökonomischer Sicht war der EU-Rettungsschirm das richtige Signal zum richtigen Zeitpunkt. Die Kombination aus einer selbst für Kapitalmarktteilnehmer unvorstellbar hohen Summe von insgesamt 750 Milliarden Euro und einer offen angekündigten aber in der Umsetzung versteckten Marktstabilisierung durch direkte Interventionen der Europäischen Zentralbank erreichte in einem ersten Schritt den gewünschten Effekt.

Die Rettungsstrategie ist aber nicht ohne Risiken. Das Bollwerk mag abschrecken, offen blieb und bleibt aber bis heute die Frage, ob es auch solide gebaut ist. Die Äußerungen der EFSF-Spitze sowie vor allem aus der deutschen Bundesregierung deuten darauf hin, dass die EFSF-Mittel niemals fließen sollen. Zudem sind viele Umsetzungsmodalitäten zur Vergabe von Krediten, vor allem die an die Bedarfsländer weiterzureichende Zinslast, bislang ungeklärt.

Aber die EU-Finanzminister hatten bei der informellen ECOFIN-Sitzung am 9. Mai 2010 wohl auch gar nicht darauf gesetzt, den EFSF tatsächlich aktivieren zu müssen. Vielmehr setzte die EU auf Abschreckung: Der EU-Rettungsschirm ist das größte „All-In“ der Pokergeschichte. Geht es gut, dann geht es richtig gut. Geht es schief, dann könnte der Euro gescheitert sein. Bisher hat diese Abschreckung Wirkung gezeigt. Nach der Verabschiedung des Pakets gingen die Zinsen auf Anleihen in den gefährdeten Ländern zurück. Auch der Euro stabilisierte sich. Offen bleiben jedoch zwei Fragen:

- (1) Ist die Krise damit auch mittelfristig überwunden;
- (2) wie werden die strukturellen Probleme des gemeinsamen Währungsraums in Zukunft vermieden?

## AUSBLICK

Das Problem der aktuellen Krise in Europa ist, dass es unterlassen wurde, die mittel- bis langfristigen Projekte in Angriff zu nehmen, als noch Zeit dafür war. Stattdessen hangelt sich die Politik nun von kurzfristiger Antwort zu kurzfristiger Antwort. Die Griechenland-Rettung und der EU-Rettungsschirm waren im spezifischen Kontext der Krise im Frühjahr 2010 richtig. Aber es ist erstens nicht sicher, dass die Griechenland-Rettung tatsächlich eine Umschuldung griechischer Staatsschulden verhindern können. Es ist zweitens nicht sicher, dass im Fall einer erneut angespannten Finanzmarktsituation die angekündigten Mittel des EFSF auch tatsächlich fließen würden. Und es ist drittens nicht davon auszugehen, dass die weiter oben beschriebene Architektur des Euroraums in den kommenden Jahren stabiler sein wird als im zurückliegenden Jahrzehnt?

Welche Alternative gibt es? Eine Auflösung der Währungsunion oder das Ausscheiden einzelner Länder ist unmöglich. Deshalb bleibt wohl nur die Flucht nach vorn. Die Antwort auf die Krise des Euroraums muss lauten: mehr Europa.

Ein Rückschritt zu nationalen Währungen wäre ökonomisch töricht für alle Länder des Euroraums, weil durch die Wiedereinführung beispielsweise der Drachme die Schuldenlast Griechenlands ja weiter in Euro bestehen würde und noch viel höher ausfallen würde. Allein die konkrete Debatte über das Ausscheiden einzelner Länder würde aber auch zu massiven Problemen auf den europäischen Finanz- und Kapitalmärkten führen, insbesondere in den betroffenen Ländern: Bis zur Umsetzung des Währungswechsels würde der Euro ja im betroffenen Land verfügbar bleiben – und nach der Umsetzung weiterhin gesetzliches Zahlungsmittel im Rest des Euroraums. Die Einwohner eines Landes, das zu einer eigenen Währung zurückkehren wollte, würden ihre Ersparnisse innerhalb kürzester Zeit in Euro bargeld umwandeln. Der resultierende Ansturm auf das nationale Bankensystem würde zwangsläufig zum Zusammenbruch führen („*bank run*“). Auch aus juristischer Sicht wäre eine solche „Lösung“ wohl nicht möglich: Die Konstruktion der Währungsunion ist ja gezielt darauf ausgerichtet, dass Kapital nicht mehr einem einzelnen Land zugeordnet werden kann. Welche heutigen Euroschulden wären denn in Drachmensschulden umzuwandeln? Welche Aktiva wären Euroaktiva? Eine juristische Antwort auf diese Fragen scheint kaum möglich. Beim Bargeld ist eine Trennung definitiv ausgeschlossen.

Europa bleibt also nur die Flucht nach vorn. Die bisher weit verbreitete Idee, ein gemeinsamer Währungsraum könne ohne eine gemeinsame Wirtschaftspolitik existieren, hat sich als Trugschluss erwiesen. Wenn Europa Krisen wie diejenige des Jahres 2010 in Zukunft vermeiden will, dann muss die europäische Komponente in der Wirtschaftspolitik maßgeblich gestärkt werden. Dies betrifft vor allem die EU-Kommission.

Die EU-Kommission muss als echte Steuerungsinstitution nationaler Wirtschaftspolitiken gestärkt werden. Anstatt sich fast ausschließlich auf Defizit- und Schuldendaten zu konzentrieren, muss sie die Wirtschaftspolitiken der Mitgliedsländer aus einer viel breiteren Perspektive bewerten und Variablen wie das Steueraufkommen, die Konsumquote, die Sparquote, den Außenhandel oder den Arbeitsmarkt in die Bewertung mit einbeziehen. Dies kann aber nur gelingen, wenn die Kommission wieder eine unabhängige politische Instanz wird und ihre politischen Aufgaben ernst nimmt. Eine Vertragsänderung wäre für diese Neuausrichtung der Aufgaben der EU-Kommission übrigens nicht notwendig. Artikel 121 des EU-Vertrags sieht schon heute vor, dass die Kommission die Wirtschaftspolitik der Mitgliedsländer sehr breit überwacht. Nur hat die Kommission diese Möglichkeiten in der Vergangenheit nicht ausreichend genutzt.

Eine Randbemerkung: Wer darauf verweist, dass sich in Europa am Ende immer nur die nationalen Interessen durchsetzen und die europäische Ebene keine Rolle spielt, der irrt. Würden nationale Regierungen immer nur das enge nationale Interesse verfolgen, dann hätten wir den europäischen Integrationsprozess nicht erlebt. Europa hat immer wieder Stärke bewiesen und Entwicklungen vorangetrieben, mit denen niemand gerechnet hat. Der Euro war Mitte der 1980er Jahre noch undenkbar. Es geht auch nicht darum, der EU-Kommission Rechte zuzusprechen, die hierarchisch über den nationalen Parlamenten stehen. Eine solche Struktur würde Europa in eine klassische Föderation verwandeln. Dafür ist es noch zu früh. Die Kommission muss über die Öffentlichkeit politischen Druck ausüben und auf diesem Weg erreichen, dass Europa sich in Richtung eines optimalen Währungsraums entwickelt. Nur dann kann der Weg zu einer stärkeren wirtschaftspolitischen Integration gelingen.

Die Eurokrise ist eine Krise der Europäischen Union und des europäischen Projekts. Der Euro ist ein zentraler Bestandteil dessen, was in Europa in den vergangenen Jahrzehnten aufgebaut worden ist. Wenn der Euro scheitert, dann droht auch das europäische Projekt insgesamt zu scheitern. Anstatt die Kehrtwen-

de zu einem Europa der Nationalstaaten und der nationalen Währungen anzutreten, muss die Antwort lauten: Mehr Europa wagen. Wir müssen akzeptieren, dass der Souveränitätstransfer bei der Währung nur der Anfang der Souveränitätsabgabe ist, die wir jetzt noch in anderen Bereichen vornehmen müssen. Damit dieser Schritt gelingen kann, sind nicht einmal primär Vertragsänderungen oder neue Regeln notwendig. Viel wichtiger ist eine ausgeprägte europäische Ausrichtung in den Regierungen der Mitgliedsländer. Ohne den gemeinsamen Willen, das europäische Projekt weiter zu treiben, wird es scheitern. Diese Schlussfolgerungen treffen ganz besonders auf Deutschland zu. Während Ewiggestrige die Rückkehr zur D-Mark fordern, ist es Aufgabe einer klugen deutschen Politik, das europäische Haus stabiler und widerstandsfähiger zu machen – und die Menschen vom Mehrwert Europas und vor allem der Währungsunion zu überzeugen. Kein Land hat vom Euro mehr profitiert als Deutschland. Die deutsche Europapolitik ist derzeit mehr denn je in der Bringschuld.

- 1| *Dieser Beitrag ist eine leicht revidierte Fassung eines Textes, der im Oktober 2010 in der Zeitschrift „Aus Politik und Zeitgeschichte“ erschienen ist: APuZ, 42/2010, 25. Oktober 2010, S. 7-12.*
- 2| *Vgl. EU Kommission: EMU@10: Successes and Challenges after 10 years of Economic and Monetary Union, Brüssel 2008.*
- 3| *Vgl. hierzu: Henrik Enderlein: Nationale Wirtschaftspolitik in der Europäischen Währungsunion. Frankfurt 2004.*

# KONSEQUENZEN AUS DEN FINANZKRISEN: PARADIGMENWECHSEL ODER WEITER SO?

Heribert Dieter

## WARUM EIN PARADIGMENWECHSEL?

Die gegenwärtige Krise im Euroraum – die zweite schwere Finanzkrise innerhalb von nur drei Jahren – wirft die Frage auf, welche Lehren Politik und Gesellschaft aus diesen Krisen ziehen. Eine Rückkehr zu den Verhältnissen vor 2007 darf es indes nicht geben. Die von einem hohen Maß an Vertrauen in die Selbstregulierung von Finanzmärkten geprägten Jahre waren ein Irrweg, und die extrem hohen Kosten dieser finanzpolitischen Fehler machen die Notwendigkeit eines Paradigmenwechsels deutlich.

Die von Amerika ausgehende Subprime-Krise und die gegenwärtige Krise im Süden und Nordwesten der Europäischen Union sind natürlich keine Ausnahmen, sondern sie reihen sich ein in die lange Liste schwerer Krisen in den letzten zwanzig Jahren. In Japan platzte 1990 eine der größten spekulativen Blasen, die sowohl die Börsen als auch japanische Immobilien erfasst hatte. Die damaligen Übertreibungen erscheinen auch im Rückblick bemerkenswert. Drei Beispiele: Der Börsenwert der Telefongesellschaft NTT spiegelte ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 250 zu 1 wider, der Wert des Kaiserpalastes in Tokio übertraf den Wert sämtlicher Immobilien in Kalifornien, und der australische Finanzminister erzielte im Jahr 1988 durch den Verkauf des 3.000 Quadratmeter großen Gartens der australischen Botschaft einen Erlös von 550 Millionen Australische Dollar. Heute hat Japan die Folgen dieser Krise noch immer nicht überwunden. Die japanische Regierung deckt im Jahr 2010 die Hälfte der Staatsausgaben durch Neuverschuldung. Die Gesamtverschuldung Japans liegt schon heute bei über 200 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung und wird nach einer Studie der Deutschen Bank vom April 2010 bis zum Ende des Jahrzehnts auf 246 Prozent anwachsen.

Aber auch Japan ist kein Einzelfall. Die Asienkrise der Jahre 1997/98 war eine schwere Krise, und obwohl sie rasch überwunden wurde, waren die Kosten sehr hoch. Vor allem zeigt die Asienkrise, wie wenig von

den schon damals sehr deutlich zu Tage getretenen Problemen durch Reformen gelöst wurde. Beispielsweise wirkten die Rating-Agenturen schon damals prozyklisch. Noch kurz vor Ausbruch der Krise gaben sie den späteren Krisenländern gute bis sehr gute Bewertungen und diejenige Südkoreas war noch im Mai 1997 angehoben worden. Nach Ausbruch der Krise senkten die Agenturen die Bewertungen in rascher Folge und verschärfte so die Panik.

Schon damals zeigte sich erneut deutlich, dass Finanzmärkte zu Übertreibungen neigen. Keines der Krisenländer wies vor der Krise eine unsolide Finanzpolitik auf, was sich unter anderem daran zeigte, dass alle Krisenländer die Maastricht-Kriterien mit Bravour gemeistert hätten. Wie in allen Finanzkrisen folgte der auch in Asien der Euphorie – die Weltbank veröffentlichte 1993 eine große Studie mit dem Titel *The East Asian Miracle* – der Katzenjammer. Konsequenzen wurde nicht gezogen, zumindest nicht außerhalb Asiens. Politik und Gesellschaft in Nordamerika und Europa gaben sich der Illusion hin, die Inkompetenz asiatischer Akteure hätte die Krise verursacht und ignorierten die strukturelle Krisenanfälligkeit von Finanzmärkten.

Aber was führt dazu, dass diese Gefahren immer wieder unterschätzt werden? Einige wesentliche Faktoren wurden von Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff in ihrem rasch zum Standardwerk avancierten Buch *Dieses Mal ist alles anders* genannt. Die von Finanzmärkten ausgehenden Gefahren werden genauso unterschätzt wie die eigenen Fähigkeiten überschätzt werden. Auch die von Amerika ausgegangene Krise ist so entstanden. Deutsche und andere Finanzmarktakteure vertrauten der Seriosität amerikanischer Banken und Rating-Agenturen, die Politik wiegte sich in der trügerischen Sicherheit ausbleibender Krisensignale, und Risikovorsorge wurde sowohl von staatlichen als auch von privaten Akteuren nur in unzureichendem Maße betrieben.

Gerade für den deutschen Staat und die deutschen Steuerzahler war dieses Vertrauen in die Seriosität Anderer teuer. Investoren vertrauten darauf, dass die amerikanische Regierung die Finanzmärkte angemessen regulierte. Die Anleger glaubten, dass die von Rating-Agenturen vergebene Bestnote „AAA“ risikoarme Investitionen versprach. Deutschland vertraute Washington und der Wall Street, und diese Gutgläubigkeit rächte sich bitter.

Nicht grundsätzlich anders ist es in der Griechenlandkrise. Auch dort wurden Regelwerke vorsätzlich verletzt – dieses Mal durch den griechischen Staat. Und erneut wird denjenigen, die die Regeln respektieren, die Rechnung für die Regelverletzung anderer präsentiert. Vor diesem Hintergrund ist der Unmut in der deutschen Bevölkerung über die häufigen Rettungsaktionen nur zu verständlich. Viele Menschen fordern die Durchsetzung von ordnungspolitischen Prinzipien, und genau dies wird die Hauptaufgabe der Finanzpolitik in den kommenden Jahrzehnten sein. Bislang dominiert indes die wieder und wieder vorgetragene Einschätzung, dass zur Stabilisierung der Märkte die Steuerzahler die Haftung für privat eingegangene Risiken übernehmen müssen.

#### **OPTIONEN FÜR DIE REGULIERUNG DER FINANZMÄRKTE**

Bei der Diskussion zur Regulierung der Finanzmärkte wird häufig nicht hinreichend unterschieden zwischen anderen Märkten und Finanzmärkten. Auf Arbeits- und Gütermärkten gilt es, Überregulierungen zu vermeiden. Bei den Finanzmärkten ist das Risiko einer zu umfassenden Regulierung deutlich geringer. Insbesondere haben so genannte Finanzmarktinnovationen eine deutlich weniger segensreiche Wirkung als Innovationen in anderen Feldern. Immer wieder war zu beobachten, dass Finanzmarktinnovationen nichts Anderes als Instrumente zur Verschleierung von Risiken waren, etwa bei der Verbriefung von Immobilienkrediten.

Politik und Bankenaufsicht sollten sich zunächst von der Erwartung verabschieden, dass Finanzmärkte krisenfrei zu organisieren sind, wenn man nur geschickt genug vorgeht. 800 Jahre Erfahrung in diesem Gebiet sollten zur Begründung dieses Paradigmenwechsels ausreichen. Auch für die Finanzwissenschaft ist dies ein wichtiger, zugleich aber ungeliebter Schritt. Sehr viele Finanzwissenschaftler folgen noch immer der durch prominente Ökonomen der Universität Chicago, etwa Eugene Fama, vertretenen These, dass Finanzmärkte die verfügbaren Information effizient verarbeiten und es deshalb keine spekulativen Blasen

geben kann. Nach den hier nur im Ansatz diskutierten Krisen der letzten zwei Jahrzehnte muss auch die Wissenschaft erkennen, dass sie einer mit der Empirie nicht in Übereinstimmung zu bringenden Theorie gefolgt ist. Als Konsequenz müssen Finanz- und Geldpolitik sowie die Bankenaufsicht sehr viel stärker als bisher die Möglichkeit von Übertreibungen bedenken und entsprechend vorsichtig agieren.

#### **WELCHE INSTRUMENTE?**

In diesem kurzen Beitrag können natürlich nicht alle sinnvollen und möglichen Maßnahmen diskutiert werden. Von zentraler Bedeutung ist aber fraglos die Beseitigung des Oligopols der Rating-Agenturen. Diese haben schon so oft versagt, dass neue, von stärkerem Wettbewerb geprägte Strukturen gefunden werden müssen. Dabei erscheint eine Ergänzung der Rating-Agenturen durch eine zweite Ebene der Bewertung von Risiken sinnvoller als der Ersatz eines privaten Oligopols durch ein staatliches Monopol.

Schon sehr weit oben auf der Tagesordnung steht das Verbot so genannter *Over-The-Counter* (OTC)-Geschäfte mit Derivaten. Dabei geht es darum, den Handel mit Derivaten künftig nur noch an offiziellen Börsenplätzen zu gestatten und damit für mehr Transparenz zu sorgen. Den Fall AIG – die weltgrößte Versicherung hatte im großem Maßstab Kreditausfallversicherungen verkauft, ohne hierfür ausreichende Rücklagen gebildet zu haben – hätte es bei einem Verbot von OTC-Geschäften nicht gegeben. Beim Handel an Börsenplätzen muss nämlich eine bestimmte Kapitalausstattung nachgewiesen werden, und zudem ist sowohl für die Käufer von Produkten als auch für die Finanzaufsicht das Ausmaß von Transaktionen einzelner Akteure sehr viel deutlicher als bisher.

Ordnungspolitisch sinnvoll wäre die Trennung des Finanzsektors in strikt überwachte Geschäftsbanken und weniger genau kontrollierte Investmentbanken. Die USA hatten dieses Trennbankensystem mit dem Glass-Steagall-Gesetz in den 1930er Jahren eingeführt und es erst unter Präsident Bill Clinton wieder abgeschafft. Die stärker regulierten Banken würden gleichsweise viel Eigenkapital vorhalten müssen, und diese Banken würden im Krisenfall vom Staat auch gestützt. Die wenig regulierten anderen Banken könnten deutlich höhere Risiken eingehen, dürften aber keinesfalls mit Unterstützung des Staates im Krisenfall rechnen. Logischerweise müssten auch die Geschäftsbeziehungen zwischen regulierten Banken und den Investmentbanken eingeschränkt werden, etwa durch eine sehr hohe Risikogewichtung bei der Kreditverga-



be an eine Investmentbank. Die stark regulierten Geschäftsbanken könnten so stabilisiert werden, aber sie würden natürlich auch geringere Renditen auf das eingesetzte Eigenkapital erzielen können. Dies wäre ein erwünschter Effekt.

Zudem ist es wichtig, „sozial unnütze Geschäfte“ – die Formulierung stammt vom Chef der britischen Bankenaufsicht, Adair Turner – zu verbieten. Dazu gehören vermutlich derivative Produkte, die auf anderen derivativen Produkten basieren. Ziel muss es sein, den aufgeblähten Finanzsektor zu verkleinern und den Finanzmärkten wieder eine dienende Rolle für die Volkswirtschaft zu verordnen. In Europa wird dies vor allem für Großbritannien schwer. Während die Bilanzsumme des Finanzsektors in den 1950er Jahren noch etwa die Hälfte der jährlichen Wirtschaftsleistung ausmachte, war dieser Wert vor der Finanzkrise auf 550 Prozent des jährlichen BIP des Vereinigten Königreichs gestiegen. Die Forderung nach der Reduzierung des Finanzsektors auf eine angemessene Größe erhebt auch die „Warwick Commission on International Financial Reform“ in ihrem Ende 2009 erschienen Abschlussbericht.<sup>1</sup>

#### **UND WAS STEHT EUROPA BEVOR?**

Die Europäische Union und vor allem die Eurozone sind seit dem Frühjahr 2010 in eine schwere Krise geschlittert, die die Zukunft des Europäischen Integrationsprojekts gefährden. Die Regierungen der Eurozone haben einen gefährlichen Weg beschritten, ohne dass es vor dem fundamentalen Richtungswechsel eine seriöse Debatte gegeben hätte. In mehreren dramatischen Wochenendsitzungen wurden weitreichende Beschlüsse gefasst, und das Ergebnis der hektischen Gipfel überzeugt nicht.

Griechenlands Rettung war vermutlich ein gravierender Fehler. Das Land ist nicht durch eine Naturkatastrophe in Schwierigkeiten geraten, sondern in allererster Linie durch eine jahrzehntelang betriebene unseriöse Fiskalpolitik. Die Verantwortung für die Überschuldung des Landes liegt bei den griechischen Regierungen und den Gläubigern des Landes, keineswegs hingegen bei den anderen europäischen Ländern. Diese hatten keinen Einfluss auf die Ausgabenpolitik Athens und haben auch nicht – anders als die Gläubiger des Landes – von den Risikoaufschlägen auf griechische Staatsanleihen profitiert.

Leider hat sich das ordnungspolitische Denken im Falle Griechenlands nicht durchgesetzt. Mit der Übernahme der Verschuldung Griechenlands durch andere europäische Staaten ist ein Teil der Verantwortung für den

Erfolg des Reformprozesses nach Brüssel verlagert worden. Schon dies ist nicht sinnvoll: Wirtschaftlicher Erfolg kann nicht von außen verordnet werden, sondern Gesellschaften müssen ihre jeweils eigenen Wege finden. Nicht Brüssel oder Berlin, sondern allein Athen kann für eine wirtschaftliche Gesundung des Landes sorgen. Europa hat sich nun für drei Jahre Ruhe gekauft, aber der Preis hierfür ist extrem hoch. Bürger in anderen Staaten haften nun für die Misswirtschaft in anderen Ländern, was verständlicherweise für Verdruss sorgt. Mehr noch: Der schlimmste Kollateralschaden der Griechenland-Rettung ist die gesunkene Unterstützung für Europa in Deutschland und in anderen Ländern.

Eine Verbesserung der wirtschaftlichen Lage in Griechenland wurde durch das Programm bislang noch nicht erreicht, nicht zuletzt weil es versäumt wurde, von den Gläubigern Griechenlands einen angemessenen Sanierungsbetrag zu fordern. Dieser Forderungsverzicht wird nun spätestens beim Auslaufen des gegenwärtigen Programms geleistet werden, dann aber von den Gläubigerstaaten einschließlich der Europäischen Zentralbank, während private Gläubiger bis dahin geschont werden.

Schon jetzt zeichnet sich ab, dass Griechenland an einer teilweisen Streichung der Staatsschulden nicht vorbei kommt. Ende 2010 wird das Verhältnis von Staatsschulden zur Wirtschaftsleistung 143 Prozent erreichen. Im Jahr 2012 wird dieser Wert vermutlich auf einen Wert von 160 Prozent des BIP ansteigen. Selbst bei erfolgreicher Modernisierung der griechischen Steuerverwaltung sind Staatsschulden in dieser Größenordnung nicht mehr in vollem Umfang zu bedienen.

Als Schwellenwert, ab dem Staatsschulden als problematisch gelten, gilt eine Größenordnung von 90 Prozent des BIP. Will man nach 2012 die Schulden Griechenlands auf dieses Niveau senken, wird eine Streichung von etwa 40 Prozent der gesamten Schulden notwendig sein. Fatalerweise werden die Folgen einer Umstrukturierung im Jahr 2013 viel gravierender als 2010 sein. Dies gilt zumindest für den Fall, dass Internationaler Währungsfonds und die europäischen Kreditgeber keine Abschreibungen auf ihre Kredite vornehmen. Üblicherweise gilt der IWF als erstrangiger Gläubiger und wird von Schuldenstreichungen ausgenommen. Wenn dies auch im Falle Griechenlands gelten soll, dann wird der von den privaten Gläubigern zu fordernde Schuldenschnitt natürlich umso größer und geht weit über die durchschnittliche Größenordnung von 40 Prozent hinaus. Die Folge eines Forderungsverlustes von 70 und mehr Prozent

für private Gläubiger wird sein, dass Griechenland nach der Umschuldung zeitweilig gar keine neuen Kredite oder nur noch zu extremen Risikoaufschlägen erhalten wird. Da hieran niemand Interesse haben kann, werden zumindest die europäischen Gläubiger Griechenlands einen Teil ihrer Forderungen abschreiben müssen.

Der zweite Fehler war die Entfaltung des großen Rettungsschirms für die Eurozone. Ein einziger Nachmittag der Panik an den Finanzmärkten genügte, um das alte Regelwerk als ungültig zu erklären. Dies war eine zu überhastete Reaktion. Natürlich neigen Finanzmärkte zu Übertreibungen, aber diese Phasen halten selten sehr lange an. Im Falle europäischer Staatsanleihen handelte es sich um die Sekundärmärkte, d.h. nicht um Neuemissionen, sondern um den Handel mit Anleihen. Von Sorge getriebene Anleger haben zu hohen Abschlägen verkauft, und dies sorgte für rechnerisch hohe Renditen. Aber was heißt dies schon? Kein souveräner Schuldner hat bislang hohe, d.h. zweistellige, Zinssätze für Anleihen bezahlen müssen, und alle Emissionen konnten platziert werden.

Mit dem Rettungsschirm hat Europa aber auf eine wichtige Funktion der Märkte verzichtet. Ohne die Warnfunktion der Märkte werden staatliche Akteure einer zentralen Kontrollinstanz beraubt. Dies ist ein gefährliches Spiel, das sehr verantwortungsvolles Handeln der europäischen Staaten voraussetzt. Nach den Erfahrungen der letzten Jahre kann gerade davon nicht ausgegangen werden. Vielmehr hat man nun in Europa das gescheiterte Modell staatlicher Kontrolle der Staatsausgaben – die Kriterien und der Prozess von Maastricht – durch ein erweitertes System staatlicher Kontrolle und wechselseitiger Hilfe ersetzt. Offen bleibt, ob die unter Leitung des Präsidenten des Europäischen Rates, van Rompuy, arbeitende Task Force einen Quantensprung wird präsentieren können: Grundsätzlich problematisch bleibt die Zentralisierung der Kontrolle der Staatsausgaben und die damit verbundene Einschränkung der Souveränität der europäischen Staaten und ihrer nationalen Parlamente.

Im Vergleich hierzu war die alte Ordnung der Eurozone sehr viel durchdacht und überzeugender. Die Mitgliedstaaten waren für die eigene Fiskalpolitik verantwortlich, und implizit wurde auch akzeptiert, dass Staaten in die Insolvenz geraten können. Bedauerlicherweise hat man dieses System nun gekippt, ohne es je richtig angewendet zu haben. Auf mittlere Sicht erscheint die Rückkehr zu diesem System – eine weit reichende fiskalpolitische Autonomie bei gleichzeitiger Eigenverantwortung im Falle des Scheiterns – sehr viel

nachhaltiger als der jetzt begonnene Zentralisierungsprozess.

Die nun begonnene Verlagerung der Verantwortung für Griechenlands Erfolg oder Scheitern nach Brüssel und Washington setzt im Grunde eine Politik des Internationalen Währungsfonds aus den 1980er und 1990er Jahren fort, von der der IWF sich aus guten Gründen verabschiedet hatte. Der IWF hatte erkannt, dass eine detaillierte Auflagenpolitik eher schadet als nutzt, weil er in Gesellschaften Widerstandskräfte mobilisiert und die eigene Kompetenz zur Lösung von Problemen reduziert.

#### **OPTIONEN FÜR DEUTSCHLAND**

Deutschland kann auf die Herausforderungen der nächsten Jahre mit Erfolg reagieren, aber die wichtigste Voraussetzung hierfür ist eine neue, kritischere Finanzpolitik. Bislang wurde Deutschland von anderen Akteuren wie auch von Ereignissen getrieben. Dies sollte sich ändern. Berlin sollte nicht erst unter dem Druck der Tagespolitik aktiv werden, sondern kann zu einer in früheren Epochen für Deutschland charakteristischen Orientierung an langfristigen Entwicklungen zurückkehren. Nachhaltige Finanzpolitik und klare ordnungspolitische Orientierungen sind die Markenzeichen für diese Politik. Insbesondere das Kriterium der Nachhaltigkeit der Finanzpolitik ist dabei neu zu definieren: Hier geht es nicht nur um die Verhinderung von Übertreibungen und schweren Krisen auf den Finanzmärkten, sondern auch um eine künftige Generationen nicht unangemessen belastende Ausgabenpolitik.

Die jüngsten Krisen haben sehr deutlich gezeigt, dass die Erwartung, es werde schon alles gut gehen, falsch ist. Auch als unwahrscheinlich betrachtete Ereignisse – der weltgrößte amerikanische Versicherer AIG muss durch Staatshilfen im dreistelligen Milliardenbereich vor dem Zusammenbruch gerettet werden – treten häufiger ein, als es von der Wirtschaftswissenschaft und den Märkten prognostiziert wird. Die Finanzpolitik muss das Gegengewicht zu dieser kollektiven Sorglosigkeit sein. Deshalb gehört zu einer vorausschauenden Finanzpolitik der deutliche Abbau staatlicher Verschuldung, um in der Krise Spielräume zu haben. Ein Beispiel hierfür ist Australien, das vor der Krise seine staatliche Verschuldung auf 15 Prozent des BIP gesenkt hatte und in der Krise massiv intervenieren konnte. Dazu gehört auch, die Größe des Finanzsektors zu reduzieren und im Zweifel in Kauf zu nehmen, dass die eine oder andere spekulative Aktivität zu weniger regulierten Finanzplätzen abwandert. Die Verluste aus der Abwanderung werden sehr viel geringe-



rer sein als die Zunahme an Finanzmarktstabilität und die daraus resultierenden geringeren Kosten für den Staatshaushalt.

Natürlich ist es auch sinnvoll, dass sich Deutschlands Bürger und Politik Gedanken machen über unser Wirtschaftsmodell und die starke Exportorientierung. Auch hier gilt es, sich nicht von Angriffen aus Frankreich und den USA aus der Ruhe bringen zu lassen, sondern zu überlegen, ob wir eine sinnvolle Strategie verfolgen. Die bisherige war nicht rundum gelungen: Deutschland hat hochwertige Industrieprodukte verkauft und dafür Lehman-Derivate sowie griechische Staatsanleihen bekommen. Anders gesagt: Die hohe Produktivität deutscher Unternehmen und die hohe Sparquote von Bürgerinnen und Bürgern führten nicht zu einer Verbesserung der Wohlstandsposition, sondern zu hohen Verlusten insbesondere bei Finanzanlagen in den USA. Dies ist kein Rezept für die Zukunft.

Völlig unsinnig sind indessen Vorschläge, Deutschlands Unternehmen sollten ein wenig an Wettbewerbsfähigkeit verlieren, damit Griechenland mehr exportieren kann. Deutsche Unternehmen konkurrieren nicht zuletzt mit leistungsfähigen Wettbewerbern aus Asien, und es ist eine Illusion, dort nachlassende Wettbewerbsfähigkeit zu erwarten. Auch für Europa wäre es verheerend, wenn deutsche Unternehmen und

Verbraucher etwa die USA zum Vorbild nehmen würden. Viele nicht wettbewerbsfähige Unternehmen und überschuldete Konsumenten in Deutschland würden die EU abhängig machen vom Import in Asien hergestellter Waren – und asiatischem Kapital.

Die Krisen in den USA und in Europa haben zu einer intensiven Debatte über Finanzmärkte, Staatsfinanzen und die Zukunft Europas geführt. Politik und Gesellschaft sollten ohne Hast eine Diskussion über diese Themen führen, sich von den alten Leitbildern verabschieden und neue Paradigmen entwickeln. Auch die produzierenden Unternehmen müssen sich an dieser Debatte beteiligen und sollten die in der Vergangenheit häufig gezeigte Nachsicht gegenüber Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten aufgeben. In der Diskussion über die Regulierung der Finanzmärkte stehen heute nebensächliche Fragen – etwa jene nach angemessenen Entlohnungssystemen für Bankiers – im Mittelpunkt. Wichtiger wäre eine umfassende ordnungspolitische Debatte: Was soll ein Finanzsystem leisten, und welche Innovationen der letzten Jahre sind letztlich entbehrlich?

1/ Abschlussbericht der „Warwick Commission on International Financial Reform“, im Internet verfügbar unter [http://www2.warwick.ac.uk/research/warwickcommission/report/uw\\_warcomm\\_intfinreform\\_09.pdf](http://www2.warwick.ac.uk/research/warwickcommission/report/uw_warcomm_intfinreform_09.pdf).

# GRUNDLAGEN EINER NEUEN FINANZMARKTARCHITEKTUR

Max Otte

Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im Herbst ließ Angela Merkel verlauten, dass in Zukunft „jeder Akteur, jede Region und jedes Produkt“ sinnvoll reguliert werden müsse. Diese Formulierung wurde Bestandteil der Abschlusserklärung des G-20-Gipfels im Washington im November 2008.<sup>1</sup> In seiner viel beachteten Rede vom 15.10.2008 sagte der damalige Bundesfinanzminister Peer Steinbrück: „Wenn es auf den Weltfinanzmärkten brennt, dann muss gelöscht werden, auch wenn es sich um Brandstiftung handelt.“ Anschließend müssten die Brandstifter aber daran gehindert werden, so etwas wieder zu tun. Die Brandbeschleuniger müssten verboten und für einen besseren Brandschutz gesorgt werden.<sup>2</sup> Mit anderen Worten: Es muss eine angemessene Regulierung erfolgen. Am 24. Juni 2010 wiederholte die Bundeskanzlerin vor dem Beginn des G-20-Gipfels in Toronto diese Forderung – ein Hinweis darauf, dass die Fortschritte in den dazwischenliegenden gut eineinhalb Jahren unbefriedigend waren.<sup>3</sup>

In diesem Beitrag soll aufgezeigt werden, wie eine Finanzmarktarchitektur aussehen müsste, welche größtmögliche Stabilität für die Weltwirtschaft schaffen würde. Dabei konzentriert sich der Beitrag auf das Bankensystem und den Finanzmarkt, also die Regulierung der privaten Akteure. Zahlungsbilanzfragen, Staatsschulden und Währungen – also die Gestaltung der Außenwirtschafts- und Geldpolitik der Staaten – werden nicht betrachtet.

## **WARUM FINANZMÄRKTE BESONDERS STRENG REGULIERT WERDEN MÜSSEN<sup>4</sup>**

Finanzmärkte bergen besondere systemische Risiken. Banken arbeiten mit wesentlich geringeren Eigenkapitalquoten als andere Unternehmen. Rutscht ein Institut in die Insolvenz, sehen die Kunden dieser Bank mit großer Wahrscheinlichkeit ihre Einlagen nicht wieder. Die Insolvenz kann sich in Form einer Ketten-

reaktion fortsetzen und andere Institute in die Insolvenz ziehen. Finanzinstitutionen gehören daher besonders strengen Regeln unterworfen, Regeln, die insbesondere die Kapitalausstattung, die Transparenz der Rechnungslegung, die Art der Geschäfte und die Produkte betreffen sollten. Wenn systemrelevante Banken zahlungsunfähig werden oder wenn das Vertrauen der Banken untereinander empfindlich gestört wird, kann die ganze Weltwirtschaft in den Abgrund stürzen. Das ist der Weltgemeinschaft seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers klar. Es hätte auch schon vorher bekannt sein können.<sup>5</sup>

Hinzu kommt: Entgegen der auch unter Ökonomen weit verbreiteten Meinung verhalten sich Finanzmärkte kurz- und mittelfristig höchst irrational. Anlegerentscheidungen – und zwar oft auch die von professionellen Anlegern – werden von Mechanismen im Hirn gesteuert, die zum Teil auf die Reptilienzeit zurückgehen.<sup>6</sup> Diese empirisch mittlerweile vielfach verifizierte Erkenntnis der modernen finanzwissenschaftlichen Forschung hat allerdings noch kaum zu einer Überarbeitung unserer Makromodelle geführt, in denen fast durchgängig noch rationale Finanzmärkte vorausgesetzt werden. Fast kann man von einem a priori bestehenden Glauben, einer „Religion der Marktwirtschaft“ sprechen, die trotz der vielfachen Unfälle und Blasen der letzten Jahre nicht wirklich hinterfragt wird.<sup>7</sup>

Tatsächlich sind unregulierte Finanzmärkte geradezu prädestiniert für Blasenbildungen. Hierzu tragen Geschwindigkeit dieser Märkte, Komplexität der Konstrukte, massive Informationsasymmetrien, gleichgerichtetes Verhalten (das allerdings oft nicht kartellrechtlich relevant ist, sondern auf einer impliziten Koordination von Aktionen beruht) bei. Finanzmärkte sind daher hoch krisenanfällig und müssen mehr als die meisten anderen Märkte streng reguliert werden.<sup>8</sup>

## RAUBTIERKAPITALISMUS, MORAL HAZARD UND DAS WOLFSRUDEL

Der von Altbundeskanzler Helmut Schmidt geprägte Begriff „Raubtierkapitalismus“ bezeichnet die jetzige Situation recht gut. In volatilen Märkten kommen die am besten informierten Finanzmarktakteure – oder auch nur die Akteure mit den besten Reflexen, eben die „Raubtiere“ – hervorragend zurecht. Sie können in steigenden und fallenden Märkten Geld verdienen, je mehr, desto weniger Regeln sie unterworfen sind. Es besteht also eine Art „Nahrungskette“, an deren Spitze die Investmentbanken und Hedgefonds stehen, und an deren Spitze wiederum Goldman Sachs und einige wenige andere Institutionen. Hier geht es nicht um straf- oder kartellrechtlich relevante Verstöße oder „Verschwörungen“, obwohl Goldman Sachs diesbezüglich gerade untersucht wird, sondern um eine Hierarchie der Akteure.

Akteure der Realwirtschaft (Unternehmen, insbesondere Mittelständler, Banken mit regionalem Kreditgeschäft, Kleinsparer, Arbeitnehmer) sind durch ihr reales Geschäft oder auch strenge Regeln gebunden und weniger beweglich. Lagerbestände, Mitarbeiter, Kapitalausstattung oder Verträge lassen sich eben nicht mit der Geschwindigkeit von Finanzmärkten „anpassen“. Gerät ein mittelständisches Unternehmen aufgrund der gegen die Realwirtschaft zugunsten der Spekulationswirtschaft prozyklisch konstruierten Eigenkapitalregeln von Basel II oder des prozyklischen *fair value accounting* in Bedrängnis, muss es z.T. erdrückende Zinskonditionen akzeptieren oder gleich eine „Private-Equity-Beteiligung“ mit Renditeforderungen von 20 Prozent und mehr akzeptieren.<sup>9</sup>

Hier sollte also auch der Begriff des „internationalen Finanzkapitals“ entstaubt und auf seine Nützlichkeit untersucht werden.<sup>10</sup> Letztlich beschreibt dieser Begriff nur, dass es Unterschiede in der Funktionsweise von international beweglichem Kapital (Hedgefonds, Großbanken, *Family Offices*, Großkonzerne, Manager in Großkonzernen) und national, bzw. regional verankertem Kapital (Mittelständler, Arbeitnehmer, Volks- und Raiffeisenbanken, Sparkassen, Kleinsparer) gibt, die gelegentlich zu Interessengegensätzen führen können. Diese Interessengegensätze müssen offen angesprochen und politisch austariert werden.

Die Spekulation mit ungedeckten Leerverkäufen oder Credit Default Swaps gegen Länder oder Währungsgebiete lässt sich mit einer Feuerversicherung vergleichen. Ein Spekulant erwirbt eine Feuerversicherung auf ein Haus in einem bestimmten Stadtteil. Nun verbreitet er seine Meinung, dass diese Gegend besonders feuergefährdet sei. So etwas ist in Form von

Analystenmeinungen und Konferenzen schnell möglich und meistens keinesfalls straf- oder kartellrechtlich relevant, es sei denn, man stellt sich besonders dumm an. Oftmals reicht es auch den Märkten zu wissen, dass sich ein bestimmter Akteur in einer bestimmten Weise engagiert hat. Es werden mehr Versicherungen nachgefragt. Als Folge steigen die Versicherungsprämien.

Der schwedische Finanzminister Anders Borg sprach vom „Wolfspack der Spekulanten“.<sup>11</sup> Im Prinzip trifft dieses Bild die Dynamik der oben erwähnten Spekulation. Sollte ein Spekulationsobjekt der Realwirtschaft ökonomische Schwächen aufweisen (oder nur den Anschein solcher Schwäche erweisen), kann – wie zum Beispiel im Falle von Staatschulden durch den massiven Einsatz von *Credit Default Swaps* – die Spekulation sich selbst verstärkende Wirkungen erzeugen. Dies wurde am Beispiel der griechischen Staatsanleihen deutlich. Eine „Kausalität“ ist hierbei schwer nachzuweisen, wohl aber der typische Ablauf eines solchen Prozesses. Er könnte im Falle der Spekulation auf Wertsteigerungen auch in die andere Richtung laufen. Diese „Welt voller Blasen“ kann nicht im Sinne einer stabilen realwirtschaftlichen Entwicklung sein.<sup>12</sup>

## HYPERTROPHE SPEKULATIONSMÄRKTE UND SPEKULATIONSFÖRDERUNGSWIRTSCHAFT<sup>13</sup>

Der Milliardär Charlie Munger, kongenialer Partner des US-Superinvestors Warren Buffett, veröffentlichte im Februar 2010 seine „Parabel, wie ein Land in den finanziellen Ruin schlitterte.“<sup>14</sup> Darin schildert er, wie eine einstmalig fleißige, sparsame und konservative Nation wohlhabend wird und das Spielen in Casinos entdeckte sowie langsam der Spielsucht verfiel. „So kam es, dass die Gewinne der Casinos schließlich 25 Prozent des Bruttoinlandsproduktes ausmachten und 22 Prozent aller Löhne und Gehälter an Casinoangestellte gingen (von denen viele Ingenieure waren, die man dringend anderswo benötigt hätte).“ Irgendwann stand das Land vor einem Problem – die Exporte, die früher 25 Prozent des BIP betragen hatten, lagen nun bei 10 Prozent, die Importe waren von 15 auf 30 Prozent gestiegen. Ein weiser Mann, der viele kluge Vorschläge machte, wurde gefragt, wie man die Spielsucht in den Casinos einschränken könne. Munger schreibt weiter, dass die Ratschläge eines weisen Mannes weitgehend ignoriert wurden und dass die Ökonomen des Landes in Mehrheit deutlich gegen eine solche Regulierung waren, weil sie der Meinung waren, dass alle Resultate des Marktes effizient seien. Auch die Banken und Casinos widersetzten sich. So war der Abstieg des Landes unaufhaltsam.

Wir leben in einer Welt hypertropher Finanzmärkte, in der sich die kapitalmarktorientierten Banken, Hedgefonds und spekulativen Finanzakteure aufgrund der eigenen Lobbymacht die Regeln zum eigenen Nutzen und zum Schaden der Realwirtschaft und der realwirtschaftlich engagierten Banken schreiben – sei es bei den Eigenkapitalanforderungen, im *Fair Value Accounting* oder bei der Regulierung von Produkten und Geschäftsmodellen. Es war nicht eine Gruppe von Akteuren, die in der Finanzmarktkrise versagt hat, sondern so ziemlich alle Gruppen: Notenbanken, Investmentbanken, Ratingagenturen, Wirtschaftsprüfer und Politik. Wenn auch nur eine dieser Gruppen „richtig“ gehandelt hätte, wäre es nicht so weit gekommen. Insofern kann man schon von Systemversagen sprechen.<sup>15</sup> Indem die Spekulationswirtschaft die Eigenkapitalanforderungen bewusst niedrig hält, die Gewinne der Spekulation einstreicht und die eventuellen Kosten von Fehlspekulationen sozialisiert, wird gegen elementare Regeln einer Marktwirtschaft verstoßen, dass nämlich Kaufleute mit ihrem Namen und Kapital haften.<sup>16</sup> Die kapitalmarktorientierten Akteure verhalten sich konsequenterweise oftmals parasitär.

Finanzinnovationen sind nicht per se etwas Schlechtes. Aber sie sind mit großer Vorsicht zu genießen. In „Manien, Paniken, Crash“ schreibt Wirtschaftshistoriker Charles Kindleberger, dass Finanzinnovationen oftmals überschätzt und damit „underpriced“ seien, dass also der Risikozuschlag für neue Finanzprodukte zu gering ausfalle und diese damit übermäßig in Anspruch genommen würden.<sup>17</sup> Nach der „Südseeblase“ in England im Jahr 1720 wurden zeitweilig die Kapitalgesellschaften als Schuldige ausgemacht und die Gründung neuer Kapitalgesellschaften verboten. Dabei war es nur die Art und Weise, wie diese Gesellschaften benutzt wurden. Nach 1720 wurde die Kapitalgesellschaft zu einer Säule des wirtschaftlichen Fortschritts. Auch Finanzderivate haben ihren Sinn. Allerdings ist äußerste Vorsicht bei diesen „finanziellen Massenvernichtungswaffen“ (Warren Buffett) geboten. Statt des modernen angelsächsischen Prinzips „was nicht ausdrücklich verboten ist, ist erlaubt“, sollten wir uns bei Finanzinnovationen vielleicht an die oft als unmodern gebrandmarkte deutsche Haltung „was nicht erlaubt ist, ist verboten“ erinnern.

## PRINZIPIEN DER REGULIERUNG VON FINANZMÄRKTEN

Sony Kapoor, ein ehemaliger Investmentbanker, der Lehman bereits lange vor der Krise verließ, um sich mit der Reform des globalen Finanzwesens zu beschäftigen, fasst die Prinzipien zur Gestaltung eines Bankensystems wie folgt zusammen: Fairness, Stabilität und Nachhaltigkeit, Haftung, Transparenz, Wettbewerb, Diversität sowie Einfachheit.<sup>18</sup> Hätte man diese Prinzipien konsequent umgesetzt, wäre es nicht zur Finanzkrise in ihrer jetzigen Form und ihrem jetzigen Ausmaß gekommen. Gerechtigkeit und Fairness würden zum Beispiel bedeuten, dass Finanzmarktakteure nicht mehr die Gewinne ihrer spekulativen Aktivitäten einstecken und die Verluste der Öffentlichkeit aufbürden können. Kosten und Risiken werden von den Verursachern getragen. Stabilität und Nachhaltigkeit würden unter anderem eine entsprechende Eigenkapitalausstattung und sehr strenge Regeln für Produkte, deren Kosten erst in der Zukunft anfallen, bzw. deren Risiken nicht klar erkennbar sind, beinhalten.

*Beispiel Einfachheit:* Gelegentlich ist das Argument zu hören, dass es in kaum einem Sektor so viele Regulierungen gebe, wie im Bankensektor.<sup>19</sup> Das Argument geht an der Sache vorbei: Die jetzigen Regeln sind komplex, intransparent und oftmals wachsw weich. Sie begünstigen tendenziell die großen Akteure und die Spekulation. Gute Regeln sind einfach und transparent, und setzen „harte“ Grenzen für bestimmte Geschäfte und Aktivitäten. Sie jetzt einzuführen, würde sicher bedeuten, das hypertrophe Finanzsystem wieder auf eine gesunde Größe zusammenschrumpfen. Dazu würden im Prinzip drei Regelwerke ausreichen: 1. transparente und ausreichende Eigenkapitalausstattung, 2. eine Regulierung der Geschäftsmodelle und der Regionen, in denen eine Bank tätig ist und 3. einige Regeln für Produkte (z.B. eine starke Einschränkung der Verwendung von Derivaten bei Privatanlegern).

*Beispiel Nachhaltigkeit:* sinnvolle und höhere Eigenkapitalausstattungen für Banken UND ALLE ANDEREN Finanzmarktakteure (Hedgefonds, Private Equity, Versicherungen), sind die Grundlage dafür, den derzeit praktizierten Raubtierkapitalismus der Finanzoligarchie wieder in marktwirtschaftliche Strukturen zu überführen. Dann müssten die spekulativ orientierten Akteure im Falle von Verlusten einen größeren Anteil des Schadens tragen, denn Eigenkapital ist haftendes Kapital.

## AKTIONSFELDER

Das von der Bundesregierung 2010 unilateral erlassene und (weitgehende) Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen bzw. ungedeckten *Credit Default Swaps* ist ein sinnvoller Baustein einer umfassenden Finanzmarktregulierung, die ganzheitlich 1. sinnvolle Eigenkapitalregeln, 2. die Besteuerung von Finanztransaktionen, 3. die Rückkehr zu sinnvollen Bilanzierungsregeln und 4. die Regulierung von Geschäftsmodellen und Produkten umfassen sollte. Auch 5. eine staatliche Europäische Ratingagentur wäre hilfreich.

### Eigenkapitalausstattung

Eigenkapital ist der Schlüssel zu allem.<sup>20</sup> Es muss für ALLE Finanzmarktakteure gewisse Mindestausstattungen an Eigenkapital geben. Aus meiner Sicht wären sieben bis acht Prozent festes Eigenkapital (nicht Kernkapital nach Basel II) angemessen. Es geht also um eine feste „Leverage-Ratio“, bzw. einen maximalen Verschuldungsgrad. Akteure wie die Deutsche Bank könnten dann nicht mehr mit 1,5 Prozent echtem Eigenkapital ihr Geschäft betreiben und müssten ihr Eigenkapital aufstocken.

„Kernkapital“ nach Basel II ist eine vage und manipulierbare Größe. Die Vermögensgegenstände in der Bilanz – also das, worin die Bank investiert – sollen je nach Risiko mit verschieden viel Eigenmitteln hinterlegt werden. Zunächst einmal klingt dies gut. Letztlich hat es aber flächendeckend zu einer massiven Aushöhlung des Eigenkapitals bei Finanzmarktakteuren geführt. Zudem sind die Risikomaße natürlich gewissen Definitionen, wenn nicht Manipulationen unterworfen. Sie sind damit intransparent und stellen eine Arbeitsbeschaffungsmaßnahme für Wirtschaftsprüfungsgesellschaften dar. Zudem ist „Kernkapital“ nicht immer echtes Eigenkapital, sondern kann auch Hybridkapital sein. Basel II verstößt somit gegen das Gebot der Transparenz und Einfachheit, für den Verfasser zusammen mit dem Gebot der Nachhaltigkeit und der Diversität die wichtigsten Prinzipien einer umfassenden Finanzmarktreform.

In der Finanzkrise wurde deutlich, dass die Regelungen von Basel II prozyklisch wirken. In der Krise steigen die Risikozuschläge, in guten Zeiten sinken sie. Eine solche Prozyklizität nutzt dem internationalen Finanzkapital und schadet der Realwirtschaft. Volatilität nutzt zunächst einmal spekulativ und flexibel agierenden Finanzmarktakteuren und schafft realwirtschaftliche Kosten in Form von Kalkulationsunsicherheit und Verwerfungen. Hier ist dringend – auf deutscher, europäischer und internationaler Ebene – eine Reform anzumahnen.

Natürlich würde eine Aufstockung des Eigenkapitals – die man von jedem Mittelständler und jedem Akteur der Realwirtschaft fordert – zum Aufschrei unter der Branche führen. Viele Tische im großen Spielcasino müssten geschlossen werden. Sicherheit und Stabilität hat ihren Preis. Es käme zu Anpassungsschwierigkeiten und auch kurzfristig zu Wachstumsverlusten. Auf der anderen Seite würde die Weltwirtschaft erheblich stabiler funktionieren. Das Risiko von Finanzkrisen wäre erheblich geringer, Ressourcen würden von den Casinotischen in die Fabriken und produktiven Bereiche umgelenkt. Letztlich wird sich nicht ökonomisch schlüssig nachweisen lassen, dass eine feste *Leverage Ratio* insgesamt zu mehr Wohlstand führt – genauso wenig das Gegenteil. Die Finanzkrise hat alleine 2007 bis 2009 Gesamtbelastungen in Höhe von ca. 10 Prozent des Weltsozialprodukts verursacht. Angesichts solch gigantischer Summen ist die Erhöhung der Eigenkapitalquoten sicherlich angebracht.

Eine Versicherungslösung – wie derzeit von der Lobby der kapitalmarktorientierten Banken – kann keine Lösung sein. Die derzeit diskutierte Bankenabgabe illustriert dies: Eingezahlt werden soll von ALLEN Banken – auch zum Beispiel den soliden Volks- und Raiffeisenbanken, die bereits über Rücklagen aus gut kapitalisierten eigenen Sicherungssystemen verfügen –, zur Verfügung stehen soll der Rettungsfonds aber vor allem den „systemrelevanten“ großen kapitalmarktorientierten Banken. Einmal mehr würden dann Akteure der Realwirtschaft die Zeche für die Akteure der Spekulationswirtschaft bezahlen.

### Finanztransaktionssteuer

Wie der Teufel das Weihwasser fürchtet die Lobby der kapitalmarktorientierten Akteure die internationale Einführung einer Finanztransaktionssteuer. Diese 1972 von Nobelpreisträger James Tobin (1918-2002) vorgeschlagene Steuer von 0,05 bis 1,0 Prozent sollte auf grenzüberschreitende Devisentransaktionen erhoben werden, um die Spekulation zu dämpfen. Heute wird von Befürwortern der Regulierung und Globalisierungskritikern eine Finanztransaktionssteuer auf alle Finanzmarktgeschäfte gefordert.

Eine solche Steuer – und sei es auch nur in Höhe von 0,05 Prozent würde genau die Wirkung haben, welche sich die Befürworter der Regulierung der Finanzmärkte davon versprechen: sie würde stark bremsend auf spekulative Geschäfts jeglicher Art wirken und die nachhaltigen, an der Realwirtschaft orientierten Geschäfte kaum behindern.<sup>21</sup>

Die Steuerbelastung lässt sich dabei mit einer einfachen Formel darstellen:  $B = T * N * L$ .

Wobei B die Steuerbelastung, T der Steuersatz, N die Häufigkeit der Umschichtung des Vermögens pro Jahr und L (= Leverage) die Verschuldung (Gesamtkapital dividiert durch Eigenkapital) darstellt. Die Finanztransaktionssteuer fällt auf das gesamte Volumen (die gesamte Summe) einer bestimmten Transaktion an, also auch auf den durch Fremdkapital finanzierten Anteil. Eine Finanztransaktionssteuer von 0,05 Prozent würde also zu einer realen Belastung von 0,01 Prozent führen, wenn 100 Prozent Eigenkapital verwendet würden und die Investition für zwanzig Jahre getätigt wurde. Sollte ein Sparer ein Haus kaufen und eine Hypothek von 90 Prozent aufnehmen, aber für 15 Jahre investieren, wäre die Belastung  $B = 0,05 * 1/15$  (Häufigkeit der jährlichen Umschichtung)  $* 10/1$  (Verschuldung) = 0,33 Prozent pro Jahr. Auch diese Belastung scheint tragbar. Eine ähnliche hohe Belastung würde wohl auftreten, wenn BASF oder Daimler ein Werk im Ausland bauen würden.

Die Transaktionssteuer würde allerdings bei hoch spekulativen Hedgefonds massiv wirken. Diese Fonds drehen ihr Vermögen oftmals in Sekundenbruchteilen, manchmal mehrere 100 Mal pro Monat. Zum Vergleich: seriös investierende Aktienfonds drehen ihr Vermögen vielleicht alle drei Jahre, also ein Drittel mal pro Jahr. Gehen wir davon aus, dass ein Hedgefonds fünf Prozent Eigenkapital hat und sein Vermögen 100 Mal pro Jahr dreht. Dann betrüge die Belastung 100 Prozent des Eigenkapitals!

Die Finanztransaktionssteuer ist also eine „weiche“ marktwirtschaftskonforme Maßnahme, um spekulative Geschäfte zu dämpfen und Ressourcen in nachhaltige Bereiche zu lenken. Gelegentlich wird die Kritik geäußert, dass auch produktive Kapitalflüsse durch die Transaktionssteuer behindert würden. Setzt man aber „nachhaltig“ und „langfristig orientierte“ Investitionen gleich, so fördert die Transaktionssteuer langfristige Investitionen. Die Logik ist einfach und bestechend.

Auch der Einwand, dass dann die Produkte, die auf den eigenen Plattformen der Banken gehandelt oder direkt dem Kunden verkauft werden, nicht berücksichtigt würden, kann leicht entkräftet werden. Es ließe sich analog zur Transaktionssteuer an Börsen auch eine Emissionssteuer für Produkte einführen, die von Banken direkt an ihre Kunden verkauft werden.

In einem genialen Einfall von Orwellschen Neusprech hat die Lobby der kapitalmarktorientierten Finanzmarktakteure die „Financial Activity Tax“ erfunden und

schiebt diese als Ablenkungsmanöver vor. Die „Activity Tax“ wie von der Lobby vorgeschlagen besteuert aber eben nicht die Aktivitäten – also die einzelnen Transaktionen – sondern das Ergebnis der Aktivitäten, also die Gewinne besteuert. In diesem Fall darf also Vermögen weiter schnell gedreht werden – die Aktivitäten werden bei der „Activity Tax“ eben nicht belastet.<sup>22</sup>

Zudem hat die Lobby mit der Angst gespielt: die Finanztransaktionssteuer würde Kleinsparer über Gebühr belasten. Dies ist ein bewusster psychologischer Propagandatrick, den der Verfasser bei der Anhörung vor dem Bundestag am 17.05.2010 entkräften konnte. Bei einem seriösen Riester-Produkt wird das Fondsvolumen vielleicht alle drei Jahre umgeschichtet, was einer Belastung von 0,016 Prozent p.a. entspricht. Die Belastung durch Fondsgebühren dürfte aber bei 1,5 bis 2,5 Prozent p.a. – also mehr als dem Hundertfachen liegen. Ein Kleinsparer mit einer jährlichen Einzahlungssumme von 1.200 Euro hätte über eine Laufzeit von 20 Jahren eine Last von ca. 70 Euro zu tragen. Angesichts der vielfach stabilisierenden Wirkungen der Finanztransaktionssteuer scheint dies zumutbar.

#### **Die Rückkehr zu sinnvollen Bilanzierungsregeln**

Aus dem deutschen Handelsgesetzbuch (HGB) lassen sich die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung ableiten, unter anderem 1. Richtigkeit und Willkürfreiheit, 2. Klarheit und Übersichtlichkeit, 3. Einzelbewertung, 4. Vollständigkeit und das 5. Niederstwertprinzip. Das Niederstwertprinzip besagt zum Beispiel, dass Vermögensgegenstände zum Anschaffungs- oder zum Marktwert bilanziert werden sollen, je nachdem, welcher Wert der niedrigere sei. Die Bilanzierung deutschen Modells orientierte sich damit am Gläubigerschutz – die verbuchten Werte sollten auf jeden Fall „mindestens“ vorhanden sein. Die Rechnungslegung war konservativ ausgerichtet. Kritik aus dem angelsächsischen Raum führte dazu, dass die Rechnungslegung stärker eigentümer- und aktionärsorientiert werden sollte: die Bilanzen sollten den aktuellen fairen Wert („fair value“) von Vermögensgegenständen wiedergeben. Die Einführung der internationalen Rechnungslegungsvorschriften IAS/IFRS wurde als großer Fortschritt gefeiert.

Was gut gedacht war, erwies sich als Einfallstor für Komplexität, Intransparenz und Prozyklizität (also die Schwankungen des Systems noch erhöhend) und als Jagdgrund für die Wolfsrudel des Raubtierkapitalismus. Viele Derivate, für die es keinen Markt gibt, müssen mit Hilfe von Modellen bewertet werden („mark to model“). Die Wertansätze sind dabei extrem von den Annahmen abhängig und können leicht um



mehrere 100 Prozent schwanken, insbesondere bei Derivaten und Produkten mit langer Laufzeit. Zudem gibt es unter anderem auch die paradoxe Situation dass schwache Anleihenmärkte in einer Krise das Eigenkapital einer Bank *steigen* lassen: wenn nämlich die Anleihen und Schulden der Passivseite der Bilanz nur noch zum niedrigeren Marktwert und nicht mehr zum Nominalwert bewertet werden.

Hartmut Bieg, emeritierter Professor für Bilanzierung an der Universität des Saarlandes, hat die schädlichen Auswirkungen der *Fair Value* Bilanzierung dargestellt und eine Initiative gegen Fair Value gestartet.<sup>23</sup> Peemöller kommt zu dem Schluss, „dass die Übernahme der IFRS für kleine und mittlere Unternehmen nicht unproblematisch ist.“<sup>24</sup> Ebenfalls fordert er, dass die berechtigte Kritik nicht dazu führen dürfe, sich nicht mit IFRS zu beschäftigen und diese Belange alleine in die Hände der Berater und Prüfer zu legen.<sup>25</sup> Noch bilanzieren die Regionalgesellschaften der Genossenschaftsbanken zum Beispiel nach dem HGB. Dies ist nach Ansicht des Verfassers mit allen Mitteln zu verteidigen.

### **Regulierung der Geschäftsmodelle und Diversität**

Aus der Forderung nach Diversität ergibt sich die Forderung nach der Regulierung der Geschäftsmodelle – weg vom Allfinanzgeschäft und hin zu spezielleren Instituten, wie zum Beispiel Investmentbanken, klassische Kreditinstitute, Vermögensmanager und Spezialinstitute. Eine aus Sicht dieses Autors höchst sinnvolle Maßnahme – die aber kaum Chancen auf Erfolg hat – wäre das Verbot des Eigenhandels für Investmentbanken. Der Eigenhandel birgt durch die großen bewegten Summen massive systemische Risiken. Im Erfolgsfall kassieren Bank und Trader, im Misserfolgsfall zahlt die Öffentlichkeit. Dieses Marktsegment könnte in Zukunft komplett durch Hedgefonds abgedeckt werden. Der Vorteil: rechtlich eigenständige Hedgefonds müssen ihre Mittel erst einwerben, und haben damit zunächst nicht das Volumen wie der Eigenhandel großer Banken. Hier wäre zusätzlich über eine maximale Größe nachzudenken und darüber, wie viele Hedgefonds ein Manager betreuen darf. Diese nach dem ehemaligen amerikanischen Notenbankchef Paul Volcker benannte „Volcker Rule“ ist bei der amerikanischen Finanzmarktreform bereits gescheitert.<sup>26</sup>

Auch eine Regulierung der Größe und der Region, in der eine Bank tätig sein darf – wie durch den *Glass-Steagall-Act* 1934 in den USA erfolgt – ist sinnvoll. Allzu große Banken erhöhen das systemische Risiko massiv, allzu kleine Banken exponieren sich vielleicht zu sehr bei spezifischen Risiken.<sup>27</sup> Eine Lizenzierung

und Kontingentierung von internationalen Tochtergesellschaften wäre sinnvoll, müsste allerdings in einem internationalen Rahmen angegangen werden.

Hierzu ist auch anzumerken, dass das Deutsche Bankensystem mit seinen drei großen Säulen der Geschäftsbanken, der Volks- und Raiffeisenbanken und der Sparkassen eines der besten und diversifiziertesten Systeme der Welt war, das schon Anfang des 20. Jahrhunderts international zu Respekt und Anerkennung, ja Neid führte.<sup>28</sup> Das deutsche Bank- und Finanzsystem ist und war dem kapitalmarktorientierten angelsächsischen System in vielerlei Hinsicht überlegen. Insbesondere führte es seine Funktion, Kredite für die Realwirtschaft bereitzustellen, hervorragend aus. Volks- und Raiffeisenbanken haben sich als besonders krisenresistent erwiesen.<sup>29</sup> Aus dem angelsächsischen Raum kommt starke Kritik, dass das deutsche System ineffizient sei und die Eigenkapitalrenditen unzureichend. In einem zweiteiligen grundlegenden Artikel weist Hannes Rehm, ehemaliger Vorstandsvorsitzender der NordLB und Chef des Bankenrettungsfonds Soffin, diese Kritik zurück.<sup>30</sup> Alle Produktivitätskennziffern des deutschen Bankensystems mit Ausnahme der Eigenkapitalrendite seien gut. Die niedrige Eigenkapitalrendite ist im Gegenteil ein Beweis, dass der Wettbewerb funktioniert. Hohe Eigenkapitalrenditen sind ein Hinweis auf Beschränkungen des Wettbewerbs und Ausnutzung von Marktmacht. Überall dort, wo sie existieren – zum Beispiel Italien, Spanien, England – werden Bankkunden mit sehr hohen Gebühren belastet und das Servicenetz ist schlecht. Diese verbraucherunfreundlich und oligopolistisch strukturierten Länder sollte sich Deutschland ausdrücklich nicht zum Vorbild nehmen. Die Politik wäre gut beraten, die deutschen Geschäftsbanken in der Fläche zu stärken – auch, im Konfliktfall – auf Kosten der kapitalmarktorientierten Banken. Derzeit läuft es – wie oben schon am Beispiel der Bankenabgabe aufgezeigt – leider umgekehrt.

### **Gründung einer kontinentaleuropäischen staatlichen Ratingagentur**

Das angelsächsische Kartell der Ratingagenturen ist eine wesentliche Ursache der Krise. Wenn diese Agenturen in den Jahren 2005 bis 2006 bis zu einem Drittel ihrer Gewinne damit gemacht haben, dass sie AAA auf Ramschpapiere stempelten und dafür von den Produzenten der Papiere auch noch vergütet wurden, ist dies ein eklatanter Interessenkonflikt. Bislang sind solche Interessenkonflikte durch staatliche Regeln in keinerlei Weise verhindert, die Regulierung ist auch im Jahr 2010 nicht wesentlich weiter.

Ratingagenturen sehen selten die mögliche Abstufung voraus – Subprime, Griechenland, BP p.l.c., sondern stufen meistens erst dann prozyklisch ab, wenn sich ein Land oder ein Unternehmen in Problemen befindet. Sie wirken damit in guten wie in schlechten Zeiten als Verstärker des Casinokapitalismus und der Spekulationswirtschaft. Allerdings sind auch Banken und institutionelle Investoren nicht ganz unschuldig: Sie „verlassen“ sich auf die Ratings und können im Zweifelsfall die Verantwortung auf die Ratingagenturen schieben, wenn Investments sich negativ entwickeln. Damit geben aber Bankvorstände und Investmentmanager mehr oder weniger still und heimlich ihre eigentliche Verantwortung ab – nämlich die Selektion und Bewertung von Investments und Wertpapieren. Das System geht sogar noch weiter: Versicherungen und institutionelle Anleger sind oftmals aufgrund der Vorschriften gezwungen, Papiere zu verkaufen, wenn das Rating unter eine bestimmte Note fällt. So müssen Anleihen von BP oder von Banken gerade zum ungünstigsten Moment verkauft werden, was sowohl Emittenten als auch Investoren in Bedrängnis bringt. Wenn alle Akteure sich nach den Ratings von drei Agenturen richten, ist dies kapitalistische Planwirtschaft und hat mit Konkurrenz und Marktwirtschaft wenig zu tun.

Die Gründung einer europäischen Ratingagentur, die der Verfasser bereits 2009 ins Gespräch gebracht hatte, wurde angesichts der Griechenland-Krise auch von Bundesaußenminister Guido Westerwelle gefordert.<sup>31</sup> Eine solche Agentur würde helfen, das angelsächsische Kartell aufzubrechen. Zudem kann eine staatliche Agentur nicht schlechter als die privaten Agenturen sein, denn die privaten haben immer wieder konsistent bewiesen, dass sie NICHT unabhängig sind, dass sie Krisen nicht voraussehen und dass sie prozyklisch arbeiten. Wie vorausschauend eine staatliche Agentur arbeitet, bleibt abzuwarten, aber sie hätte zumindest keine institutionalisierten und im Prinzip unlösbaren Interessenkonflikte zu bewältigen.

Allerdings löst die Gründung einer europäischen Agentur nicht alle Probleme, wie Gustav Horn darlegt: auch das System der „kapitalistischen Planwirtschaft“ muss aufgebrochen werden, nach dem Investmentgesellschaften und Versicherungen vorgeschrieben ist, nur Papiere mit bestimmten Ratingnoten zu halten und die zentralen Ratings auch Einfluss auf die Kreditvergabe an Unternehmen und Mittelstand haben. Je dezentraler in einem zukünftigen System die Kreditvergabe erfolgt, desto mehr kann die Marktwirtschaft in das Kreditwesen zurückkehren.<sup>32</sup>

## Produkte und Verbraucherschutz

Im Frühjahr 2010 starteten das Bundesministerium der Finanzen und das Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz eine Initiative für besseren Verbraucherschutz bei Finanzprodukten. Am 19. und 20. Mai 2010 fand in Berlin unter Federführung des Finanzministeriums eine Internationale Finanzmarktkonferenz statt, um die sinnvolle Regulierung der Finanzmärkte zu forcieren. Unter anderen hat die Bundesregierung ungedeckte Leerverkäufe verboten und das „Anschleichen“ an Akquisitionsobjekte erschwert, sicherlich zwei sinnvolle Maßnahmen. Auch der „graue Kapitalmarkt“ soll – zum Beispiel bei geschlossenen Immobilienfonds – besser reguliert und den Anforderungen des WPHG unterstellt werden.<sup>33</sup> Was zunächst gut aussieht – wie auch zum Beispiel die Einführung der MiFID-Direktive der Europäischen Union – stärkt in der Realität die großen Finanzakteure. Kleinen unabhängigen – und oftmals auch verantwortungsvolleren – Beratern, die direkt haften, ist es nicht mehr möglich, die formalen Anforderungen der *Compliance*-Bürokratie einzuhalten. Angestellte Verkäufer der großen Finanzdienstleister – denn Berater gibt es dort kaum noch – werden durch die *Compliance*-Bürokratie und die Kapitalstärke der großen Institute geschützt

Ein besserer Verbraucherschutz, wie zum Beispiel ein Beipackzettel für Finanzprodukte, ist zunächst einmal zu begrüßen. Er kann aber keinesfalls die Kernelemente einer sinnvollen Finanzmarktarchitektur (Eigenkapital, Kapitaltransaktionssteuer, Regulierung von Geschäftsmodellen und -produkten) ersetzen. Im Zweifelsfall werden die großen Akteure die Bestimmungen des Verbraucherschutzes formal umsetzen, während sich materiell nichts für den Kunden verbessert. Lange juristische Risikohinweise sind die Folge, toxische Produkte werden aber weiter vertrieben.<sup>34</sup> Ilse Aigner hat bereits Unmut über die langsame Umsetzung des Beipackzettels für Finanzprodukte geäußert.<sup>35</sup> Dabei ist auch der Beipackzettel für Finanzprodukte in seiner vorgesehenen Form oftmals schwer zu interpretieren. Die Ampelkennzeichnung für Finanzprodukte – wie vom Verfasser als sehr sinnvoll erachtet und die von der Verbraucherzentrale Hamburg angewendet wird – wurde von der debeka gerichtlich durch eine einstweilige Verfügung gestoppt. Mittlerweile darf die Ampel aber wieder veröffentlicht werden.<sup>36</sup> Insgesamt ist die Beratung durch Banken und Finanzdienstleister nach der Finanzkrise allerdings noch schlechter geworden, wie die Stiftung Warentest in einer groß angelegten und im Juni 2010 veröffentlichten Studie feststellte. Sechs von 21 untersuchten Banken bekamen das Urteil „mangelhaft“, zwölf „ausreichend“



und drei „befriedigend“. Die Note „gut“ wurde nicht vergeben.<sup>37</sup> Letztlich ist dies bei der derzeit völlig unzureichenden Finanzmarktregulierung auch nicht verwunderlich: Wenn Regeln fehlen, werden die durch die Finanzkrise besonders unter Erfolgsdruck stehenden Banken besonders aggressiv verkauft.

## STAND DER MASSNAHMEN

In der *ZEIT* zogen Philipp Genschel und Frank Nullmeier bereits im Herbst 2008 ein bitteres Resümee und sahen die Machtgebärden der Politik und das Gerede von der Rückkehr des Staates als weitgehend inhaltslos an: „Wenn die Krise vorbei ist, regiert wieder das Kapital. [...] Politische Unternehmer nutzen die Gunst der Stunde für staatliche Heilsversprechen. [...] Die Renaissance des starken Staates ist jedoch eine optische Täuschung.“<sup>38</sup>

Leider hatten sie recht. Schon jetzt lässt sich absehen, dass die zentralen Regulierungsvorhaben im Dschungel der Lobbyherrschaft stecken bleiben oder bis zur Unkenntlichkeit verwässert werden.

- Die Reform von Basel II zieht sich in die Länge und wird verwässert – sinnvolle Eigenkapitalregeln werden höchstwahrscheinlich nicht entstehen. Damit fehlen weiter die Grundlagen einer marktwirtschaftlichen Ordnung und wir bleiben im System des „Sozialismus für Banken und Investmentbanker“, bei dem die Banken und Banker den Lohn spekulativer Aktivitäten einstreicht, während die Allgemeinheit die Kosten zahlt, wenn die Spekulation daneben geht.
- Die Kapitaltransaktionssteuer ist auf unbestimmte Zeit verschoben.
- *Over-the-counter*-Geschäfte – Geschäfte, die Banken auf eigenen Plattformen betreiben und die daher besonders manipulationsanfällig sind – werden nicht auf Börsenplattformen verlegt.
- Die Trennung von Geschäfts- und Investmentbanking (*Volcker Rule*) kommt nicht voran.
- Derivate werden nicht reguliert.
- Der Verbraucherschutz wird – wie bei den Regeln für MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) – von der Lobby oftmals so umgedeutet, dass die Einhaltung der Bestimmungen nur noch für große Akteure möglich ist, kleine und unabhängige Finanzberater (und das sind oftmals die mit hoher Eigenverantwortung) vom Markt gedrängt werden.

Bert Rürup hat die griffige Formel geprägt, dass die angelsächsische Denktradition davon ausgehe, dass der Markt ein „Vollautomatismus“ sei – also prinzipiell gute und überlegene Ergebnisse erziele und die konti-

mentaleuropäische Tradition der Sozialen Marktwirtschaft oder des Rheinischen Kapitalismus den Markt als „Halbautomatismus“ ansehe, dessen Ergebnisse korrigiert werden müssen. Daneben gebe es noch den Staatskapitalismus asiatischer Prägung.<sup>39</sup> Die Formel ist griffig, geht aber nicht tief genug. Letztlich geht es um die Deutungshoheit. Wer den Markt als Vollautomatismus betrachtet, betrachtet den Markt auch als Beute der Interessengruppen. Das ist ein konsequent neoliberaler Ansatz, der, wie Mancur Olson gezeigt hat, in letzter Konsequenz dazu führt, dass der Staat als „Beute“ betrachtet und zwischen den einzelnen Interessengruppen aufgeteilt wird.<sup>40</sup> Letztlich führt dies zur wirtschaftlichen Stagnation.<sup>41</sup>

Es geht also um die Frage, ob die Deutungshoheit für die Grundregeln einer Gesellschaft letztlich beim Markt oder bei der Politik liegt und welches Subsystem. Über diese Frage kam es schon bald nach der Gründung der liberalen Mont Pelerin Society 1947 zum Streit zwischen zwei Fraktionen. Friedrich August von Hayek und Milton Friedman, die einen ideologischen und quasi religiösen Marktliberalismus vertraten, setzten sich durch. Alexander Rüstow, Wilhelm Röpke und Alfred Müller-Armack, die der Auffassung waren, dass der Staat für die Ordnung der Wirtschaft zu sorgen habe und die Regeln festzusetzen habe, verließen die Gesellschaft im Streit.<sup>42</sup> Heute werden ordoliberalen Positionen von der CDU/CSU zum Teil noch im Bereich der Arbeitsmarktpolitik vertreten. Im Bereich der Wettbewerbs- und Marktordnungspolitik hat sich die Lobby- und Konzernherrschaft – sprich der real existierende Neoliberalismus – über die Hintertür der Europäischen Union durchgesetzt.

## DEUTSCHLANDS ROLLE

Es ist hilfreich, sich daran zu erinnern, dass Ökonomie immer politisch ist, und dass es eben nicht nur um die Generierung, sondern auch um die Verteilung von Wohlstand zwischen Individuen, Gruppen, Klassen und Nationen geht. Das führt auch zu Interessenkonflikten, die innerhalb einer Gesellschaft oder international politisch gelöst werden müssen.<sup>43</sup> Die Debatten sind nicht neu: In den USA stritten sich Alexander Hamilton und Thomas Jefferson, von denen sich ersterer für ein System von Schutzzöllen und eine starke Industrie, der zweite für Freihandel und die Südstaaten stark machte, in Deutschland setzte sich Friedrich List für ein „nationales System der politischen Ökonomie“ und in England wurde intensiv über die Aufhebung der Getreideimportzölle gestritten, die dann 1846 erfolgte.<sup>44</sup>

Deutschland ist eine der größten Nettosparnationen der Welt, nebenbei hat Deutschland (noch) eine funktionierende Industrie und einen hervorragenden Mittelstand, was sich von England und den USA nicht behaupten lässt. Finanzmarktderegulierung ist für England Standortpolitik, da dieses Land von der Spekulationswirtschaft abhängig ist. Für Deutschland (Österreich, auch die Schweiz<sup>45</sup>, ggf. Frankreich, die nordischen Länder) wäre hingegen eine stärkere Finanzmarkregulierung die richtige Standortpolitik zur Sicherung der produktiven Basis der Volkswirtschaft.

Ein Verbot von Leerverkäufen hilft der deutschen Volkswirtschaft, indem es die Spekulationswirtschaft ein winziges Stück zurückdrängt. Sicherlich sind einige Ausweicheffekte zu befürchten, aber Deutschland ist zum Glück nicht so von der Finanzbranche abhängig wie andere Ländern. Außerdem könnte rechtlich geprüft werden, ob sich das Verbot nicht nur auf bestimmte Transaktionen, sondern auf Akteure und ihre verbundenen Unternehmen beziehen kann. Deutschland kann und muss also eine Vorreiterrolle einnehmen, ggf. mit einer „Koalition der Willigen“. Es kann also nicht kontraproduktiv sein, wenn die Bundesregierung – notfalls im Alleingang – beschließt, „einige Tische im großen Spielcasino zu schließen“. In der Debatte um das Verbot von Leerverkäufen habe ich mich dabei eindeutig hinter die Bundesregierung gestellt.<sup>46</sup> Der Bundesrepublik wird Führungsschwäche vorgeworfen, wenn sie zu lange an als für sich richtig erkannten Positionen wie in der Frage der Griechenland-Rettung festhält. Ebenso wird ihr Führungsschwäche vorgeworfen, wenn sie in als richtig erkannten Fragen voranschreitet. Das kann nicht sein.

Allerdings ist das Verbot von ungedeckten Leerverkäufen nur ein relativ kleiner Baustein bei der Regulierung der Finanzmärkte. Viel wichtiger als diese diskretionäre Maßnahme wären sinnvolle Eigenkapitalregeln, welche die jetzige Begünstigung der Spekulationswirtschaft zu Lasten der Realwirtschaft beenden würden, darunter auch feste Eigenkapitalquoten für alle Finanzakteure und die Rückkehr zur Bilanzierung nach dem Niederstwertprinzip sowie die Einführung einer Transaktionssteuer. Beides wären im Gegensatz zum Verbot einzelner Produkte oder Transaktionen marktkonforme, systemische Maßnahmen: höhere Eigenkapitalanforderungen würden zum Beispiel automatisch die Haftung erhöhen und die parasitäre Spekulationswirtschaft zurückdrängen, denen einzelnen Akteuren aber die Entscheidung über das Ausmaß der Spekulation überlassen. Es ist zu wünschen, dass die Bundesregierung den Mut hat, diese Fragen mit einer „Koalition der Willigen“ – Frankreich, Österreich, den

Benelux-Staaten, den nordischen Ländern, vielleicht China – anzugehen, denn die Schuldner- und Finanzmarktnationen USA und England werden solchen sinnvollen Schritten nicht zustimmen. Deutschland muss auch einmal den Mut finden, deutsche Interessen – und das sind glücklicherweise noch die Interessen eines starken produzierenden Gewerbes und des Mittelstandes – zu definieren und zu vertreten.

- 1/ Siehe: Aktionsplan gegen Finanzkrise, in: Tagesschau, 15.11.2008, online unter: <http://www.tagesschau.de/wirtschaft/weltfinanzgipfel118.html>, 04.08.2010.
- 2/ Peer Steinbrück zit. n. Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.), Finanzmarkt ist ein öffentliches Gut. Peer Steinbrück im Bundestag zum Finanzmarktstabilisierungsgesetz, 15.10.2008, online unter: [http://www.bundesfinanzministerium.de/nm\\_69116/DE/Wirtschaft\\_und\\_Verwaltung/Finanz\\_und\\_Wirtschaftspolitik/Finanzpolitik/124\\_oeffentliche\\_Finanzmaerkte.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/nm_69116/DE/Wirtschaft_und_Verwaltung/Finanz_und_Wirtschaftspolitik/Finanzpolitik/124_oeffentliche_Finanzmaerkte.html), 04.08.2010.
- 3/ Siehe: Vor dem G-20-Gipfel. Merkel weist Kritik Obamas am Sparkurs zurück, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 24.06.2010, online unter: <http://www.faz.net/s/Rub594835B672714A1DB1A121534F010EE1/Doc-E50D588CCBB7B44BB8A1823B991A4C256-ATpl-Ecommon-Scontent.html>, 04.08.2010.
- 4/ Erstmals veröffentlicht als Teil der Diskussion: Ist das Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen bzw. ungedeckten Credit Default Swaps sinnvoll?, in: ifo Schnelldienst 13, 2010.
- 5/ In „Der Crash kommt“ (Berlin 2006) sagte ich, eine Finanzkrise erheblichen Ausmaßes, die mit der „Wucht eines Tsunami“ im Zeitraum zwischen 2007 und 2010, wahrscheinlich 2008 auftreten würde und die durch U.S.-Subprime-Papiere und globale ökonomische Ungleichgewichte ausgelöst würde, voraus. Der Internationale Währungsfonds warnte 2007 im Global Financial Stability Report vor denselben Entwicklungen, relativierte seine Warnungen aber direkt wieder (Internationaler Währungsfonds (Hrsg.), Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues, Apr. 2007, S. 3 ff.).
- 6/ Siehe: M. Otte, Der Crash kommt, München 2009, S. 43 ff.; J. Montier, Behavioural Investing. A Practitioners Guide to Applying Behavioural Finance, Hoboken 2007; R. Bookstaber, Demon of our Own Design. Markets, Hedge Funds and the Perils of Financial Innovation, Hoboken 2007; C. M. Reinhart/K. Rogoff, This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly, Princeton 2009.
- 7/ Siehe M. Otte, Die Finanzkrise, die Ökonomen, der „Crashprophet“ und die Wissenschaft von der Ökonomie, Kölner Vorträge für Wirtschafts- und Sozialgeschichte, 03.02.2010 erscheint, im Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte / Economic History Yearbook, 2011, 1.
- 8/ Vgl.: S. Kapoor, What should the banking system look like?, in: Re-Define. The Future of Finance, o.D., online unter: <http://re-define.org/future-finance>, 04.08.2010.
- 9/ Siehe: E. Gschrey, IAS 39 als „Brandbeschleuniger“ in der Krise?, in: Die Wirtschaftsprüfung, Sonderheft 2010, S. 51-56.
- 10/ Siehe: M. Otte, Volks- und Raiffeisenbanken als Stabilitätsfaktor in Wirtschaftskrisen. Eine polit- und institutionenökonomische Perspektive, in: Zeitschrift für das gesamte Genossenschaftswesen 61, 2010.
- 11/ Anders Borg zit. n. D. Crossland, Europe rushes to save Euro from „wolf pack“, in: The National, 09.05.2010, online unter: <http://www.thenational.ae/apps/pbcs.dll/article?AID=/20100509/BUSINESS/705099882/1005/rss>, 04.08.2010

- 12| S. Afhüppe/W. Reuter, „Eine Welt voller Blasen“, in: *Der Spiegel* 13, 2005, online unter: <http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-39834826.html>, 04.10.2010.
- 13| ifo Schnelldienst.
- 14| C. T. Munger, „Basically, It's Over. A parable about how one nation came to financial ruin“, in: *Slate*, 21.02.2010, online unter: <http://www.slate.com/id/2245328>, 04.08.2010.
- 15| Siehe: M. Otte, „Die Finanzkrise und das Versagen der modernen Ökonomie“, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte* 52, 2009, S. 9 ff.
- 16| Siehe: H. W. Sinn, *Kasino-Kapitalismus*, Berlin 2009.
- 17| C. P. Kindleberger, *Manien, Paniken, Crashes. Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt*, Kulmbach 2001, S. 22; *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (Hrsg.), *Recent Innovations in International Banking*, Basel 1986.
- 18| Kapoor, *Banking System*.
- 19| So Karl-Peter Schackmann-Fallis, *Vorstandsmitglied des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes auf dem Hermeskeiler Wirtschaftstag der Geschwister-Scholl-Schule in Hermeskeil am 08.06.2009*.
- 20| Siehe: M. Otte, *Eigenkapital ist der Schlüssel zu allem. Max Otte im Gespräch mit Dirk Müller*, in: *Deutschlandfunk*, 08.03.2010, online unter: [http://www.dradio.de/dlf/sendungen/interview\\_dlf/1139025/](http://www.dradio.de/dlf/sendungen/interview_dlf/1139025/), 04.08.2010.
- 21| M. Otte, *Finanztransaktionssteuer, speziell. Belastungen von Riester- und Kleinsparern durch die Finanztransaktionssteuer. Expertise von 16.05.2010 anlässlich der Stellungnahme vor dem Finanzausschuss des Bundestages am 17.05.2010*, online abrufbar unter: [http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoeerungen/2010/014/Stellungnahmen/25\\_Otte.pdf](http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoeerungen/2010/014/Stellungnahmen/25_Otte.pdf) sowie <http://www.youtube.com/watch?v=Pq5f1fqgDwc&NR=1>, 04.08.2010.
- 22| Siehe: *Bundestag. Urteile der Sachverständigen zur Finanztransaktionssteuer*, in: *DER BETRIEB*, 19.05.2010, online unter <http://www.der-betrieb.de/content/dft,193,351591>, 04.08.2010.
- 23| Siehe: o.V., *Bewertung. Initiative gegen die Fair Value Konzeption*, *Finanzbetrieb* vom 08.12.2008, Heft 12, S. 804, online unter: [http://www.uni-saarland.de/fileadmin/user\\_upload/Professoren/fr13\\_ProfWaschbusch/Links\\_Fair\\_Value\\_-\\_PDF/Finanz\\_Betrieb.pdf](http://www.uni-saarland.de/fileadmin/user_upload/Professoren/fr13_ProfWaschbusch/Links_Fair_Value_-_PDF/Finanz_Betrieb.pdf), 04.08.2010.
- 24| V. Peemöller/H. Schmalz, *IFRS für kleine und mittlere Unternehmen sowie Genossenschaften. Erfolgsmodell oder Kostentreiber?*, in: *Zeitschrift für das gesamte Genossenschaftswesen* 57/3, 2007, S. 220.
- 25| Ebda., S. 221.
- 26| Siehe: R. Benders/A. Dörner, *Obama scheitert mit großen Reformplänen*, in: *Handelsblatt*, 15.07.2010, S. 34-35.
- 27| Kapoor, *Banking System*.
- 28| Siehe: M. Otte, „*Finanzplatz Deutschland*“ versus deutsches Bankensystem. *Zwei politökonomische Perspektiven für die Zukunft*, in: *Frank Keuper/Dieter Puchta* (Hrsg.) *Deutschland 20 Jahre nach dem Mauerfall. Rückblick und Ausblick*, Wiesbaden 2009, S. 179-204.
- 29| Otte, *Raiffeisenbanken*.
- 30| H. Rehm, *Das deutsche Bankensystem. Befund, Probleme, Perspektiven*, (Teil I), in: *Kredit und Kapital* 2, 2008, S. 125-159, (Teil II), in: *Kredit und Kapital* 3, 2008, S. 305-331.
- 31| Siehe: Prof. Dr. Max Otte beim *Volksbank-Auslandsforum*, 06.10.2009, online unter: [http://www.volksbank-phd.de/wir\\_fuer\\_sie/presse\\_2009/professor\\_dr\\_max.html](http://www.volksbank-phd.de/wir_fuer_sie/presse_2009/professor_dr_max.html), 04.08.2010; *Westerwelle fordert europäische Rating-Agentur*, in: *Der Spiegel*, 28.04.2010, online unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,691852,00.html>, 04.08.2010.
- 32| *Gustav Horn zit. in: „Europäische Ratingagentur keine Lösung“*, in: *Handelsblatt*, 02.06.2010, online unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/international/top-oekonom-gustav-horn-europaeische-ratingagentur-keine-loesung;2593224>, 04.08.2010.
- 33| Siehe: *Bundesministerium der Finanzen* (Hrsg.), *Pressemitteilung vom 03.03.2010*, online unter: [http://www.pressrelations.de/new/standard/result\\_main.cfm?r=402185&aktion=jour\\_pm](http://www.pressrelations.de/new/standard/result_main.cfm?r=402185&aktion=jour_pm), 04.08.2010; *Internationale Finanzmarktkonferenz am 19./20. Mai 2010 in Berlin*, online unter: [http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/BMF\\_\\_Startseite/Aktuelles/Monatsbericht\\_\\_des\\_\\_BMF/2010/06/analysen-und-berichte/b03-internationale-finanzmarktkonferenz-in-berlin/node.html?\\_\\_nnn=true](http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/BMF__Startseite/Aktuelles/Monatsbericht__des__BMF/2010/06/analysen-und-berichte/b03-internationale-finanzmarktkonferenz-in-berlin/node.html?__nnn=true), 04.08.2010.
- 34| Siehe: *Deutscher Bundestag* (Hrsg.), *Drucksache 17/887*, 02.03.2010, online unter: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/17/008/1700887.pdf>, 04.08.2010.
- 35| Siehe: *Aigner ist das Taktieren der Banken Leid*, in: *Handelsblatt*, 06.05.2010, online unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/beipackzettel-fuer-finanzprodukte-aigner-ist-das-taktieren-der-banken-leid;2575225>, 04.08.2010.
- 36| Siehe: *Verbraucherzentrale Hamburg* (Hrsg.), „*Ampelcheck Geldanlage*“. *Verbot aufgehoben, o.D.*, online unter: [http://www.vzhh.de/~upload/rewrite/TexteGeldanlage/AmpelcheckGeldanlage\\_AufhebungVerbot.aspx](http://www.vzhh.de/~upload/rewrite/TexteGeldanlage/AmpelcheckGeldanlage_AufhebungVerbot.aspx), 04.08.2010.
- 37| *Stiftung Warentest* (Hrsg.), *Banken im Test. Die Blamage geht weiter. Gesetzesverstöße sorgen für schlechte Noten*, 20.07.2010, online unter: <http://www.test.de/presse/pressemitteilungen/Banken-im-Test-Die-Blamage-geht-weiter-Gesetzesverstoesse-sorgen-fuer-schlechte-Noten-4114346-4114348/>, 04.08.2010.
- 38| P. Genschel / F. Nullmeier, *Ausweitung der Staatszone. Die Machtgebärden der Politik sind eine optische Täuschung. Wenn die Krise vorbei ist, regiert wieder das Kapital*, in: *Die Zeit*, 06.11.2008.
- 39| Siehe: B. Rürup, *Soziale Marktwirtschaft – ein Auslaufmodell?*, *Rede auf der Landesmitgliederversammlung des Wirtschaftsrats der CDU in Dresden am 23.09.2009*, online unter: <http://www.wirtschaftsrat.de/landesverbaende/LvSACindex/LvSACmitt?archiv=1>, 04.08.2010; sowie: *Mal was Ganz Neues. Interview mit Bert Rürup*, in: *Die Zeit* 12, 12.03.2009, online unter: <http://www.zeit.de/2009/12/Interview-Ruerup>, 04.08.2010.
- 40| M. Olson, *The Logic of Collective Action. Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge 1971.
- 41| Ders., *The Rise and Decline of Nations. Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities*, New Haven 1984.
- 42| Siehe: Rürup, *Soziale Marktwirtschaft*; Otte, *Finanzkrise*.
- 43| Siehe: R. Gilpin, *The Political Economy of International Relations*, Princeton 1987.
- 44| Siehe: M. Bloy, *The Campaign for the Repeal of the Corn Laws, o.D.*, online unter: <http://www.victorianweb.org/history/cornlaws2.html>, 04.08.2010.
- 45| *Ein Schweizer Industrieller sagte dem Verfasser: „Ihr Deutschen seid die einzigen, die international die Regulierung der Finanzmärkte durchsetzen können. England wird sich der Regulierung immer entziehen wollen.“*
- 46| *Max Otte zit. in: Debatte um Zockerbremse. Top-Ökonomen halten Merkel Inkompetenz vor*, in: *Handelsblatt*, 20.05.2010, online unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur-nachrichten/debatte-um-zockerbremse-top-oekonomen-halten-merkel-inkompetenz-vor;2585071>, 04.08.2010.

# BRAUCHT EUROPA EINE WIRTSCHAFTSREGIERUNG?

Nils aus dem Moore

Es gibt gute Gründe für die Idee einer europäischen Wirtschaftsregierung – aber noch bessere dagegen. Die derzeitige Währungsverfassung der Eurozone entspricht dem Integrationsstand und wird dem Subsidiaritätsprinzip gerecht. Sie kann erfolgreich sein, wenn alle Mitgliedstaaten die Regeln respektieren. Es ist daher richtig, dass aktuelle Reformen in Europäischer Union und Eurozone auf eine Stärkung der *Governance* hinauslaufen, ohne in ein *gouvernement économique* zu münden.

## 1. EINFÜHRUNG

Die Idee einer europäischen Wirtschaftsregierung ist so alt wie die Pläne für das Projekt der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU). Sie wurde schon im Rahmen der ersten Überlegungen zu einer EWWU formuliert und seitdem insbesondere von französischen Politikern und Ökonomen immer wieder aktualisiert. Zuletzt forderte der französische Staatspräsident Nicolas Sarkozy, dass die aktuelle Staatsschuldenkrise in einigen peripheren Ländern der Eurozone ein *gouvernement économique* der 16 Euro-Mitglieder mit einem eigenen Generalsekretariat auf europäischer Ebene zur Folge haben müsse. Eine klare Antwort auf die Frage, ob wir eine europäische Wirtschaftsregierung brauchen, wird dadurch erschwert, dass dieser scheinbar klare Begriff oft nur mit vagen Vorstellungen verbunden wird und daher offen für Interpretationen bleibt. So erklärte Bundeskanzlerin Angela Merkel im Anschluss an den Europäischen Rat vom 17. Juni 2010: „Alle waren sich darüber einig, dass wir eine engere Koordinierung brauchen. Und das nennen Deutschland und Frankreich jetzt eben Wirtschaftsregierung.“ Dieser Versuch, der französischen Vorstellung rhetorisch entgegenzukommen, nachdem man sie in der Substanz abgewehrt hatte, blieb aufmerksameren Beobachtern freilich nicht verborgen. So konstatierte *Le Monde* bereits zwei Tage vor Merkels großzügiger Formulierung, dass Deutschland seine Vorstellungen zur Frage der Wirtschafts-

regierung durchgesetzt habe („Berlin impose sa vision de l'Europe économique“).

Um die Frage, ob wir eine Wirtschaftsregierung brauchen, zu beantworten, werden im Anschluss an einen Vorschlag zur Definition zunächst die frühen Konzepte einer europäischen Wirtschaftsregierung sowie die französischen Vorstellungen aus der Vorbereitungs- und Gründungsphase der EWWU dargestellt. Anschließend werden aktuellere Konzeptionen diskutiert, die seit Beginn der EWWU entwickelt wurden und teilweise auch als Reaktion auf die aktuelle Staatsschuldenkrise in der EU vorgeschlagen wurden. Vor diesem Hintergrund werden dann die wesentlichen Argumente für die hier vertretene Position erläutert, dass die EU keine Wirtschaftsregierung im Sinne eines *gouvernement économique* benötigt, sondern eine gestärkte wirtschaftspolitische Koordination durch ein verbessertes System der *economic governance*.

## 2. DEFINITION UND STATUS QUO

Die interpretationsoffene Unbestimmtheit hinter dem Schlagwort „Europäische Wirtschaftsregierung“ ist für Ziele der strategischen Kommunikation in der Wirtschaftspolitik günstig<sup>1</sup>, nicht jedoch für den Versuch, in der unübersichtlichen Debatte zur gedanklichen Klarheit beizutragen. Ein sinnvoller Vorschlag zur Definition knüpft am Wort „Regierung“ an und leitet daraus mit Blick auf Entscheidungsmodi und Interaktionsstrukturen den spezifischen Gehalt einer europäischen Wirtschaftsregierung ab (Heise und Görmez-Heise 2010, S. 7): „Mit ‚Government‘ ist ein hierarchisches Entscheidungs- und Durchsetzungssystem gemeint, bei dem monokratisch getroffene Entscheidungen als Anweisungen an subordinierte Stellen (Verwaltung) weitergegeben werden, die ihrerseits diese Anweisungen in die Tat umsetzen müssen – ein vertikal-lineares Ziel-Mittel-System also, in dem die Bereitstellung öffentlicher Güter zentrale Regulierungskompetenz und – vor allem im Bereich

der Wirtschafts- und Sozialpolitik – den Zugriff auf finanzielle Ressourcen erfordert. [...] ‚Governance‘ hingegen kennt keine hierarchischen Beziehungen bei der Zielfindung und -durchsetzung, sondern baut auf Kommunikation und Verhandlungen, bei denen in netzwerkartiger – horizontaler – Interaktionsstruktur ein Konsens (Festlegung der Kooperationsbeiträge) erzielt werden muss.“

Bewertet man den Status quo der EWWU auf Grundlage dieser Definitionen, dann erfüllt nur die supranational in der Europäischen Zentralbank zentralisierte Geldpolitik die Kriterien von „Government“, während alle anderen Bestandteile des wirtschaftspolitischen Koordinationsnetzwerkes – neben dem *Acquis Communautaire* sind hier die Offene Methode der Koordinierung, der Europäische Makrodialog sowie der Stabilitäts- und Wachstumspakt zu nennen – als Koordinationsverfahren im Sinne von „Governance“ zu bewerten sind (vgl. a.a.O.). Die hier zum Ausdruck kommende Asymmetrie zwischen der Geldpolitik einerseits und allen anderen Bereichen der Wirtschaftspolitik andererseits hat die Debatte über eine Europäische Wirtschaftsregierung von Anfang an geprägt.

### 3. FRÜHE KONZEPTE

Die Idee einer europäischen Wirtschaftsregierung war anfangs ein integraler Bestandteil der Pläne für das Projekt der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU). So schlug der Werner-Report bereits 1970 vor, dass parallel zur Gründung einer europäischen Zentralbank „Eurofed“ auch eine föderales Entscheidungszentrum für die übrige Wirtschaftspolitik („Centre de Décision pour la Politique économique“) etabliert werden sollte. Allerdings wurde der Plan des luxemburgischen Premierministers Pierre Werner vom Europäischen Rat im Februar 1971 nur mit Einschränkungen in Bezug auf die Wirtschaftsregierung verabschiedet (in Form einer deutlich verzögerten Einführung dieses Elements) und letztlich, aufgrund veränderter weltwirtschaftlicher Rahmenbedingungen, vollständig fallengelassen (vgl. Verdun 2003, S. 12).

Das Thema blieb in der EU jedoch auf der Agenda, und die Einführung einer europäischen Wirtschaftsregierung zur Ermöglichung einer EU-Fiskalpolitik galt weiterhin als ein notwendiger Bestandteil für eine Wirtschafts- und Währungsunion. So empfahl der MacDougall-Report 1977, dass im Zuge einer Währungsunion der EU-Haushalt in drei Schritten auszuweiten sei: zunächst auf zwei Prozent bis 2,5 Prozent in der Vorbereitungsphase, zu Beginn der Währungsunion auf fünf Prozent bis sieben Prozent und schließ-

lich, sollte die EU eine föderale Union vergleichbar den USA werden, auf einen Anteil von 25 Prozent des EU-Sozialprodukts. (Zur Einordnung: Der EU-Haushalt im Jahr 2010 beträgt 141,5 Milliarden Euro und entspricht damit 1,2 Prozent des Bruttonationaleinkommens der 27 EU-Mitgliedstaaten.) Ausgangspunkt der von der EU-Kommission beauftragten Arbeitsgruppe unter Vorsitz von Donald MacDougall, dem Chefökonom der britischen Industrieverbandes CBI, war die Frage, wie groß automatische Stabilisatoren auf föderaler Ebene sein müssen, damit länderspezifische Schocks auf die Wirtschaftsentwicklung durch das föderale EU-Budget ausgeglichen werden können. Die Empfehlungen des MacDougall-Reports haben zwar bis heute im EU-Budget keinen Niederschlag gefunden, allerdings dürften seine Analysen mittelbar zur Begründung der EU-Strukturfonds und der verschiedenen Kohäsionspolitiken beigetragen haben.

Gegen Ende der 1980er Jahre wurde das Projekt einer europäischen Währungsunion zunehmend konkreter. Aber das Thema einer in Teilen föderalen Fiskalpolitik und die Idee einer europäischen Wirtschaftsregierung spielten nicht mehr die zentrale Rolle, die sie noch in den Studien von Werner und MacDougall innegehabt hatten. Ein gemeinsames EU-Budget mit automatischen Stabilisatoren auf Ebene der Währungsunion wurde nun nicht mehr für nötig gehalten. Man war einerseits davon überzeugt, dass es landesspezifische Schocks ohnehin kaum geben dürfte (abgesehen von dem singulären Ereignis der deutschen Wiedervereinigung) und regionale Schocks ohnehin wichtiger sein würden. Zum Ausgleich der relevanten regionalen Schocks sollten die auf der nationalen Ebene wirkenden Mechanismen ausreichen. Andererseits, und dies dürfte das entscheidende Motiv gewesen sein, konnte eine realistische Lageeinschätzung nur zu dem Schluss führen, dass es absehbar keinen ausreichenden politischen Willen für die Zentralisierung größerer Budgetanteile auf der europäischen Ebene gab (vgl. Verdun 2003, S. 16).

Hinzu kam, dass sich zwischenzeitlich in entscheidenden Mitgliedstaaten ein wirtschaftspolitischer Paradigmenwechsel vom Keynesianismus zum Monetarismus vollzogen hatte (vgl. Heipertz und Verdun 2004, S. 771 f.). In den Texten der 1960er und 1970er Jahre steht erkennbar die Idee einer „Menükarte der Wirtschaftspolitik“ im Hintergrund, aus deren Angeboten in Form verschiedener Bündel von Inflation einerseits und Arbeitslosigkeit andererseits die Politik mit dem richtigen *Policy Mix* von Geld- und Fiskalpolitik auswählen kann, wie es der deutsche Bundeskanzler Helmut Schmidt in einem berühmt gewordenen Zitat zum Ausdruck brachte („Mir sind



fünf Prozent Inflation lieber als fünf Prozent Arbeitslosigkeit.“) Doch nachdem Theorie und Empirie die Idee einer kurz- wie langfristig stabilen Wechselwirkung zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation („Phillips-Kurve“) widerlegt hatten – theoretisch durch die Arbeiten der späteren Wirtschaftsnobelpreisträger Milton Friedman und Edmund S. Phelps, empirisch durch die Erfahrung der Stagflation mit hoher Arbeitslosigkeit trotz hoher Inflationsraten in den 1970er Jahren –, rückten in den Konzepten für eine europäische Währungsunion andere Fragen, vor allem die wirksame Begrenzung nationaler Budgetdefizite und Staatsschulden, in den Vordergrund. Mit den 1991 auf dem Maastricht-Gipfel beschlossenen Kriterien für die Qualifikationsphase zur Währungsunion sowie der *No-Bail-Out*-Klausel und den Grenzwerten des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) wurden die bis heute gültigen, wenn auch in der SWP-Reform des Jahres 2005 verwässerten und angesichts jüngster Erfahrungen offensichtlich nicht ausreichenden Antworten auf die nun im Zentrum des Interesses stehenden Herausforderungen gegeben.

#### 4. FRANZÖSISCHE INITIATIVEN

Frankreich beharrte in der Vorbereitungsphase der EWWU hartnäckig darauf, dass in Parallelität zur europäischen Geldpolitik der Europäischen Zentralbank auch einer europäischen Wirtschaftsregierung notwendig sei. Als zentrale Gegenspieler in dieser Frage kristallisierten sich Kommissionspräsident Jacques Delors einerseits und andererseits der damalige Bundesbankpräsident Karl-Otto Pöhl heraus. Während Pöhl für ein ordoliberales Konzept stand, das in der Fiskalpolitik klar definierte Regeln gegenüber einer diskretionären Politik präferierte, stand Delors für die französische Tradition eines wirtschaftspolitischen Aktivismus (*dirigisme*), aus dessen Sicht die Politik letztlich in allen wirtschaftspolitisch relevanten Fragen, also auch in der Geldpolitik, das letzte Wort haben sollten (vgl. Verdun 2003, S. 20; Howarth 2007).

Weil schnell deutlich wurde, dass es eine europäische *Währungsunion* nur entlang der deutschen Vorstellungen oder gar nicht geben würde, setzte Frankreich in den Verhandlungen alles daran, zumindest die *Wirtschaftsunion* nach seinen Vorstellungen zu prägen, um sich zumindest rhetorisch als Co-Architekt der EWWU darstellen zu können (vgl. Verdun 2003, S. 22; Howarth 2007). Der Vorschlag eines *gouvernement économique* wurde vom französischen Finanzminister Pierre Bérégovoy erstmalig im Dezember 1990 formuliert und in der französischen Blaupause für den EWWU-Vertrag vom 10. Januar 1991 dokumentiert.

Der französische Vertragsentwurf betont, „dass auf der ganzen Welt die Zentralbanken zur Wahrnehmung ihrer geldpolitischen Verantwortung einen Dialog mit den Regierungen führen, die für den Rest der Wirtschaftspolitik verantwortlich sind. Diese Parallelität zwischen wirtschafts- und geldpolitischen Vorschlägen zu ignorieren [...] könnte zum Scheitern führen.“ (zitiert nach Verdun 2003, S. 20, eigene Übersetzung).

Jenseits des abstrakten Hinweises auf die für notwendig gehaltene Parallelität zwischen Geld- und Fiskalpolitik mangelte es jedoch nicht diesem Vorschlag für eine europäische Wirtschaftsregierung an Konkretion. Daraus resultierte die fortwährende Verunsicherung, was Frankreich mit dieser und ähnlichen Initiativen zu späteren Zeitpunkten bezweckte. Die wohlmeinende Interpretation unterstellt, dass nur eine ausreichende wirtschaftspolitische Koordinierung in der späteren Eurozone sichergestellt werden sollte, andere Stimmen gehen davon aus, dass Frankreichs Ziel letztlich darin bestand, die Unabhängigkeit der nach dem Vorbild der Deutschen Bundesbank entstehenden Europäischen Zentralbank zu beschränken. Detaillierte Analysen legen nahe, dass letztlich keine einheitliche französische Position existierte, sondern je nach Zeitpunkt und Akteur vier verschiedene, sich teilweise überlappende Stoßrichtungen mit dem Vorschlag einer europäischen Wirtschaftsregierung verbunden waren (vgl. Howarth 2007, S. 1066 ff.): Erstens das Bestreben, einen effektiven Politik-Mix zu erreichen, in dem das EZB-Primat der Preisstabilität durch wirtschaftspolitische Akzente für Wachstum und Beschäftigung relativiert wird; zweitens das Ziel, das französische Modell des wirtschaftspolitischen Voluntarismus, der auf gezielte Interventionen und Industriepolitik setzt, auf europäischer Ebene zu etablieren (etwa über europäische Arbeitsmarktstrategien und defizitfinanzierte europäische Infrastrukturprogramme); drittens die Etablierung einer auf die Euro-Mitgliedstaaten beschränkten Institution, die als Koordinierungsarena der nationalen Fiskalpolitiken und als zentraler Ansprechpartner der EZB dienen sollte; sowie viertens die tatsächliche Herausforderungen und Begrenzung der operativen Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank.

Das letzte, aus deutscher Sicht völlig unakzeptable Ziel, spielte in der französischen Innenpolitik tatsächlich immer wieder eine große Rolle. Bereits im Sommer 1992 versicherte Staatspräsident François Mitterand vor dem französischen Maastricht-Referendum im Fernsehen, dass die Politik im Rahmen der künftigen EWWU der Zentralbank natürlich Anweisungen erteilen könne. Mitterands Berater ruderten

nach dem energischen Protest aus anderen Mitgliedstaaten, insbesondere aus Deutschland, zurück und taten alles, um diese Aussage zu relativieren. Aber die Skepsis über die Motivation der französischen Vorschläge für ein „gouvernement économique“ blieb bestehen (vgl. Verdun 2003, S. 21 f.) – auch weil das Motiv, die Unabhängigkeit der EZB zu beschneiden, zumindest in Frankreichs Innenpolitik immer wieder eine Rolle spielte. So mahnte Staatspräsident Jacques Chirac in seiner Fernsehansprache zum Nationalfeiertag am 14. Juli 2004 eine Korrektur des zu niedrigen Inflationsziels an, sein damaliger Finanzminister Nicolas Sarkozy forderte kurz darauf im Juni 2004, dass die EZB sich an der amerikanischen Fed orientieren und neben Preisstabilität auch Wirtschaftswachstum ein explizites Ziel ihrer Politik sein sollte. Im Präsidentschaftswahlkampf des Jahres 2007 kritisierte Sarkozy den Fokus der Preisstabilität erneut und das Wahlprogramm seiner Herausforderin Ségolène Royal beinhaltete die Forderung, dass Beschäftigungsförderung zu einem in den EZB-Statuten vorgeschriebenen Ziel der Geldpolitik werden müsse. Bereits im Dezember 2006 hatte die Präsidentschaftskandidatin der sozialistischen Partei eine Zinserhöhung der EZB scharf kritisiert und gefordert, dass die Zentralbank der politischen Kontrolle unterworfen werden müsse, da es nicht ihre Aufgabe sein könne, die Zukunft der europäischen Volkswirtschaften zu bestimmen („commander“).

Es spricht viel dafür, dass es keine eindeutige französische Position zur genauen Ausgestaltung einer europäischen Wirtschaftsregierung gab, weil es sie aufgrund widersprüchlicher Ziele der französischen Politik letztlich gar nicht geben konnte. Denn während einerseits die Prinzipien des *Dirigismus* nahelegten, für einen fiskalpolitischen Gegenspieler zur Europäischen Zentralbank zu werben, so verhinderte die auf ein Höchstmaß an nationaler Souveränität bedachte Tradition des *Gaullismus*, den damit verbundenen Kompetenztransfer von der nationalen auf die europäische Ebene voranzutreiben, wie er in den Konzepten des Werner- und des McDougall-Reports angelegt war. Der Widerstreit zwischen diesen beiden gleichermaßen wirkungsmächtigen Traditionslinien in der französischen Politik führte dazu, dass die Forderungen nach einer Wirtschaftsregierung letztlich inkohärent bleiben mussten (vgl. Howarth 2007).

Den größten Erfolg hatten die französischen Initiativen in Bezug auf das dritte der oben genannten Ziele, einen Rahmen für die Diskussion und Koordination jener wirtschaftspolitischen Fragen durch Überzeugung und *peer pressure* zu etablieren, die hauptsächlich oder ausschließlich die aktuellen Mitglieder der

Eurozone betreffen. Als Finanzminister der sozialistischen Regierung von Lionel Jospin konnte Dominique Strauss-Kahn im Dezember 1997 dieses Ziel als Beschluss des Europäischen Rates durchsetzen. Das von ihm als „Euro-Rat“ präsentierte Gremium wurde nach deutschen Protesten gegen diese irreführende Bezeichnung, die einen in der Verträgen abgesicherten legalen Status suggeriert, in „Euro-X“, dann entsprechend der Mitglieder beim Start der Währungsunion in „Euro XI“ und während der französischen Ratspräsidentschaft im zweiten Halbjahr 2000 schließlich in „Eurogroup“ umbenannt. Mit dem Lissabon-Vertrag erhielt dieses bis dahin informelle Gremium schließlich den legalen Status einer offiziellen EU-Institution, bereits 2004 übernahm der luxemburgische Premier- und Finanzminister Jean-Claude Juncker erstmalig den auf zweieinhalb Jahre angelegten Vorsitz der Gruppe. Zwar fallen alle Entscheidungen nach wie vor im ECOFIN-Rat der EU-Finanzminister, aber bei den Euro-Themen werden sie traditionell entlang der *terms of reference* der am Vortag tagenden Eurogruppe gefällt – erst Recht seit dem Lissabon-Vertrag, der Stimmrecht im ECOFIN-Rat bei Euro-Themen auf die Mitglieder der Eurozone beschränkt (vgl. Dehousse et al. 2010, S. 73 f.). Die Tatsache, dass an den Treffen der Eurogruppe neben den nationalen Finanzministern (plus jeweils einem Berater) auch der EU-Kommissar für Wirtschaft und Währung sowie der EZB-Präsident (jeweils ohne Stimmrecht) teilnehmen, zeigt, dass dieses Gremium grundsätzlich alle Akteure vereint, die zur Abstimmung eines Politik-Mix benötigt werden. Die Rollen sind jedoch klar verteilt: Der EZB-Präsident erläutert in der Eurogruppe seine Sicht der Lage, nimmt jedoch keine Handlungsempfehlungen oder gar Weisungen entgegen.

Ist die auf diese Weise konstituierte und seit dem Lissabon-Vertrag institutionell gestärkte Eurogruppe schon eine europäische Wirtschaftsregierung? Mit Blick auf Frankreichs Vorstellungen für ein Gremium, dass internationale Koordination durch Verhandlungen anstrebt ohne dabei einen Kompetenztransfer von der nationalen auf die europäische Ebene zu implizieren, könnte man mit Ja antworten. Legt man jedoch die eingangs vorgestellte Definitionen von Heise und Görzem-Heise (2010) zu Grunde, dann erweist sich die Eurogruppe ganz eindeutig als eine horizontale Interaktionsstruktur im Sinne von *governance* und nicht als ein hierarchisches Entscheidungs- und Durchsetzungssystem im Sinne von *government*.

## 5. EVIDENZ UND UTOPIEN

In den Jahren zwischen dem Start der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion 1999 und dem Scheitern des „Verfassungsvertrages“ in den Referenden in Frankreich und den Niederlanden im Mai und Juni 2005 vollzogen sich zwei für die Diskussion um eine europäische Wirtschaftsregierung relevante Entwicklungen: Einerseits entstand nach und nach empirische Evidenz zur Frage, welche Hypothesen aus der Vorbereitungs- und Gründungsphase der EWWU sich in der Praxis bestätigten – oder auch nicht. Andererseits blieb der Diskussions- und Vorbereitungsprozess für einen europäischen Verfassungsvertrag nicht ohne Rückwirkungen für die Debatte um eine europäische Wirtschaftsregierung. Das Zusammenspiel dieser beiden Entwicklungen führte dazu, dass im Vorfeld der Ernüchterung durch die negativen Referenden die Ideen für eine föderale Wirtschaftsregierung wieder aufgegriffen und weiterentwickelt wurden. Gleichzeitig hatte das Scheitern von immer mehr Mitgliedstaaten an der Defizitgrenze des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, insbesondere aber die von Deutschland und Frankreich im Jahr 2003 politisch erzwungene Aussetzung der Defizitverfahren sowie die daran anschließende Aufweichung des Paktes im März 2005 dafür gesorgt, dass das Thema der institutionellen Architektur der EWWU auf der Tagesordnung blieb.

Bereits im Vorfeld der EWWU waren Befürchtungen geäußert worden, dass eine einheitliche Geldpolitik in einer inhomogenen Währungsunion mit unvollendetem Binnenmarkt, die ganz offensichtlich nicht die von Robert Mundell formulierten Kriterien eines optimalen Währungsraums erfüllt, fast zwangsläufig zur Verstärkung realwirtschaftlicher Divergenzen führen müsse. Ausschlaggebend dafür sei die prozyklische Wirkung des so genannten Realzins-Effekts: Weicht die nationale Inflationsrate oder die Auslastung des Produktionspotenzials (der so genannte ‚Output gap‘) eines Euro-Mitgliedstaates vor dem jeweiligen Durchschnittswert der EWWU ab, dann ist der von der EZB festgelegte Nominalzins aus nationalstaatlicher Perspektive nicht mehr optimal, sondern entweder zu hoch oder zu niedrig, und trägt so zur Verstärkung der jeweiligen Trendabweichung bei. Überdurchschnittlich stark wachsende Länder sehen sich zu niedrigen Realzinsen gegenüber und geraten in die Gefahr konjunktureller Überhitzung; Länder mit unterdurchschnittlicher Wirtschaftsentwicklung werden durch die Konfrontation mit zu hohen Realzinsen noch tiefer in die Konjunkturkrise gedrückt. Die nationalen Lohn- und Fiskalpolitik seien daher gefordert, um die sich andernfalls selbst verstärkende Trendabweichung zu korrigieren.

Dem Realzinseffekt wirken als quasi-automatische Anpassungsmechanismen vor allem flexible Preise und Löhne, die Mobilität von Produktionsfaktoren sowie die realen Wechselkurse entgegen. Optimistische Einschätzungen gingen davon aus, dass diese Mechanismen in der EWWU hinreichend wirksam sind und insbesondere der antizyklische Realwechsellkurs-Effekt stärker sein dürfte als der prozyklische Realzins-Effekt (vgl. Frankel und Rose 1998). Skeptiker hingegen haben von Anfang an darauf hingewiesen, dass Europa nicht zuletzt durch stärkere Gewerkschaften signifikant höhere Lohnrigiditäten als die USA aufweise, die Arbeitskräftemobilität wegen nationaler Arbeitsmarktregulierungen und des Problems der Sprachbarrieren noch auf lange Sicht vergleichsweise gering sein werde, ein erheblicher Teil der Wirtschaftskraft auf räumlich fixierten Produktionsfaktoren basiere und es daher gute Gründe geben, den Realzins-Effekt stärker einzuschätzen als den Realwechsellkurs-Effekt (vgl. Enderlein 2004).

Die Evidenz der ersten Jahre deutete stark darauf hin, dass sich der Optimismus, die EWWU würde durch die flexiblen Anpassungsmechanismen auf nationaler Ebene von allein („endogen“) immer mehr zu einem optimalen Währungsraum, nicht bewahrheitet hat. Empirische Analysen kamen zu dem Ergebnis, dass einzelne Länder nachhaltig von der Durchschnittsentwicklung abweichen und der Realzins-Effekt in den ersten Jahren der EWWU offenbar stärker war als der Realwechsellkurs-Effekt.<sup>2</sup> Vor diesem Hintergrund wurde dafür argumentiert, dass die nationalen Fiskalpolitiken von der Zwangsjacke des Stabilitäts- und Wachstumspaktes befreit werden sollten (so beispielsweise Enderlein (2004): „Break it, don't fix it.“) oder die Einrichtung eines europäischen Transfermechanismus zur konjunkturellen Stabilisierung angestrebt werden sollte (vgl. Dullien und Schwarzer 2005). Während der erste Vorschlag eine stärkere Re-Nationalisierung der Wirtschaftspolitik impliziert, weist ein europäischer Transfermechanismus eindeutig in Richtung einer europäischen Wirtschaftsregierung.

Parallel zu diesem evidenzbasierten Diskursstrang leitete eine stärker politökonomisch gestützte Analyse aus der immer stärkeren Verflechtung der europäischen Volkswirtschaften, insbesondere in der Eurozone, die zunehmende Relevanz von „Europäischen Öffentlichen Gütern“ ab. Deren Bereitstellung durch die Politik könne nur dann demokratischen Standards genügen und das vermeintliche „demokratische Defizit“ der Europäischen Union beheben, wenn sie im Rahmen einer stärker föderal entwickelten Union erfolge (vgl. Boyer und Dehove 2001; Collignon 2003a und 2003b). Aus dieser Perspektive wird eine europä-



ische Wirtschaftsregierung nicht mehr als fiskalpolitisches Gegenstück zur Europäischen Zentralbank konzipiert und begründet, sondern als ein Ressort einer zukünftigen Europäischen Regierung mit eigener Verwaltung, deren Nukleus in der heutigen EU-Kommission gesehen wird (Collignon 2009, S. 85 f.): „[...] the College of Commissioners should become the political decision-making body that is fully accountable to the European Parliament, while the Commission Service should become the European administration that works for the European government.“

## 6. AKTUELLE VORSCHLÄGE

In der aktuellen Staatsschuldenkrise von Ländern in der Peripherie der Eurozone wurde eine Reihe von Vorschlägen unter dem Stichwort „Europäische Wirtschaftsregierung“ wieder aufgegriffen oder neu entwickelt. Stellvertretend sollen hier fünf Vorschläge kurz dargestellt werden:

- *Europäisches Budget und Eurobonds*: Vorschläge für ein zentrales europäisches Budget in einer makroökonomisch relevanten Größenordnung knüpfen an die Analysen im Werner- und McDougall-Report an (De Grauwe 2009, De Grauwe und Moesen 2009, De Grauwe 2010). Sie halten die gegenwärtige Größe des Haushalts von 1,2 Prozent des EU-BIP für völlig unzureichend für die notwendige Stabilisierungspolitik, andererseits die in den früheren Reports angepeilte Größenordnung von 25 bis 30 Prozent weder für notwendig noch für politisch machbar. Im Zentrum dieser Vorschläge steht daher die Einführung gemeinsame Schuldtitel der EU-Mitgliedstaaten, so genannter *Eurobonds*, die dem EU-Haushalt in konjunkturell ungünstigen Zeiten ein kreditfinanziertes *deficit spending* ermöglichen sollen. Die akquirierten Mittel sollen den Mitgliedstaaten entsprechend ihrer Kapitalanteile an der Europäischen Investitionsbank (EIB) zugeteilt werden. Die Verzinsung dieser Euro-Anleihe soll dem (gewichteten) Durchschnitt der nationalen Staatsanleihen entsprechen. Um jede Form der Umverteilung zu verhindern, sollte jede nationale Regierung aber jenen Zins auf die Zuteilung entrichten, den sie bei ihren national begebenen Schuldtiteln zu zahlen hat. Auch Mabett und Schelkle (2010) plädieren für eine Euro-Schuldverschreibung, streben allerdings eine deutlich weitergehende Verwendung an. In ihrem Konzept sollen *Eurobonds* nicht nur als Notfinanzierung das *deficit spending* in Krisenzeiten ermöglichen, sondern grundsätzlich zur Koordinierung der nationalen Finanzpolitiken in der Eurozone genutzt werden. Die Mitgliedsländer sollten die Höhe der von der EIB begebenen Euro-Staatsanleihe für den

gesamten Euro-Raum festlegen. Im Gegensatz zum Vorschlag von De Grauwe würde den einzelnen Ländern auch kein landesspezifischer Zins berechnet, sondern der Durchschnittszins der nationalen Zinssätze gelten. Von Depla und von Weizsäcker (2010) stammt der detailliert ausgearbeitete Vorschlag für europäische *Blue Bonds* zu einem gemeinsamen Zinssatz, die um nationale *Red Bonds* zum landesspezifischen Zinssatz ergänzt werden können. Darvas (2010) sieht darin die Lösung für Probleme der finanzpolitischen Koordinierung in EU und Eurozone.

- *Einführung automatischer Stabilisatoren für die Eurozone*: Dieser Vorschlag zielt darauf ab, den Mangel an finanzpolitischer Stabilisierung in der EWWU durch die Verankerung automatischer Stabilisatoren auf Ebene der EU beziehungsweise der Eurozone zu beheben. Dazu werden zwei Alternativen vorgeschlagen: Entweder eine europäische Basisarbeitslosenversicherung, wobei Höhe und Bezugsdauer durch nationale Regelungen aufgestockt werden könnten, oder die Teil-Finanzierung des EU-Haushalts durch eine europäische Körperschaftsteuer, die als Mindestbesteuerung ebenfalls durch nationale Zuschläge erhöht werden könnte (vgl. Dullien und Schwarzer 2009a). Beide Vorschläge zielen darauf ab, ohne Schaffung einer neuen Bürokratie einen automatisierten Finanztransfer so zu bewirken, „dass über den Konjunkturzyklus jedes einzelne Land in etwa netto genauso viel in das System einzahlt, wie es herausbekommt.“ (Dullien 2008, S. 18). Die Arbeitslosenversicherung sollte von der EU-Kommission verwaltet aber von den bestehenden nationalen Arbeitslosenversicherungssystemen administriert werden (vgl. Dullien 2008; Dullien/Schwarzer 2009a).
- *Externer Stabilitätspakt zur Berücksichtigung übermäßiger Ungleichgewichte*: Dieser Vorschlag setzt an den Leistungsbilanz-Ungleichgewichten zwischen den EWWU-Mitgliedstaaten an und sieht vor, dass Leistungsbilanzdefizite, aber auch -überschüsse durch ein strukturiertes Verfahren korrigiert werden müssen, das dem Defizitverfahren des Stabilitäts- und Wachstumspaktes vergleichbar ist (Mahnung, Rückführungsplan, Sanktionen bei Nichteinhaltung). Die Maßnahmen zum Abbau von Leistungsbilanzungleichgewichten sollen vollständig in nationaler Verantwortung liegen, die vorgeschlagenen und möglichst automatisch greifenden Sanktionen (Strafzahlungen, Ausschluss von EU-Projekten) sollen jedoch von der Europäischen Kommission überwacht werden (vgl. Dullien/Schwarzer 2009b).

- *Europäische Haushaltspolitik und Koordinierung nationaler Lohnpolitiken:* Dieser Vorschlag reanimiert nahezu vollständig die ursprünglichen Empfehlungen des Werner-Reports, ergänzt um Überlegungen zur zentralen Steuerung nationaler Lohnentwicklungen. Zur Steuerung der Lohnpolitiken wird einerseits ein europäischer Koordinationsmechanismus vorgeschlagen, der von der Europäischen Kommission moderiert werden soll, und andererseits ein europäisch definierter Mindestlohn in allen 27 Mitgliedstaaten der EU gefordert, der 60 Prozent des im jeweiligen Mitgliedsland herrschenden Durchschnittslohns betragen sollte (Busch 2010, S. 7).
- *Wirtschaftsregierung mit Haushaltsausschuss der nationalen Parlamente:* Dieses Konzept schlägt einerseits eine europäische Wirtschaftsregierung vor, die aus einem präventiven und einem reaktiven Arm besteht. Präventiv sollen die Mitgliedstaaten im Rahmen einer „Koordinierungspflicht“ ihre Wirtschaftspolitiken mit dem Ziel aufeinander abstimmen, das Entstehen makroökonomischer Ungleichgewichte vor allem über die Koordination von Lohn- und Steuerpolitiken zu verhindern. (Als Koordinationsgrundlage werden sowohl einheitliche Mindeststeuersätze als auch ein der relativen Höhe nach identischer Mindestlohn in Höhe von mindestens 50 Prozent des durchschnittlichen nationalen Bruttoverdienstes gefordert.) Gelingt dies nicht, dann soll eine zentrale Wirtschaftsregierung jedoch die Kompetenz besitzen, die zur Begrenzung und Rückführung der Ungleichgewichte notwendigen Maßnahmen zu ergreifen. Darüber hinaus wird vorgeschlagen, dass das außenwirtschaftliche Gleichgewicht als zusätzliche Zielgröße im Stabilitäts- und Wachstumspakt integriert wird (inklusive Sanktionen bei Defiziten oder Überschüssen im Intra-EU-Handel von mehr als drei Prozent des BIP). Zusätzlich soll ein Gemeinschafts-Haushaltsausschuss aus Vertretern der nationalen Parlamente die nationalen Haushaltsentwürfe der EWWU-Mitgliedstaaten überprüfen und, wo es geboten erscheint, Änderungen empfehlen (Arbeitskreis Europa 2010, S. 7): „Ein solcher Frühwarn-Mechanismus hätte den Vorteil, dass die Beurteilung auf eine rein mitgliedstaatliche Koordination zurückginge, mit keinerlei Sanktionen verknüpft wäre, eine Beteiligung der Kommission entbehrlich wäre und es nicht zu einer Verletzung der verfassungsrechtlich dem Bundestag zugewiesenen Budgethoheit käme.“

## 7. GEGENARGUMENTE

Gegen die verschiedenen Vorschläge zur Etablierung einer Europäischen Wirtschaftsregierung können im Wesentlichen sechs Gegenargumente formuliert werden:<sup>3</sup>

- *Gefährdung der Unabhängigkeit der Zentralbank:* Fast alle Schritte in Richtung einer europäischen Wirtschaftsregierung bergen das Risiko in sich, die Unabhängigkeit der EZB und damit ihren Auftrag der Preisstabilität zu gefährden – sei es, weil die EZB explizit zu einer *ex ante* – Koordination im Sinne eines Politik-Mix genötigt werden soll, sei es weil ein signifikant vergrößerter EU-Haushalt mit eigener Verschuldungsoption über Eurobonds perspektivisch einen Druck zur Inflationierung der über die Jahre entstandenen EU-Schulden bewirken könnte (vgl. Fahrenschoen 2010, S. 7; Kösters 2010, S. 89).
- *Missachtung von nationaler Souveränität und Subsidiaritätsprinzip:* In der wirtschaftspolitischen Analyse bietet es sich häufig an, die USA als scheinbar natürlichen Maßstab für die EU beziehungsweise die Eurozone heranzuziehen. Dabei wird jedoch oft verkannt, dass die EU eben keine umfassende politische Union ist, sondern eine Entität *sui generis*. Ihr sollten daher keine im nationalstaatlichen Kontext gültigen Schablonen übergestülpt werden. Das Lissabon-Urteil des Bundesverfassungsgerichts und der neu im EU-Vertrag verankerte Subsidiaritäts-Check schieben der weiteren Aushöhlung der nationalen Souveränität daher zu Recht einen Riegel vor. Der Souveränitätscheck weist in eine andere, durchaus vielversprechende Richtung: Die Parlamente der Mitgliedstaaten können vom weitgehend unbeteiligten Zuschauer zum einflussreichen Akteur der europäischen Politik werden und so stärker zu ihrer demokratischen Legitimierung beitragen (vgl. Dehousse et al. 2010, S. 111 ff.).<sup>4</sup>
- *Risiken und Nebenwirkungen diskretionärer (Fiskal-) Politik:* Die Probleme der diskretionären Fiskalpolitik – vor allem die Erkenntnis-, Entscheidungs- und Wirkungsverzögerungen sowie das selten gelungene Vorhaben, *deficit spending* im Abschwung durch Einsparungen im anschließenden Aufschwung vollständig auszugleichen – haben zu einem weitreichenden Konsens geführt, dass den automatischen Stabilisatoren des Steuersystems und der Sozialversicherungen die Stabilisierungsfunktion überlassen werden sollte – mit Ausnahme ganz extremer Einbrüche der wirtschaftlichen Aktivität, wie sie zuletzt in den Jahren 2008 und 2009 aufgetreten sind.

Die Argumente gegen eine diskretionäre Fiskalpolitik gelten erst Recht auf Ebene der EU, wo zu Erkenntnis-, Entscheidungs- und Wirkungsverzögerungen noch mannigfaltige Koordinationsprobleme hinzutreten. Diese Probleme gelten in ähnlicher Form auch für die Ideen, die Überwachung und Koordinierung von Wettbewerbsfähigkeit und Ungleichgewichten auf europäischer Ebene anzusiedeln. Gros und Alciadi (2010) zeigen, dass verschiedene Antworten auf die Frage, welches das richtige Basisjahr zur Beurteilung von Lohnentwicklungen und damit verbundenen Verschiebungen in der Wettbewerbsfähigkeit ist, zu völlig unterschiedlichen Schlussfolgerungen führen können.

- *Nivellierung statt Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit*: Überlegungen, dass eine Wirtschaftsregierung nationale Lohnentwicklungen zur Begrenzung von Ungleichgewichten innerhalb des Euroraums beeinflussen sollte, bergen die Gefahr, dass die internationale Wettbewerbsfähigkeit auf ein europäisches Mittelmaß nivelliert wird und der gerade für Exportnationen ausschlaggebende Maßstab der wichtigsten Konkurrenten im internationalen Kontext dabei aus dem Blick gerät (vgl. Fahrenschon 2010, S. 7).
- *Verdrängung von Marktmechanismen durch zentrale Politiksteuerung*: Viele Blaupausen für eine europäische Wirtschaftsregierung sind von großer Marktskepsis und ebenso großem Politik- beziehungsweise Steuerungsoptimismus geprägt. Die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise mit dem eklatanten Versagen vieler Banken sowie der Rating-Agenturen und dem anschließend weitgehend erfolgreichen Krisenmanagement der Regierungen dient als scheinbar plausible Rechtfertigung dieser Einschätzung. Dabei wird jedoch übersehen, dass die spezifischen Probleme in der Eurozone eher aus verschiedenen Beschränkungen von Marktmechanismen resultieren und gerade nicht auf das ungehemmte Spiel von Angebot und Nachfrage zurückgeführt werden können. So unterblieb, weil die *No-Bail-Out*-Klausel offenbar seit Beginn der EWWU aus Sicht der Finanzmärkte nicht glaubwürdig war, eine angemessene Preisdifferenzierung bei den Staatsanleihen der verschiedenen Euro-Mitgliedstaaten, was eine erhebliche Fehlallokation der Kapitalströme in Europa begünstigt hat. Große Rigiditäten auf den Arbeitsmärkten in der südlichen Peripherie der Eurozone, beispielsweise die weit verbreitete Inflationsindexierung in Spanien, führten darüber hinaus dazu, dass sich selbst verstärkende nationale Preis-Lohn-Spiralen mit entsprechend negativen Folgen für die Wettbewerbsfähigkeit entstehen konnten (vgl. Sinn 2010).
- *Wandel von der Stabilitäts- zur Transferunion*: Die EWWU-Verfassung des Maastricht-Vertrages setzte zu Recht auf das Prinzip, die Zentralisierungsvorteile einer gemeinsamen Geldpolitik zu nutzen und zugleich die Verantwortung der Mitgliedstaaten in der Fiskal- und der Tarifparteien in der Lohnpolitik weitgehend zu erhalten. Durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt sollte sichergestellt werden, dass die wachstumsfreundlichen Bedingungen geringer Inflation und niedriger Zinsen nicht durch unverantwortliche nationale Fiskalpolitiken und gezieltes Trittbrettfahrer-Verhalten gefährdet werden können. Die gegenwärtige Krise offenbart, dass es hier Reformbedarf im Sinne einer engeren wechselseitigen Überwachung mit intensiverer *peer pressure* und stärker automatisierten Sanktionsmechanismen gibt. Völlig falsch wäre es jedoch, den Weg in eine föderale Transferunion anzustreben, nur weil dieses Modell im nationalstaatlichen Kontext verwirklicht ist. Die Anreizprobleme des deutschen Länderfinanzausgleichs und die dadurch begünstigten Schuldenberge in den Bundesländern sind gerade kein Modell für Europa, sondern ein abschreckendes Beispiel (vgl. Fahrenschon 2010, S. 7).

## 8. FAZIT

Die europäische Wirtschafts- und Währungsunion, in der die Geldpolitik auf supranationaler Ebene zentralisiert ist aber die Verantwortung für Fiskal- und Lohnpolitik von den nationalen Regierungen und Tarifpartnern wahrgenommen werden muss, ist ohne Frage ein anspruchsvolles Konzept. Dieses asymmetrische Modell entspricht nicht den nationalstaatlichen Blaupausen oder der Empfehlung der Theorie des fiskalischen Föderalismus, der zufolge die Aufgabe der fiskalpolitischen Stabilisierung auf der höchsten Ebene angesiedelt werden sollte. Aber die institutionelle Architektur der EWWU repräsentiert den in Maastricht vereinbarten und zuletzt im Lissabon-Vertrag bekräftigten Konsens, die ökonomischen Vorteile einer Währungsunion zu realisieren ohne dabei die Souveränität in der nationalen Fiskal- und Lohnpolitik weitgehend aufzugeben. Spannungen und Fliehkräfte, die aus der einheitlichen Geldpolitik bei unterschiedlichen konjunkturellen Entwicklungen der Mitgliedstaaten resultieren können, müssen daher vor allem durch nationale Struktur- und Fiskalpolitik sowie eine die Erfordernisse der Währungsunion berücksichtigende Lohnpolitik verhindert oder ausgeglichen werden. Der Eurogruppe kommt dabei die wichtige Funktion zu, im Dialog einen Konsens über die notwendigen Reformen zu etablieren und über *peer pressure* darauf hinzuwirken, dass der Einsicht auch Taten folgen.

Dass dieses *policy assignment* als eine sinnvolle und klar abgesteckte Aufgabenverteilung zwischen Europäischer Zentralbank, EU-Ebene und Mitgliedstaaten funktionieren kann, zeigt nicht zuletzt die Entwicklung in Deutschland: Nachdem ein zu hoher Wechselkurs beim Eintritt in die Währungsunion dazu geführt hatte, dass Deutschland sich über mehrere Jahre mit einer zu restriktiven Geldpolitik konfrontiert sah, haben die Strukturreformen der Politik im Rahmen der Agenda 2010 und moderate Lohnabschlüsse der Tarifpartner die notwendige Anpassung ermöglicht – und zugleich die Anpassungsfähigkeit und die Flexibilität auch für die Zukunft erhöht. Vor einer vergleichbaren Aufgabe stehen jetzt Mitgliedstaaten der südlichen und nördlichen Peripherie der Eurozone, insbesondere Griechenland, Portugal, Spanien und Irland.

Die Wirtschafts- und Währungsunion selbst muss an einzelnen, grundlegenden Stellen reformiert, aber nicht revolutioniert werden. Drei Maßnahmen sollten im Mittelpunkt stehen: Notwendig ist erstens eine verbesserte wirtschaftspolitische Überwachung von strukturellen Fehlentwicklungen, welche die einzelnen Mitgliedstaaten frühzeitig auf notwendigen Struktur-reformen hinweist. Dabei sollten flexibilisierende Maßnahmen im Vordergrund stehen, die einerseits die Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedstaaten erhöhen und andererseits durch schnellere Anpassungsreaktionen zum besseren Funktionieren der Währungsunion beitragen (vgl. Kösters 2009, S. 135). Zweitens muss ein gestärkter Stabilitäts- und Wachstumspakt die Solidität der Staatsfinanzen nachhaltig sichern und dabei dem für die Tragfähigkeit wichtigen Kriterium des akkumulierten Schuldenstandes größere Bedeutung als bisher beimessen. Drittens ist es richtig, dass die Bundesregierung auf dem EU-Gipfel im Oktober 2010 eine beschränkte Veränderung des Lissabon-Vertrages durchgesetzt hat, um einen permanenten Krisenmechanismus mit Vorkehrungen für eine möglichst geordnete Staatsinsolvenz unter Beteiligung der privaten Gläubiger zu etablieren. Denn das dreifache Nein des Maastricht-Vertrages – kein *Bail-Out*, kein Austritt, keine Insolvenz – hatte sich unter dem Druck der Märkte im Mai 2010 als nicht stabil erwiesen. Der dauerhafte Krisenmechanismus muss einerseits dem Prinzip der europäischen Solidarität durch die Möglichkeit von Überbrückungskrediten unter Beachtung der *No-Bail-Out*-Klausel gerecht werden, andererseits durch ein Insolvenzverfahren aber gleichzeitig die nationalstaatliche Verantwortung für die Finanzpolitik und die disziplinierende Funktion der Finanzmärkte stärken. Wenn die Regierungen der Eurozone den politischen Willen für diese drei Reformen aufbringen, dann kann die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion auf Dauer erfolgreich sein. Europa braucht

dafür keine föderale Wirtschaftsregierung, wohl aber eine Präzisierung und sanktionsbewehrte Stärkung der Regeln für die nationalen Wirtschaftspolitiken im Rahmen der Währungsunion.

#### LITERATUR

- *Arbeitskreis Europa (2010): Die Zukunft der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin.*
- *Boyer, Robert; Dehove, Mario (2001): Du „gouvernement économique“ au gouvernement tout court, Critique internationale, n°11, avril, S. 179-195.*
- *Busch, Klaus (2010): Europäische Wirtschaftsregierung und Koordinierung der Lohnpolitik. Internationale Politikanalyse, März, Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin.*
- *Collignon, Stefan (2003a): The European Republic, London.*
- *Collignon, Stefan (2003b): Is Europe going far enough? Reflections on the Stability and Growth Pact, the Lisbon Strategy and the EU's Economic Governance, in: European Political Economy Review, Vol. 1, No. 2, S. 222-247.*
- *Collignon, Stefan (2009): Tackling Europe's Legitimacy Crisis – A Republican Approach to Euroland's Governance, in: Caesar, Rolf; Kösters, Wim; Kotz, Hans-Helmut; Schwarzer, Daniela (Hrsg.): Governing the Eurozone, Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin, S. 74-90.*
- *Darvas, Zsolt (2010): Fiscal Federalism in Crisis – Lessons for Europe from the US. Bruegel Policy Contribution, Issue 2010/07, July 2010.*
- *De Grauwe, Paul (2009): Some Thoughts on Monetary and Political Union, in: Simona Talani, Leila (ed.): The Future of EMU, New York, S. 9-28.*
- *De Grauwe, Paul (2010): The Greek Crisis and the Future of the Eurozone, in: Intereconomics, Vol. 45, No. 2, S. 89-93.*
- *De Grauwe, Paul; Moesen, Wim (2009): Gains for All. A Proposal for a Common Euro Bond, in: Intereconomics, Vol. 44, No. 3, 132-135.*

- *Dehousse, Franklin et al. (2010): The Treaty of Lisbon: A Second Look at the Institutional Innovations, Joint Study by CEPS – Centre for European Policy Studies, Egmont – The Royal Institute for International Relations, and EPC – European Policy Centre.*
- *Depla, Jacques; von Weizsäcker, Jakob (2010): The Blue Bond Proposal. Bruegel Policy Brief, Issue 2010/3, May 2010.*
- *Dullien, Sebastian; Fritsche, Ulrich (2009): How Bad is Divergence in the euro zone? Lessons from the United States and Germany, in: Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 31 (3), S. 431-457.*
- *Dullien, Sebastian; Schwarzer, Daniela (2005): Eurozone unter Hochspannung – Die regionalen Konjunkturzyklen in der Währungsunion müssen stabilisiert werden. SWP-aktuell 21, Mai 2005, Berlin.*
- *Dullien, Sebastian (2008): Eine Arbeitslosenversicherung für die Eurozone. Ein Vorschlag zur Stabilisierung divergierender Wirtschaftsentwicklungen in der Europäischen Währungsunion. Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin.*
- *Dullien, Sebastian; Schwarzer, Daniela (2009a): Bringing Macroeconomics into the EU Budget Debate: Why and How?, Journal of Common Market Studies, Vol. 47, No. 1, S. 153-174.*
- *Dullien, Sebastian; Schwarzer, Daniela (2009b): The Euro Zone Needs an External Stability Pact. Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin.*
- *Enderlein, Henrik (2004): „Break it, Don't Fix it!“, in: Journal of Common Market Studies, Vol. 42, No. 5, S. 1039-1046.*
- *Fahrenschon, Georg (2010): Europa am Scheideweg: Wirtschaftliche Koordinierung ja – Wirtschaftsregierung nein, in: ifo-Schnelldienst, Vol. 63, Nr. 14, S. 6-8.*
- *Frankel, Jeffrey A.; Rose, Andrew K. (1998): The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Economic Journal, Vol. 108, No. 449, S. 1009-1025.*
- *Gemeinschaftsdiagnose (2010a): Erholung setzt sich fort – Risiken bleiben groß; Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2010, Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Essen.*
- *Gemeinschaftsdiagnose (2010b): Deutschland im Aufschwung – Wirtschaftspolitik vor wichtigen Entscheidungen, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2010, Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, München.*
- *Gros, Daniel; Alcidi, Cincia (2010): Fiscal Policy Coordination and Competitiveness Surveillance – What solutions to what problems?, CEPS Policy Brief No. 213, Brussels.*
- *Hefeker, Carsten (2010): Europa braucht verlässliche Rahmenbedingungen statt einer Wirtschaftsregierung, in: ifo-Schnelldienst, Vol. 63, Nr. 14, S. 8-10.*
- *Heipertz, Martin; Verdun, Amy (2004): The dog that would never bite? What we can learn from the origins of the Stability and Growth Pact, Journal of European Public Policy, Vol. 11, No. 5, S. 765-780.*
- *Heise, Arne; Görmez-Heise, Özlem (2010): Auf dem Weg zu einer europäischen Wirtschaftsregierung. Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin.*
- *Howarth, David J. (2007): Making and breaking the rules: French policy on EU 'gouvernement économique', Journal of European Public Policy, Vol. 14, No. 7, S. 1061-1078.*
- *IMF (2004): Has fiscal behavior changed under the European Economic and Monetary Union?, World Economic Outlook, September, S. 103-136.*
- *Kösters, Wim (2009): Common Euro Bonds – No Appropriate Instrument, Intereconomics, Vol. 44, No. 3, S. 135-138.*
- *Kösters, Wim (2010): Challenges Facing European Monetary Union – Rules and Assignment or Discretion and Coordination?, Intereconomics, Vol. 45, No. 2, S. 86-89.*
- *Lammers, Konrad (2010): Braucht die Eurozone eine europäische Wirtschaftsregierung?, in: ifo-Schnelldienst, Vol. 63, Nr. 14, S. 14-19*
- *Mabbet, Deborah; Schelkle, Waltraud (2010): Beyond the Crisis – The Greek Conundrum and EMU Reform, Intereconomics, Vol. 45, No. 2, S. 81-85.*
- *Schweickert, Rainer (2010): „Mehr Markt wagen – eine europäische Wirtschaftsregierung kann die Geburtsfehler der Währungsunion nicht beheben“, in: ifo-Schnelldienst, Vol. 63, Nr. 14, S. 11-14.*



- Sinn, Hans-Werner (2010): *Euro-Krise, ifo-Schnelldienst, Sonderausgabe vom 20. Mai, München.*
  - Sturm, Jan-Egbert; Wollmershäuser, Timo (2008): *The Stress of Having a Single Monetary Policy in Europe. CESifo Working Paper No. 2551.*
  - Verdun, Amy (2003): *La Nécessité d'un 'Gouvernement économique' dans une UEM asymétrique. Les Préoccupations françaises sont-elles justifiées?, Politique européenne, n°10, printemps 2003, S. 11-32.*
- 1| Ein Beispiel dafür liefert die „Erklärung der Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes“ vom 25. März 2010, die unter anderem die gemeinsame Ansicht dokumentierte, dass „der Europäische Rat die wirtschaftspolitische Steuerung der Europäischen Union verbessern muss“ (deutsche Fassung) was in der französischen Fassung als eine Stärkung der Wirtschaftsregierung („renforcer le gouvernement économique“) und in der englischen Version als Verbesserung der Governance („improve the economic governance“) bezeichnet wurde.
  - 2| Vgl. u.a. IMF 2004, Sturm und Wollmershäuser 2008, Dullien und Fritsche 2009, Gemeinschaftsdiagnose 2010a, Gemeinschaftsdiagnose 2010b.
  - 3| Vgl. Fahrenschon 2010, Hefeker 2010, Lammert 2010 und Schweickert 2010.
  - 4| Im Rahmen des Subsidiaritäts-Check verfügen die nationalen Parlamente der EU-Mitgliedstaaten nun über die Möglichkeit, einen Richtlinienvorschlag der Kommission bei Verdacht auf Verletzung des Subsidiaritätsprinzips in Frage zu stellen und eine Überarbeitung durch die EU-Kommission zu verlangen („gelbe Karte“ nach Protokoll Nr. 2 des Lissabon-Vertrags) sowie – für den Fall dass die Kommission an ihrem Vorschlag unverändert festhält – ihn zur Subsidiaritäts-Überprüfung an die europäischen Gesetzgeber, EU-Parlament und Europäischen Rat, zu überweisen („orangene Karte“ nach Protokoll Nr. 2 des Lissabon-Vertrags). Entscheidet entweder das EU-Parlament mit Mehrheit der abgegebenen Stimmen oder der Europäische Rat mit einer qualifizierten Mehrheit von 55 Prozent der Stimmen, dass ein Bruch des Subsidiaritätsprinzips vorliegt, dann wird der Richtlinienvorschlag dadurch gestoppt.

# WETTBEWERBSFÄHIGKEIT ALS PROBLEM: UNGLEICHGEWICHTE IN DER EU

Hans-Jürgen Wagener

## 1. EINLEITUNG

Das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht hat in Deutschland Verfassungsrang (GG Art. 109 Abs. 2). Liest man Art. 109 des Grundgesetzes weiter, scheint klar, was darunter zu verstehen sei: „Die Haushalte von Bund und Ländern sind grundsätzlich ohne Einnahmen aus Krediten auszugleichen“ (GG Art. 109 Abs. 3). Das wäre aber zu eng. Abgesehen von den im Grundgesetz umschriebenen Ausnahmen vom Haushaltsgleichgewicht definiert das Stabilitäts- und Wachstumsgesetz von 1967 einen ganz anderen gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichtsbegriff: Bund und Länder haben bei ihren wirtschafts- und finanzpolitischen Maßnahmen die Erfordernisse des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts zu beachten. Die Maßnahmen sind so zu treffen, daß sie im Rahmen der marktwirtschaftlichen Ordnung gleichzeitig zur Stabilität des Preisniveaus, zu einem hohen Beschäftigungsstand und außenwirtschaftlichem Gleichgewicht bei stetigem und angemessenem Wirtschaftswachstum beitragen (§ 1 StWG).

Unter einem ohne Krediteinnahmen ausgeglichenen Haushalt kann man sich intuitiv etwas vorstellen. Bei den vier Zielen des Stabilitäts- und Wachstumsgesetzes bedarf es einer zusätzlichen Präzisierung, um beurteilen zu können, was Sache ist. Stabilität des Preisniveaus bedeutet nicht eine Inflationsrate von null Prozent. Die Europäische Zentralbank hat sich eine Inflationsrate von unter, aber in der Nähe von zwei Prozent zum Ziel gesetzt. Bei welcher Arbeitslosenrate wir von einem hohen Beschäftigungsstand sprechen, ist Gegenstand hitziger wirtschaftswissenschaftlicher Diskussionen. Nehmen wir die augenblicklichen Spitzenreiter in der EU (Niederlande und Österreich, s. Tabelle 2) zum Maßstab, dann sollte die Arbeitslosigkeit nicht weit über vier Prozent liegen. Für das außenwirtschaftliche Gleichgewicht wird zumeist die Leistungsbilanz, bzw. die Waren- und Dienstleistungsbilanz herangezogen, man könnte aber

auch auf den Finanzierungssaldo zurückgreifen. Und welches Wirtschaftswachstum angemessen ist, hängt sehr von den Umständen und vom Entwicklungsniveau des jeweiligen Landes ab. Für Deutschland mögen heute langfristig zwei Prozent ausreichen, für ein Schwellenland sollte es schon etwas mehr sein. Kurzum, das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht ist auf den Kontext angewiesen und bedarf der Interpretation.

Ähnliche Zielsetzungen finden wir auf der Ebene der EU wieder: ausgewogenes Wirtschaftswachstum, Preisstabilität, Vollbeschäftigung (Art. 3 EUV n.F.), gesunde öffentliche Finanzen, eine dauerhaft finanzierbare Zahlungsbilanz (Art. 119 AEUV). Die Operationalisierung dieser Begriffe ist nicht minder problematisch. Art. 3 EUV fügt ein weiteres Ziel hinzu, das in unserem Zusammenhang besonders wichtig ist: „eine in hohem Maße wettbewerbsfähige soziale Marktwirtschaft“.

Klingt es da nicht grotesk, wenn die französische Finanzministerin Christine Lagarde einigen Mitgliedsländern der EU, darunter Deutschland, ihre hohe Wettbewerbsfähigkeit zum Vorwurf macht und als eine der Ursachen für die Probleme anderer Mitgliedsländer, vor allem im Süden, darstellt? So zumindest wurde sie in Deutschland verstanden. Lagarde ging es (in einem Interview mit der *Financial Times* vom 14. März 2010) in etwas weiterem Sinne um außenwirtschaftliche Ungleichgewichte, d.h. um dauerhaft nicht finanzierbare Leistungsbilanzdefizite nach Art. 119 AEUV, denen nach der Bilanzlogik irgendwo Überschüsse gegenüberstehen müssen, die dann auch in den nördlichen EU-Staaten anzutreffen sind.

Dieser Frage widmet sich jetzt eine neue europäische Task Force unter Leitung des Ratspräsidenten Herman van Rompuy, die im Zusammenhang mit der Schuldenkrise über eine bessere Koordination der Wirtschaftspolitik vor allem der Euro-Länder beraten soll.

Die Finanzminister des Euroraums haben im Juli 2010 damit begonnen, Land für Land die Leistungsbilanzungleichgewichte und die damit verbundene Wettbewerbssituation zu analysieren. Für die Bundesregierung ist klar, dass es sich hier darum handelt, den wettbewerbsschwachen, defizitären Ländern zu einer besseren Wirtschaftspolitik zu verhelfen, wenn nötig auch mit gemeinschaftlichem Druck. Die Bemerkung von Lagarde mahnt an, dass dies kein einseitiger Prozess sein kann, sondern auch von den Überschussländern kooperatives Verhalten verlangt: „It takes two to tango,“ lautete ihre Parole. Worum es dabei geht und an welche Maßnahmen man in dem Zusammenhang zu denken hat, ist Gegenstand dieses Aufsatzes.

## 2. DIE FAKTEN

Ausgangspunkt der Diskussion ist die über die letzten Jahre stark angestiegene Staatsverschuldung der

meisten EU-Länder, für die um so höhere Zinsen zu zahlen sind, je riskanter ihre termingerechte Bedienung erscheint. Leistungsbilanzdefizite zeigen eine schwache Wettbewerbsfähigkeit oder auch binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte an, die als Risikofaktoren das Zinsniveau beeinflussen. Waren in den ersten Jahren nach der Euro-Einführung die Zinsen für öffentliche Schulden fast perfekt auf ein einheitliches Niveau konvergiert, sehen wir heute vor allem in den südlichen Mitgliedsländern teilweise erhebliche Zinsaufschlägen.

Tabelle 1 zeigt das außenwirtschaftliche Gleichgewicht. Dabei ist es sinnvoll, die alten EU-15 Mitglieder von den neuen Mitgliedern in Ostmitteleuropa und Südosteuropa zu trennen. Der Transformations- und Aufholprozess in letzteren schafft einen besonderen Kontext, der sich in einer eigenen Entwicklung niederschlägt.

Tabelle 1: Außenwirtschaftliche Ungleichgewichte in der EU

Land	Durchschn. Außenbeitrag in % des BIP	BIP pro Kopf in KKS EU-27=100	Export in % des BIP	Konsum in % des BIP	Nettoersparnisse in % des BIP	Finanzierungssaldo in % des BIP
	09-2005	2009	2008	2008	2008	2008
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
Irland	11,9	131	83,5	67,5	--	--
Niederlande	8,1	130	76,8	71,2	10,3	3,9
Schweden	7,4	120	53,3	72,7	16,3	8,6
Deutschland	5,8	116	47,3	74,6	11,1	6,6
Österreich	5,0	122	59,2	71,0	11,6	3,7
Finnland	4,1	111	47,0	74,2	9,3	3,0
Dänemark	3,3	117	55,0	75,4	7,8	2,2
Belgien	3,0	115	85,8	75,1	7,7	- 0,2
Italien	- 0,4	102	28,9	79,5	1,8	- 3,1
Frankreich	- 1,6	107	26,7	80,2	5,5	- 2,7
Ver. Königr.	- 2,9	116	29,3	85,9	4,6	- 1,4
Spanien	- 5,3	104	26,5	76,6	3,5	- 9,1
Portugal	- 8,8	78	32,5	87,0	- 6,7	- 11,0
Griechenland	- 10,2	95	23,2	89,3	- 5,1	- 12,4
Tschechien	4,4	80	77,1	70,1	4,5	- 2,4
Ungarn	1,4	63	82,1	75,6	1,7	- 5,9
Slowenien	- 0,8	86	67,7	70,9	11,7	- 6,0
Polen	- 1,9	56 <sup>2</sup>	40,0	80,3	7,4	- 4,1 <sup>1</sup>
Slowakei	- 2,4	72	83,0	74,2	4,9	- 5,8
Estland	- 5,7	62	75,6	75,3	6,5	- 8,2
Litauen	- 8,6	49	60,2	84,4	2,1	- 13,1 <sup>1</sup>
Rumänien	- 11,0	42 <sup>1</sup>	30,4	81,8	17,3 <sup>1</sup>	- 13,0 <sup>1</sup>
Lettland	- 14,0	53	42,8	82,5	3,4	- 11,6
Bulgarien	- 17,5	41 <sup>2</sup>	60,5	84,4	2,0	- 22,1

<sup>1</sup> 2007 | <sup>2</sup> 2008

Quelle: Eurostat



Die Länder sind in dieser und der nächsten Tabelle nach dem Umfang ihres außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts (Spalte 2) angeordnet. Der Außenbeitrag zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) besteht aus der Differenz von Export und Import von Gütern und Dienstleistungen. Zypern, Malta und Luxemburg bleiben unberücksichtigt. Sie sind sehr klein und stellen in mehrerer Hinsicht Sonderfälle dar. Da das Jahr 2009 von einem tiefen Wirtschaftseinbruch gekennzeichnet war, werden bei einigen Indikatoren die Daten für 2008 vorgezogen. Die Tabelle zeigt ein recht klares Bild: Die „Nordlichter“ erwirtschaften Überschüsse in der Leistungsbilanz, der so genannte *Club Med* Defizite. Nur Großbritannien gesellt sich zu letzterer Gruppe. Bei den neuen Mitgliedsländern kann man vielleicht die ersten fünf oder sechs zu einer Gruppe relativ stabiler Länder zusammenfassen, während Litauen, Lettland, Bulgarien und Rumänien hohe Defizite aufweisen.

Es fällt unmittelbar ins Auge, dass das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht (Spalte 2) mit den übrigen Spalten dieser und der nächsten Tabelle zum Teil hohe Korrelationen aufweist. Korrelation bedeutet allerdings nicht Kausalität und sie zeigt schon gar nicht die Richtung der Verursachung an.

1. Die Überschussländer sind der Tendenz nach produktiver (Spalte 3) als die Defizitländer, und zwar in beiden Ländergruppen.
2. Die Überschussländer sind exportintensiver als die Defizitländer. Der Offenheitsgrad einer Wirtschaft wird als Anteil des Exports am BIP gemessen. Generell gilt: je größer das Land, desto kleiner dieser Anteil. Von dieser Regel gibt es Ausnahmen, die aus besonderen Umständen erklärt werden können – hier Irland, die Niederlande und Belgien einerseits und die Transformationsländer andererseits. Das braucht uns nicht weiter zu beschäftigen. Sehr wohl beschäftigt uns die extrem hohe Exportintensität Deutschlands, das um ein Drittel größer ist als Frankreich, Italien und Großbritannien und trotzdem prozentual sehr viel mehr exportiert. Gegenstück dazu ist Griechenland: Nach der Bevölkerungszahl ist es vergleichbar mit Belgien, Tschechien, Ungarn, Portugal, und Schweden, aber die Exportintensität ist sehr viel niedriger. In beiden Fällen lässt das auf abweichende Wettbewerbsfähigkeit und eine besondere Wirtschaftsstruktur schließen.

3. Die Spalten 5 und 6 zeigen, dass die Überschussländer weniger konsumieren und mehr sparen als die Defizitländer. Im Fall von Griechenland und Portugal ist die Sparquote sogar negativ. In beiden Fällen läßt sich mit ziemlicher Sicherheit behaupten, dass hier binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte vorliegen und die Länder über ihre Verhältnisse leben. Eine höhere Konsumquote führt in der Regel zu einer höheren Importintensität und kann deshalb Überschüsse reduzieren und gleichzeitig die Exportnachfrage in den Defizitländer stimulieren – zumindest ist das die Erwartung von Christine Lagarde.
4. Der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo eines Landes (Spalte 7) stellt den Warenströmen (Spalte 2) die Geldströme gegenüber, die von ersteren etwas abweichen können, was vor allem im Aufholprozess der neuen Mitgliedsländer der Fall ist. Hier stellt sich natürlich die Frage nach der dauerhaften Finanzierbarkeit: Dauerhaft finanzierbar ist ein Außenhandelsdefizit, wenn ihm beispielsweise ausländische Direktinvestitionen gegenüberstehen. Im Entwicklungskontext wird genau das erwartet. Die reichen Länder mit niedriger Kapitalrendite exportieren Kapital in weniger entwickelte Länder mit hoher Rendite. Das findet in größerem Umfang zwischen Deutschland und Österreich und ihren östlichen Nachbarn statt. Das heißt, außenwirtschaftliche Ungleichgewichte können sehr funktional sein. Wenn mit ausländischen Krediten allerdings der öffentliche und private Konsum in den Empfängerländern alimentiert wird, wie im Falle Griechenlands und Portugals, dann liegt eine Fehlentwicklung vor.

Tabelle 2 ergänzt das Bild um die übrigen stabilitätspolitischen Ziele.

Tabelle 2: Makroökonomische Stabilität in der EU

Land	Wachstum des BIP 2000 = 100	Durchschn. HH-Saldo in % des BIP	Preisindex HVPI 2005=100	Lohnstück-Kosten 2000=100	Arbeitslosenquote	
	2008	09-2007	05-2010	2009	Durchschn. 2007- 1. Quartal 2010	05-2010
<b>1</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>13</b>
Irland	141,4	- 7,2	105,6	129,1	8,1	13,3
Niederlande	116,7	- 1,5	108,4	125,0	3,3	4,3
Schweden	122,6	1,9	110,7	117,1	7,1	8,8
Deutschland	110,3	- 1,0	108,3	107,1	8,2	7,0
Österreich	118,8	- 1,4	109,6	114,9	4,6	4,0
Finnland	126,3	2,4	110,3	123,5	7,3	8,6
Dänemark	110,9	1,9	110,8	135,8	5,0	6,8
Belgien	115,6	- 2,5	111,9	122,5	7,9	8,6
Italien	106,8	- 3,2	111,0	132,2	7,2	8,7
Frankreich	113,9	- 4,5	109,4	121,1	8,4	9,9
Ver. Königr.	119,3	- 6,4	114,4	129,2	6,9	7,9 <sup>1</sup>
Spanien	127,6	- 4,5	112,7	129,9	13,3	19,9
Portugal	108,1	- 4,2	108,9	126,7	9,2	10,9
Griechenland	136,1	- 8,8	118,7	129,9	9,1	11,0
Tschechien	139,6	- 3,1	114,0	133,1	6,0	7,5
Ungarn	130,0	- 4,3	130,4	151,8	8,9	10,4
Slowenien	140,1	- 5,4	116,5	152,7	5,5	7,1
Polen	138,7	- 4,2	115,6	109,9	9,2	9,8
Slowakei	161,8	- 3,7	112,3	133,8	9,6	14,8
Estland	166,5	- 0,6	126,5	178,4	9,6	19,0 <sup>1</sup>
Litauen	177,1	- 4,4	128,5	140,6	9,2	17,4 <sup>1</sup>
Rumänien	162,6	- 5,4	132,8	327,7	7,0	7,4 <sup>1</sup>
Lettland	175,2	- 4,5	137,9	208,6	11,6	20,0 <sup>1</sup>
Bulgarien	154,8	- 0,7	136,6	182,4		9,7

<sup>1</sup> 03-2010

Quelle: Eurostat

- Im ersten Jahrzehnt des neuen Jahrhunderts ist die griechische Wirtschaft unter den EU-15 Ländern zusammen mit Irland am stärksten gewachsen, die deutsche Wirtschaft besonders langsam (Spalte 8). Eine generelle Korrelation zwischen Wachstum und außenwirtschaftlichem Ungleichgewicht lässt sich in dieser Gruppe allerdings nicht feststellen, eher in der Gruppe der Transformationsländer.
- Beim Haushaltsgleichgewicht (Spalte 9) weisen der *Club Med* und Großbritannien das typische doppelte Defizit auf, das wir auch von den USA kennen. Die „Nordlichter“ legen größere Haushaltsdisziplin an den Tag mit Ausnahme Irlands, das 2008 bereits hart von der Finanzmarktkrise getroffen worden war, während in den anderen Ländern erst mit der realwirtschaftlichen Krise von 2009 die Budgets massiv defizitär wurden. Deutschland hatte über mehrere Jahre hinweg gegen die Maastricht-Kriterien verstoßen, 2007 allerdings eine erfolgreiche Konsolidierungspolitik eingeleitet.
- Die Inflationsunterschiede (Spalte 10) sind natürlich innerhalb des Euroraums geringer als unter den Staaten mit eigener Währung. Vor allem innerhalb des Euroraums bedeutet eine höhere Inflation eine reale Aufwertung, was für ein wettbewerbschwaches Land wie Griechenland, das eigentlich abwerten müsste, kontraproduktiv ist. Umgekehrt führt die hohe Preisstabilität Deutschlands zu einer realen Abwertung und verbessert so die Wettbewerbsposition. Wir sehen, dass die Inflation vor

allem in den Konvergenzländern Ost- und Südeuropas mit dem Wirtschaftswachstum korreliert. Das mag mit einem Umstand zusammenhängen, der in der Ökonomie Balassa-Samuelson-Effekt genannt wird: Im wirtschaftlichen Aufholprozess steigen Produktivität und Löhne, aber nicht die Preise, im Sektor der handelbaren Güter, und im Sektor der nicht handelbaren Güter, vor allem den Dienstleistungen, ziehen die Löhne nach, aber nicht die Produktivität, und so müssen dort die Preise steigen. Vorausgesetzt dass damit keine Inflationsspirale in Gang gesetzt wird, hat das für die Wettbewerbsfähigkeit keine Folgen, da die Inflation ja bei den nicht handelbaren Gütern stattfindet.

4. Markanter als die Inflationsunterschiede ist die divergierende Entwicklung der Lohnstückkosten (Spalte 11), die sich aus der Differenz der Lohnentwicklung und der Produktivitätsentwicklung ergibt. Dem Preisindex in Spalte 10 liegt der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) zugrunde. Die Lohnstückkosten wirken sich dagegen unmittelbar auf die Produzentenpreise aus, vor allem auch der Investitionsgüter, und somit auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit. Das extrem niedrige Wachstum der deutschen Lohnstückkosten fällt ins Auge und ist für viele ein Stein des Anstoßes.
5. Schließlich die Beschäftigungssituation (Spalten 12 und 13). Spalte 12 zeigt die durchschnittliche Arbeitslosenquote von 2007 bis zum 1. Quartal 2010, Spalte 13 die Situation im Mai 2010. Damit wird der Krise von 2009 Rechnung getragen und die unterschiedliche Krisenanfälligkeit der einzelnen Wirtschaften angedeutet. Die Beschäftigungssituation ist der Tendenz nach in den Überschussländern besser als in den Defizitländern, auch wenn sie eigentlich nur in Österreich und den Niederlanden als befriedigend angesehen werden kann. Dass in Deutschland die Arbeitslosigkeit unmittelbar nach der Krise niedriger als im mittelfristigen Durchschnitt ausfällt, lässt von der Arbeitsmarktpolitik abgesehen eine Ausnahmesituation vermuten, nämlich die Nachwehen der Wiedervereinigung.

### 3. EINE KURZE ZWISCHENBILANZ

Wir können die 27 bzw. die 24 hier untersuchten EU-Mitgliedsländer in zwei Gruppen unterteilen: die 2004 und 2007 neu hinzugekommenen Transformationsländer in Ostmitteleuropa und Südosteuropa sowie die Altmitglieder der EU-15. Beide Gruppen weisen in sich wiederum große Unterschiede auf. Dabei sind vor allem die offensichtlichen Differenzen zwischen dem Norden der EU-15 und dem *Club Med* plus Großbritannien

zu einem Problem geworden, zu dessen Lösung nach wirtschaftspolitischer Koordination gerufen wird. Inwieweit es sich bei den Unterschieden um Ungleichgewichte oder zumindest um Abweichungen von einem wünschenswerten Normzustand handelt, ist nicht ohne weiteres festzustellen. Sowohl Außenhandelsdefizite als auch Außenhandelsüberschüsse können „normal“ sein, d.h. einer gesunden Kapitalmobilität zwischen höher entwickelten und weniger entwickelten Wirtschaften entsprechen.

Um die Diskussion zu vereinfachen, hat man sich daher auf die beiden Extremfälle unter den EU-15-Staaten konzentriert, Deutschland und Griechenland, in der Annahme, hier handele es sich eindeutig um Fehlentwicklungen. Trotzdem wundert es nicht, dass diese Diskussion ihren Ausgang von Frankreich genommen hat. Wies Frankreich doch bis 2004 einen geringfügigen außenwirtschaftlichen Überschuss auf. Seitdem hat sich seine Leistungsbilanz und seine Haushalts- und Beschäftigungssituation kontinuierlich verschlechtert. Eine Stimulierung des französischen Exports könnte da schon eine gewisse Erleichterung schaffen. Auch wenn in einer globalisierten Welt bilaterale Beziehungen keineswegs ausgeglichen sein müssen, lässt sich nachvollziehen, dass man in Frankreich dabei nach Osten schaut. Denn die deutschen Exporte nach Frankreich sind 50 Prozent höher als die umgekehrten Güterströme.

Griechenland war zusammen mit Portugal das ärmste Land der EU-15. Es hat, anders als Portugal, in den letzten zehn Jahren beachtlichen Erfolg im Aufholprozess gehabt. Wesentliche Ursache dafür war eine Nachfragestimulierung. Das spiegelt sich in einer rasanten Lohnsteigerung wider, vor allem auch im überbesetzten Staatssektor. Die massive Konsumausweitung hat aber nicht nur die griechische Wirtschaft stimuliert, sondern auch umfangreiche Importe ausgelöst. Diese liegen fast 50 Prozent über den Exporten des Landes, was nicht durch langfristige Kapitalzuflüsse gedeckt ist. Zur Finanzierung bot sich eine mit der Einführung des Euro schlagartig verbilligte Kreditaufnahme an. Die Verschuldung des griechischen Staates wird Ende 2010 bei 125 Prozent des BIP liegen – der EU Stabilitäts- und Wachstumspakt schreibt als Höchstgrenze 60 Prozent vor. Bei allen Zahlenangaben muss man berücksichtigen, dass *Eurostat* Daten zu Griechenland häufig nur unter Vorbehalt veröffentlicht, da die griechische Statistik bis vor kurzem unzuverlässig und politisch beeinflusst war. Kurzum, die griechische Wirtschaft ist völlig aus dem Gleichgewicht geraten und muss längerfristig konsolidiert werden. Das ist eine griechische Aufgabe, zu der die übrigen EU Mitglieder das Land energisch anhalten, nachdem

sie sich bereit erklärt haben, Griechenland vor der Zahlungsunfähigkeit zu bewahren.

Am anderen Ende des Spektrums steht Deutschland. Deutschland ist, wie festgestellt, exportintensiv, aber auch importintensiv. Schließlich liegt die Importquote noch über 41 Prozent des BIP, während sie in Frankreich, Großbritannien und Italien zwischen 25 und 28 Prozent beträgt. Diese hohe Importintensität ist unter anderem Folge einer hohen internationalen Verflechtung. Hans-Werner Sinn hat die Tatsache, dass ein Gutteil der Wertschöpfung der Exportgüter im Ausland geschaffen und als Vorprodukt und Halbfertigware importiert wird, etwas abschätzig „Basarökonomie“ genannt. Diese Arbeitsteilung trägt aber zur Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie bei. Eine positive deutsche Leistungsbilanz ist nun keineswegs ein Phänomen der jüngsten Zeit. Sie hat es über weite Strecken der Nachkriegsgeschichte gegeben. Deshalb kann das relativ langsame Ansteigen der Lohnstückkosten in den letzten zwei Jahrzehnten die hohe Wettbewerbsfähigkeit deutscher Exporte auch nur zum Teil erklären.

Dieses auffällig niedrige Wachstum der deutschen Lohnstückkosten ist nicht Ergebnis wirtschaftspolitischer Eingriffe des Staates. Das Produktivitätswachstum – in Deutschland übrigens nicht besonders hoch – resultiert aus unternehmerischen Entscheidungen, und die Löhne werden von den Tarifparteien ausgehandelt. Für die langsame Lohnentwicklung in Deutschland gibt es verschiedene Erklärungen. Zum einen ist in einem exportintensiven Land die Beschäftigung mehr als in anderen EU-Staaten auch der außereuropäischen Konkurrenz ausgesetzt. Zum zweiten musste der Wiedervereinigungsschock verarbeitet werden: Niedrigere Produktivität und hohe Arbeitslosigkeit in Ostdeutschland bei möglichst weitgehender Lohnangleichung erlaubten keine größeren Lohnsteigerungen. Und schließlich wird sich die engere Verflechtung mit den lohnkostengünstigen östlichen Nachbarn ebenfalls dämpfend auf die Preise und die Lohnentwicklung ausgewirkt haben, was auch in Österreich der Fall ist. Ein niedriges Wirtschaftswachstum, ein noch immer beachtlicher Abstand zur Vollbeschäftigung und hohe Kapitalexporte deuten Wachstumsreserven an, die bei einer stärkeren binnenländischen Nachfrage vielleicht aktiviert werden könnten. Damit würde auch der Konsumgüterimport zunehmen.

#### 4. ANSATZPUNKTE FÜR DIE WIRTSCHAFTSPOLITIK

Wenn sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte im *Club Med* und Großbritannien auf der einen und in den nördlichen Mitgliedstaaten der EU auf der anderen Seite gegenseitig bedingen, dann wird man sie nur durch koordiniertes Handeln beseitigen können. Diese Bedingung ist aber nicht notwendigerweise gegeben. Es gibt noch eine Welt außerhalb der EU. Nur 63 Prozent der deutschen, aber auch der französischen Exporte gehen in die EU. Darüber hinaus ist zu fragen, inwieweit außenwirtschaftliche Ungleichgewichte *per se* unerwünscht sind. Bei längerfristig nicht finanzierbaren Defiziten ist das sicher der Fall. Überschüsse, und das heißt Kapitalexport, können allerdings durchaus angebracht sein. Länder, die z.B. aus demographischen Gründen kein großes Wachstumspotential haben, wohl aber ein langfristiges Rentenproblem, tun gut daran, mit Anlagen in dynamischen Regionen ihre Einkommen zu sichern. In einer solchen Situation wird sich bald die gesamte EU befinden. Folglich wären Überschüsse zumindest der reicheren EU-15 gegenüber den im Aufholprozess befindlichen Neumitgliedern und dem Rest der Welt nicht grundsätzlich verkehrt.

Als nächstes stellt sich die Frage, ob es keine automatischen Korrekturmechanismen gibt, die zur Beseitigung außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte beitragen – die gibt es. Zum einen erfolgen Kapitalexporte nicht unentgeltlich, sondern führen zu Amortisations- und Zinszahlungen. Erstere werden in der Kapitalbilanz, letztere in der Leistungsbilanz als Import verbucht und verringern über die Jahre den Überschuss. Zum anderen bedeuten Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz in einem einheitlichen Währungsraum Veränderungen der Geldmenge, es sei denn, sie werden durch Kredite ausgeglichen. Das heißt, ein Importüberschuss wird in Euro bezahlt und vermindert so die Geldmenge im Defizitland und vermehrt sie im Überschussland. Folge: Das Preisniveau im Defizitland gerät unter deflationären, im Überschussland unter inflationären Druck. Gegenläufig zur Preisentwicklung verläuft die Zinsentwicklung, was zu einem Kapitalstrom vom Überschussland in das Defizitland führt und den Ausgleichsmechanismus abschwächt. Durch diese reale Abwertung bzw. Aufwertung verändern sich automatisch die Wettbewerbsbedingungen zugunsten eines Ausgleichs der Ungleichgewichte. Wird die Kreditaufnahme des Defizitlands nicht durch Risikoüberlegungen gebremst, weil sich z.B. die Zinsen im Euroraum angeglichen oder die übrigen EU Mitglieder eine Rettungsgarantie ausgesprochen haben, dann neigt die Verschuldung dazu, ihre lang-

fristige Finanzierbarkeit zu übersteigen, und der automatische Korrekturmechanismus wird aufgehoben: Die Auslandsverschuldung der Defizitländer droht ihre Defizite zu perpetuieren. Wirtschaftspolitische Korrekturen werden erforderlich.

Der automatische Korrekturmechanismus der Gütermärkte sollte durch flexible Arbeitsmärkte ergänzt werden. Sie sind nach der ökonomischen Theorie eine Grundvoraussetzung für eine einheitliche Währung, bei der den einzelnen Teilnehmern ja das wirtschaftspolitische Instrumentarium der Geld- und Wechselkurspolitik genommen ist. Bei der vorliegenden Problemlage, den außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten, müssten die Defizitländer die Löhne mäßigen, während in den Überschussländern die Löhne vergleichsweise stärker steigen können, d.h. die in Tabelle 2 festgestellte Tendenz der Entwicklung der Lohnstückkosten muss umgekehrt werden. Flexible Arbeitsmärkte, die auf Beschäftigungsrisiken und Arbeitslosigkeit reagieren, tun das mehr oder minder automatisch. Allerdings haben Arbeitsmärkte häufig die Neigung, rigide zu sein. Dann wird es schwierig, die heilsamen Korrekturen in Gang zu setzen. Die einfachste Lösung wäre es, wenn die Überschussländer eine kräftige Inflationierung von Löhnen und Preisen in Kauf nähmen und so die Defizitländer einholen und überholen. Aber warum sollten sie einmal erworbene Wettbewerbsvorteile leichtfertig aufgeben? Es bleibt den Defizitländern nichts anderes übrig, als die Richtung der Preis- und Lohnentwicklung selbst zu ändern. Das wirkt kurzfristig kontraktiv und stößt in der Regel auf Widerstand. Bei Tarifautonomie sind die Handlungsmöglichkeiten der Politik beschränkt. Denkbar sind eine Liberalisierung der rigiden Arbeitsmärkte und eine entsprechende Anpassung im Staatssektor. Zu welchen Problemen das führt, kann man zur Zeit in Griechenland sehen.

Auf der anderen Seite ist keineswegs festgeschrieben, dass die Löhne und damit die Lohnstückkosten in Deutschland weiterhin unterdurchschnittlich steigen. Zwar werden die autonomen Tarifparteien bei ihren Verhandlungen immer auf die hohe Exportabhängigkeit der Wirtschaft Rücksicht nehmen. Doch die Ausnahme-situation, die im letzten Jahrzehnt zu besonders niedrigem Lohnwachstum geführt hat, die vereinigungsbedingte Arbeitslosigkeit im Osten und die Anpassung an eine niedrigere Durchschnittsproduktivität, schwächt sich immer mehr ab. Ein Anstieg der Löhne und damit der Binnennachfrage im Konjunkturaufschwung steht zu erwarten.

Christine Lagarde erwartet mehr. Sie findet, dass die deutsche Politik aus europäischer Solidarität Maßnahmen zur Stimulierung der Binnennachfrage ergreifen könnte. Das ist leichter gesagt als getan. Denn bei dem vorgeschlagenen Instrument, Steuersenkungen, kann man nicht sicher sein, dass es diesen Effekt auch wirklich hat. Eine Senkung der Einkommenssteuer z.B. begünstigt die mittleren und oberen Einkommenschichten, die diese Steuer mehrheitlich aufbringen. Sie sparen jedoch in der Regel auch mehr als die unteren Einkommenschichten, die von einer Steuersenkung vielleicht sogar negativ getroffen werden. Denn jede Steuersenkung muss gegenfinanziert werden, und das geht kaum unter Aussparung des Sozialhaushalts. Eine Senkung der Mehrwertsteuer weist diesen Effekt in möglicherweise abgeschwächter Form auf. Doch bei ihr bleibt fraglich, ob sie überhaupt in den Preisen weitergegeben wird.

Was also eigentlich erwartet wird, ist eine Stimulierung der Binnennachfrage und damit des Imports auf Kosten einer weiteren Staatsverschuldung. Als kurzfristige solidarische Stützungsmaßnahme ließe sich darüber reden. Europa (und die Welt) hat im Jahr 2009 eine massive reale Wirtschaftskrise erlitten. Die Länder mit einem hohen doppelten Defizit besitzen keinen Spielraum mehr für stimulierende Staatsausgaben. Sie müssen sparen. Das prolongiert die Krise. Die Überschussländer, die auch eine erheblich niedrigere Staatsverschuldung aufweisen, haben größere Spielräume und könnten innerhalb der EU die Rolle der Konjunkturlokomotive übernehmen. Das ist zum einen nur kurzfristig denkbar und würde die strukturellen Probleme der Defizitländer nicht lösen. Zum anderen sind durch die doppelte Krise die Staatshaushalte auch der Überschussländer aus dem Lot geraten und bedürfen der Konsolidierung. Schließlich steht zu vermuten, dass die anspringende Importnachfrage aus den Nicht-EU-Staaten, vor allem aus den Schwellenländern, bei den exportintensiven Überschussländern einen sehr viel stärker stimulierenden Effekt hat als ein weiteres *deficit spending*.

## 5. SCHLUSSBEMERKUNG

Bilanztheoretisch sind Überschuss und Defizit in einem geschlossenen Raum symmetrische Phänomene: Was die eine Ländergruppe mehr importiert, kann die andere Ländergruppe mehr exportieren. Wirtschaftstheoretisch kann von einer solchen Symmetrie keine Rede sein: Wenn die eine Ländergruppe durch überhöhte Lohn- und Preissteigerungen, mangelhafte Sparleistung, unverantwortliche Kreditaufnahme und ähnliches Fehlverhalten ihr binnenwirtschaftliches Gleichgewicht aus den Fugen geraten lässt und so ein

außenwirtschaftliches Ungleichgewicht verursacht, dann folgt daraus nicht automatisch, dass die andere Ländergruppe ein ähnliches Ungleichgewicht nur mit anderem Vorzeichen produziert. Damit wird auch der wirtschaftspolitische Handlungsbedarf nicht symmetrisch. Es sind die Defizitländer, die handeln müssen, um aus ihrer misslichen Lage wieder herauszukommen. Die Überschussländer können dabei Hilfestellungen leisten, aber ein grundsätzliches Aufweichen ihrer Stabilitätspolitik kann von ihnen nicht verlangt werden.

Daraus erhellt auch der ordnungspolitische Dissens, der zwischen Defizitländern und Überschussländern immer wieder zur Sprache kommt und sich in der Frage konkretisiert: Brauchen wir eine europäische Wirtschaftsregierung? Auf den ersten Blick mag die Behauptung plausibel erscheinen, dass eine Zentralisierung der Geld- und Währungspolitik in der Wirtschafts- und Währungsunion notwendigerweise eine Zentralisierung der Haushalts- und Beschäftigungspolitik nach sich ziehen müsse. Ist nicht die mangelhafte Disziplin gegenüber den Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes eine der Ursachen der augenblicklichen Disproportionalitäten? Eine Währungsunion kann den dezentralen Einheiten nicht völlige wirtschaftspolitische Handlungsfreiheit zugestehen, ohne die Währung zu gefährden. Die Bundesstaaten der USA sind dafür ein Beispiel: Die Budgetdisziplin wird von Washington stärker kontrolliert als von Brüssel. Wenn allerdings Kalifornien Probleme hat, wird Illinois darauf nicht wirtschaftspolitisch reagieren, und den Dollar lässt das kalt.

Was wäre von einer europäischen Wirtschaftsregierung oder von einer stärkeren Koordinierung in der augenblicklichen Situation zu erwarten? Eingriffe in die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank sollten absolut tabu sein. Dann wären erst einmal wohl Eingriffe in die nationale Budgetautonomie zu erwägen. Allerdings dürften solche Eingriffe kaum über eine striktere Kontrolle der Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes hinausgehen, den Deutschland und Frankreich leider in der ersten Hälfte des Jahrzehnts missachtet und verwässert haben. Damit kann man aber nicht die Überschussländer zu einer kurzfristig höheren Staatsverschuldung animieren. Es scheint fast ausgeschlossen, dass eine solche Wirtschaftsregierung mit Kompetenzen in der Einkommens- und Sozialpolitik ausgestattet würde. Die europaweite Einführung von Mindestlöhnen z. B., von Frankreich zuweilen gefordert, wird kaum ausreichende Befürworter finden. Denn es ist auffällig, dass die meisten Überschussländer keine Mindestlöhne kennen, nämlich Dänemark, Deutschland, Finnland, Österreich und

Schweden, und die Defizitländer mit Ausnahme Italiens alle eine solche Regelung aufweisen.

Hier geraten offensichtlich die liberalen und die etatistischen Traditionen innerhalb der EU aneinander. Für die einen bringt jede Stärkung der zentralen Autorität die Gefahren von Staatsversagen und Abschwächung des Wettbewerbs mit sich. Für die anderen ist nicht der Wettbewerb das härteste Disziplinierungsinstrument, sondern eben zentrale Koordination, d.h. staatlicher Interventionismus. Wieder gilt es aber, nicht den internationalen Kontext der EU aus dem Auge zu verlieren. Divergierende innereuropäische Wettbewerbsfähigkeit durch koordinierende symmetrische Maßnahmen auszugleichen würde unweigerlich zum Verlust der internationalen Wettbewerbsfähigkeit führen. Das kann nicht das Ziel einer europäischen Wirtschaftspolitik sein, die sich einmal vorgenommen hat, Europa zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensgestützten Wirtschaftsraum der Welt zu machen.



# EUROPÄISCHE WÄHRUNGSUNION ZUKUNFTSFEST GESTALTEN

## REFORM DES STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKTES

*Bodo Herzog*

### 1. EINLEITUNG

Die Bundesrepublik Deutschland war mit ihrer soliden Geldpolitik beinahe fünfzig Jahre Vorbild für die meisten europäischen Staaten und ein Garant für eine stabile wirtschafts- und währungspolitische Entwicklung. Mit der Einführung der gemeinsamen Währung im Jahr 1999 hat ein in dieser Dimension noch nie da gewesenes, einzigartiges Experiment begonnen. Parallel dazu kam es in den beteiligten Mitgliedstaaten zu einer neuen Verflechtung von nationaler Fiskalpolitik und europäischer Geldpolitik.

Während die Geldpolitik auf die europäische oder anders gesagt supranationale Ebene verlagert wurde, blieb die Souveränität der Finanzpolitik weiterhin im nationalen Verantwortungsbereich. Die grundlegende Dichotomie von zentralisierter Währungspolitik und dezentralisierter Fiskalpolitik induziert neue Spannungsverhältnisse. Die Erfahrungen und Erkenntnisse, dass die Geld- und Fiskalpolitik durch eine enge Interdependenz verbunden sind, war Anlass zur Sorge, dass die weiterhin national organisierte Fiskalpolitik die zentrale Geldpolitik konterkarieren könnte (Dixit und Lambertini 2003).

Daraufhin einigten sich die an der Europäischen Währungsunion (EWU) teilnehmenden Länder im Jahr 1997 auf die Implementierung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes<sup>1</sup> (SWP) auf europäischer Ebene. Der Pakt hat primär die präventive Aufgabe, die mit der Sicherung der Preisniveaustabilität beauftragte Europäische Zentralbank (EZB) zu unterstützen. Dies sollte mithin durch geschickte fiskalpolitische Anreize erreicht werden. Das Ziel war, solide und nachhaltige Finanzen in allen Teilnehmerländern der EWU sicherzustellen. Solide Finanzpolitik ist im Pakt zunächst definiert als gesamtstaatliche Defizitquote von kleiner

drei Prozent und einer Schuldenstandquote von 60 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Zur Erreichung des Ziels wurde allerdings ein Sanktionsmechanismus verabschiedet, der einerseits wenig effektiv in der Durchsetzung, andererseits zu flexibel war. Zudem wurde der Bestrafungsmechanismus, insbesondere im Reformjahr 2005 vehement attackiert und infrage gestellt (Brunila et al. 2001).

Infolge der Griechenland-Krise und der Diskussion über Spanien und Portugal ist es richtig und konsequent, als Erfinderland des Stabilitäts- und Wachstumspaktes an die Notwendigkeit des Paktes zu erinnern und zugleich einen Vorstoß zu unternehmen, den Stabilitätspakt auf eine stabilere Grundlage zu stellen. Auch Frankreich hat auf dem zweitägigen Gipfeltreffen am 25. und 26. März 2010 schärfere Sanktionen gegen Euro-Schuldensünder wie Griechenland gefordert.

Als Lehre aus der Griechenland-Krise ist eine Konkretisierung des „exzessiven“ Defizitverfahrens notwendig, insbesondere die Durchsetzung muss verschärft, am besten automatisiert werden. Auch die Sanktionen müssen verschärft und vor allem ökonomisch sinnvoll ausgerichtet werden.

Es gibt seit der Reform des Stabilitätspaktes im Jahr 2005 zahlreiche Veränderungsvorschläge und Alternativen zum SWP (Herzog 2005). Dabei wird zwischen radikalen Reformvorschlägen, hin zu einer europäischen Wirtschaftsunion (Zentralisierung der Fiskalpolitik auf europäischer Ebene – Transferunion) und Modifikationsideen im bestehenden institutionellen Regelwerk des Stabilitäts- und Wachstumspaketes unterschieden.

Im folgenden zweiten Abschnitt des Beitrags wird die Notwendigkeit von Fiskalregeln erklärt und anhand der potentiellen Gefahren einer undisziplinierten nationalen Finanzpolitik in einer Währungsunion theoretisch begründet. Davon ausgehend wird in Abschnitt 3 der Stand der prominentesten Reformideen zusammengefasst. In Abschnitt 4 wird die aus deutscher Sicht notwendige Handlungsnotwendigkeit mit Blick auf eine neue Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes ausgearbeitet und systematisch dargelegt. Der Beitrag endet mit einem kurzen Resümee in Abschnitt 5.

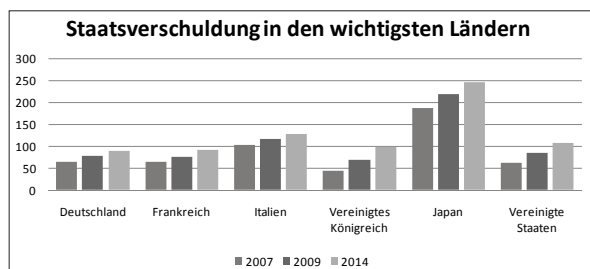
## 2. DIE NOTWENDIGKEIT VON FISKALREGELN

Neben der aktuellen Herausforderung zur Haushaltskonsolidierung aufgrund der steigenden Defizite und Schulden im Zuge der Wirtschafts- und Finanzkrise, gibt es auch sehr wichtige theoretische Argumente, welche für strikte Fiskalregeln in einer Währungsunion sprechen.

### 2.1 Schuldenentwicklung im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise

Freilich blieb das entschlossene Vorgehen im Rahmen der Stützung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage durch Konjunkturprogramme nicht ohne Folgen. Weltweit ist es zu einem massiven Anstieg der Schuldenstandsquoten gekommen. Dieser Prozess wird sich nach Einschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) noch fortsetzen (Schaubild 1).

Schaubild 1



Quelle: IMF

Bei der weltweit steigenden Staatsverschuldung, verbunden mit der Griechenland-Krise, ist es nicht überraschend, dass sich in der Öffentlichkeit eine gewisse Sorge um die Stabilität des Geldwertes eingestellt hat. Zumal jüngst führende Ökonomen, insbesondere in den Vereinigten Staaten, eine Anhebung der Inflationsziele bei den Zentralbanken gefordert haben (Blanchard et al. 2010).

In der Geschichte wird von einer unkontrollierten öffentlichen Verschuldung zumeist als Folge der Finanzierung kriegerischer Auseinandersetzungen bzw. der Dämpfung von Wirtschaftskrisen starker inflationärer Impulse ausgegangen. Hohe öffentliche Defizite können sich in mehrfacher Weise nachteilig auf die Geldwertstabilität, einen wesentlichen Pfeiler der deutschen Wirtschaftsordnung „Soziale Marktwirtschaft“, auswirken:

- Inflationärer Druck, d.h. Preisanstieg auf den Güter- und Arbeitsmärkten.
- Wenn Zentralbanken staatliche Haushaltsdefizite direkt finanzieren, kann die Geldpolitik die Kontrolle über die Geldbasis und damit über die Zinsentwicklung verlieren.
- Schließlich kann es zu einem starken politischen Druck auf die Zentralbank kommen, die Geldpresse zu bedienen, damit der Staat sich über höhere Inflation entschulden kann.

Allein daraus ergibt sich ein zwingender Handlungsbedarf in der Europäischen Währungsunion zurück zu soliden Staatsfinanzen zu kommen. In der Bundesrepublik Deutschland ist man mit der verfassungsmäßig verankerten Schuldenbremse bereits einen Schritt weiter als in den meisten anderen Ländern der Währungsunion. Dabei ist die Begrenzung der strukturellen Neuverschuldung im Rahmen der neuen verfassungsrechtlichen Verschuldungsregeln<sup>2</sup> in Deutschland sogar etwas strenger als die Vorgaben des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Im Pakt liegen tragfähige öffentliche Finanzen dann vor, wenn die strukturellen Defizite in gesamtstaatlicher Betrachtung mittelfristig 0,35 Prozent in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt nicht überschreiten.

### 2.2 Ökonomische Argumente für strikte Fiskalregeln in der EWU

Einhergehend mit der Europäischen Währungsunion kam es zu notwendigen institutionellen Veränderungen und Verwebungen zwischen der nationalen und europäischen Ebene vor allem im Bereich der Geld- und Fiskalpolitik. Daraus ergeben sich mehrere Gefahrenquellen.

### 2.2.1. Trittbrettfahrer-Verhalten (Free Riding)

Mit dem Übergang zu einer Währungsunion werden öffentliche Güter geschaffen, die allen Staaten zur Verfügung stehen und von denen kein Mitgliedsstaat ausgeschlossen werden kann. Eine allgemeine Ausschluss- oder Sezessionsklausel ist im Unionsvertrag nicht formuliert. Damit lässt sich die Preisstabilität als öffentliches Gut ansehen. Jedes Mitgliedsland hat einen Anreiz, sich kurzfristig nicht daran zu halten und sich damit Wettbewerbsvorteile auf Kosten der anderen Länder zu verschaffen (EZB 2000). Die Folgekosten einer exzessiven Haushaltspolitik als *Free Riding* – wie der aktuelle Fall Griechenland eindrucksvoll belegt – muss von allen beteiligten Währungsunionen getragen werden. Diese Entwicklung verursacht bei den Wirtschaftssubjekten Unsicherheiten, was wiederum zu einem Antrieb von „Inflationserwartungen“ führen kann. Damit würde partial die Geldpolitik obsolet, da die Märkte Preissteigerungen antizipieren.

### 2.2.2. Moral Hazard

Aus Sicht der Fiskalpolitik der einzelnen Staaten ähnelt die Währungsunion einer gigantischen Versicherung gegen die Insolvenz der einzelnen Mitgliedstaaten. Mit dem EWU-Beitritt gehen die Mitgliedstaaten eine Art impliziten Versicherungsvertrag ein. Zwar verbietet der frühere EG-Vertrag und heute die Verfassung explizit, die Haftung für die Staatsschulden auf andere Mitgliedstaaten zu übertragen, jedoch ist diese *No-Bail-Out*-Klausel durch den EU-Rettungsfonds im Zuge der Griechenland-Hilfe nicht mehr glaubwürdig. Denn einem Land am Rande der Zahlungsunfähigkeit wird nun geholfen und damit ist es „quasi“ gegen Überschuldung versichert. Damit besteht de facto für die Mitgliedsländer ein starker Anreiz ungenügende Vorkehrungen gegen Zahlungsunfähigkeit zu treffen und unsolide Haushaltspolitik ist damit indirekt legitimiert worden – *Moral Hazard*.

### 2.2.3. EZB-Unabhängigkeit wird in Frage gestellt

Die hohe Staatsverschuldung als Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise, die Forderungen das Inflationsziel anzuheben sowie das oben erläuterte *free-riding*- und *Moral Hazard*-Problem gefährden zunehmend auch die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank. Denn der Schuldendienst engt die Haushaltsspielräume der Mitgliedstaaten ein und verleitet dazu, Zinssenkungen oder andere Maßnahmen von der EZB zu fordern (Herzog 2010 – Beitrag im selben Band zur Geldpolitik). Solche Aktionen gefährden das Primärziel der Preisniveaustabilität und konterkarieren zudem zukünftiges Wirtschaftswachstum.

### 2.2.4. Politische Spannungen

Ohne eine Koordinierung der Wirtschaftspolitik kann es zu dauerhaften Wachstums- und Inflationsdivergenzen in der Währungsunion kommen (Sachverständigenrat 2005). Dies wiederum führt zu Interessenskonflikten zwischen den EWU-Ländern, wie die aktuellen Forderungen aus Frankreich mit Blick auf die deutsche Exportstärke belegen. Hintergrund dieser Problematik ist die Tatsache, dass die EZB die geldpolitischen Entscheidungen am EU-Durchschnitt ausrichtet, was einzelnen Ländern zuwider geht, weil sie eine eher expansive oder kontraktive Geldpolitik benötigen würden. Auch die unterschiedlichen demographischen Entwicklungen induzieren unterschiedliches Spar- und Konsumverhalten und damit automatisch einen Export- oder Importüberschuss.

Summa summarum: Es gibt zahlreiche Gründe für Fiskalregeln in der EWU. Auch die (Ab-)Sicherung des Primärziels der supranationalen Geldpolitik bedarf solider Finanzen in allen Mitgliedsländern. Unterstellt man sogar, dass die nationale Finanzpolitik in der Lage ist, eine effiziente europäische Geldpolitik teilweise zu beeinträchtigen indem sie die geldpolitische Instanz zu einem nicht planmäßigen Geldmengenwachstum (Inflation) veranlasst, könnte die Geldpolitik unter Zugzwang geraten. Zusammengefasst sprechen alle ökonomischen Argumente und die aktuelle Entwicklung der Schuldenlast auch mit Blick auf die zunehmende Alterung der europäischen Volkswirtschaften für die Implementierung eines strikten Stabilitäts- und Wachstumspakt.

## **3. REFORMALTERNATIVEN ZUM STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKT**

Während der letzten Reformdiskussion in den Jahren 2003 bis 2005 wurden bereits 101 Alternativvorschläge zum bestehenden Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) entwickelt (EU-Kommission 2006). Hinsichtlich der konkreten Überlegungen argumentierte etwa die Hälfte der Autoren, dass Änderungen bei den Verfahrensregeln und der Durchsetzung innerhalb des bestehenden Stabilitätspaktes ausreichend sind, um eine deutliche Verbesserung zu erlangen (Uhlig 2002, Calmfors 2003, Hagen 2002, Herzog 2004). Für die Zukunft der europäischen Finanzpolitik sind aber grundsätzlich drei Dimensionen denkbar (de Haan et al. 2003):

1. Mehr „Markt“ einführen
2. Mehr „Hierarchie“ einführen oder
3. Modifikation des SWP als Koordinationsmechanismus.

Eine Minderheit plädierte für einen radikalen Bruch mit dem institutionellen Setup. Die einen wollten in Richtung Nr. 1 „Mehr Markt“, die anderen in Richtung Nr. 2 „Mehr Zentralisierung auf europäischer Ebene“. Folgende Vorschläge wurden diskutiert:

*A.) Mehr Markt:* Entweder die vollkommenen Entpolitisierung des Defizitverfahrens durch eine völlig neue und unabhängige Institutionen (Hagen 2002; Wyplosz 2003; Fatás et al. 2003; De Grauwe 2003; Buiters 2003; Buti 2003; Ohr / Schmidt 2003) oder einen Marktmechanismus im Sinne von handelbaren Schuldenrechten (Casella 1999). Durch letzteres würde der Marktmechanismus die Kosten der Verschuldung einzelner Länder automatisch festlegen. Zudem wurde hier auch ein System von „Rating-Agenturen“ (Eichengreen 2003) diskutiert. Diese Agenturen hätten die Aufgabe, jedes Land anhand der fiskalpolitischen Solvenz und Nachhaltigkeit in eine „Bonitätskategorie“ einzuordnen. Damit würde eine natürliche Verschuldungsgrenze aufgrund höherer Kreditzinsen im Marktmechanismus für die Haushaltssünder entstehen, die mittels der Ratingagentur auf dem Kapitalmarkt festgelegt würden.

*B.) Mehr Zentralisierung:* Die Einrichtung einer europäischen Wirtschaftsregierung bzw. eines „europäischen Umlage- und Steuersystems“ (Euromemorandum 2003; Bofinger 2003) und damit einhergehend die Koordination der Fiskalpolitik auf europäischer Ebene und die Abgabe von Finanzsouveränität von der nationalen auf die europäische Ebene (Bofinger 2003; Fitoussi 2002; Mathieu / Sterdyniak 2003). Dieser Überlegung liegt zugrunde, dass mit dem Ziel der Währungsunion auch eine politische Union anzustreben ist. Die Währungsunion wird als ein erster Konvergenzschritt in diese Richtung angesehen. Gleichwohl wird diese Ansicht gerade von vielen politischen Vertretern abgelehnt und stattdessen auf das Subsidiaritätsprinzip (Art. 5 EUV) verwiesen.

Der Hauptkritikpunkt an den beiden radikalen Ansätzen „Markt“ und „Zentralisierung“ ist die fehlende polit-ökonomische Betrachtung und damit die höchst unwahrscheinliche Umsetzung in der politischen Arena – wie übrigens schon die Reformdiskussion im Jahr 2005 lehrte. Mit anderen Worten: Die beiden radikalen Reformströmungen sind heute wie damals ökonomisch umstritten und politisch keine gangbaren Wege. Deshalb sollen die vernünftigen Modifikationsvorschläge oder moderaten Reformalternativen näher beleuchtet und diskutiert werden, um daraus einen gangbaren Weg zu entwickeln.

Die überwiegende Mehrheit der Reformvorschläge wurde auf Basis theoretischer Modelle oder Modellüberlegungen entwickelt und teils durch eine empirische Analyse untermauert. Hinsichtlich des Grades der Modifizierung zeigt die Reformdiskussion im Jahr 2005, dass mit der Zeit der polit-ökonomische Aspekt im stärker dominierte und ein Vorschlag somit auch politisch mehrheitsfähig sein musste (EU-Kommission 2005). Daraus folgt, dass alle Reformvorschläge zum SWP im Medium zwischen den beiden radikalen Alternativen unter Berücksichtigung der polit-ökonomischen Gegebenheiten die besten Chancen haben, aber nur dann, sofern diese Alternativen auch ökonomisch konsistent entwickelt wurden.

Die vorgenommene Reform des Stabilitätspaktes im Jahr 2005 war zwar eine Modifikation, aber wie der Fall Griechenland zeigt in die falsche Richtung, da die Flexibilisierung im Vordergrund stand. Hätte die Politik bereits damals die vorhandenen Studien und Modelle zur Kenntnis genommen, wäre es dazu nicht gekommen. Denn bereits Beetsma und Jensen (2003) zeigten im Rahmen eines analytischen Modells, dass eine Differenzierung bzw. Flexibilisierung das nationale Trittbrettfahrer-Verhalten befördert und nicht wie ursprünglich gedacht eliminiert. Damit war ein Fall „Griechenland“ nach der Reform (= Flexibilisierung) nur eine Frage der Zeit. Die politische Entscheidung ist deshalb ein „Trade-off“ zwischen Flexibilisierung und Vermeidung des Trittbrettfahrer-Verhaltens. Die Opportunitätskosten aus beiden Alternativen waren bislang ungewiss, aber auf Basis historischer Erfahrungen in anderen Währungsräumen (Theurl 1992) und mit dem Fall Griechenland ist abermals deutlich geworden: Die Opportunitätskosten der Flexibilisierung sind dominant. Der derzeit bestehende Stabilitätspakt (sehr weite Auslegung der Regeln) schadet der Stabilität und den Funktionsmechanismen der Europäischen Währungsunion. Somit sollte die geplante Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes in den kommenden Jahren die wichtige präventive (vorab disziplinierende) Wirkung stärken und eine nachhaltige Ausrichtung der nationalen Finanzen in der Währungsunion bedingen.

#### **4. HANDLUNGSVORSCHLAG FÜR DIE DEUTSCHE BUNDESREGIERUNG**

Die Kritikpunkte am aktuellen Stabilitäts- und Wachstumspaktes sind damals wie heute die gleichen: Erstens die mangelhafte präventive Disziplinierung und zweitens die mangelhafte Implementierung des Defizitverfahrens plus Sanktionsmechanismus. Das Grundproblem liegt darin, dass die nationalen Finanzminister im ECOFIN-Rat gleichzeitig Richter und Beklagter sind.

Ein zentraler Vorschlag in der dritten Kategorie, d.h. also ökonomisch sinnvolle Reformalternative aufbauend auf dem bisherigen Stabilitäts- und Wachstumspakt unter Berücksichtigung der polit-ökonomischen Gegebenheit ist von Herzog (2003) entwickelt worden. Hierbei wird das Stimmrecht/die Stimmzahl im ECOFIN-Rat an der finanzpolitischen Zielerreichung des Stabilitätspaktes und der nachhaltigen Ausrichtung der öffentlichen Haushalte orientiert und festgeschrieben (Herzog 2003). Dieser Vorschlag ist in mehrerlei Hinsicht charmant:

1. Die Finanzsouveränität bleibt zwar auf nationaler Ebene, aber nur solange die Länder sich an die Vorgaben des SWP halten. Im Sündenfall eines hochverschuldeten Landes, haben nun die soliden Länder des Euroraums die Möglichkeit und das Recht, dieses Land leichter zu ahnden, da die soliden Länder nun die deutliche Stimmrechtsmehrheit im ECOFIN-Rat erhalten und zwar unabhängig davon wie groß die Ländern und damit die eigentlichen Stimmenanteile wären. Damit funktioniert dieser neue Mechanismus für die Sünderländer ähnlich wie eine Art „Marktmechanismus oder unabhängige Institution“. Insoweit könnte man argumentieren, dass diese Reformidee des Stimmrechtsverlusts in Richtung der Idee einer vollständigen Entpolitisierung/Entmachtung an Dritte (solide Länder) geht – allerdings eben nur für die Sünderländer.
2. Dadurch wird zudem auf europäischer Ebene die Koordination von fiskalpolitischen Entscheidungen mit Blick auf die Sünderländer gestärkt und mit dieser Reformidee auch die Richtung einer europäischen Wirtschaftsregierung, d.h. die Idee einer supranationalen Koordination zunehmend Rechnung getragen.
3. Dieser Vorschlag ist polit-ökonomisch auch ein gangbarer Weg, da es nicht zur vollständigen Abgabe der Souveränitätsrechte kommen wird, wie unter den radikalen Vorschlägen, sondern nur im Sündenfall.

Alles in allem zeigt der entwickelte Reformvorschlag von Herzog im Jahr 2004 eine ökonomisch sinnvolle Alternative zum heutigen Stabilitätspakt und ist zugleich ein politisch gangbarer Weg. Nicht umsonst ist in den letzten Monaten genau diese Idee auf nationaler und europäischer Ebene Grundlage der aktuellen Reformdiskussion. Zumindest könnte dadurch die Verbindlichkeit und Glaubwürdigkeit des Defizitverfahrens deutlich gestärkt werden. Die Gefahr einer Vetomehrheit gegen Sanktionen durch die großen Länder – im Sündenfall – wäre damit auch gebannt.

Nicht vollständig gelöst ist damit die Sanktionsfrage. Falls dieser präventive disziplinierende Mechanismus eines Stimmenverlust im Sündenfall nicht hinreichend die nationale Finanzpolitik verändert. Deshalb muss dieser Vorschlag noch mit einer anderen Maßnahme flankiert werden.

Es bieten sich dabei zwei Möglichkeiten an:

- A.) die bestehende Idee der negativen Anreize – also Sanktionen durch Strafzahlungen oder Streichung von europäischen Subventionsgeldern;
- B.) ein neuer Weg mittels positiver Anreize; d.h. im Sündenfall verliert das Land vollständig zunächst die Mitspracherechte im ECOFIN-Rat und bei anhaltendem oder wiederholtem Verstoß verliert das Land temporär – solange bis der Haushalt konsolidiert und nachhaltig ausgerichtet ist – die vollständige Finanzsouveränität an eine unabhängige Institution oder die EU-Kommission.

Letzterer Sanktionsmechanismus ist zwar ziemlich weitreichend, wäre aber ökonomisch vernünftiger und hätte eine stärkere präventiv disziplinierende Wirkung, da der potentielle Verlust der Finanzsouveränität für jedes Land, vor allem aber innenpolitisch, ein absolutes Armutszeugnis darstellen würde. Gerade diese disziplinierende Wirkung könnte den notwendigen präventiven Konsolidierungsdruck mit Blick auf nachhaltige Haushalte entfalten.

## 5. SCHLUSSBEMERKUNG

Der ehemalige Präsident der Europäischen Kommission, Romano Prodi, sagte während der letzten Reformdebatte im Jahr 2004: „Der Pakt ist dumm, wie alle Regeln, die rigide sind.“ Diese Auffassung war und ist falsch, da es sich um einen typischen ökonomischen „Trade-off“ handelt und dort immer zwei Ziele im gewissen Sinne konterkarieren. Natürlich wäre eine dynamische Regel, wie beispielweise die deutsche Schuldenbremse, ökonomisch sinnvoller.

Allerdings dürfte sich für solch eine Regel kaum eine politische Mehrheit auf der europäischen Ebene finden lassen. Gerade deshalb muss das gegebene Instrumentarium, der Stabilitäts- und Wachstumspakt, zielgerichtet reformiert werden, um (1) seine präventive Wirkung zu entfalten und die verbindlichen Grenzwerte zeitnah durchzusetzen sowie (2) das mittelfristige Ziel eines ausgeglichenen Haushalts ebenso im Fokus der nationalen Finanzpolitik der Währungsunionenländer steht.

Klar ist, dass die letzte Reformdebatte im Jahr 2005 ein Schritt in die falsche Richtung war. Zudem widersprach die Flexibilisierung des Stabilitätspaktes schon damals den Lehren, die die Wissenschaft aus der Geschichte supranationaler Währungsunionen gezogen hat (Herzog 2005). So bestätigen alle vorliegenden historischen Beispiele supranationaler Währungsunionen, unter anderem die Lateinische Münzunion (1865-1927) und die Skandinavische Münzunion (1872-1924), dass unsolide Finanzpolitik immer eine Ursache für das Zusammenbrechen der Währungsunionen war und weiterhin ist. Es bleibt zu hoffen, dass die Politik nun – mit der Erfahrung der Griechenland-Krise – entschlossen handelt und den Rat hin zu einem strikten Stabilitätspakt schnell umsetzt.

#### LITERATUR

- Alesina et al. (2002): *What does the European Union do?*; *EUI Working paper*.
- Beetsma, R. and Jensen, H. (2003): *Contingent deficit sanctions and moral hazard with a stability pact*; *Journal of International Economics*, Vol. 61; S. 187-208.
- Beetsma, R. and Bovenberg, (1999): *Does monetary unification lead to excessive debt accumulation?*; *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 4, S. 589-610.
- Beetsma, R. and Uhlig, H. (1999): *An Analysis of the Stability and Growth Pact*; *The Economic Journal*, Vol. 101, S. 546-571.
- Bofinger, P. (2003): *Should the European Stability and Growth Pact be Changed?*; *Internomics 2003*, January/February 2003, S. 4-7.
- Brunila et al. (2001): *The Stability and Growth Pact*; *Palgrave*.
- Buiter, W.H. (2003): *How to reform the Stability and Growth Pact*; *mimeo*.
- Buti, M. (2003): *Monetary and Fiscal Policies in EMU*; *Cambridge University Press*.
- Casella, A. (2001): *Market mechanisms for policy decisions: Tool for the European Union*; *European Economic Review*, Vol. 45, S. 995-1006.
- Calmfors, L. (2005): *What Remains of the Stability Pact and What Next?*; *SIEPS*, Report No. 8.
- Chari, V. und Kehoe, P. (2003): *On the Desirability of Fiscal Constraints in a Monetary Union*.
- Chari, V. and Kehoe, P. (1998): *On the Need of Fiscal Constraints in a Monetary Union*; *Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper*, No. 589.
- De Grauwe, P. (2003): *European Macroeconomics*.
- Dixit, A. and Lambertini, L. (2003): *Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies*; *The American Economic Review*, Vol. 93, No. 5, S. 1523-1542.
- ECB (2006): *The Reform and Implementation of the Stability and Growth Pact*; *Occasional Paper Series*, No. 47.
- Eichengreen, B. (2003): *What to Do with the Stability Pact*; *Intereconomics*, Jan./Feb., S. 7-10.
- Eichengreen, B. und Wyplosz, C. (1998): *The Stability Pact: More than a Minor Nuisance?*; in: *Begg, D. et al.: EMU-Prospect and Challenges for the EURO*.
- Eijffinger, S. (2003): *How Can the Stability and Growth Pact be Improved to Achieve both Stronger Discipline and Higher Flexibility?*; *Internomics 2003*.
- Euromemorandum (2003): *Alternative Ökonomen wollen Stabilitätspakt abschaffen*; in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 11.12.2003.
- Fatás, A. und Mihov, I. (2003): *The Case for restricting fiscal policy discretion*; *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 4, S. 1419-1447.
- Fischer, J. and L. Jonung and M. Larch (2006): *101 Proposals to Reform the Stability and Growth Pact. Why so many? A Survey*; *Economic Papers*, Nr. 267, Brussels.
- De Haan, J. und Berger, H. and Jansen, D. (2003): *The End of the Stability and Growth Pact?*; *Research Memorandum Wo no 748*, *De Nederlandsche Bank*. November 2003.
- von Hagen, J. et al. (2003): *Stability and Growth in Europe: Towards a Better Pact*; *CEPR publication: Monitoring European Integration 13*.
- Herzog, B. (2004a): *Fiscal-monetary Interaction and the 'Stability and Growth Pact'-Focus on: Reforming the Pact*; *SMYE-Conference*, in Warsaw, Poland (online).



- Mathieu, C. and Sterdyniak, H. (2003): *Reforming the Stability and Growth Pact: Breaking the ICE*; Conference paper EcoMod 2003.
  - Modigliani, F. and Fitoussi, J.-P., Moro, B. and Snower, D. and Solow, R. and Steinherr, A. and Sylos Labini, P. (1998): *An economists manifesto on unemployment in the European Union*; BNL Quarterly Review, Nr. 206.
  - Ohr, R. / Schmidt, A. (2003): *Der Stabilitäts- und Wachstumspakt im Zielkonflikt zwischen fiskalischer Flexibilität und Glaubwürdigkeit*; CeGE-Discussion Paper; No. 19, S. 1-33.
  - Stark, J. (2001): *Genesis of a Pact*; in Brunila, A. et al.: *The Stability and Growth Pact: The Architecture of Fiscal Policy in EMU*; S. 77-105. Palgrave, 2001.
  - Theurl, T. (1999): *Mikroaspekte von Währungskrisen: Herausforderung für Währungstheorie und Wirtschaftspolitik*; Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Vol. 44, S. 235-254.
  - Theurl, T. (1992): *Eine gemeinsame Währung für Europa*; Österreichischer Studien Verlag.
  - Uhlig, H. (2003): *One money, but many fiscal policies in Europe: what are the consequences?*; in Buti, M.: *Monetary and Fiscal Policies in EMU*; S. 29-56; Cambridge University Press 2003.
  - Zimmermann, K.F. (2003): *Zur unabdingbaren Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakt*; Zeitschrift für Staats- und Europawissenschaften, S. 230-239.
- 1/ Ursprüngliche Rechtsgrundlage sind die Verordnungen: VO 1466/97 und 1467/97. Der Reform traten die Verordnungen VO 1055/05 und 1056/05 hinzu.
  - 2/ Die Neufassung von Artikel 109 Absatz 3 Grundgesetz bestimmt, dass die Haushalte von Bund und Ländern „grundsätzlich ohne Einnahmen aus Krediten“ auszugleichen sind. Nach Artikel 115 Absatz 2 Grundgesetz bedeutet dieser „grundsätzliche“ Haushaltsausgleich für den Bund, dass die strukturelle Neuverschuldung ab dem Jahr 2016 einen Wert von 0,35 Prozent in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt nicht überschreiten darf. Für die Bundesländer gelten noch strengere Verschuldungsregeln, indem ab dem Jahr 2020 eine strukturelle Neuverschuldung völlig ausgeschlossen ist.

# VON DER STABILITÄTSGEMEINSCHAFT ZUR TRANSFERUNION: WOHIN BEWEGT SICH DIE EUROZONE?

Günter Grosche

## 1. EINLEITUNG

Die Anfang Mai 2010 von den Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union beschlossenen bilateralen Hilfskredite der Euro-Staaten und des Internationalen Währungsfonds (IWF) für Griechenland<sup>1</sup> und der weit umfangreichere Rettungsschirm für möglicherweise andere bedürftige Euro-Staaten<sup>2</sup> haben die Fundamente der europäischen Währungsverfassung erschüttert.

Neue Kredite mögen zwar rein formal dem Artikel 125 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) nicht entgegenstehen, der es der Europäischen Union oder einem ihrer Mitgliedstaaten untersagt, für die Verbindlichkeiten eines anderen Mitgliedstaates einzutreten (die sogenannte *No-Bail-Out*-Regel). Doch widersprechen solche Kredite dem Geist dieser Bestimmung. Sie wurde mit Bedacht in den Maastricht-Vertrag eingefügt. Sie ergänzt und bekräftigt das für alle Euro-Länder gleichermaßen verpflichtende Gebot in Artikel 126 AEUV, übermäßige öffentliche Defizite zu vermeiden.

Haushalte mit mäßigen Defiziten kennzeichnen ein geordnetes Staatswesen, zwingen zur härteren Setzung von Prioritäten und sind ein steter Antrieb für Reformen. Mehr noch, sie erleichtern es der Europäischen Zentralbank (EZB), für einen stabilen Euro zu sorgen. Niemals sollte sie unter politischen Druck geraten, Staatsschulden durch inflationäre Geldausweitung zu entwerten. Im Miteinander der Euro-Länder sind mäßige öffentliche Defizite ein Gebot der Solidarität im Gegenzug für die enormen Wohlfahrtsgewinne einer stabilen Währung mit niedrigen Zinsen.

Verstößt ein Euro-Mitgliedsland fortgesetzt gegen dieses Solidaritäts-Gebot und droht sich zu überschulden, sollte die *No-Bail-Out*-Regel die Kreditgeber dazu

anhalten, aus Furcht vor unterbleibenden Hilfen bei einer drohenden Insolvenz eine frühzeitige Risikovor-sorge zu treffen. Gegebenenfalls sollten sie die Kreditvergabe verteuern und so eine übermäßige Ausweitung der Kreditaufnahme erschweren.

Das in der europäischen Währungsverfassung niedergelegte Stabilitätsversprechen ist durch die Missachtung der *No-Bail-Out*-Regel in Zweifel gezogen worden. Die Europäische Zentralbank hat ebenfalls Zweifel geweckt, weil sie auf dem Höhepunkt der Griechenland-Krise im Mai 2010 beschloss, abstürzende Anleihemärkte in finanzschwachen Euro-Ländern durch Käufe derer Anleihen zu stabilisieren. Der Verdacht wurde laut, sie habe auf Druck einiger EU-Regierungschefs gehandelt und dadurch Artikel 130 AEUV verletzt. Er besagt, dass „bei Wahrnehmung der ihnen durch die Verträge und die Satzung des ESZB und der EZB übertragenen Aufgaben und Pflichten [...] weder die Europäische Zentralbank noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane Weisungen von Organen, Einrichtungen oder sonstigen Stellen der Union, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderer Stellen einholen oder entgegennehmen [darf].“

Zwar konnte die EZB den Verdacht, sie habe auf politischen Druck gehandelt, glaubhaft entkräften. Auch kauft sie die Anleihen nicht direkt von den Emittenten. Doch bleibt die Besorgnis zurück, es gerate ein weiterer zentraler Pfeiler einer stabilen Währung ins Wanken. Denn Artikel 123 AEUV verfügt: „Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank [für staatliche Einrichtungen] der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen [...]“. Überdies hat die EZB ihre eigenen Qualitätsansprüche für die Beleihung von Staatstiteln herabgesetzt und nimmt jetzt Anleihen niedriger Bonität ins Portfolio.

Sollte Griechenland seine bereits von den Euro-Ländern gewährten und die weiteren in Aussicht gestellten Kredittranchen in Zukunft nicht oder nicht in vollem Umfang zurückzahlen können, werden die Staatshaushalte der Euro-Länder über eine Aktivierung der zugesagten Garantien in Anspruch genommen. Auch stünde ein Wertverfall der Anleihen Griechenlands zu erwarten. Die EZB müsste sie wertberichtigen zu Lasten ihres Gewinns und seiner Abführung an die Staatshaushalte der Euro-Länder. Kredite verwandelten sich in Transfers. Die Rechnung würde der Steuerzahler übernehmen.

Scheinbar unverrückbare Regeln als Garant einer Stabilitätsgemeinschaft wurden gebeugt. Lassen sich die politischen Instanzen der Eurozone jemals wieder auf eine glaubhafte Bindung an die Regeln festlegen? Bewegt sich die Euro-Stabilitätsgemeinschaft tatsächlich auf eine Transferunion hin? Transfers dürften bei dem heute erreichten Stand der europäischen Integration bestehende Vorbehalte gegen die europäische Einigung und den Euro erheblich verstärken. Bewahren sich Vorhersagen von Kritikern der Währungsunion, die im Euro weniger den Kitt für ein stärkeres Zusammenwachsen als den Sprengstoff für das bislang Erreichte sahen?

## 2. URSACHEN DER KRISE

Eine Ursache für die mangelhafte Bindung der politischen Instanzen an die Haushaltsregeln liegt in der unzureichenden Stringenz des Maastricht-Vertrags. Er gebietet zwar den Euro-Staaten in Artikel 126 AEUV, übermäßige öffentliche Defizite zu vermeiden, sieht aber im Falle einer Verletzung dieser Regel weder eine rasche Verurteilung noch automatische Sanktionen vor. Es bleibt dem Ministerrat vorbehalten, eine Verfehlung mit qualifizierter Mehrheit festzustellen. Da potentielle Sünder gemeinhin den aktuellen Sündern kein Auge aushacken, war somit bereits im Vertrag eine Schwachstelle angelegt. Mit den Ausführungsbestimmungen zu Artikel 126, dem sogenannten Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP), konnte diese Schwachstelle nur unzureichend befestigt werden. Selbst ergänzende Willenserklärungen der Staats- oder Regierungschefs beim Europäischen Rat in Amsterdam 1997 mit feierlichen Selbstbindungen in Ergänzung des SWP konnten die Mehrheitserfordernisse des Vertrags und die fehlende Automatik nicht heilen.<sup>3</sup>

Eine konsequente Anwendung des SWP hätte ihm dennoch im Laufe der Zeit eine starke Bindungswirkung verschafft, wäre er nicht im Februar 2002 bei seinem ersten ernsthaften Test auf Betreiben vor

allem der deutschen Bundesregierung ausgehebelt worden. Die Bundesregierung verhinderte im Ministerrat zusammen mit Frankreich und Italien eine berechnete Warnung der Kommission vor einem möglichen übermäßigen Defizit („Blauer Brief“). Und am 25. November 2003 entschieden sich die Finanzminister wiederum auf Betreiben Deutschlands, Frankreichs und Italiens gegen den Vorschlag der Kommission, die Defizitverfahren gegen Deutschland und Frankreich zu verschärfen. Damit wurde auch kleineren Mitgliedstaaten klar, dass der Einhaltung der Haushaltsregeln keine politische Priorität beigemessen wird, zumal die nach diesen Ereignissen vorgenommene Überarbeitung des SWP in der Tendenz zu einer Abschwächung seiner Regeln führte.

Die Haushaltsstatistik erwies sich als weitere Schwachstelle. Das Statistikamt der Europäischen Union (Eurostat) begutachtet und zertifiziert zwar die von den einzelnen Mitgliedstaaten gelieferten Zahlen insbesondere im Hinblick darauf, ob sie nach Maßgabe des Handbuchs für die Erstellung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung korrekt zusammengestellt wurden. Eurostat hatte aber keinen direkten Zugriff auf die Daten der einzelnen Mitgliedsländer zwecks Qualitätskontrolle der Zahlenwerke. Schon zu Beginn der Währungsunion wurden Statistikmängel deutlich; der Wirtschafts- und Finanzausschuss der EU richtete deshalb eine Untergruppe „Statistik“ ein, die zahlreiche Anstöße zur Verbesserung des Zahlenwerks auf nationaler und europäischer Ebene gab. Einige davon scheiterten im Ministerrat, andere wurden aufgehoben wegen angeblich zu hoher Kosten für die nationalen Statistikämter. Auch der Vorschlag der Kommission, Eurostat mehr Rechte gegenüber den nationalen Statistikämtern einzuräumen, wurde im Ministerrat unter Beteiligung der deutschen Bundesregierung abgelehnt.

Vermutlich wäre es bei einem frühzeitigeren und energischeren Handeln auf dem Statistikfeld nicht zu den mangelhaften oder möglicherweise gar gefälschten Zahlen des griechischen Statistikamtes gekommen. Wie sich später herausstellte, wurde Griechenland im Jahre 2000 aufgrund von zu niedrig gemeldeten Zahlen für das Haushaltsdefizit in die Währungsunion aufgenommen. Und das Eingeständnis der neuen griechischen Regierung im Oktober 2009, die Defizitquote im Jahre 2009 werde mit 12,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts mehr als doppelt so hoch ausfallen als die Vorgängerregierung nach Brüssel gemeldet hatte, löste die nachfolgende Krise aus.

Erstaunlich war, wie spät die Finanzmärkte auf die seit Jahren zu beobachtende Verschlechterung der griechischen Schuldenlage reagiert hatten. Mit einer von den Zentralbanken bereitgestellten hohen Liquidität in den Märkten und auf der Jagd nach Renditen hatten sie Ländern wie Griechenland mit – im Vergleich zu „guten“ Schuldnerländern – nur geringen Zinsaufschlägen bereitwillig Kredit eingeräumt. Sie vertrauten auch den guten Noten der Ratingagenturen, die bei ihren Urteilen offenbar zu sehr auf die kurzfristige Zahlungsfähigkeit eines souveränen Schuldners abgestellt und nicht das Explosionspotential eines hohen Schuldenbergs im Falle einer allgemeinen Finanzkrise bedacht hatten. Nach den neuen Defizitzahlen stuften sie die Bonität Griechenland überstürzt und massiv herab und machten so die Schuldenkrise akut. Die Kreditgeber bezweifelten plötzlich, ob Griechenland in Zukunft noch seine wachsenden Schulden bedienen könne und begannen, griechische Anleihen abzustoßen. Die Zinssätze explodierten, was die Aussicht auf die zukünftige Schuldendienstfähigkeit weiter eintrübte. Griechenland war nicht mehr in der Lage, zu halbwegs moderaten Zinssätzen neue Kredite aufzunehmen und alte umzuschulden.

Das Verhalten der Kreditgeber und Ratingagenturen hat viele Väter des Währungsunions-Konzepts enttäuscht. Sie hatten auf die Weitsicht der gemeinhin als vorausschauend eingeschätzten Kapitalgeber und „Spekulanten“ (von lateinisch *speculator*, Späher) gesetzt, drohende Zahlungsschwierigkeiten rechtzeitig zu erkennen und mit höheren Risikoprämien die Neigung zu übermäßiger Verschuldung zu dämpfen. Das *No-Bail-Out*-Gebot des Maastricht-Vertrages sollte ihre Risikoscheu verstärken. Doch rechneten viele Kreditgeber offenbar damit, dass die Eurozone die Insolvenz eines Partnerlandes unter Inkaufnahme hoher Kosten, selbst einer Beugung der Regeln, verhindern würde, weil die Furcht vor einer Ausbreitung der Krise auf andere Schuldnerländer alle anderen Erwägungen überlagern würde. Ihre Erwartungen wurden durch die Ereignisse bestätigt, insofern hatten sie richtig „spekuliert“. Ihr Risiko wurde auf die Schultern der europäischen Steuerzahler verlagert.

Die Kreditgeber hätten vermutlich dennoch ihre Kreditgewährung frühzeitig zurückgeschraubt, wenn die Europäische Zentralbank in den vergangenen Jahren bei ihren Offenmarktoperationen die Anleihen solcher Euro-Länder, deren Haushaltsdefizite vom Ministerrat der EU als übermäßig eingestuft worden waren, nicht mehr oder nicht im vollen Umfang beliehen hätte. Dies hätte die Attraktion dieser Anleihen erheblich gemindert. Griechenland stand seit Eintritt in die Währungs-

union in allen Jahren bis auf eines auf der Liste der Länder mit einem übermäßigen Defizit oder, wie es in Artikel 126 AEUV treffend heißt, der Länder mit einem „schwerwiegenden Fehler“ in der Schuldenpolitik. Aber auch die EZB vertraute mehr dem Urteil der Ratingagenturen als dem Urteil der Minister und verzichtete auf ein naheliegendes Signal an die Märkte.

Als sich die Krise abzeichnete, hätte möglicherweise ein rasches Eingreifen des Internationalen Währungsfonds (IWF) die Glaubwürdigkeit in die griechische Zahlungsfähigkeit erhalten können. Der IWF hat über mehrere Jahrzehnte hinweg Erfahrungen gesammelt mit der Bewältigung von Schuldenkrisen. Er hat in der Vergangenheit drohende Insolvenzen und Wertberichtigungen auf die Forderungen der Gläubiger abgewendet durch eine Kombination von Konsolidierungsempfehlungen, eigenen Überbrückungskrediten und die Organisation von frischen Mitteln der Gläubiger. Die Gläubiger haben die Vermeidung von Wertberichtigungen auf ihre Forderungen honoriert, indem sie vom IWF gebilligte Konsolidierungsanstrengungen durch Verlängerung ihrer Kredite und gegebenenfalls neue Kredite zu relativ günstigen Konditionen unterstützten. Doch wurde ein frühzeitiges Eingreifen des IWF durch Vorbehalte einiger europäischer Staats- oder Regierungschefs verhindert. Sie und die Europäische Kommission wollten keine Einmischung Dritter und wollten zeigen, dass die Eurozone auch als Krisenmanager taugt.

Auf dem Höhepunkt der Krise Anfang Mai 2010 sah sich die Eurozone gezwungen, entgegen den Regeln der Währungsunion finanzschwachen Euro-Ländern Kredite einzuräumen oder in Aussicht zu stellen, um eine Panik unter den Kreditgebern zu vermeiden. Diese Kredite werden sich in Transfers verwandeln, wenn die Haushaltskonsolidierung nicht gelingt. Es wird für immer ungeklärt bleiben, ob die Beschädigung der Stabilitätsgemeinschaft durch den *Bail-Out* schwerer wiegt als der Schaden, der bei einer Insolvenz Griechenlands eingetreten wäre. Die Kreditgeber hätten für ihre exzessive Kreditgewährung einstehen müssen, gleichwohl wäre ihr Wertberichtigungsbedarf bei einer geordneten Insolvenz vermutlich begrenzt geblieben. Auch hätte möglicherweise eine Ausbreitung der Panik auf andere gefährdete Länder wie Spanien, Portugal oder Irland mit Hinweis auf deren besserer Schuldenquote und Schuldendienstfähigkeit vermieden werden können. Aber das Lehman Brothers-Debakel im September 2008 und seine Folgen für das Funktionieren der Finanzmärkte waren in noch frischer Erinnerung. Auch war wegen des Fehlens einer Insolvenzordnung für souveräne Staaten mit einem komplizierten und lang dauernden

Insolvenzprozess zu rechnen. Die Kapitalgeber in zahlreichen Ländern, auch in Deutschland und nicht zuletzt in Frankreich, hätten bis zu einem Ergebnis vorsorglich hohe Wertberichtigungen vornehmen müssen mit erheblichen Folgen für ihre vielfach schon angeschlagenen Bilanzen.

### 3. WAS IST ZU TUN?

Jetzt gilt es, den Schaden für die Glaubwürdigkeit der Stabilitätsgemeinschaft und ihrer Regeln nach besten Kräften zu begrenzen:

- Einmal müssen Vorkehrungen getroffen werden, die eine bessere Befolgung der Regeln und mehr Haushaltsdisziplin in Zukunft versprechen;
- zum anderen gilt es, hohe Haushaltsdefizite zurückzuführen und den Schuldenstand auf einem, auch bei höheren Zinsen als heute, bedienbaren Niveau zu stabilisieren.

#### a) Stärkung des Regelwerks

Alle derzeitigen und zukünftigen Regeln sind unglaublich unwirksam, wenn sie nicht angewendet oder wieder verändert werden, sobald ihre Anwendung als schmerzhaft empfunden wird. Die bisherigen Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt sind ernüchternd. Wichtiger als eine Reformulierung der Regeln ist eine über eine geraume Zeit hinweg demonstrierte Praxis der strikten Befolgung. Dies ist auch eine Einstellungsfrage, die von den wirtschaftspolitischen Traditionen in den Euro-Ländern geprägt ist. Deutschland hat eine an Regeln gebundene wirtschaftspolitische Tradition; in anderen Ländern handeln die staatlichen Instanzen stärker diskretionär und sehen in Regeln nicht mehr als eine beispielhafte Vorgabe.

Der Europäischen Kommission als der Hüterin der Verträge kommt deshalb eine zentrale Führungsrolle zu. Sie hat diese nach Ansicht mancher Beobachter in den letzten Jahren nicht immer voll wahrgenommen. Lobenswert war zwar ihre Klage vor dem Europäischen Gerichtshof (EuGH) gegen den Beschluss des Ministerrates vom November 2003, das Defizitverfahren gegen Deutschland und Frankreich nicht voranzutreiben. Doch war das Urteil des EuGH enttäuschend für die Kommission; es hob zwar den Ratsbeschluss auf, forderte aber lediglich Rat und Kommission auf, zu einer gemeinsamen Haltung zu gelangen. Trotz dieser Enttäuschung darf die Kommission nicht nachlassen, auf eine strikte Einhaltung der Regeln zu pochen und die Defizitverfahren voranzutreiben.

In diesem Zusammenhang hat auch die Eurogruppe eine Bedeutung. Sie bringt monatlich die Finanzminister der Eurozone, den zuständigen Kommissar und den EZB-Präsidenten zu einem ausführlichen Gedankenaustausch zusammen und kann das gegenseitige Verständnis für die Bedeutung der Einhaltung von Regeln fördern. Die Haushaltsregeln sind zentral in einer Währungsunion als Bindeglied zwischen einer zentralisierten Geld- und einer dezentralisierten Wirtschafts- und Haushaltspolitik. Allerdings mangelt es der Eurogruppe an Außenwirkung, insbesondere auf die Entscheidungsträger für die Haushaltspolitik in den Hauptstädten. Deshalb sollten sich die Haushaltsausschüsse der nationalen Parlamente darauf verständigen, in ihre Haushaltsberatungen immer eine Stellungnahme der Eurogruppe einzubeziehen. Generell ist mehr Transparenz angebracht. Die Ergebnisse der Beratungen in der Eurogruppe sollten stärker publiziert werden.

Die Kommission seit 2003 und der Vorsitzende der Eurogruppe seit 2005 haben der Eurogruppe mehrfach nahegelegt, Fehlentwicklungen in nationalen Haushalten frühzeitig zu erkennen, indem bereits die nationalen Haushaltsentwürfe und nicht erst die Gesetz gewordenen Haushaltspläne im Kreise der Minister auf ihre Vereinbarkeit mit den europäischen Haushaltsregeln geprüft werden. Anfang September 2010 hat der Ministerrat endlich beschlossen, im April eines jeden Jahres die Haushaltsentwürfe für das kommende Haushaltsjahr nach Brüssel zu übermitteln und zu beurteilen, bevor sie von den nationalen Parlamenten verabschiedet werden.

Bei aller Skepsis angesichts der Unwilligkeit der politischen Entscheidungsträger, sich an Regeln zu halten, sollte der Stabilitäts- und Wachstumspakt noch einmal überarbeitet werden. Er stellt zu sehr auf die Defizite ab und zu wenig auf den Schuldenstand, obwohl Artikel 126 AEUV beide Aspekte gleich gewichtet. Es wäre sinnvoll, den Referenzwert für das maximale Defizit, der zurzeit bei 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts liegt, umso stärker herabzusetzen, je mehr die Schuldenquote die Richtzahl von 60 Prozent übersteigt.<sup>4</sup> Auch sollten jene Aufweichungen zurückgenommen werden, die bei der „Reform“ des SWP im Jahre 2005 eingefügt wurden. Dies gilt vor allem für die Fristverlängerungen, bis es zu Sanktionen kommt. Sanktionen sollten möglichst automatisch erfolgen; dies ist auch die Meinung der Kommission.

Generell wäre es wünschenswert, die Beweislast bei Abstimmungen im Defizitverfahren umzukehren. Die Wächterrolle der Kommission würde gestärkt, müssten ihre Vorschläge nicht mit qualifizierter Mehrheit ange-

nommen, sondern mit einer solchen Mehrheit abgelehnt werden. Doch anders als im SWP, der als sekundäre Gesetzgebung zu Artikel 126 AEUV mit einfacher Ratsmehrheit geändert werden kann, stehen die Mehrheitserfordernisse beim Defizitverfahren im Vertrag. Vertragsänderungen sind aber im Lichte der Erfahrungen mit dem Lissabon-Vertrag keine sonderlich realistische Option. Obwohl die schlechten Erfahrungen mit politischen Selbstverpflichtungen seit der Amsterdam-Erklärung zum SWP wenig Anlass zu Hoffnung geben, könnte dennoch versucht werden, durch politische Willenserklärungen auf Stimmrechte, die sich aus dem Vertrag ergeben, zu verzichten, um auch auf diese Weise dem SWP mehr Durchschlagskraft zu geben.

Außerdem könnte sich der Europäische Rat darauf verständigen, alle Euro-Länder zu verpflichten, ihre nationalen Verfassungen um eine strikte Haushaltsregel, vergleichbar der deutschen Schuldenbremse, zu ergänzen.

Die Bundesregierung strebt an, Mitgliedstaaten, die gegen den SWP verstoßen, das Stimmrecht zu entziehen. Nicht nur wegen der hierfür benötigten Vertragsänderung dürfte dieses Vorhaben auf wenig Gegenliebe bei anderen Ländern stoßen.

Auf dem Statistikfeld sind eine Reihe von Maßnahmen eingeleitet worden, die versprechen, dass zukünftig zeitnähere und zuverlässigere Angaben geliefert werden. Rat und EU-Parlament haben im Sommer 2010 Eurostat Prüfungsrechte zur besseren Überwachung der Haushaltszahlen einräumt. Eurostat hat nun Zugang zu den Daten auf allen staatlichen Ebenen einschließlich der Sozialversicherungen sowie Prüfungsrechte vor Ort. Allerdings ist zu bedenken, dass Haushaltszahlen stets von den Finanzministerien erstellt werden. Die nationalen statistischen Ämter haben in der Regel keine Prüfungsrechte, sind manchmal gar nur nachgeordnete Behörden. Auch dürfte es Eurostat angesichts seiner begrenzten personellen Ausstattung nicht leicht fallen, seine neuen Rechte wahrzunehmen. Möglicherweise könnten die nationalen Rechnungshöfe in Zusammenarbeit mit dem Europäischen Rechnungshof eine hilfreiche Rolle übernehmen.

Wie bereits betont, werden die Bemühungen um eine bessere Haushaltsdisziplin nur über einen längeren Zeitraum und auch nur dann Früchte tragen, wenn die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes in Zukunft strikt eingehalten werden. Die Rückgewinnung der verlorenen Glaubwürdigkeit wird dauern. Deshalb ist es umso dringlicher, dass mehr Haushalts-

disziplin auch durch den Druck der Finanzmärkte herbeigeführt wird.

Hierfür müssen die Kreditgeber deutlicher als bisher ein mögliches Ausfallrisiko einpreisen. Dies gelingt umso eher, je weniger sie in Zukunft darauf vertrauen können, im Falle von Zahlungsschwierigkeiten souveräner Schuldner von der EU oder ihren Mitgliedstaaten „herausgehauen“ zu werden. Die EU muss deutlich machen, dass sie bereit ist, staatliche Insolvenzen in Kauf zu nehmen. Dies gelingt am besten, wenn sie jetzt eine Insolvenzordnung ausarbeitet.

Eine solche Ordnung muss zunächst ein Verfahren und Kriterien beschreiben, nach denen die Zahlungsunfähigkeit eines Landes festgestellt wird; hierbei sollte die EU auch die Expertise des Internationalen Währungsfonds einbeziehen. Dann muss der maximale Verzicht der Gläubiger klar beziffert werden, um eine panikartige Zuspitzung der Krise zu vermeiden. C. Fuest, W. Franz, M. Hellwig und H.-W. Sinn halten beispielsweise eine Kürzung der Gläubiger-Forderungen („haircut“, meist eine Kombination aus nominaler Kürzung, längeren Laufzeiten oder Zinssenkungen) um maximal fünf Prozent pro Jahr seit Emission für vernünftig. Das begrenze den Zinsaufschlag, den Gläubiger im Vorhinein zur Abdeckung ihres Risikos fordern, auf maximal fünf Prozentpunkte.<sup>5</sup> Nach einer Insolvenz dürfte der Zugang des betreffenden Landes zu den Kapitalmärkten für geraume Zeit unterbrochen sein; idealerweise sollten deshalb während dieser Zeit die Ersparnisse beim Schuldendienst und durch das Anpassungsprogramm ausreichen, um einen ausgeglichenen Staatshaushalt zu gewährleisten.

Verständlicherweise sind die Widerstände gegen eine Insolvenzordnung besonders groß bei den potentiellen Kandidaten, die eine Verteuerung ihrer Kreditaufnahme fürchten und auf eine fortwährende Unterstützung durch die anderen Euro-Länder hoffen. Sie wenden ein, die juristische Verankerung einer Insolvenzordnung sei zu schwierig wegen einer notwendigen Änderung des EU-Vertrages. Die Insolvenzordnung könnte jedoch auch auf einen Vertrag zwischen den Euro-Ländern basiert werden. Womöglich reichte es für die Beeinflussung der Märkte aus, wenn sie detailliert ausgearbeitet und mit einer politischen Willenserklärung der Eurogruppe, sie strikt anwenden zu wollen, veröffentlicht würde. Faktische Kraft erhielte sie bei ihrer ersten konsequenten Anwendung.

Wichtig ist auch, im Rahmen der anstehenden Finanzmarktregulierungen dafür Sorge zu tragen, dass in Zukunft die Konzentration von Risiken bei einzelnen Finanzinstituten vermieden wird. Der Wissenschaft-



liche Beirat beim Bundesminister der Finanzen weist zu Recht darauf hin, dass die Insolvenz und nachfolgende Umschuldung eines kleinen oder mittelgroßen Eurolandes kein systemisches Risiko darstellen dürfte, folgten die Kapitalgeber vernünftigen Strategien der Portfoliodiversifikation. Dann sei der Anteil, den Anleihen solcher Länder am Anlageportfolio haben, eine Größe, deren Verlust die Kapitalgeber verschmerzen können. Bis heute aber sei es nicht gelungen, eine Konzentration von Risiken bei dieser Art von Anlagen zu verhindern.<sup>6</sup>

#### b) Fortsetzung der Haushaltskonsolidierung

Eine Krise hat auch stets ihr Gutes. Sie zwingt zu Reformen, die politisch sonst schwer durchsetzbar wären. Das zeigt sich an den mutigen Anpassungsmaßnahmen unter dem Druck der Schuldenkrise, die von Griechenland, aber auch von Spanien, Portugal und Irland eingeleitet wurden. Griechenland hat wirksame Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung ergriffen. Längst überfällige Reformen im öffentlichen Sektor und bei der lange hinausgeschobenen Umsetzung von EU-Richtlinien zur Förderung des Wettbewerbs in verschiedenen Berufszweigen wurden gegen erheblichen Widerstand eingeleitet. Griechenland hat bislang alle von EU und IWF an die Auszahlung der Kredittranchen gekoppelten Auflagen erfüllt. Eine Fortsetzung der Konsolidierungsmaßnahmen verspricht langfristig eine höhere Effizienz des Staatssektors, verbesserte Investitionschancen im Privatsektor, höhere Wettbewerbsfähigkeit, mehr Beschäftigung und Wachstum. Kurzfristig dürfte freilich die Wirtschaft schrumpfen, um geschätzte vier Prozent in 2010 und 2,5 Prozent in 2011.

Auch wächst der Schuldenberg durch die zwar reduzierte, aber immer noch beträchtliche Netto-Kreditaufnahme weiter. Im März 2010 bezifferte die EU Kommission die Schuldenquote am griechischen Brutto-sozialprodukt auf 113,4 Prozent des Brutto-sozialprodukts und die Zinsquote auf fünf Prozent. Fachleute prognostizierten selbst bei energischen Sparmaßnahmen einen weiteren Anstieg der Schuldenquote auf 152,5 im Jahre 2014 und der Zinsquote auf 8,4 Prozent.<sup>7</sup> Marktbeobachter sind deshalb nach wie vor skeptisch, ob Griechenland eine Umschuldung vermeiden kann, wenn das Hilfsprogramm der EU und des IWF ausgelaufen sein wird.

Die griechische Regierung will eine Umschuldung unter allen Umständen vermeiden, da sie befürchten muss, danach von frischem Geldzufluss auf lange Zeit abgeschnitten zu sein. Der Internationale Währungsfonds bestärkt sie in dieser Haltung. In einer jüngeren

Studie verweist er darauf, dass selbst ein hoher Schuldenerlass von 50 Prozent in Griechenland den Haushaltsanpassungsbedarf nur um etwa ein Fünftel von 14 auf 11 Prozentpunkte verringern würde, weil derzeit die Zinsausgaben im Haushalt wegen des geringen Zinsniveaus nicht so drückend seien.<sup>8</sup> Das Hauptproblem ist nicht die derzeitige Zinsbelastung der aufgehäuften Schulden, sondern das zu hohe Primärdefizit, das nach Abzug der Zinszahlungen verbleibt.

#### 4. AUSSICHTEN

Die sogenannte Eurokrise ist eine der übermäßigen Staatsverschuldung in einer Reihe von Euro-Staaten, die von einer zu lockeren Geldpolitik und von zu risikobereiten Kapitalgebern ermöglicht wurde. Sie ist keine Krise des Euro. Der Euro war und ist eine stabile Währung; die Preissteigerungsraten über seine Existenz hinweg lagen durchschnittlich unter zwei Prozent, besser als zu Zeiten der D-Mark. Die Abwertung gegenüber dem Dollar in der ersten Jahreshälfte 2010 war willkommen; der gegenwärtige Euro-Kurs liegt immer noch über dem langjährigen Durchschnitt.

Die Bank- und nachfolgende Staatsschuldenkrise ist noch nicht überwunden. Eine Reihe von Banken hängt am staatlichen Tropf und belastet die Staatsfinanzen erheblich, insbesondere in Irland. Staatliche Kreditaufnahmen zu günstigen Bedingungen könnten so schwierig werden, dass möglicherweise der Rettungsschirm der *European Financial Stability Facility* (EFSF) für einige wenige Euro-Länder aufgespannt werden muss.

Ob die Kredite für Griechenland oder der mögliche Einsatz der EFSF letztlich zu Transfers führen, hängt davon ab, in welchem Ausmaß die Haushaltskonsolidierung gelingt. Sie gelingt umso eher, je rascher das Wachstum wieder einsetzt. Deshalb sollten notwendige Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen mit wachstumsfreundlichen Strukturreformen einhergehen. Unter Ökonomen wird derzeit viel diskutiert, ob Wachstum und nachfolgend höhere Steuereinnahmen zunächst mit höheren Schulden befeuert werden sollten, oder ob eine wachsende Staatsverschuldung eher wachstumsfeindlich wirkt. Die Diskussion scheint zugunsten der letzten These auszugehen, vor allem wenn die Staatsverschuldung bereits ein hohes Niveau erreicht hat.<sup>9</sup>

Kommission, Eurogruppe und Ministerrat sollten überlegen, ob Strukturfonds- und Kohäsionsmittel nicht stärker für eine Verbesserung der Wachstumsbedingungen eingesetzt werden können.

Die Wachstumschancen in finanzschwachen Euro-Ländern leiden allerdings unter einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit im Außenhandel durch die im Vergleich zu anderen Euro-Ländern hohen Lohn- und Kostensteigerungen aus den Zeiten des durch die übermäßigen Kreditaufnahmen angeheizten Booms. Abwertungen zur Wiederherstellung verlorener Wettbewerbsfähigkeit sind seit Aufgabe der eigenen Währung ausgeschlossen. Gewerkschaften und Arbeitgeber haben häufig Löhne festgesetzt ohne sonderliche Rücksichtnahme auf die neuen Rahmenbedingungen einer einheitlichen Währung. Obwohl eine politische Herkulesaufgabe für Politik, Gewerkschaften und Arbeitgeber, sind Lohnsenkungen in vielen Fällen unumgänglich für bessere Beschäftigungschancen. Europäische Gewerkschafts- und Arbeitgebervertreter sollten sich fragen, wie ihre bislang in Brüssel von Zeit zu Zeit abgehaltenen Gespräche über Lohnleitlinien im Rahmen eines sogenannten „Makroökonomischen Dialogs“ stärker auf die nationalen Lohnverhandlungen durchschlagen können. In einer Währungsunion müssen sich die Partner von einer national ausgerichteten Tarifpolitik weg und auf eine an den Produktivitätsfortschritten in den verschiedenen Eurozonen und -branchen ausgerichtete Tarifpolitik hinbewegen.

- 1/ *Das Rettungspaket für Griechenland hatte einen Gesamtumfang von insgesamt 110 Milliarden Euro über drei Jahre. Davon wurden im Mai 20 Milliarden Euro ausgezahlt. Nachdem Griechenland bislang die Auflagen eingehalten hat, haben die Finanzminister der Euro-Staaten im September 2010 die Auszahlung einer weiteren Tranche gebilligt.*
- 2/ *Der Rettungsschirm besteht aus der sog. European Financial Stability Facility (EFSF), die im Notfall über drei Jahre hinweg Kredite im Umfang von bis zu 440 Milliarden Euro vergeben kann, deren Refinanzierung auf den Kapitalmärkten mit Garantien der Euro-Staaten abgesichert wird. Hinzu kommen 60 Mrd. Euro mit Garantien aus dem EU Haushalt abgesicherte Kredite plus eine grundsätzliche Zusage des IWF über Kredite bis zu 250 Milliarden Euro.*
- 3/ *Entschließung des Europäischen Rates über den Stabilitäts- und Wachstumspakt, Amsterdam, 17. Juni 1997.*
- 4/ *C. Fuest, W. Franz, M. Hellwig und H.-W. Sinn : Zehn Regeln zur Rettung des Euro, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 18. Juni 2010.*
- 5/ *Ebenda.*
- 6/ *Ohne Finanzmarktreform keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise; Brief des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen an den Minister Dr. Wolfgang Schäuble, in: BMF Monatsbericht digital, September 2010.*
- 7/ *The Economist, 27. März 2010.*
- 8/ *Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely; IMF Staff Position Note, 1. September 2010.*
- 9/ *Carmen M. Reinhart and Kenneth Rogoff: Debt and Growth revisited, in: VOX, 11. August 2010.*

# DIE GELDPOLITIK DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK

## KRISENBEWÄLTIGUNG UND HERAUSFORDERUNGEN IM 21. JAHRHUNDERT

Bodo Herzog

### 1. EINLEITUNG

Das dominierende Thema des ökonomischen Diskurses ist nach wie vor die Finanzmarktkrise, die uns inzwischen mehr als zweieinhalb Jahren begleitet. Auch im dritten Jahr der Krise liegt noch eine Reihe von Herausforderungen vor uns.

Mit Blick auf die Geldpolitik des Eurosystems sind es drei Herausforderungen, die nachfolgend thematisiert werden: In der kurzen Frist ist das erst einmal der Ausstieg aus den krisenbedingten Not- und Stützungsmaßnahmen. Die zweite Herausforderung wird künftig darin bestehen, die Lehren aus der Krise für die geldpolitische Strategie zu ziehen und zugleich die adäquate Regulierung der Finanzmärkte zu integrieren. Drittens bleibt die Problematik regionaler Divergenzen innerhalb des Euroraums bestehen, was mit der Krise in Griechenland im Jahr 2010 abermals in den Blickpunkt gerückt wurde.

Bevor die Herausforderungen der Geldpolitik im Detail diskutiert werden, sollte man allerdings erst eine Analyse zu den Notmaßnahmen der Geldpolitik während der Krise anstellen. Wie hat die Geldpolitik in der Finanzmarktkrise reagiert? Wo war das Problem in den Geld- und Finanzmärkten? Was ist heute anderes als noch vor zwei Jahren?

Im folgenden Abschnitt 2 wird die Krisenbewältigung der Geldpolitik allem voran der Europäischen Zentralbank dargestellt. Dabei wird auf die verschiedenen Krisenmaßnahmen, insbesondere die Stabilisierung des Interbankengeldmarkts mit Zentralbankliquidität eingegangen. In Abschnitt 3 werden sodann die aktuellen und potentiellen Herausforderungen der europäischen Geldpolitik im 21. Jahrhundert vorgestellt und diskutiert. Der Beitrag endet mit einer Schlussbetrachtung in Abschnitt 4.

### 2. DIE GELDPOLITIK WÄHREND DER KRISE

Die geldpolitischen Operationen des Eurosystems spielten während der Turbulenzen der Finanz- und Wirtschaftskrise in den vergangenen zweieinhalb Jahren eine wichtige Rolle. Dabei geht es nicht nur um die in der Öffentlichkeit wahrgenommene Senkung der Leitzinsen der Europäischen Zentralbank (EZB) von 4,25 Prozent auf nun 1,0 Prozent (Abbildung 1), sondern vor allem um die geldpolitischen Operation der EZB die den Interbankengeldmarkt stabilisiert haben.

Abbildung 1



Quelle: EZB Data Warehouse

Die seit August 2007 anhaltende Finanzmarktvolatilität stellte den geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems vor eine schwere Herausforderung. Der geldpolitische Handlungsrahmen umfasst drei Komponenten: die Offenmarktgeschäfte, die Mindestreservepflicht sowie die ständigen Fazilitäten.

Zu den *Offenmarktgeschäften* zählen zwar verschiedene Arten von Geschäften, bislang hat das Eurosystem allerdings lediglich zwei davon genutzt: Refinanzierungsgeschäfte, über die Geschäftspartnern gegen notenbankfähige Sicherheiten vorübergehend Liquidität (d.h. Guthaben der Banken auf Girokonten des

Eurosystems) zur Verfügung gestellt wird, sowie die Hereinnahme von Termineinlagen zu Feinststeuerungszwecken, die verwendet wird, um den Geschäftspartnern zeitweise Liquidität zu entziehen. Die Geschäftspartner benötigen Liquidität in einer bestimmten Höhe, um ihr Mindestreserve-Soll zu erfüllen und den Liquiditätsbedarf aus den autonomen Liquiditätsfaktoren zu decken (EZB 2008).

Das Eurosystem bietet zwei *ständige Fazilitäten* – eine Einlagefazilität und eine Spitzenrefinanzierungsfazilität – an, deren Inanspruchnahme im Ermessen der einzelnen Banken liegt. Die Banken können auf eigene Initiative hin bis zum nächsten Geschäftstag Liquidität in die Einlagefazilität legen, und zwar zu einem vom EZB-Rat beschlossenen Zinssatz, der seit April 1999 einen Prozentpunkt unter dem Leitzins (d.h. dem Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte; HRG) liegt. Über die Spitzenrefinanzierungsfazilität hingegen können sie gegen notenbankfähige Sicherheiten zu einem Zinssatz, der einen Prozentpunkt über dem Leitzins liegt, Übernachtliquidität aufnehmen.

Zugleich müssen die Banken eine der *Mindestreserveverpflichtung* entsprechenden Liquiditätsbetrag halten, der sich anhand ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten berechnet. Diese Anforderung muss während jeder Mindestreserve-Erfüllungsperiode im Durchschnitt eingehalten werden. Die Dauer der Erfüllungsperioden variiert, beläuft sich aber auf ungefähr einen Monat.

Mit den oben beschriebenen Instrumenten setzt das Eurosystem die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rates um, das heißt, es steuert die Liquiditätslage am Euro-Geldmarkt mit dem Ziel, die kurzfristigen Interbankensätze so nah wie möglich am vom EZB-Rat beschlossenen Leitzins zu halten. Um dieses Ziel auch während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität weiterhin zu erreichen, infolge derer sich das Liquiditätsnachfrageverhalten der Banken veränderte, passte das Eurosystem die Terminierung und die Laufzeiten seiner Offenmarktgeschäfte an.

Da die EZB bestrebt ist, für ausgeglichene Liquiditätsbedingungen zu sorgen, führt sie regelmäßig verschiedene Offenmarktgeschäfte durch. Dieses Vorgehen verstärkt die ex-ante-Erwartungen des Marktes, wodurch der Tagesgeldzinssatz (EONIA) nahe am Leitzins gehalten wird. Was den Umfang dieser Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems betrifft, so belief sich der ausstehende Betrag im Jahr 2007 auf durchschnittlich rund 450 Milliarden Euro und entsprach dem Liquiditätsbedarf, der sich fast vollständig aus der Mindestreservepflicht und der per Saldo liquiditätsabschöpfenden Wirkung der autonomen Faktoren ergab (EZB 2008).

### Auswirkung der Finanzmarktkrise

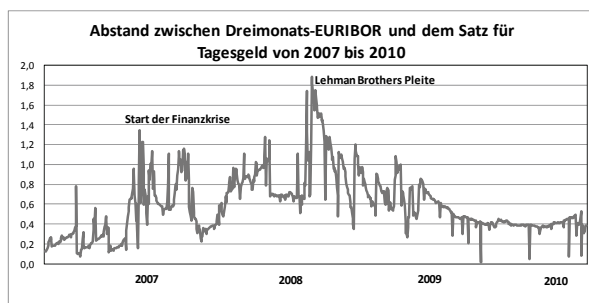
Die Finanzmarkturbulenzen, die vom US-amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt ausgingen, griffen am 9. August 2007 auf den Euro-Geldmarkt über. Infolge der ungünstigen Entwicklungen in den Vereinigten Staaten waren die Banken dem Risiko ausgesetzt, Kredite an *Structured Investment Vehicles* und *Conduits*, die in hypothekarisch gesicherte Wertpapiere investiert hatten, zu vergeben oder diese wieder in ihre eigene Bilanz eingliedern zu müssen. Dadurch wuchs die Besorgnis der Banken hinsichtlich ihrer Liquiditätspositionen und Bilanzen. Zudem waren die Banken angesichts der steigenden Anzahl von Banken, die ein Engagement am US-amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt meldeten, aufgrund von Bedenken über die Kreditwürdigkeit ihrer Geschäftspartner immer weniger bereit, diesen am Interbankenmarkt Liquidität bereitzustellen. Da viele der ursprünglichen Schätzungen bezüglich des Engagements und der Abschreibungen der Banken nach oben korrigiert werden mussten, war die Stimmung von Misstrauen und Unsicherheit geprägt (EZB 2009).

Dies bewirkte, dass die Einschätzung der Banken zum Kreditrisiko (d.h. dem Risiko von Verlusten) sowie zum kurzfristigen Finanzierungsrisiko (d.h. dem Risiko, dass benötigte Liquidität nicht oder nur zu hohen Kosten beschafft werden könnte) in die Höhe schellte. Zu Beginn der Turbulenzen hatten die Hortung von Liquidität sowie eine zunehmende Abschwächung der Aktivität am Interbankengeldmarkt den Zusammenbruch dieses Marktes zur Folge. Nur mit massiven Zentralbankinterventionen konnte der Interbankengeldmarkt stabilisiert und am Leben gehalten werden. In bestimmten Zeiträumen hat die Europäische Zentralbank (EZB) nur durch die Vergabe von unbesicherten Interbankenkrediten im Interbankengeldmarkt, insbesondere von Krediten mit längeren Laufzeiten, stabilisieren können. Ein Indikator für Schwierigkeiten im längeren Laufzeitenbereich des Geldmarkts ist der Spread zwischen den dreimonatigen Einlagenzinsen und den Tagesgeldsätzen (Abbildung 2).

Angesichts der oben beschriebenen Situation widmete sich die EZB der allgemeinen Funktionsfähigkeit sowohl der kurz- als auch der längerfristigen Segmente des Geldmarkts große Aufmerksamkeit. Sie führte ab dem ersten Tag des Übergreifens der Finanzmarkturbulenzen am 9. August 2007 auf den Geldmarkt des Euroraums verschiedene zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte durch, zunächst mit sehr kurzen (eintägigen), danach mit längeren (dreimonatigen und sogar erstmalig einjährigen) Laufzeiten (EZB 2010).

In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass eine Zentralbank die Entwicklung von Spreads wie beispielsweise der Differenz zwischen dem Dreimonats-EURIBOR und dem EONIA-Tagesgeldsatz nicht direkt steuern kann, da diese von Faktoren beeinflusst werden, die außerhalb des Einflussbereichs der Zentralbank liegen. Allerdings spiegelt die Liquiditätsrisikoprämie zumindest teilweise den Zusammenbruch des Geldmarkts insbesondere im längerfristigen Segment wider, in dem die Zentralbank einen gewissen Spielraum hat, um den Zugang solventer Banken zu Liquidität zu verbessern.

Abbildung 2



Datenquelle: Deutsche Bundesbank (2010)

Aus diesem Grund bestand der Beitrag des Eurosystems während der Phase der Finanzmarktvolatilität darin, die aggregierten Liquiditätsbedingungen in einer Weise zu steuern, die das Liquiditätsmanagement der Banken unterstützt. Der wichtigste Beitrag, den eine Zentralbank leisten kann, um erhöhten Liquiditätsrisiken bei den längeren Laufzeiten entgegenzuwirken, besteht darin, die Wiederherstellung der reibungslosen Funktionsfähigkeit des sehr kurzfristigen Geldmarkts zu fördern sowie immer wieder ihre Verpflichtung zur Erreichung dieses Ziels zu bekräftigen und danach zu handeln. Keine dieser Maßnahmen stellt eine strukturelle Änderung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems dar. Darüber hinaus entsprachen die liquiditätspolitischen Maßnahmen während der Finanzmarkturbulenzen dem Ziel der Preisniveaustabilität. Erst in der Krise um Griechenland im Jahr 2010 ist mit dem Ankauf von qualitativ schlechten griechischen Staatsanleihen das Primärziel der Preisniveaustabilität der Europäischen Zentralbank angekratzt worden.

Es ist allerdings deutlich schwieriger zu beurteilen, inwieweit die Maßnahmen der EZB die Bedingungen des Geldmarkts beeinflusst haben. Dennoch dürfte die Verlängerung der Laufzeitenstruktur der ausstehenden Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems durch Reduzierung des Umfangs der einwöchigen Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und Aufstockung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) die relativ starke Liquiditätsnachfrage innerhalb des Bankensystems befriedigt haben.

Die allgemeine, auf die Steuerung des Tagesgeldsatzes abzielende Politik der Liquiditätszuteilung der Europäischen Zentralbank, während der Finanzmarktkrise, kann insgesamt als ein Erfolg bezeichnet werden. Die geldpolitischen Maßnahmen haben den Interbankenmarkt stabilisiert und beträchtlich positive Effekte auf die Gesamtlage am Geldmarkt gehabt. Schließlich ist hervorzuheben, dass das durchschnittliche Liquiditätsangebot in den Offenmarktgeschäften während der Finanzmarkturbulenzen nicht höher war als in der Zeit davor, da die höhere HRG-Zuteilung zu Beginn jeder Mindestreserve-Erfüllungsperiode durch niedrigere Zuteilungen im späteren Verlauf kompensiert und der gestiegene Umfang der LRGs mit dreimonatiger Laufzeit durch eine Verringerung des Umfangs der über die einwöchigen HRGs bereitgestellten Refinanzierung ausgeglichen wurde. Daher blieb das Liquiditätsangebot, sofern es im engeren Sinn als das Guthaben auf den Girokonten der Zentralbank definiert wird, unverändert, und dürfte keinen Inflationsdruck auslösen.

Somit konnte die EZB gewährleisten, dass die Zinssätze während der Turbulenzen systematisch unter dem Leitzins blieben. Sie stellte auch nicht so viel Liquidität bereit, dass die Banken gezwungen waren, die Einlagefazilität zu nutzen, obwohl die Nutzung der Einlagefazilität von tagesdurchschnittlich 0,2 Milliarden Euro im Jahr 2006 auf einen Tagesdurchschnitt von 0,7 Milliarden Euro während der Finanzmarkturbulenzen stieg. Wohingegen die durchschnittliche Nutzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität nur leicht von 0,1 Milliarden Euro pro Tag im Jahr 2006 auf 0,2 Milliarden Euro pro Tag während der Turbulenzen zunahm. Insgesamt haben die verschiedenen Maßnahmen, die im Zusammenhang mit der Umsetzung der Geldpolitik über den geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems ergriffen wurden, auch zur Aufrechterhaltung der Finanzmarktstabilität beigetragen (EZB 2008).

Allerdings zeigte die Entscheidung der Europäischen Zentralbank in der Staatsverschuldungskrisenbewältigung von Griechenland einige Schwächen. Mit dem Ankauf von qualitativ schlecht bewerteten griechischen Staatsanleihen, könnte mittel- bis langfristig Inflationsdruck ausgelöst werden. Damit ist ein zentrales Prinzip der seit über 50 Jahren bestehenden deutsch-geldpolitischen Stabilitätskultur aufgegeben worden und könnte schlimmstenfalls das Primärziel der Geldpolitik, die Preisniveaustabilität, konterkarieren.

### 3. AKTUELLE UND POTENTIELLE HERAUSFORDERUNGEN FÜR DIE GELDPOLITIK

Die zweifellos dringendste Aufgabe für die europäische und weltweite Geldpolitik ist die Bewältigung des Ausstiegs aus den Sondermaßnahmen, die zur Bekämpfung der Finanzmarktkrise ergriffen wurden. Hierbei müssen zwei Ebenen unterschieden werden:

Zum einen die Liquiditätspolitik, die mit Hilfe von Refinanzierungsgeschäften betrieben wird, und zum anderen die geldpolitische Ausrichtung, die sich über das Niveau der kurzfristigen Zinsen ergibt. Maßstab für Entscheidungen über die geldpolitische Ausrichtung ist die Einschätzung zukünftiger Inflationsrisiken. Da in der aktuellen Prognose für den Euroraum eine nur moderate Konjunkturerholung erwartet wird und da die Kapazitätsauslastung immer noch gering ist, dürfte die weitere Entwicklung des Preisniveaus gedämpft verlaufen. Die Inflationsrisiken sind kurzfristig zwar gering aber wie bereits angedeutet aufgrund der Maßnahmen im Zuge der Griechenland-Krise und der jüngsten allgemeinen Erholung der Nachfrage aufwärts gerichtet. Gleichwohl bleibt das gegenwärtig niedrige Zinsniveau weiter angemessen (Bundesbank 2010b).

Wie sieht es im Bereich der Liquiditätspolitik aus? Im Verlauf der Finanzmarktkrise hat sich die Liquiditätspolitik als ein wichtiges Instrument zur Stabilisierung des Finanzsystems erwiesen. Erinnern wir uns: Als auf dem Höhepunkt der Krise die Geldmärkte zusammenbrachen, trocknete die Liquidität den Bankensektor nahezu vollständig aus, und das gesamte Finanzsystem geriet an den Rand eines Abgrundes (Abbildung 2). In dieser Situation haben Zentralbanken weltweit eine Reihe außergewöhnlicher und koordinierter Maßnahmen ergriffen, um die Liquiditätsversorgung des Bankensektors sicherzustellen. Das Eurosystem hat Refinanzierungsgeschäfte mit längeren Laufzeiten von bis zu einem Jahr eingeführt und außerdem das Zuteilungsverfahren so geändert, dass die Banken – entsprechende Sicherheiten vorausgesetzt – jede gewünschte Menge an Liquidität erhielten. Diese Maßnahmen waren bei der Stabilisierung des Finanzsystems äußerst wirkungsvoll.

Die aus diesen Maßnahmen resultierende reichliche Liquiditätsversorgung hätte unter normalen Umständen eine ungerechtfertigt expansive Haltung der Geldpolitik zur Folge. Da sich die Finanzmärkte zunehmend stabilisieren, war es seit Jahresbeginn an der Zeit, die reichlich vorhandene Liquidität dem System sukzessiv wieder zu entziehen. Hier erweist es sich als dienlich, dass die Art der vom Eurosystem ergriffe-

nen Sondermaßnahmen eine geordnete Rückführung gestattet. Allein schon die zeitliche Befristung der liquiditätszuführenden Refinanzierungsgeschäfte bewirkt, dass die dadurch jeweils bereitgestellte Liquidität mit Ende der Laufzeit wieder aus dem System abfließt. Durch die breite Palette von Fristigkeiten bei aktuell laufenden Refinanzierungsgeschäften und ihre Reduktion in der Zukunft ist das Eurosystem in der Lage, die zur Verfügung gestellte Liquidität auf einfache Art und Weise, in kleinen Schritten und dem Zustand des Finanzsystem angemessen zurückzuführen.

Seit Ende des Jahres 2009 wurden bereits erste Schritte in diese Richtung unternommen. So wurde im Dezember das letzte Refinanzierungsgeschäft mit einer 12-monatigen Laufzeit abgeschlossen. Der nächste wichtige Schritt erfolgte Ende April 2010 und betraf die über drei Monate laufenden Refinanzierungsgeschäfte. Hier erhalten die Banken dann nicht mehr jede gewünschte Menge an Liquidität zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz; stattdessen wird zum normalen Verfahren eines Zinstenders zurückgekehrt, bei dem das Eurosystem eine bestimmte Menge an Liquidität unter Angabe eines Mindestzinssatzes versteigert. Der endgültige Zinssatz ergibt sich dann wieder aus dem Bietungsverhalten der Banken.

Ende Juni 2010 lief zudem das erste der drei im vergangenen Jahr abgeschlossenen 12-monatigen Refinanzierungsgeschäfte aus. Auch diese Rückabwicklung funktionierte ohne Probleme, obgleich einige Experten vor neuen Turbulenzen gewarnt hatten. Durch diese Maßnahme wurde dem Bankensystem nämlich auf einen Schlag eine beträchtliche Menge Liquidität entzogen. Das Eurosystem konnte mit Hilfe von Feinsteuerungsoperationen Sorge tragen, dass der Übergang so reibungslos wie möglich erfolgte. Der nächste Schritt im Ausstiegsprozess wird die Rückkehr zum normalen Zuteilungsverfahren bei den wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäften und den Reserveperiodentendern sein. Denn sobald dieser Schritt vollzogen ist, verlieren die Banken die Möglichkeit, beim Eurosystem Liquidität in beliebiger Höhe zu erhalten (Bundesbank 2010b).

Dieser Übergang vom Fixzinstender mit Vollzuteilung bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften zurück zum Zinstenderverfahren wird eine entscheidende Wegmarke bei der zukünftigen Entwicklung des Interbanken-Tagesgeldsatzes EONIA darstellen. Dieser liegt gegenwärtig bei rund 0,35 Prozent, dürfte im Zuge des Ausstiegs aber wieder über den Hauptrefinanzierungssatz steigen. Gemäß dem Beschluss des EZB-Rates vom März 2010 wird die dafür entscheidende



Rückkehr zum Zinstenderverfahren bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften jedoch nicht vor Mitte Oktober erfolgen, so dass das Bankensystem weiterhin eine hohe Planungssicherheit hat (EZB 2010).

### **Preisstabilität unter Berücksichtigung der Finanzstabilität**

In Bezug auf die Strategiefrage werde ich mich im Folgenden vor allem den Zielen der Geldpolitik widmen. Lassen Sie mich dazu zunächst einen Blick in die Vergangenheit werfen und den Ausgangspunkt der Diskussion bestimmen. Vor der Krise folgte die europäische Geldpolitik zwei gemeinhin akzeptierten Grundprinzipien:

1. Das Hauptziel der Geldpolitik ist die Absicherung der Preisniveaustabilität.
2. Die Instrumente der Geldpolitik werden nicht zur Sicherstellung der Finanzstabilität eingesetzt.

Gebieten nun die Erfahrungen der Krise eine Änderung oder Ergänzung dieser Prinzipien? Betrachten wir zunächst das Ziel der Preisstabilität. Vor der Krise wurde von den meisten Zentralbanken explizit oder implizit eine mittelfristige Inflation von etwa zwei Prozent als Preisniveaustabilität angesehen. Mittlerweile gibt es jedoch Forderungen, eine etwa doppelt so hohe Inflation anzustreben (Blanchard et al. 2010). Die Argumentation zugunsten einer solchen Anhebung des Inflationsziels basiert auf der These, dass andernfalls die Handlungsmöglichkeiten der Geldpolitik in schweren Krisen stark eingeschränkt wären. Die aktuelle Krise hat jedoch gezeigt, dass die Geldpolitik durchaus sehr wirksam sein kann. Für die geldpolitische Stabilisierung von Konjunktur und Finanzsystem waren die eben erläuterten liquiditätspolitischen Maßnahmen sowie das weltweit koordinierte Vorgehen der Zentralbanken sogar entscheidender als die Leitzinssenkungen.

Während der Mehrwert einer willkürlichen Anhebung des Inflationsziels zu bezweifeln ist, stünden ihr zudem beachtliche Kosten gegenüber. Die Inflationserwartungen würden destabilisiert und die über Jahrzehnte aufgebaute Glaubwürdigkeit der Zentralbanken untergraben. Dies gilt umso mehr, als eine solche Maßnahme – auch wenn sie nur geldpolitisch motiviert ist – von vielen Bürgern als Bestätigung ihrer schon jetzt latenten Befürchtung verstanden würde, der Staat wolle die Last der krisenbedingt rapide gestiegenen Staatsverschuldung durch höhere Inflation verringern (Herzog 2010b). Kurzum, die Forderung nach einer Anhebung des Inflationsziels ist absurd und gilt es entschieden entgegenzutreten – auch wenn es sich

um führende Makroökonomen und Kollegen vom Internationalen Weltwährungsfond (IWF) und dem renommierten M.I.T. in den Vereinigten Staaten handelt.

Allerdings sollte vor dem Hintergrund der Finanzkrise die geldpolitische Strategie, insbesondere die nachrangigen Zielsetzungen hinterfragt werden, sofern das Primat des Preisniveaustabilitätsziels unangetastet bleibt. Konkret geht es um die Frage, ob angesichts der verheerenden Folgen der Finanzkrise und der unbestreitbar engen Wechselwirkungen neben der Preisstabilität auch die Finanzstabilität in den Zielkatalog der Geldpolitik aufgenommen werden sollte (Sachverständigenrat 2007). Auf der einen Seite ist ein stabiles Finanzsystem eine unabdingbare Voraussetzung für die Implementierung und Transmission der Geldpolitik. Auf der anderen Seite wirken geldpolitische Maßnahmen aber auch auf die Finanzstabilität, etwa indem sie das Risikoverhalten der Akteure beeinflussen.

Vor der Krise bestand ein breiter Konsens, dass die Geldpolitik ihre Werkzeuge allein zur Wahrung der Preisstabilität einsetzen sollte. Das Hauptargument war, dass der kurzfristige Zins als Steuerungsinstrument der Geldpolitik zu grob sei, um bei der Stabilisierung der Finanzmärkte von Nutzen zu sein. Denn selbst wenn es beispielsweise gelänge, eine Vermögenspreisblase rechtzeitig zu erkennen, bedürfte es zu ihrer Bekämpfung vermutlich einer deutlichen Zinsanhebung. Diese würde jedoch die Konjunktur-entwicklung konterkarieren und die Preisentwicklung stärker dämpfen, als zur Einhaltung der Preisstabilität gegebenenfalls nötig wäre. Mögliche Zielkonflikte bei der gleichzeitigen Verfolgung von Preis- und Finanzstabilität waren daher ein weiterer wichtiger Einwand gegen einen erweiterten Zielkatalog. Im Ergebnis hatten Zentralbanken daher starke Vorbehalte, der Entstehung möglicher finanzieller Ungleichgewichte im Vorfeld entgegenzuwirken, und haben sich vielmehr auf die reaktive Stabilisierung nach einer Krise konzentriert. Die diesem Konsens zu Grunde liegenden Argumente haben durch die Finanzkrise ihre Gültigkeit zwar nicht verloren; was sich jedoch verändert hat, ist die Einschätzung der möglichen Kosten einer Krise. Diese können so hoch sein, dass eine abwartende geldpolitische Haltung gegenüber sich aufbauenden finanziellen Ungleichgewichten nicht mehr vertretbar ist (Bundesbank 2010a).

Neben der Implementierung der Finanzstabilität als neues Sekundärziel in der Strategie der Geldpolitik, benötigen wir im europäischen Kontext allerdings vielmehr noch einen neuen, eigenständigen institutionellen Rahmen (Institution), der mit der Wahrneh-

mung dieser Aufgabe betraut wird: Die makroprudenzielle Aufsicht und Regulierung (Herzog 2010a). Was dann von der Geldpolitik durchaus erwartet werden kann, ist eine symmetrischere Reaktion auf finanzielle Ungleichgewichte, bei der raschen Zinssenkungen während einer Krise ebenso rasche Zinserhöhungen nach der Krise gegenüberstehen. Ein solcher Ansatz würde Boom-Bust-Zyklen im Finanzsystem zwar nicht völlig verhindern, könnte aber die exzessive Akkumulation von Risiken einschränken und die Ausschläge innerhalb von Finanzmarktzyklen abschwächen.

Ein Blick auf das institutionelle Rahmenwerk der Europäischen Union (EU) zeigt, dass bereits Voraussetzungen zur Umsetzung der genannten Punkte bestehen (EU 2009a, 2009b). So bietet die Zwei-Säulen-Strategie der EZB eine vielversprechende Basis, um über die Berücksichtigung monetärer Entwicklungen sowie der Kreditdynamik Risiken für die Finanzstabilität frühzeitig zu erkennen (Bundesbank 2010a). Darüber hinaus wird mit dem Europäischen Systemrisikorat eine Institution geschaffen, die explizit für die makroprudenzielle Überwachung zuständig ist und so zur Wahrung der Finanzstabilität innerhalb Europas beitragen kann (Larsoière 2009).

Gerade neuere Forschungsarbeiten belegen, dass der Regulierungs-Trade-off in Finanzmärkten viel enger und strikter zu sehen ist als in „normalen“ (Güter-) Märkten (Herzog 2010a). Mit anderen Worten: Es ist notwendig und konsequent mehr Regulierung im Finanzbereich zu etablieren, da die systemischen Folgekosten und Trade-offs ein Vielfaches der anderen ökonomischen Märkte übertreffen.

### **Problem zunehmender Ungleichheiten im Euroraum**

Doch nicht nur in Bezug auf das Aufgabenspektrum, sondern auch in Bezug auf die Umsetzung sieht sich die Geldpolitik neuen Herausforderungen gegenüber. Der Bezugsrahmen für die Geldpolitik des Eurosystems ist zu Recht der Euroraum als Ganzes, während die jeweilige Situation einzelner Länder nicht berücksichtigt wird (Herzog 2010). Vor diesem Hintergrund können die divergierenden regionalen Entwicklungen innerhalb des Euroraums die supranationale Geldpolitik stören. Außerdem beeinträchtigen die Disparitäten die verschiedenen Wachstumspotentiale in den einzelnen Ländern sowie des gesamten Euroraums. Daher ist es von entscheidender Bedeutung, diesen Divergenzen mit länderspezifischen Instrumenten der Struktur- und Finanzpolitik pro-aktiv zu begegnen.

Zurückzuführen sind die zunehmenden Divergenzen innerhalb des Euroraums vor allem darauf, dass die Vorteile der Währungsunion nicht immer sinnvoll genutzt wurden. So haben der Rückgang des Zinsniveaus und der Wegfall von Wechselkursrisiken einige Länder dazu verleitet auf Basis von Verschuldung über ihre Verhältnisse zu leben. Zu oft ist das zufließende Kapital nicht in die produktivsten Sektoren geleitet worden. Stattdessen hat der Zugang zu günstigem Kapital in einigen Fällen zu exzessiven Kreditentwicklungen, einer zunehmenden Verschuldung von Unternehmen und Haushalten und schließlich zu einem Überhitzen der Immobilienmärkte, insbesondere in Spanien, beigetragen. Hinzu kam, dass einige Länder die günstigeren Finanzierungsbedingungen nicht genutzt haben, um eine nachhaltige Konsolidierung der Staatshaushalte umzusetzen und einen Budgetüberschuss zu erwirtschaften. In Volkswirtschaften mit rigiden Arbeitsmärkten, verbunden mit der teilweise vorherrschenden Lohn-Preis-Indexierung, haben stattdessen vermehrt Impulse zu einem beschleunigten Lohnwachstum ergeben, das weit über dem Zuwachs der Produktivität lag, und so die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen erodiert hat (Bundesbank 2010b).

Folge dieser Entwicklungen war eine zunehmende Divergenz der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euroraums wie der realeffektive Wechselkurs der Euroraumländer eindrucksvoll belegt. Während eine kleine Gruppe von Ländern – darunter auch Deutschland – einen stetigen Zuwachs an Wettbewerbsfähigkeit zu verzeichnen hatte, erlitt eine größere Gruppe erhebliche Rückgänge, darunter Länder wie Portugal, Italien, Griechenland oder Spanien (PIGS-Staaten). Diese strukturellen Probleme spiegeln sich nicht zuletzt in dauerhaften Diskrepanzen der Leistungsbilanzen innerhalb des Euroraumes wider.

In einem Umfeld dynamischen Wirtschaftswachstums und Welthandels innerhalb des Euroraums wurden die Risiken in den betroffenen Ländern von Politik, Gewerkschaften und Unternehmen jedoch häufig ausgeblendet. Erst die Finanzkrise hat die Unhaltbarkeit dieser Entwicklungen schonungslos offenbart und die Notwendigkeit raschen Handelns deutlich gemacht. Vor allem in denjenigen Ländern, die über ihre Verhältnisse gelebt haben, ist eine Kehrtwende durch weitreichende strukturelle Reformen unausweichlich. Im Rahmen eines marktbasierten Reformprozesses müssten nationale Unternehmen zunächst ihre Wettbewerbsfähigkeit steigern, indem sie ihre Produktivität erhöhen und ihre Kosten unter Kontrolle halten. Gleichzeitig müsste die Flexibilität der Arbeitsmärkte erhöht werden, um einen größeren Teil der Bevölke-

rung zu mobilisieren und die Reallokation von Arbeitskräften in profitablere Sektoren zu ermöglichen. Nur so kann vermieden werden, dass die notwendige Anpassung primär über einen Rückgang von Produktion und Beschäftigung statt über wettbewerbsorientierte Preis- und Lohnanpassungen erfolgt (Bundesbank 2010b).

Betrachtet man als einen Indikator der strukturellen Probleme die Diskrepanzen der Leistungsbilanzen, so zeigt sich in den Jahren 2008 und 2009 eine gewisse Verbesserung. Mit Ausnahme von Italien und Frankreich haben sich die Leistungsbilanzsalden innerhalb dieses Zeitraums deutlich verkleinert. Ein genauere Blick auf die zu Grunde liegenden Entwicklungen zeigt jedoch, dass es sich hierbei weniger um ein Ergebnis struktureller Reformen als vielmehr um eine zyklische Entwicklung handelt. Der Rückgang der Handelsbilanzsalden ist nämlich weitgehend auf einen Rückgang der Importe und nicht auf einen Anstieg der Exporte zurückzuführen. Trotz dieser erkennbar positiven Entwicklung bleibt die Herausforderung für weitere Strukturreformen bestehen.

Eine gesündere nachhaltigere Wachstumspolitik würde allen Ländern des Euroraums weiterhelfen. Die politische Koordination eines solchen marktgetriebenen Prozesses ist allerdings kontraproduktiv, sofern sie über die Schaffung der Rahmenbedingungen für die marktbasierende Reallokation von Ressourcen hinausgeht. In diesem Umfeld muss insbesondere die Forderung nach einer politisch gelenkten Reduktion des deutschen Leistungsbilanzüberschusses zuvorderst abgewiesen werden. Denn die dahinterstehende Kritik an exportorientierten Ländern wie Deutschland ist sachlich und politisch fehlgeleitet. Zum einen führt eine hohe Exportquote nicht notwendigerweise zu Leistungsbilanzüberschüssen; hierfür ist vielmehr ein Auseinanderfallen von inländischer Ersparnis und Investitionen verantwortlich. Das kann aber aus demographischen Gründen sogar ökonomisch notwendig und erwünscht sein. Zum anderen handelt es sich, anders als der Begriff des Exportweltmeisters oder Exportvizeweltmeisters impliziert, nicht um einen zentral gelenkten Prozess. Vielmehr resultiert die aktuelle Wirtschaftsstruktur aus einer Reihe marktbasierter Reformen und Anpassungsprozessen, die nicht auf die Steigerung der Exporte ausgerichtet waren, sondern mit denen in Deutschland auf zunehmende binnenwirtschaftliche Probleme reagiert wurde. So waren weitreichende Arbeitsmarktreformen, eine tarifvertraglich abgesicherte höhere innerbetriebliche Flexibilität und Lohnmoderation angesichts hoher Arbeitslosigkeit und zunehmenden internationalen Wettbewerbs unvermeidlich (Bundesbank 2010b).

Die Kritik an der deutschen Lohnzurückhaltung und entsprechende Forderungen nach einer Umkehr vernachlässigen darüber hinaus einige wichtige Aspekte: So war die Lohnentwicklung nicht der einzige Grund für die nur moderate Entwicklung der deutschen Binnennachfrage. Weitere wichtige Faktoren waren Anpassungen im Bausektor nach dem Wiedervereinigungs-Boom sowie Unsicherheit über die Konsequenzen des Bevölkerungsrückgangs für die Renten- und Gesundheitssysteme. Hinzu kommt, dass die Löhne in Deutschland nicht vom Staat gesetzt werden, sondern sich aus den autonomen Verhandlungen der Tarifvertragsparteien ergeben und letztlich Marktpreise darstellen. Als solche haben sie eine Signal- und Lenkungsfunktion. Politische Eingriffe dürften diese zentrale Signalfunktion der Marktpreise und Marktlöhne, gerade auch in einer „Sozialen Marktwirtschaft“ nicht nur wohlfahrtsmindernd verzerren, sondern auch konterkarieren.

Worauf sich die Politik daher konzentrieren sollte, ist die Schaffung von ökonomisch vernünftigen ordnungspolitischen Rahmenbedingungen, innerhalb derer eine marktbasierende Stärkung der Binnennachfrage erfolgen kann. Dazu gehört eine weitere Deregulierung des Dienstleistungssektors sowie eine Stabilisierung der Arbeitsmärkte unter dem Leitmotiv: sozial gerecht ist, was Arbeit schafft. Darüber hinaus darf nicht ignoriert werden, dass die nunmehr unvermeidlichen Anpassungsprozesse in den Defizitländern deren Nachfrage nach Exporten aus den Überschussländern verringert und damit zu einer marktbasierenden Reallokation von Ressourcen in der deutschen Wirtschaft führen dürfte.

Da die meisten Länder des Euroraums mittlerweile die Drei-Prozent-Defizitgrenze überschreiten, sollte gerade die Konsolidierung der Staatshaushalte Bestandteil der strukturellen Anpassung sein. Ausufernde Staatsdefizite innerhalb der Eurozone sind aus verschiedenen Gründen problematisch: In einer Währungsunion, das heißt ohne die Möglichkeit von Wechselkursreaktionen, gewinnt die Fiskalpolitik als wirtschaftspolitisches Instrument deutlich an Gewicht. Um ihren Spielraum und ihre Wirksamkeit zu bewahren, ist es jedoch unerlässlich, hohe Defizite zu vermeiden (Herzog 2010b). Steigende Staatsdefizite und Schuldenstände können aber auch für die Geldpolitik zum Problem werden. So kann die Furcht vor einer inflationsbasierten Entschuldung zu einer Destabilisierung der Inflationserwartungen führen. Über diesen Kanal könnte eine anhaltend expansive Haushaltspolitik die Geldpolitik zu einer restriktiveren Haltung zwingen als andernfalls notwendig wäre (Herzog 2010b). Darüber hinaus tragen Staatsdefizite für sich

genommen zur Entstehung von Handelsbilanzdefiziten bei, so dass ihre Rückführung die Schließung der bereits erwähnten Disparitäten fördern würde. Summa summarum sollte die Konsolidierung der Staatshaushalte für die Regierungen der Eurozone höchste Priorität besitzen.

#### **GRIECHENLAND ALS BELASTUNGSPROBE FÜR DIE WÄHRUNGSUNION?**

Der Fall Griechenland verdeutlicht, welchen Belastungen die Währungsunion durch die Akkumulation von exzessiven Staatsdefiziten ausgesetzt wird. Angesichts der gegenwärtig außerordentlich hohen Fragilität von Finanzsystem und Marktumfeld stellen Vertrauens- und Ansteckungseffekte ein erhebliches Risiko dar. Ein Zahlungsausfall Griechenlands hätte mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem gravierenden wirtschaftlichen Rückschlag für andere Länder der Währungsunion geführt. Das eigentliche Ziel bei allen diesen Hilfsmaßnahmen, auch im Fall Griechenland, war weniger die Finanzierung der Staatsschulden, sondern vielmehr, die Finanzstabilität im Euroraum zu sichern. Nichtsdestotrotz darf es keinen Automatismus bei der Unterstützung von anderen EWU-Ländern geben. Jede Anfrage sollte unter dem Gesichtspunkt der Finanzstabilität geprüft werden und die Gefahr des *Moral Hazard* mitberücksichtigen. Schließlich sind die Auflagen des europäischen Defizitverfahrens im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes strikt einzuhalten und als Mindestauflagen für die Finanzhilfen anzusehen.

Die zentrale Lehre aus dem Fall Griechenland muss aber sein, weitere Vorkehrungen zu treffen, damit sich eine solche Situation nicht wiederholt. Änderungen und Ergänzungen des europäischen fiskalischen Regelwerks müssen dies sicherstellen. Das Ziel dabei ist die Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Im Mittelpunkt stehen sollten dabei insbesondere eine stärkere Betonung von Haushaltsüberschüssen in guten Zeiten, eine Stärkung des präventiven Arms des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sowie die Flankierung respektive Disziplinierung der exzessiven Staatsverschuldung durch einen Stimmrechtsentzug für diese Sünderländer (Herzog 2005).

#### **4. SCHLUSSBETRACHTUNG**

Die Finanzkrise kann ohne Überheblichkeit als das einschneidenste Ereignis der letzten Jahrzehnte charakterisiert werden. Diese erste globale Finanzkrise der Neuzeit hat nicht nur erhebliche volkswirtschaftliche Kosten verursacht, sondern auch eine Reihe von Missständen offengelegt und herrschende ökonomische

Paradigmen in Frage gestellt. Damit hat die Finanzmarktkrise den Ökonomen und vor allem den Politikern über ihre direkte Bekämpfung hinaus Herausforderungen hinterlassen, denen sie sich in den nächsten Monaten und Jahren stellen müssen. Es gilt insbesondere das Primat des politischen durch kluge Rahmensetzung und Gestaltung, verbunden mit neuen Institutionen in der Aufsicht und Regulierungsvorschriften, zurückzugewinnen. Die Geldpolitik des Euroraumes ist sich diesen Herausforderungen ebenso bewusst und wird ihnen angemessen begegnen. Sofern alle Akteure ihre Lehren aus der Finanz- und Wirtschaftskrise sowie der Staatsverschuldungskrise lernen besteht Zuversicht, dass wir letztlich gestärkt aus dieser Krise hervorgehen werden und der Euro auch in Zukunft eine starke und stabile Währung bleiben wird.

#### **LITERATUR**

- *Bundesbank (2010a), Monatsbericht, Januar bis Juli, Frankfurt.*
- *Bundesbank (2010b), Reden der Mitglieder des Direktoriums, Frankfurt.*
- *EU-Kommission (2009a), Regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, 23. September, Brüssel.*
- *EU-Kommission (2009b), EU-Kommission ruft Staats- und Regierungschefs zu Geschlossenheit in der Krise und raschen Finanzmarktreformen auf – Vorreiterrolle auf dem G-20-Gipfel angestrebt, Presseerklärung, 4. März, Brüssel.*
- *EZB (2010), Monthly Bulletin, verschiedene Monate, Frankfurt.*
- *EZB (2009), Monthly Bulletin, verschiedene Monate, Frankfurt.*
- *EZB (2008), Monthly Bulletin, verschiedene Monate, Frankfurt.*
- *Herzog, B. (2010a), Do we really need more regulation in finance?, peer-reviewed conference proceedings at International Conference on Social Sciences, Hawaii, USA.*

- Herzog, B. (2010b), *Europäische Währungsunion zukunftsfest gestalten: Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes*; in: *Lehren aus der Finanzmarktkrise – Eine Comeback der Sozialen Marktwirtschaft. Band III: Verflochtene Krisen. Von der Finanzmarkt- zur Eurokrise*, Konrad-Adenauer-Stiftung, Sankt Augustin / Berlin.
- Herzog, B. (2005), *Fiscal-Monetary Interaction in the European Monetary Union and the Stability and Growth Pact*, Diss., Bamberg.
- Larsoière, J. (2009), *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, EU Commission, Report, 25. Februar, Brüssel.
- Sachverständigenrat (2007), *Jahresgutachten*, Wiesbaden.

# FINANZMARKTKRISE UND EUROTURBULENZEN

ZEIT FÜR ORDNUNGSPOLITISCHEN PURISMUS ODER SYSTEMISCHE DILEMMATA  
OHNE EINFACHE SCHEMATISCHE PATENTLÖSUNGEN?

Lothar Funk

## 1. EINLEITUNG

Angesichts einer zunehmenden Rendite-Divergenz an den europäischen Märkten für Staatsanleihen und einer – von hohem Niveau ausgehend – rapiden Währungsabwertung des Euro nach dem Bekanntwerden bisher unterschätzter Defizitzahlen Griechenlands sagte der bekannte US-Ökonomieprofessor Barry Eichengreen Anfang Mai 2010: „Die Krise ist gefährlich für den Euro. [...] Die Griechen sind eure Lehman Brothers. Wir stehen an einem Wendepunkt. Wenn ihr Europäer in den nächsten Tagen die Lage nicht in den Griff bekommt, droht ein Absturz der Wirtschaft, das gefürchtete ‚double dip‘-Szenario. Wir in Amerika haben es mit Lehman nicht gut gemacht, Europa hat jetzt die Chance, es besser zu machen.“ (Eichengreen 2010)

Barry Eichengreen räumt in dem Interview zwar *Differenzen* zwischen dem potenziellen Auseinanderbrechen der Eurogemeinschaft ein, beispielsweise als Folge eines Währungsaustritts von Griechenland im Frühjahr 2010 und der Finanz- und Wirtschaftskrise im Gefolge der Nichtrettung der US-Investmentbank Lehman Brothers im September 2008: „Natürlich gab es Unterschiede, im Fall von Lehman bestand das Ansteckungsrisiko in dem Gegenüber, den Geschäftspartnern der Investmentbank. Griechenland ist ein Problem der Psychologie.“ Dann stellt er jedoch fest: „Beide Male aber geht es um verlorenes Vertrauen, beide Male wären die Folgen verheerend.“ Zuvor hatte bereits der griechische Ministerpräsident Georgios Papandreou Anfang März 2010 darauf verwiesen gehabt, dass sein Land „nicht die Lehman Brothers Europas sein“ wolle (vgl. Frankenberger / Martenberger 2010). Es stellt sich die Frage, welche Argumente Ökonomen in der aktuellen wirtschaftspolitischen Debatte im Hinblick auf Ursachen, erwartete Effekte und Bekämpfungsstrategien zugunsten dieser Analogie anführen? Welche Gegenargumente existieren?

## 2. PARALLELEN ZWISCHEN FINANZMARKTKRISE UND EUROTURBULENZEN

In der aktuellen Debatte haben auch deutsche Ökonomen diesen Vergleich aufgegriffen (vgl. beispielsweise Boysen-Hogrefe 2010, Mayer 2010b, Walker / Forelle / Blackstone 2010, Winkler 2010). Eine Reihe von Gemeinsamkeiten zwischen der von den USA seit dem Sommer 2007 ausgehenden Finanzmarktkrise sowie der Griechenland- und Eurokrise in den ersten Monaten des Jahres 2010 führen sie an:

1. *Ähnliche Ursachen:* Sowohl bei der Finanzmarktkrise als auch bei der so genannten Eurokrise waren – mehr oder weniger – „*begründete Zweifel*“ an der *Solvenz von Schuldnern*, Geschäftsbanken bzw. Staaten, Auslöser der Verwerfungen (vgl. hierzu Winkler 2010). Nicht nur bei Banken, sondern auch bei Staaten ist die Solvenz nur schwer einschätzbar. Für beide Institutionen ist charakteristisch, dass sie *Fristentransformation* betreiben. Banken nehmen auf der Basis (formell) kurzfristiger Finanzierungsmittel langfristige Finanzanlagen vor (vgl. Jarchow 2010, S. 136). Staaten bauen ebenfalls auf Fristentransformation, weil sie wie Banken davon ausgehen, „dass Altschulden am Kapitalmarkt stets refinanziert werden können“ (Winkler 2010, S. 279). Banken und Staaten haben so lange keine Finanzierungsprobleme bei der Fristentransformation, wie an ihrer Solvenz nicht gezweifelt wird. Das Problem war jedoch, dass genau diese Bedingung bei der Finanzmarktkrise und der so genannten Eurokrise nicht mehr gegeben war, also – wie auch Eichengreen oben sagt – *erhebliche Vertrauensverluste* zu verzeichnen waren: Ähnlich wie ab 2007/2008 Zweifel an der Solvenz von Banken aufkamen, haben unter anderem als Folge des Bekanntwerdens jahrelanger Fälschungen der Defizitzahlen Griechenlands im Oktober 2009 im Anschluss die Kapitalmärkte zunehmend das Vertrauen in die



Solvenz des Landes verloren. Da die von den US-Institutionen abgelehnte Rettung der Investment-Bank Lehman Brothers die Finanzkrise ausgelöst hatte und dies zu einer von Fachleuten weitgehend unerwarteten schweren Rezession in fast allen Industrie- und vielen anderen Ländern führte, waren von einer Insolvenz Griechenlands angesichts der Eingebundenheit in den Euro ebenfalls gewaltige politische, wirtschaftliche und juristische Folgewirkungen nicht auszuschließen (vgl. Baumberger 2010a). Ein erstes Rettungspaket Anfang Mai (vgl. zu den Einzelheiten beispielsweise Blankart / Klaiber 2010) reichte nicht aus, um die Märkte zu beruhigen sowie Zweifel an der griechischen Zahlungsfähigkeit auszuräumen. Wie bei der Finanzmarktkrise 2008 kam es zu Ansteckungseffekten auch auf Akteure, deren Solvenz zuvor nicht in Zweifel stand: „Immer stärker wurden Länder in Finanzturbulenzen verwickelt, die zwar auch deutlichen finanzpolitischen Handlungsbedarf hatten, bei denen Zweifel an der Solvenz aber eigentlich unberechtigt sind“ (Boysen-Hogrefe 2010, S. 1). Hiervon betroffen waren etwa Schuldnerländer wie Portugal, Spanien, Irland oder auch Italien, was zu einer weiteren Analogie führt.

2. *Parallelen bei der längerfristigen Fatalität der zugrunde liegenden Mechanik „in den Abgrund“:* Es lässt sich zeigen, dass eine Währungsunion wie der Euro in Aufholländern Anreize schaffen kann, die Staatsschulden kontinuierlich zu steigern und die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu vernachlässigen. Die Währungsunion hat demnach einen Prozess der „Schuldenmechanik“ (Baumgarten / Klodt 2010) in Gang gesetzt, durch den sich die Neuverschuldung der sog. PIGS-Länder (Portugal, Irland, Griechenland, Spanien) in der Eurozone im letzten Jahrzehnt fast zwangsläufig erhöht hat. Die Berücksichtigung dieses grundsätzlichen Zusammenhangs zwischen Staatsschulden, Zinsen und Wachstum und der damit aufgedeckten immanenten Fehlanreize lässt es auch angemessen erscheinen, für die betroffenen Staaten das *neutralere Kürzel GIPS* (statt PIGS) zu verwenden, wie bisweilen in der internationalen akademischen Debatte üblich (vgl. Baldwin / Gros / Laeven 2010; vgl. auch Heusinger 2010). Nicht zuletzt die Fehleinschätzung dieses Mechanismus hat diese Staaten in eine „Schuldenfalle“ aufgrund zu stark konsumtiver Ausgabenpolitik insbesondere in Griechenland und Portugal geführt (vgl. Baumgarten / Klodt 2010 und für eine Kurzdarstellung den Anhang). Auch die Finanzmarktkrise war durch fatale Mechanismen gekennzeichnet, deren grundlegende gemeinsame Merkmale und Zyklen im Prinzip bereits

lange bekannt waren (Entdeckung scheinbar übernormaler Renditen, euphorische Überinvestition in riskante Anlagen mit der Folge einer Vermögensblase und Crash unter anderem als Ergebnis eines Ineinandergreifens von Markt- und Staatsversagen), jedoch trotz einiger akademischer Warnungen abseits des ökonomischen Mainstreams verdrängt wurden (vgl. Funk 2009 und speziell Lordon 2007 und Rothengatter / Schaffer / Sprink 2009, S. 307).

3. *Strukturell ähnlich angelegte Wachstumsmodelle* in der Weltwirtschaft insgesamt und im Euroraum bei isolierter Betrachtung wurden von einigen Experten generell als wesentliche Parallele bei den Ursachen von Finanzmarktkrise und Eurokrise angesehen. In beiden Fällen wurde die Nachfragedynamik auch in den Leistungsbilanzüberschuss-Staaten stark von Ländern mit dauerhaft hohen Leistungsbilanzdefiziten auf Basis einer von Kapitalzuflüssen und, wie in Griechenland, bisweilen mit prozyklischer Fiskalpolitik stimulierten Binnennachfrage getrieben. Da mit der Finanzmarktkrise die auf dauerhaft steigender Auslandsverschuldung basierende bisherige Wachstumsstrategie der USA obsolet wurde, wurde mit den Problemen vorrangig in Südeuropa auch die Nachhaltigkeit des Wachstumsmodells der Europäischen Währungsunion in Frage gestellt. Hierfür standen Griechenlands Defizitprobleme und seine erheblichen Verluste an Wettbewerbsfähigkeit symbolisch. „Europa war eine kleine Ausgabe dessen, was weltwirtschaftlich als globales Ungleichgewicht mit den USA als zentrales Defizit- und China als zentralem Überschussland diskutiert wurde“ (vgl. Winkler 2010, S. 279). Die Schlussfolgerungen hieraus sind allerdings extrem umstritten und es bleibt bisher kontrovers, welche längerfristigen Wachstumsmodelle sich etablieren werden (vgl. etwa Barysch 2010, Langhammer 2010, Mayer 2010a), Tilford 2010, Utermann 2010).

4. *Ähnliche erwartete Effekte und Bekämpfungsstrategien:* Die Parallele zwischen den erwarteten Effekten nach dem Bankrott von Lehman Brothers und einem möglichen Staatsbankrott Griechenlands beruht im Kern auf *möglichen desaströsen Folgeeffekten* (vgl. Boysen-Hogrefe 2010, S. 13) einer nach mikroökonomischen ordnungspolitischen Prinzipien eigentlich erforderlichen Sanktion (kein staatliches „Bail-Out“) des vorherigen zu riskanten Verhaltens der Banken bzw. Länder. Denn sowohl Banken als auch die betreffenden Länder gingen wohl gerade davon aus, mögliche negative Effekte ihrer Politik „sozialisieren“ zu können. Als Konsequenz verweigerter staatlicher Rettungspakete hätten betroffene Staaten im Fall einer Staatsinsol-

venz bzw. Anteilseigner, Geschäftsleiter und Gläubiger bei einem von Marktkräften erzwungenen Bankenzusammenbruch als Folge vorherigen Fehlverhaltens die negativen Folgen des wirtschaftlichen Misserfolgs zu tragen. Dies würde ebenfalls dafür sorgen, dass Kreditgeber auch künftig nicht mehr so leichtfertig wie bisher Geld verleihen, weil sie mögliche Verluste stärker berücksichtigen (vgl. Busch / Jäger-Ambrożewicz / Matthes 2010; Zimmer 2010). Angesichts problematischer Geschäftspraktiken von Lehman Brothers verweigerten die US-Behörden 2008 dem Vernehmen nach aus solchen Erwägungen, die Investmentbank zu stützen. Wegen ihres systemischen Charakters trug dies jedoch zum Zusammenbruch der Finanzmärkte bei und in der Folge der Realwirtschaft. Ein ähnliches Systemrisiko wurde auch im Mai 2010 bei möglicher Zahlungsunfähigkeit Griechenlands gesehen. Der Grund lag in der hohen Nervosität und Volatilität an den Finanzmärkten, nachdem das erste Notpaket zur Bedienung der gestiegenen Zinsen auf die Staatsschulden Griechenlands die Märkte nicht beruhigen konnte. Dabei galten die Probleme Griechenlands in der deutschen öffentlichen Meinung als weitgehend hausgemacht und hätten durch adäquate Politik des Landes vermieden werden können.

Um jedoch eine mögliche Eurosystemkrise auch infolge der Ansteckung der anderen gefährdeten Länder zu vermeiden, wurde umgehend ein gewaltig erscheinender Rettungsschirm aus Fest- und Eventualverbindlichkeiten von insgesamt 750 Milliarden Euro aufgespannt. Zudem kam es zum bislang nicht vorgesehenen Kauf notleidender Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank (EZB). Beide Maßnahmen werden häufig als Bruch mit den Grundsätzen der Europäischen Währungsunion (EWU) gesehen (vgl. zu wichtigen Einzelheiten Blankart / Klaiber 2010 und als Gegenposition Winkler 2010, S. 279). Dies lässt sich prinzipiell angesichts der Gefahr einer erneuten Banken- und Wirtschaftskrise mit erheblichen makroökonomischen Folgewirkungen im noch fragilen rezessiven Aufschwung interpretieren als „eine Art erneute Bankenrettung [...], die darauf abzielte, eine Kernschmelze der Finanzmärkte zu verhindern“ (Boysen-Hogrefe 2010, S. 13). Der Mitarbeiter des Kieler Instituts für Weltwirtschaft sieht in den Turbulenzen um Griechenland das Risiko eines „zweiten Lehman-Shocks“ und zieht daraus den Schluss, „dass Rettungsmaßnahmen kurzfristig die deutlich risikoärmere Strategie sind verglichen mit alternativen Überlegungen, wie dem Ausschluss einzelner Länder aus dem Währungsraum“ (Boysen-Hogrefe 2010, S. 10). Das ordnungspolitische Dilemma der Wirtschaftspolitik

sowohl im September 2008 als auch im Mai 2010 lasse sich in erster Linie entschärfen mit einer *Reduktion systemischer Risiken* durch Reformen zur Finanzmarktstabilisierung sowie durch eine mittelfristig *striktere Regelbindung der Finanzpolitik* (vgl. im Einzelnen Boysen-Hogrefe 2010, S. 12 f.; Remsperger 2010). Darüber hinaus wird angeführt, dass eine Fixierung auf übermäßige Staatsschulden und Neuschulden alleine problematisch ist. Die Probleme liegen vielmehr in der *Gesamtverschuldung* von Staaten, die auch die Überschuldung privater Akteure vor allem im Ausland ins Visier nehmen müsste, um künftige volkswirtschaftliche Eruptionen zu vermeiden (vgl. Heusinger 2010, Matthes 2010, S. 42).

### 3. KRITIK DER ANALOGIEN ZWISCHEN FINANZMARKTKRISE UND EUROTURBULENZEN

Zu Beginn der Euroturbulenzen kam es vielfach auch zu Kritik an der Analogie zwischen „Griechenland“ und „Lehman“. Ökonomen haben zum Teil sogar gefordert, „Griechenland solle seine alte Währung wieder einführen“ (vgl. Hankel u.a. 2010; o.V. 2010, S. 884). Aus Sicht der Kritiker der Analogie erschien die Ausrufung einer Systemkrise des Euro allein wegen der Schuldenprobleme Griechenlands als verfehlt – auch wenn grundsätzlich erheblicher Reformbedarf etwa bei der Anwendung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes konstatiert wurde. Die ausgerufene aktuelle Systemkrise sei vielmehr als jeweils innenpolitisch motiviertes Manöver der führenden Länder im Euro anzusehen, vor allem aber Frankreichs. Deren Ziel sei in erster Linie der Schutz der eigenen Banken, die im großen Umfang südeuropäische Staatsanleihen hielten, vor Kapitalverlusten im Falle von Staatsbankrotten (vgl. o. V. 2010, S. 884). Darüber hinaus wurde das *politökonomische Argument* angeführt, dass die Europäische Kommission über die stärkere Zentralisierung der Kompetenzen ihren Einfluss bzw. ihre Macht ausweiten könne und dies auch weitgehend unabhängig von ökonomischen Sachargumenten wolle (vgl. Blankart / Klaiber 2010 und Vaubel 2010).

Kompatibel hiermit betont etwa Hans-Werner Sinn (2010a): „Der Euro war nicht in Gefahr, als die europäischen Führungsspitzen beschlossen, ihn zu retten.“ Vielmehr habe gerade die Ausrufung der Systemkrise durch einige europäische Spitzenpolitiker, um den zuvor geltenden Haftungsausschluss für die Schulden anderer Länder der EWU (*No-Bail-Out-Klausel*) auszuhebeln, „neues Öl ins Feuer gegossen“. Dies habe die Probleme einer lediglich nervösen Marktreaktion verschärft, die die Staatsanleihen einiger europäischer Länder betraf. Begründete Zweifel an der Solvenz

Griechenlands wurden nach dieser Lesart bewusst provoziert, indem einige Spitzenpolitiker „den Niedergang der südeuropäischen Staatsanleihen und den damit einhergehenden Anstieg der Zinsspreads“ (Sinn 2010a) sowie die Euroabwertungstendenzen dramatisiert und als Folge davon die europäische Schuldenkrise verschärft hätten. „Mit unseren Garantien belohnen wir die Schuldensünder und ermuntern sie, ihr Tun fortzuentwickeln. Das bläht die europäische Schuldenblase weiter auf und lässt sie eines Tages mit einem noch größeren Knall platzen“ (Sinn 2010b). Aus dieser Perspektive sind „die wahren Spekulanten die überschuldeten Staaten und deren Gläubiger [...], weil sie Verträge zulasten Dritter machen, wohl wissend, dass man sie im Fall der Insolvenz nicht hängen lassen würde“ (ebenda). Es existiert folglich ein *Moral-Hazard-Problem*.

Daher sehen die Kritiker der Euro-Nothilfe die Probleme im Hinblick auf Griechenland keineswegs wie Eichengreen nur als psychologisches Problem, sondern angesichts dauerhafter realwirtschaftlicher Ungleichgewichte bereits lange vor der jüngsten Krise (vgl. Funk 2010, S. 514-516) als ein *strukturelles Defizit in Konstruktion und Praxis des Euro*. Insofern scheinen sich zwar alle darüber einig zu sein, dass ohne eine konzertierte Nothilfe die „Staatsinsolvenz Griechenlands unausweichlich gewesen“ (Schrader / Laaser, S. 547) wäre. Aber die Verluste der hiervon betroffenen Banken und eine mögliche zweite Bankenkrise erachten die Kritiker der Nothilfe als weit weniger dramatisch als die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen im Anschluss an den Fall von Lehman Brothers: „Eine direkte Unterstützung der Banken im Rahmen einer griechischen Insolvenz wäre wohl insgesamt billiger, weil dann nicht der gesamte Schuldendienst zu finanzieren wäre, als den Konkurs von immer mehr Ländern durch immer mehr Kredite immer länger zu verschleppen“ (Smeets, S. 313; vgl. auch Gerlach 2010). Letztlich hätte ein solches prinzipientreues marktwirtschaftliches Verhalten, so die Argumentation, ein für allemal klargestellt, „dass weder ein *Bail-Out* im Rahmen der Eurozone stattfindet noch mit Unterstützung durch die EZB zur rechnen ist“ (Bernholz 2010). Daher entwickeln die Kritiker vor allem Vorschläge zur Lösung der Frage, wie im Falle einer unabwendbar erscheinenden Staatsinsolvenz künftig eine Schuldenrestrukturierung zu organisieren wäre, um per Saldo mehr Stabilität zu ermöglichen, und wie präventiv diese Situation verhindert werden kann (vgl. beispielsweise Blankart / Klaiber 2010 und Smeets 2010).

#### 4. FAZIT UND WIRTSCHAFTSPOLITISCHE SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die Einstufung von „Griechenland“ als das potentielle europäische Lehman Brothers bleibt in der Fachwelt umstritten. Nach dem Aufspannen des staatlichen Rettungsschirms der Eurogruppe können die Verfechter der Notwendigkeit dieser Maßnahme naturgemäß die von ihnen erwarteten dramatischen Folgen einer deutlich geringeren oder gänzlich fehlenden staatlichen Intervention nicht belegen. Es ist jedoch ebenfalls nicht sicher, dass sich bei erheblich geringerer staatlicher Intervention – wie von den Gegnern des jetzigen Rettungsschirms vielfach betont – nur eine Marktkorrektur mit höheren Zinsdifferenzen für Staatsanleihen eingependelt hätte, „die das höhere Ausfallrisiko einiger europäischer Länder widerspiegeln – ein bisschen wieder so, wie es in der Zeit vor dem Euro war, nur mit kleineren Werten“ (Sinn 2010a). Bei dieser Argumentation wird folglich – wie auch teilweise vor Beginn der Finanzmarktkrise (vgl. Feldstein 2010, S. 17) – davon ausgegangen, dass tatsächlich vorhandene Risiken am Markt nicht erkannt bzw. falsch bewertet wurden. Infolgedessen haben sich in beiden Fällen die Zinsdifferenzen zwischen guten und schlechten Risiken als zu gering erwiesen, was bei Bekanntwerden Marktreaktionen mit sich bringt. Letztere können allerdings angesichts der Herdenverhaltens von Anlegern gerade in Zeiten großer Unsicherheit, wie sie derzeit bestehen (vgl. Böttcher / Deutsch 2010, S. 4), auch chaotische Formen annehmen. Daher bleibt insgesamt festzuhalten: Die ökonomische Logik ist nicht immer eindeutig (vgl. Rodrik 2010). Die Uneinigkeit in der Bewertung der jüngeren Entwicklungen im Euroährungsgebiet zeigt, dass ein Konsens zur Lösung des Dilemmas „zwischen ordnungspolitischen Anforderungen an eine langfristig stabile Währung auf der einen Seite und systemischen Risiken bei Einhaltung dieser Anforderungen auf der anderen Seite“ (Boysen-Hogrefe 2010, S. 1) selbst unter Ordnungsökonomien noch nicht gegeben ist (vgl. dazu auch Matthes 2010, S. 38 f.).

Manche wohl faktischen Anhänger einer *adjektivlosen Marktwirtschaft*, die sich nichtsdestotrotz gerne als Verfechter einer richtig verstandenen *Sozialen Marktwirtschaft* ausgeben (vgl. bezogen auf die Finanzmarktkrise hierzu Funk 2009), präsentieren gern scheinbar einfache Lösungen. Angesichts der ex ante existierenden Unsicherheiten über die möglicherweise desaströsen Folgen solcher „Lösungen“, ist rigider ordnungspolitischer Purismus keineswegs immer gerechtfertigt.<sup>1</sup> Vielmehr müssen auch die systemischen, häufig die Makroökonomie insgesamt betreffenden

Risiken derartiger Eingriffe im Worst-Case-Szenario mit den Chancen durch die Vermeidung von *Moral-Hazard*-Problemen genau abgewogen werden. Denn dies ist gerade Grundbestandteil einer richtig verstandenen Ordnungspolitik in der Sozialen Marktwirtschaft (vgl. Hüther 2009), der nicht einfach ausgeblendet werden darf, wie nicht selten in der deutschen Debatte.

Im Hinblick auf die Schuldenmechanik der EWU lässt sich jedoch zumindest konstatieren: Wären die gefährdeten Hochschuldenländer nicht Mitglieder in der Währungsunion, so hätten sich die aktuellen Probleme nicht ergeben. Sie hätten durch eine Abwertung ihrer Währungen ihre Wettbewerbsfähigkeit im Außenhandel wieder erlangen können. Deutschland hätte hingegen real gegenüber diesen Ländern aufgewertet und sein Exportüberschuss wäre hierdurch tendenziell gedämpft worden (vgl. Flassbeck / Spiecker 2010 und Klodt 2010). Doch derartige Betrachtungen bleiben theoretisch, wenn man die EWU als extrem schwer auflösbare Schicksalsgemeinschaft begreift (vgl. die überzeugende Begründung von Baumberger 2010a und b). Akzeptiert man dies, so war der Schuldenmechanik praktisch nicht zu entkommen, weil die Aufholländer in der EWU die Zins- und Wechselkurskompetenz an die EZB abgegeben hatten. Da die EZB ihre Geldpolitik am gesamten Währungsraum ausrichten muss, um dort Preisniveaustabilität zu erreichen, war ebenfalls eine für die Aufholländer angemessene restriktivere Geldpolitik keine Option. Da die Schuldenmechanik offensichtlich bisher nur unzureichend durchschaut wurde und deren unerwünschte Implikationen auch durch die institutionellen Mechanismen in der EWU nur ungenügend antizipiert und präventiv gestoppt wurden, besteht folglich wirtschaftspolitischer *Reformbedarf* weit über die aktuellen Notprogramme und das stabilitätsorientierte Umsteuern in den betroffenen Staaten hinaus. Vor allem auch die mittel- und osteuropäischen Beitrittsstaaten zum Euro sollten aus den bisherigen Erfahrungen lernen und eine zukunftsgerichtete investive Verwendung schuldenfinanzierter Ausgaben statt eine kurzfristige, kurzfristige konsumtive Wohlfahrtssteigerung anstreben (vgl. Klodt / Baumgarten 2010). Erste institutionelle Änderungen auf der Ebene der Europäischen Union wurden zwar Ende September beschlossen, die ein künftiges Auftreten von Schuldenfällen verhindern helfen sollen. Ob sie jedoch genügend ursachengerecht und künftig problemlösend sind, war jedoch von Anfang an kontrovers (vgl. beispielsweise Heusinger 2010, Tilford 2010). Dies kann angesichts der erneuten Verwerfungen im Zusammenhang mit der Rettungsaktion für Irland im November und weiteren zu befürchtenden Krisenverschärfungen

zudem bereits als mehr oder weniger widerlegt angesehen werden. Weitere Maßnahmen zur Verhinderung gravierender systemdestabilisierender Effekte, etwa in Bezug auf ein sachgerechtes Insolvenzverfahren für Staaten, müssen folgen (vgl. Matthes 2010, S. 38, und die kontroversen Einschätzungen zu der von Kanzlerin, Finanzminister und dem französischen Staatspräsidenten angestoßenen politischen Debatte zu einem neuen Umschuldungsmechanismus bei Annunziata u.a. 2011, S. 6 f.). Ähnliches gilt für die notwendigen Reformen zur Finanzstabilität von Banken, wo sich abgesehen von einigen Regeländerungen zunehmend eine wichtige Erkenntnis durchzusetzen scheint, die sowohl Moral Hazard wie auch Systemdestabilisierungen zu vermeiden sucht:

„Die Art, wie Lehman abgewickelt wurde, war ein Fehler. Ein weltweit vernetztes Finanzinstitut lässt sich nicht wie eine Fabrik über Nacht schließen. Eigentümer und Manager sollten ihren gesamten Einsatz sofort verlieren, Mitarbeiter können bald entlassen werden. Aber das Kerngeschäft muss zunächst weiter geführt und dann ordentlich abgewickelt werden. Sonst lähmen echte oder vermeintliche Rückwirkungen auf die Geschäftspartner das gesamte Netz der Finanzbeziehungen. Kurz gesagt: Netzinstitute brauchen ein Insolvenzrecht, wie es jetzt in Arbeit ist.“ (Schmieding 2010)

#### **ANHANG: SCHULDENMECHANIK DES EURO**

Eine Mindestanforderung an *solide Staatsfinanzen* verlangt, dass ein Staat fähig sein muss, einen dauerhaften Anstieg der Schuldenquote – das Verhältnis von ausstehender Staatsschuld zum Bruttoinlandsprodukt – zu vermeiden. „Kreditfinanzierung über den Markt ist mit den Stabilitätszielen nur vereinbar, wenn sichergestellt ist, dass die ausstehende Staatsschuld nicht dauerhaft schneller wächst als das Bruttoinlandsprodukt.“ (Funk / Voggenreiter / Wesselmann 2008, S. 337) Die staatliche Budgetrestriktion veranschaulicht den Handlungsspielraum und die Handlungsalternativen für Staaten. Im Folgenden reicht es aus, die hier interessierenden Zusammenhänge mit dem *Konzept des Primärüberschuss* vorzustellen (vgl. Baumgarten / Klodt 2010, S. 376 f.).

Schuldenmechanik: Die Währungsunion führte zu einer Angleichung der Zinsen und damit für die ärmeren Catch-up-Staaten zu einer erheblichen nominalen und realen Zinssenkung, da Risikoprämien aus Sicht der Finanzinvestoren sinken. Typischerweise besitzen die ärmeren Länder ein relativ niedriges Kosten- und Preisniveau. Denn ihre Produktivität ist niedriger als in reicheren Ländern. Der Produktivitätsrückstand ist

jedoch im Bereich handelbarer Güter ausgeprägter als bei nicht-handelbaren Gütern. Daher sind nicht-handelbare Güter in ärmeren Staaten regelmäßig billiger als in reicheren Ländern, während dies bei international handelbaren Gütern auf offenen Märkten nicht der Fall ist. Im gesamtwirtschaftlichen Schnitt ergibt sich so eine Abhängigkeit des Preisniveaus vom Entwicklungsstand eines Landes – der *Balassa-Samuelson-Effekt* (vgl. Breuss 2006, S. 283 f.; Breuss 2009, S. 7 f.). Der Beitritt zur Währungsunion führte zu einem überdurchschnittlichen *Anstieg der Preisniveaus in den Aufholländern*, welche die Steuereinnahmen des Staates und die Nominaleinkommen der privaten Haushalte deutlich erhöhte. Letzteres beruht auch auf Lohnsteigerungen infolge zunehmender Produktivität im Aufholprozess. Im Extremfall können als Folge dieser Zusammenhänge die Realzinsen sogar negativ werden (vgl. Starbatty 2010), woraus sich starke Verschuldungsanreize ergeben. Sowohl Staats Haushalte wie auch Privathaushalte sind diesen Anreizen in den GIPS-Ländern in einem Ausmaß erlegen, „dass aus der Schuldenmechanik eine Schuldenfalle resultierte“ (Klodt 2010, S. 3).

Die *Anreize zum Schuldenmachen des Staates* sollen hier vereinfacht anhand des Primärüberschusses – die Differenz zwischen Einnahmen und Ausgaben des Staates minus der Zinsausgaben – demonstriert werden. Entsprechende Anreize haben jedoch auch die privaten Haushalte (vgl. zum Folgenden Baumgarten / Klodt 2010, S. 376 f.). Der Primärüberschuss in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Primärüberschussquote), den der Staat zur Stabilisierung der Schuldenquote benötigt, entspricht der Differenz zwischen Nominalzins und nominaler Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts multipliziert mit der staatlichen Schuldenquote (Verhältnis von Staatsschulden zu Bruttoinlandsprodukt).

Um die längerfristig potentiell stabilitätswidrigen Verschuldungsanreize beispielhaft zu verdeutlichen, wird nun angenommen, dass das Beitrittsland eine Schuldenquote von 60 Prozent habe, wie es der Maastricht-Vertrag als Obergrenze für den Eintritt in die Währungsunion vorsieht. Zudem unterstellen wir, dass das Land die Quote auf diesem Niveau stabilisieren möchte. „Dann muss es bei einem Zinsniveau von 10 Prozent und einer nominalen Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts von 8 Prozent eine Primärüberschussquote von 1,2 Prozent realisieren. Sinkt nun das Zinsniveau auf 4 Prozent, während das nominale Wachstum nur auf 6 Prozent sinkt, dann kann sich der Staat einen negativen Primärüberschuss (bzw. ein Primärdefizit) von 1,2 Prozent erlauben, ohne die Stabilität der Schuldenquote zu gefährden. Sollte das

nominale Wachstum sogar steigen, kann ein noch höheres Primärdefizit gefahren werden“ (Klodt / Baumgarten 2010).

Dieses Beispiel verdeutlicht: Stark gesunkene Kreditkosten bei gleichzeitig rascher als früher steigenden Einkommen und Staatseinnahmen infolge integrationsbedingter Produktivitätsgewinne und inflationärer Aufholprozesse zum höheren Preisniveau in reicheren Ländern erleichtern den Schuldendienst und ermöglichen zuvor unerreichbare konsumtive Verwendungen von Einkommen und Staatseinnahmen. Zusammen schlagen sich die erhöhten Einkommensansprüche in mehr Importen und einer dauerhaft defizitären Leistungsbilanz nieder, so dass aus der Schuldenmechanik bei sorglosem Verhalten eine „*Schuldenfalle*“ wird. Diese schnappt zu in Zeiten, „in denen die Finanzinvestoren an der Bonität der Schuldner zu zweifeln beginnen und die Zinsen wieder steigen“ (Klodt 2010, S. 3). Denn verlieren die Finanzinvestoren das Vertrauen in die Rückzahlung der Schulden, müssen die staatlichen wie auch die privaten Kreditnehmer in den betroffenen Staaten der EWU einen Risikoaufschlag auf ihre Kredite zahlen. Die Falle lässt sich nur umgehen, wenn die Aufholländer die erhöhten Schulden nur in produktivitätssteigernde Investitionen lenken bzw. für eine Stärkung ihrer internationalen Wettbewerbsposition einsetzen würden.

#### LITERATUR

- *Annunziata, M. u.a.: Umschuldung von Staatsanleihen und was Bankenvolkswirte davon halten. In: Handelsblatt vom 25.11.2010, S. 6 f.*
- *Baldwin, R. / Gros, D. / Laeven, L. (Hrsg.): Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to be Done?, London 2010.*
- *Barysch, K.: How to fix the eurozone. In: International Herald Tribune vom 27.09.2010, S. 6.*
- *Baumberger, J.: Der Euro – oder es prüfe, wer sich ewig bindet. In: Neue Zürcher Zeitung vom 06.08.2010a, S. 11.*
- *Baumberger, J.: Es prüfe, wer sich ewig bindet. In: Neue Zürcher Zeitung vom 24.09.2010b, S. 13.*
- *Baumgarten, M./Klodt, H.: Die Schuldenmechanik in einer nicht-optimalen Währungsunion. In: Wirtschaftsdienst, 90. Jg. (2010), H. 6, S. 374-379.*



- Bernholz, P.: *Der Euro war wegen der Schuldenkrise nie in geringster Gefahr.* In: *Finanz und Wirtschaft* vom 01.09.2010, S. 22.
- Blankart, C.B./Klaiber, A.: *Die EU-Finanzkrise und Rezepte zu ihrer Überwindung.* In: *Neue Zürcher Zeitung* vom 27.08.2010, S. 14.
- Böttcher, B./Deutsch, K.: *Deutschlands neue Blüte?*, Deutsche Bank Research vom 29.09. 2010, Frankfurt am Main.
- Boysen-Hogrefe, J.: *Ist Griechenland noch zu retten? Und der Euro?*, Kiel Policy Brief Nr. 19, Juni, Institut für Weltwirtschaft, Kiel 2010.
- Breuss, F.: *Monetäre Außenwirtschaft und Europäische Integration*, Frankfurt am Main 2006.
- Breuss, F.: *Verstärkt die „Große Rezession“ das Auseinanderdriften der Wettbewerbsfähigkeit in der EU?* FIW Policy Brief, Nr. 1, September 2009.
- Busch, B. / Jäger-Ambrożewicz, M. / Matthes, J.: *Wirtschaftskrise und Staatsbankrott, IW-Analyse Nr. 62*, Köln 2010.
- Eichengreen, B.: *„Die Griechen sind eure Lehman Brothers“.* In: *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung* vom 02.05.2010, S. 43.
- Feldstein, M.: *Past.* In: *Chittenden, O. (Hrsg.): The Future of Money*, Chatham, S. 15-19.
- Flassbeck, H. / Spiecker, F.: *Vom Wirtschaftswunder für die Zukunft lernen.* *Zeit online* vom 22.07.2010, Download am 28.08.2010 unter [www.zeit.de/wirtschaft/2010-07/exportabhaengigkeit](http://www.zeit.de/wirtschaft/2010-07/exportabhaengigkeit).
- Frankenberger, K.-D. / Martens, M.: *„Wir wollen nicht die Lehman Brothers Europas sein“.* In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 05.03.2010, S. 4.
- Funk, L.: *Kontroverse volkswirtschaftliche Interpretationen zur Finanzmarktkrise – einige kritische Anmerkungen.* In: *Sozialer Fortschritt*, 58. Jg., H. 4/2009, S. 79-83.
- Funk, L.: *Die Themen im Frühjahr 2010 – Europäische Währungsunion / Wettbewerbsdynamik und EU-Binnenmarkt.* In: *Das Wirtschaftsstudium*, 39. Jg. (2010), H. 4, S. 514-518.
- Funk, L. / Voggenreiter, D. / Wesselmann, C.: *Makroökonomik*, 8. Aufl., Stuttgart 2008.
- Gerlach, S.: *Umschuldung wäre Chance für Griechenland.* In: *Börsen-Zeitung* vom 17.08.2010, S. 6.
- Hankel, W. / Nölling, W. / Schachtschneider, K.A. / Spethmann, D. / Starbatty, J.: *Der Euro versinkt im Schuldensumpf.* In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 12.05.2010, S. 3.
- Heusinger, R. von: *Verschärfter Unsinn von Brüssel.* In: *Frankfurter Rundschau* vom 30.09.2010, S. 13.
- Hüther, M.: *German Economic Lessons.* In: *The Wall Street Journal Europe* vom 25.02.2010, S. 13.
- Jarchow, H.-J.: *Grundriss der Geldtheorie*, 12. Aufl., Stuttgart 2010.
- Klodt, H.: *Wir haben kein Lohnproblem!* *Zeit online* vom 27.07.2010, Download am 28.08.2010 unter <http://www.zeit.de/wirtschaft/2010-07/klodt>.
- Klodt, H. / Baumgarten, M.: *Die Schuldenmechanik des Euro*, Blog *Wirtschaftliche Freiheit* vom 14. Juli 2010, Download am 28.08.2010 unter <http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=3762>
- Langhammer, R.: *Nur keine falsche Scham.* In: *Financial Times Deutschland* vom 19.03.2010, S. 26.
- Matthes, J.: *Die Eurokrise: Für mehr Ausgewogenheit in der ökonomischen Debatte.* In: *Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik* 125, H. 3/2010, S. 36-42.
- Lordon, F.: *Die Mechanik der Finanzkrise.* In: *Le Monde diplomatique*, September 2007, S. 1 und 9.
- Mayer, T.: *Deutschland wird wieder zum starken Mann Europas.* In: *Handelsblatt* vom 27.09.2010a, S. 9.
- Mayer, T.: *„Die Euro-Krise ist nicht vorbei“.* In: *Handelsblatt* v. 03./04.09.2010b, S. 13.
- O.V.: *Braucht Europa eine Wirtschaftsregierung?* In: *Das Wirtschaftsstudium*, 39. Jg. (2010), H. 7, S. 884 f.
- Remsperger, H.: *Makro trifft Mikro.* In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 10.09.2010, S. 23.
- Rodrik, D.: *Gespensisches Vertrauen.* In: *Financial Times* vom 16.07.2010, S. 27.



- Rothengatter, W. / Schaffer, A. / Sprink, J.: *Makroökonomik, Geld und Währung*, Heidelberg 2009.
  - Schmieding, H.: *Zwei Jahre nach Lehman*. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 20.09.2010, S. 20.
  - Schrader, K. / Laaser, C.-F.: *Den Anschluss nie gefunden: Die Ursachen der griechischen Tragödie*. In: *Wirtschaftsdienst*, 90. Jg. (2010), H. 8, S. 540-547.
  - Sinn, H.-W.: *Die Ironie der europäischen Schuldenkrise*. In: *Börsen-Zeitung* vom 29.06.2010a, S. 6.
  - Sinn, H.-W.: *„Die Politiker belohnen die Schuldensünder in Europa“*. In: *Handelsblatt* vom 25.05.2010b, S. 5.
  - Smeets, H.-D.: *Ist Griechenland noch zu retten?* In: *Wirtschaftsdienst*, 90. Jg. (2010), H. 5, S. 309-313.
  - Starbatty, J.: *Griechenlands Problem ruft nach konsequenter Haltung*. In: *Neue Zürcher Zeitung* vom 08.09.2010, S. 11.
  - Tilford, S.: *Europe's economic reforms fall short on growth*. In: *Financial Times* vom 30.09.2010, S. 11.
  - Utermann, A.: *Hohe Auslandsverschuldung – zum Tango gehören zwei*. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 27.08.2010, S. 23.
  - Vaubel, R.: *Die Finanzkrise als Vorwand für Überregulierung*. In: *Wirtschaftsdienst*, 90. Jg. (2010), H. 5, S. 313-320.
  - Walker, M. / Forelle, C. / Blackstone: *On secret committee to save the euro, a dangerous divide*. In: *The Wall Street Journal Europe* vom 27.09.2010, S. 14 f.
  - Winkler, A.: *Debatte über Griechenland verfehlt Kern von Finanzkrisen*. In: *Wirtschaftsdienst*, 90. Jg. (2010), H. 5, S. 278 f.
  - Zimmer, D.: *Was das Gesetz zur Rettung der Banken taugt*. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 10.09.2010, S. 12.
- 1/ Dies gilt auch dann, wenn man von den immer auch vorhandenen Problemen politischer Durchsetzbarkeit abstrahiert, wie dies Anhänger der „de facto“ adjektivlosen Marktwirtschaft ebenfalls gerne tun.

## DIE AUTOREN

*PD Dr. Heribert Dieter*

*Senior Fellow, Forschungsgruppe Globale Fragen, Stiftung Wissenschaft und Politik*

*Prof. Dr. Henrik Enderlein*

*Associate Dean, Professor für politische Ökonomie, Hertie School of Governance, Berlin*

*Prof. Dr. Lothar Funk*

*Professor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere internationale Wirtschaftsbeziehungen, Fachhochschule Düsseldorf*

*Dr. Günter Grosche*

*Zur Zeit der Maastricht-Verhandlungen Leiter des Referats „Europäische Währungsfragen“ im Bundesministerium der Finanzen. Von 2005 bis 2009 Sonderberater des Vorsitzenden der Eurogruppe, Jean-Claude Juncker.*

*Prof. Dr. Bodo Herzog*

*Professor für Volkswirtschaftslehre, ESB Business School, Hochschule Reutlingen*

*Nils aus dem Moore*

*Referent für wirtschaftspolitische Kommunikation, Wissenschaftler im Kompetenzbereich „Öffentliche Finanzen“, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI), Büro Berlin*

*Prof. Dr. Max Otte, Ph.D.*

*Professor für allgemeine und internationale Betriebswirtschaftslehre, Fachhochschule Worms*

*Prof. em. Dr. Hans-Jürgen Wagener*

*Europa-Universität Viadrina, Frankfurt (Oder)*

## ANSPRECHPARTNER IN DER KONRAD-ADENAUER-STIFTUNG

*David Gregosz*

*Koordinator Grundsatzfragen/Ordnungspolitik*

*Team Wirtschaftspolitik*

*Hauptabteilung Politik und Beratung der Konrad-Adenauer-Stiftung e.V.*

*Klingelhöferstr. 23*

*10785 Berlin*

*Telefon: +49(0)-30-26996-3516*

*E-Mail: david.gregosz@kas.de*

*Matthias Schäfer*

*Leiter des Teams Wirtschaftspolitik*

*Hauptabteilung Politik und Beratung der Konrad-Adenauer-Stiftung e.V.*

*Klingelhöferstr. 23*

*10785 Berlin*

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

*E-Mail: matthias.schaefer@kas.de*