



AUSGABE 116
Februar 2013

ANALYSEN & ARGUMENTE

Euro-Krisenmanagement: Warum die Politik auf dem richtigen Weg ist

Werner Becker, Horst Löchel (ext.) | David Gregosz

Der vorliegende Aufsatz versucht zu zeigen, dass der krisengeleitete Pragmatismus der Politik geeignet ist, die Probleme im Währungsraum zu lösen und die Europäische Währungsunion (EWU) auf ein neues, stabileres Fundament zu stellen. Die wirtschaftspolitischen Vorschläge der beiden Extrempositionen in der wissenschaftlichen Debatte – „Integrationisten“ und „Minimalisten“ – erscheinen hingegen als nicht praktikabel, die Krise zu lösen, da sie entweder illusorische politische Rahmenbedingungen implizieren oder aber puristisch an einer gescheiterten Konstruktion festhalten. Das Papier zeigt auf, dass die beschlossenen Maßnahmen der Politik – im Kern der Fiskal- und der Wachstumspakt, die Etablierung der Stabilitätsmechanismen EFSF und ESM sowie die geplante Bankenunion – die Konstruktionsmängel der EWU adressieren.

Ansprechpartner in der Konrad-Adenauer-Stiftung

David Gregosz
Kordinator für Internationale Wirtschaftspolitik
Hauptabteilung Europäische und Internationale Zusammenarbeit
Telefon: +49(0)30 2 69 96-35 16
E-Mail: david.gregosz@kas.de

Postanschrift Berlin

Konrad-Adenauer-Stiftung, 10907 Berlin

www.kas.de
publikationen@kas.de

ISBN 978-3-944015-47-7



Konrad
Adenauer
Stiftung



INHALT

3	1. EINFÜHRUNG	
3	2. DIE KONSTRUKTIONSMÄNGEL DER EWU	
4	3. ZURÜCK ZU MAASTRICHT?	
5	4. DER PRAGMATISMUS DER POLITIK	
	4.1 Fiskalpakt für mehr Budgetdisziplin	6
	4.2 Wachstumspakt und Wettbewerbsfähigkeit	6
	4.3 Neuer Baustein in der EWU-Architektur: Errichtung einer Bankenunion	7
	4.4 EFSF und ESM: Robuste Rettungsschirme erforderlich	9
10	5. ZUSAMMENFASSUNG	
11	LITERATUR	

DIE AUTOREN

Dr. Werner Becker war Senior Economist für Währungs- und Europafragen bei der Deutschen Bank Research.

Prof. Dr. Horst Löchel ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Frankfurt School of Finance & Management und Gastprofessor an der China Europe International Business School (CEIBS).

Wir danken Frau Annika Kasperek für die hilfreiche Unterstützung.

David Gregosz ist Koordinator für Internationale Wirtschaftspolitik in der Hauptabteilung Europäische und Internationale Zusammenarbeit der Konrad-Adenauer-Stiftung.



1. EINFÜHRUNG

Der vorliegende Aufsatz¹ verfolgt die Hypothese, dass die europäische Politik auf dem richtigen Weg ist, die Krise der Europäischen Währungsunion (EWU) nachhaltig zu überwinden. Eine solche Aussage mag angesichts der überwiegenden Ablehnung, die der von der Krise getriebene Pragmatismus der Politik von Seiten der Volkswirtschaftslehre erfährt, überraschen. In der anhaltenden Debatte über potenzielle Wege aus der Krise sind grob zwei Richtungen zu unterscheiden. Auf der einen Seite stehen die „Integrationisten“, welche die Lösung der Krise in der partiellen oder vollständigen Vergemeinschaftung von Staatsschulden sehen, auf der anderen die „Minimalisten“, die auf die Rückkehr zu den Verträgen von Maastricht und Lissabon und einer unbedingten Gültigkeit des „no-bail-out“-Gebots beharren.

Beide Positionen halten wir im Kern für nicht geeignet, die Krise nachhaltig zu überwinden. Die wirtschaftspolitischen Vorschläge der „Integrationisten“ setzen durch den Eingriff in das nationale Haushaltsrecht ein politisches Integrationsniveau innerhalb der EWU voraus, das kurzfristig weder zu erreichen ist noch auf der Agenda der europäischen Politik steht. Ohne ein solches Integrationsniveau jedoch krankt eine wie immer geartete Vergemeinschaftung von Staatsschulden an einem Demokratiedefizit und fördert zudem das moralische Wagnis unsolider Haushaltspolitik.

Die „Minimalisten“ hingegen verkennen die bisherigen Konstruktionschwächen der EWU, die die Krise erst möglich gemacht haben. Ohne diese zu beheben, kann die EWU nicht dauerhaft zu einem stabilen Gleichgewicht zurückkehren; vielmehr droht dann ihr Auseinanderbrechen. Hier sind

- der mangelhafte Durchsetzungsmechanismus für solide Wirtschafts- und Haushaltspolitik,
- die Divergenz der wirtschaftlichen Entwicklungen seit dem Start der Währungsunion,
- die durch die Währungsunion bedingte verzerrte Risikobewertung durch die Kapitalmärkte und
- die Ansteckungskanäle zwischen den Staaten und den Banken

zu nennen.

Die von der Politik auf den Weg gebrachten wirtschaftspolitischen Reparaturen der EWU-Architektur – im Kern der Fiskal- und der Wachstumspakt, die Etablierung der Stabilitätsmechanismen EFSF und ESM sowie die geplante Bankenunion – enthalten demgegenüber einen angemessenen wirtschaftspolitischen Mix aus gemeinschaftlichen Garantien („Brandmauern“) und Subsidiarität („no-bail-out“-Klausel) einerseits, sowie zwischen nationaler, demokratisch legitimer Souveränität („Haushaltsrecht“) und notwendiger

europäischer Integration („Bankenunion“) andererseits, um ein neues, nachhaltiges Gleichgewicht innerhalb der EWU herzustellen.

Der Aufsatz ist wie folgt aufgebaut: Ausgehend von der Theorie optimaler Währungsräume werden zunächst die Konstruktionsmängel der EWU aufgearbeitet sowie die beiden Pole der wissenschaftlichen Diskussion kritisch dargestellt (Kapitel 3). Darauf aufbauend soll gezeigt werden, wie die europäische Politik die institutionellen Rahmenbedingungen auf eine Art und Weise verändert, welche die EWU in Richtung eines neuen, stabilen Gleichgewichts führen kann (Kapitel 4). Die Geldpolitik der EZB wird nicht explizit diskutiert. Es wird jedoch zusammenfassend darauf hingewiesen, dass als ein wichtiger Nebeneffekt des neuen Gleichgewichts die Geldpolitik wieder in der Lage wäre, zu ihrem ursprünglichen Mandat zurückzukehren.

2. DIE KONSTRUKTIONSMÄNGEL DER EWU

Die Feststellung, dass die EWU keinen optimalen Währungsraum im Sinne der Theorie optimaler Währungsräume von Mundell (1961), McKinnon (1963) und Kenen (1969) darstellt, gehört seit der Veröffentlichung des Delors-Report im Jahre 1989 zu den Allgemeinplätzen der ökonomischen Forschung (Bayoumi, T. u. Eichengreen, B. 1993, S. 193 f.). Insofern war die Wirkung der globalen Finanzkrise des Jahres 2008 auf die EWU dem Grunde nach leicht vorhersehbar: Die Welle aus Bankenpleiten und einbrechender Gesamtnachfrage wirkte auf die EWU wie ein asymmetrischer Schock, da Lohn- und Preisrigiditäten in Verbindung mit einer geringen Mobilität des Produktionsfaktors Arbeit die angesichts der strukturellen und konjunkturellen Heterogenität der EWU-Staaten notwendigen volkswirtschaftlichen Anpassungsprozesse verhinderten, die den Wegfall der nationalen Wechselkurs- und Zinsmechanismen hätten kompensieren können. Prägnantester Ausdruck dieser Heterogenität ist das Auseinanderlaufen der Lohnstückkosten und damit einhergehend der nationalen Inflationsraten und Leistungsbilanzsalden seit dem Start der Währungsunion (EZB 2012b, S. 64 f.; Bundesbank 2012a, S. 18 f.). Nach Ausbruch der Krise kam es an den Kapitalmärkten zu einer dramatischen Neubewertung der Länderrisiken, die bis heute weitestgehend anhält.

Der Start der Währungsunion in einem suboptimalen Währungsraum wurde in der wirtschaftspolitischen Diskussion unter anderem mit dem sogenannten „triangle argument“ (Mongelli, F. P. 2002, S. 10) gerechtfertigt. Dieses besagt, dass die monetäre Integration die ökonomische vorantreibt und diese wiederum die politische. Ein zweiter Ansatz ist der sogenannte „endogeneity approach“ von Frankel und Rose (1997, 1998). Der Endogenitätsansatz arbeitet mit der Hypothese, dass die Etablierung einer nicht optimalen Wäh-



rungsunion unter bestimmten Bedingungen ex post zu einem optimalen Währungsraum führen kann. Begründet wird dies mit der Endogenität zunehmender Handelsintegration und der Konvergenz von Konjunkturzyklen und Einkommen in einer Währungsunion (De Grauwe und Mongelli, F. P. 2005, S. 25; Baumann S. u. Löchel, H. 2006, S. 10 f.).

Beide Hypothesen müssen angesichts der gemachten Erfahrungen als widerlegt gelten. Die Währungsunion hat weder die wirtschaftliche noch die politische Integration in Europa im erwarteten Maße vorangebracht. Auf der Habenseite der Währungsunion stehen hingegen eine niedrige durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum, die partielle Integration der europäischen Finanzmärkte sowie die Positionierung des Euro als zweitwichtigste internationale Währung neben dem US-Dollar (Becker 2012, S. 9).

Zunächst startete die Währungsunion mit einem Zinsschock (Lane, P. R. 2006, S. 3). Die Zinskonvergenz in Verbindung mit relativ hohen Inflationsraten führte im Süden der Währungsunion zu historisch niedrigen oder gar negativen Realzinsen, da innerhalb der Währungsunion Kapital aus den Kernländern in die „Peripheriestaaten“ abfloss. Dies wiederum beschleunigte die Divergenz der wirtschaftlichen Anpassungsprozesse.

Wirtschaftspolitisch setzte der Vertrag von Maastricht für die beteiligten Staaten lediglich bis zum Eintritt in die Währungsunion einen verbindlichen Konvergenzanreiz. Danach attestiert die einschlägige Forschung den Eurostaaten einen nachlassenden Reformwillen (Duval, R. u. Elmeskov, J. 2005, S. 35) sowie ein signifikantes, fiskalisches Trittbrettfahrer-Problem, hervorgerufen durch die schwache disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte auf die nationale Fiskalpolitik (Fratzcher, M. u. Stracca, L. 2009, S. 339).

Anders als der Endogenitätsansatz prognostiziert, hat die Einführung des Euro auch nicht zu einer Verstärkung des ohnehin bereits vorherrschenden historischen Trends hin zu einem intensiveren Binnenhandel innerhalb der Währungsunion beigetragen (Berger, H. u. Nitsch, V. 2005, S. 24; Lane, P. R. 2006, S. 11). Tatsächlich zugenommen haben lediglich die Integration der Finanzmärkte sowie die Portfolioinvestitionen im Euroraum. Schließlich konnte auch die Hypothese einer Konvergenz der Konjunkturzyklen und der Einkommen nicht bestätigt werden.

3. ZURÜCK ZU MAASTRICHT?

Die Konstruktion des Vertrags von Maastricht in Verbindung mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt konnte die Abwesenheit eines optimalen Währungsraums nicht kompensieren. Insbesondere das Gebot eines „no-bail-out“ konnte nicht aufrechterhalten werden. Die Ursachen hierfür können

institutionell, spiel- oder kapitalmarkttheoretisch begründet werden.

Institutionell steht der Gedanke im Vordergrund, dass der vorherrschende, zwischenstaatliche Governance-Ansatz, in dem die Regierungen der Nationalstaaten die Bestimmungen der Währungsunion kontrollieren sollen, fehlgeschlagen ist, da er zu einem klassischen Zielkonflikt führt, in dem die zu Kontrollierenden sich selbst kontrollieren sollen (Beetsma, R. u. Giuliodori, M. 2010, S. 627). Der Bruch des Stabilitäts- und Wachstumspaktes durch Deutschland und Frankreich im Jahr 2003 war der prägnanteste Ausdruck dieses Konflikts (Bergsten, C. F. u. Kirkegaard, J. F. 2012, S. 4).

Spieltheoretisch kann argumentiert werden, dass sowohl „starke“ wie „schwache“ Eurostaaten einen Anreiz haben, die „no-bail-out“-Klausel zu brechen (Straubhaar, T. u. Vöpel, H. 2012, S. 59-62). Überschuldete Staaten haben einen Anreiz, Teile ihrer Schulden auf die anderen Mitglieder der Währungsunion zu externalisieren, während die „gesunden“ Mitglieder aufgrund von Ansteckungseffekten und wirtschaftlichen Vorteilen ein Interesse daran haben, dass die Währungsunion nicht zerbricht.

Kapitalmarkttheoretisch schließlich basiert eine Währungsunion auf dem einzigartigen Umstand, dass die beteiligten Staaten ihre Schulden nicht mehr in der von ihnen kontrollierten Währung begleichen können (De Grauwe, P. 2011, S. 8; Sachverständigenrat 2011, S. 136). Dies lädt die kurzfristig agierenden Kapitalmärkte dazu ein, die spezifischen Länderrisiken entweder auszublenden – wie in der Periode 1999 bis 2008 – oder spekulativ zu übertreiben – wie seit dem Ausbruch der Schuldenkrise im Jahr 2010.

Angesichts dieser Schwächen kann es kein einfaches „Zurück zu Maastricht“ und zu „no-bail-out“ geben. Offenbar haben die Kapitalmärkte die „no-bail-out“-Klausel als nicht glaubwürdig eingestuft. Es ist daher eine der wesentlichen Erkenntnisse aus den ersten Jahren der EWU, dass eine stabile Währungsunion nicht nur einen durchsetzungsfähigen und damit glaubhaften Mechanismus der öffentlichen Haushaltskontrolle enthalten muss, sondern sich auch gemeinschaftlich gegen die Verwerfungen im Finanzsektor schützen können muss. Die von der Bundesbank (2012b, S. 28) jüngst wieder geforderte „verantwortungsvolle Wirtschafts- und Finanzpolitik“ braucht daher geänderte Rahmenbedingungen, ohne allerdings das Prinzip der Subsidiarität aufgeben zu müssen.

Einen anderen Weg hat der Präsident des Europäischen Rates in einem Strategiepapier im Juni 2012 vorgeschlagen, nämlich die Vergemeinschaftung von Staatsschulden (Van Rompuy, H. 2012, S. 5-6). Der Vorschlag genießt seit langem breite Unterstützung in der Wissenschaft und findet



Niederschlag in diversen Konzepten wie den Eurobonds und dem gemeinschaftlichen Schuldentilgungsfonds des deutschen Sachverständigenrats (2012).

Den grundsätzlichen Mangel dieser Vorschläge sehen wir weniger in einer falschen Anreizkompatibilität, da mit der Vergemeinschaftung der Schulden auch eine Kontrolle der nationalen Haushalte einhergehen soll, sondern vielmehr in der Illusion der Aufgabe nationalstaatlicher Souveränität, die unabdingbar ist für jede Art der Vergemeinschaftung. Auch ist bisher völlig unklar, ob und wie das Demokratieverständnis des Nationalstaates und mit ihm das Haushaltsrecht auf die supranationale Ebene Europas übertragen werden kann (Habermas, J. 2011, S. 39 f). Mit einer durch die Krise erzwungenen „Politischen Union Europa“ würde die EWU ihr Mandat deutlich überschreiten. Vielmehr ist es die Aufgabe der europäischen Bürger und letztlich der Politik, den politischen Integrationsprozess einzufordern bzw. zu vollenden.

Angesichts der Schwächen der bestehenden wirtschaftspolitischen Vorschläge aus der Wissenschaft wollen wir im Folgenden die These begründen, dass der von der Krise betriebene Pragmatismus der europäischen Politik einen wirtschaftspolitischen Mix aus Maßnahmen hervorgebracht hat, der in der Lage scheint, die Krise zu meistern und die zukünftige Stabilität der EWU sicherzustellen. Dies kann ohne eine Vergemeinschaftung von Staatsschulden geschehen, muss aber über die Verträge von Maastricht und Lissabon hinausgehen (Fuest, C. 2012, S. 30).

4. DER PRAGMATISMUS DER POLITIK

Seit 2010 haben die EU-Gipfel eine Reihe von grundlegenden Reformen des EWU-Regelwerkes auf den Weg gebracht, welche weder der einen noch der anderen extremen Überzeugungshaltung entsprechen, sondern die vielmehr einen praktikablen Mittelweg beschreiten. Angetrieben durch die Krise und in der Ausgestaltung bestimmt durch die teilweise divergierenden Interessen der Gipfelteilnehmer, wurden Maßnahmen zur Beseitigung der Schwachstellen im wirtschafts- und finanzpolitischen Steuerungsrahmen der Währungsunion getroffen. Diese beinhalten

- die *Einführung des Europäischen Semesters* als Instrument der wirtschafts- und finanzpolitischen Vorabkoordination ab dem 1. Januar 2011,
- die auf Freiwilligkeit der betroffenen Staaten basierenden Absichtserklärungen des *Euro-Plus-Pakts* vom März 2011, welche auf eine intensivere wirtschaftspolitische Zusammenarbeit zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und eine erhöhte Konvergenz abzielen,

- sowie die im sogenannten Sechserpack enthaltenen *Gesetzesänderungen zur Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP)*
- und zum neu eingeführten *Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten*. Letzterer trat im Dezember 2011 in Kraft.
- Am 2. März 2012 schließlich unterzeichneten 25 EU-Mitgliedsstaaten den *Fiskalpakt*. Dieser beinhaltet neben der verbindlichen Einführung einer Regel für einen ausgeglichenen Haushalt eine stärkere Automatisierung des Defizitverfahrens im Rahmen des SWP (vgl. EZB 2012a, S. 85-87; Becker, W. 2012, S. 13).
- Auf der Tagung des Europäischen Rates am 29. Juni 2012 beschlossen die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union außerdem einen *Pakt für Wachstum und Beschäftigung*, welcher Maßnahmen zur Stimulierung von Wachstum, Investitionen und Beschäftigung sowie zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit einzelner Staaten umfasst.
- Zudem einigten sich die Mitglieder des Euro-Währungsgebietes auf die *Errichtung eines einheitlichen Bankenaufsichtsmechanismus unter Führung der EZB* und darauf – sobald ein solcher Mechanismus in Kraft ist – dem ESM die Möglichkeit zur direkten Rekapitalisierung von Banken zu geben.
- Außerdem sollen Mittel aus den 2010 errichteten „*Brand-schutzmauern*“ *EFSS und ESM* zum Ankauf von Staatsanleihen krisengeschüttelter Länder genutzt werden können, wenn die betroffenen Länder Empfehlungen und Vorgaben einhalten (Europäischer Rat 2012a, S. 1, 7-17; Europäischer Rat 2012b, S. 1).

So unsystematisch die beschlossenen Maßnahmen vor dem Hintergrund der sich in der Debatte herausgebildeten Extrempositionen hinsichtlich eines adäquaten Krisenmanagements auch erscheinen mögen, tatsächlich zielen sie auf die drei wesentlichen Schwachstellen der Maastricht-Architektur:

- die stärkere Automatisierung und Europäisierung der nationalen Haushaltskontrolle,
- die bessere Koordination und die bessere Handhabung makroökonomischer Ungleichgewichte zwischen den Mitgliedstaaten,
- und last but not least ein gemeinsamer Stabilitätsmechanismus zum Schutz gegen erratische Schwankungen der Kapitalmärkte in Verbindung mit einer Entkoppelung von Banken- und Staatsschuldenkrise.



Im Folgenden sollen nun die Gipfelentscheidungen in den relevanten Handlungsfeldern untersucht werden. Schwerpunkte der Analyse bilden die Evaluierung des Fiskalpakts, des Pakts für Wachstum und Beschäftigung, der Errichtung einer gemeinsamen Bankenaufsicht als ersten Schritt hin zu einer Bankenunion sowie der Ausgestaltung der Möglichkeiten von EFSF und ESM. Dabei ist häufig zwischen kurz- und langfristigen Aspekten zu unterscheiden.

4.1 Fiskalpakt für mehr Budgetdisziplin

Wie bereits erwähnt, fordern Verfechter des ursprünglichen Maastricht-Ansatzes die Durchsetzung strikter nationaler Haushaltsdisziplin als einen unerlässlichen Beitrag der einzelnen Mitgliedsländer zu einem nachhaltigen Fortbestehen der Eurozone (vgl. Issing, O. 2009, S. 3; Sinn 2012, S. 39). Um der politischen Absicht zu mehr Budgetdisziplin Nachdruck zu verleihen, haben die Staats- und Regierungschefs im März 2012 das Regelwerk für einen Fiskalpakt unterzeichnet. Im Fiskalpakt werden die haushaltspolitische Koordination gestrafft und die Sanktionsregeln für Budgetsünder präzisiert und verschärft. Die Mitgliedstaaten verpflichten sich beispielsweise, eine nationale Schuldenbremse verfassungsrechtlich zu verankern sowie die nationalen Staatshaushalte auszugleichen oder einen Überschuss zu erzielen. Strukturelle Defizite dürfen 0,5 Prozent des BIP nicht übersteigen (Europäischer Rat 2011b, S. 3).² Der Fiskalpakt lässt zwar das Prinzip der nationalen Budgetverantwortung bestehen, schränkt aber die Budgethoheit für Sünder ein. Da er langfristig einen Beitrag zur Sicherung tragfähiger Staatsfinanzen leisten kann, ist der Fiskalpakt positiv zu werten. Kurzfristig hat er wenig Wirkung gezeigt, da die Märkte Wachstums- und Bankenprobleme in den Mittelpunkt stellen.

Auch die Reform des SWP im Zuge des sogenannten „Sechserpacks“ ist eine wichtige Strukturentscheidung zugunsten von mehr Budgetdisziplin. Sie sieht vor, Fehlentwicklungen beim Budget künftig bereits frühzeitig entgegenzuwirken und zu ahnden, indem der präventive Arm des Paktes durch größere Sanierungsanforderungen bei guter Konjunktur – einschließlich der Möglichkeit von Sanktionen – gestärkt wird. Neu ist, dass Länder mit hohem Staatsschuldenstand gehalten sind, jährlich ein Zwanzigstel der Schulden, die über die Marke von 60 Prozent des BIP hinausgehen, zu tilgen. Sanktionen bei exzessiven Budgetdefiziten können nur noch durch eine (sogenannte umgekehrte) qualifizierte Mehrheit der Eurostaaten verhindert werden. Damit wird das Risiko der politischen Verwässerung³ gesenkt (EZB 2011, S. 107-108). Dies schränkt die Budgethoheit der Budgetsünder ein und stärkt den Anreiz zu mehr Budgetdisziplin.⁴

Für die praktische Politik ist ein glaubwürdiger Konsolidierungspfad in allen EWU-Ländern mit exzessiven Budgetdefiziten essentiell. Laut Gipfelbeschluss sind die übermäßigen

Budgetdefizite bis 2013 unter 3 Prozent des BIP zu drücken.⁵ Ob dies zur Wiedergewinnung des Vertrauens ausreicht, ist noch offen. Ein Kernproblem ist, dass die zur Konsolidierung des Budgets notwendigen Sparprogramme die ohnehin schwache Konjunktur belasten. Dies wiederum nährt Zweifel der Investoren an der Schuldentragfähigkeit, was angesichts ungelöster Bankenprobleme den sonst üblichen Vertrauenseffekt von Konsolidierungsmaßnahmen schwächt. Daher kommt es entscheidend darauf an, die Wachstums- und Bankenprobleme im Euroraum in den Griff zu bekommen.

4.2 Wachstumspakt und Wettbewerbsfähigkeit

Nachdem die bisherigen Wachstumsmodelle einer mit Staatskrediten finanzierten Binnennachfrage in allen Euro-Problemländern obsolet geworden sind, stellt sich die Frage nach neuen nachhaltigen Wachstumsmodellen. Die beste Lösung wäre freilich, wenn die angeschlagenen Euroländer aus ihren Schulden herauswachsen könnten. Hierfür fehlen aber viele binnen- und weltwirtschaftliche Voraussetzungen. Der Mangel an Vertrauen und Wettbewerbsfähigkeit sowie die Bankenkrise belasten die Investitionsneigung und die Wachstumsfinanzierung der Unternehmen.

Ansatzpunkt für die künftige Wachstumspolitik muss in jedem Fall die Korrektur von vorangegangenen Fehlentwicklungen bei der Kapitalverwendung sein. So wurden die Kapitalzuflüsse z.B. in Griechenland zur Finanzierung immenser Staatsdefizite verwendet, während in Irland und Spanien die Immobilienmärkte boomten, bis die Immobilienblase zerplatzte und Probleme im Bankensektor verursachte (vgl. Pessoa, A. 2011, S. 5). Die Wiederherstellung tragfähiger Staatsfinanzen und Strukturreformen sind notwendige Voraussetzungen, um Wettbewerbsfähigkeit, Exportkraft und damit das Wachstum zu stärken.

Der Juni-Gipfel 2012 hat mit dem Pakt für Wachstum und Beschäftigung im Kern die Akzente richtig gesetzt. Ein Schwerpunkt liegt auf einer wachstumsfreundlichen Haushaltskonsolidierung, die z.B. Investitionen in Innovation und Bildung schont. Auch wird mit der Rekapitalisierung des Bankensektors ein Kernproblem in den Euro-Problemländern aktiv angegangen.⁶ Der Gipfel hat ein Wachstumsprogramm in Höhe von 120 Milliarden Euro oder 1 Prozent des EU-BIP beschlossen (Europäischer Rat 2012a, S. 11). Das relativ kleine Volumen ist mit den großen Verschuldungsproblemen zu erklären. Daher handelt es sich eher um eine politische als um eine ökonomisch wirksame Entscheidung zugunsten von mehr Mittelstands- und Infrastrukturinvestitionen in den Problemländern. Hierzu werden die Mittel der Europäischen Investitionsbank für Kredite und Garantien nochmals kräftig aufgestockt, obwohl diese bereits in der Vergangenheit mangels Absorptionskapazität nur zum Teil genutzt werden konnten.



Umso wichtiger für die Euro-Problemländer sind die eigenen Exportanstrengungen. Allerdings erfordert die Umsteuerung des Wachstumsmodells auf verstärkte Exporte einen Strukturwandel, der erst einmal unvermeidbare Wachstumseinbußen mit Bremsspuren am Arbeitsmarkt mit sich bringt. Der Lohn der Reformdividende durch Rückkehr auf einen nachhaltigen Wachstumspfad winkt jedoch erst nach einiger Zeit. Daher ist es wichtig, dass der beabsichtigte Rückgang der Staatsschuldenquote von der Politik als mittelfristiges Projekt angesehen wird. Die Erwartungshaltung der Finanzmärkte ist auf einen mittelfristig glaubhaften Konsolidierungspfad ausgelegt, der kurzfristig Wachstum und Einkommen nicht beschädigt (IMF 2010, S. 7-9).

Die klassische Option, Wettbewerbseinbußen durch Abwertung zu korrigieren, steht in der EWU nicht mehr zur Verfügung. Auch ein Austritt aus der EWU stellt keine hilfreiche Option dar. Daher kommt der internen Anpassung durch Budgetkonsolidierung und Strukturreformen eine große Bedeutung zu. Strukturreformen sind auch mit Blick auf die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit in den Euro-Problemländern erforderlich. Konkret geht es um den Abbau der hohen Leistungsbilanzdefizite, die sich bis zum Ausbruch der Staatsschuldenkrise 2010 aufgebaut hatten. Um hier besser gegensteuern zu können, hat der Europäische Rat zwei wichtige Maßnahmen zur Verbesserung der EWU-Architektur auf den Weg gebracht.

Der 2011 beschlossene Euro-Plus-Pakt trägt dem wirtschaftspolitischen Handlungsbedarf zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit Rechnung. Dieser Pakt verpflichtet die Euroländer, ausgehend von bestimmten Indikatoren wie den Lohnstückkosten, jedes Jahr ein Paket konkreter strukturpolitischer Maßnahmen anzukündigen, die binnen Jahresfrist umgesetzt werden müssen. Primär geht es um Strukturreformen in den Sozialsystemen und am Arbeitsmarkt (siehe Europäischer Rat 2011a, S. 13-20). Ein Ziel ist beispielsweise, über mehr Flexibilität am Arbeitsmarkt den notwendigen Strukturwandel zu erleichtern. Auch soll eine Entlastung der Wirtschaft im Bezug auf die Sozialsysteme, z.B. durch eine Anhebung des Rentenalters, erreicht werden. Ob die wirtschaftspolitische Koordinierung durch den Euro-Plus-Pakt dauerhaft die erwartete neue Qualität erhält, bleibt allerdings abzuwarten, da keine Sanktionen vorgesehen sind.

In diesem Zusammenhang ist auch das neue Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte, das im Rahmen des Sechserpacks eingeführt worden ist, zu beachten. Danach soll die Kommission anhand ökonomischer Indikatoren makroökonomische Ungleichgewichte – z.B. übermäßige Leistungsbilanzdefizite – diagnostizieren und Korrekturempfehlungen abgeben. Bei schwerwiegenden Ungleichgewichten und mangelnder Korrekturbereitschaft können

Sanktionen verhängt werden. Der Schwellenwert für problematische Leistungsbilanzdefizite ist vier Prozent des BIP, bei Überschüssen wird von sechs Prozent ausgegangen (Europäische Kommission 2012a, S. 3). Da überhöhte Leistungsbilanzdefizite Teil des Schuldenproblems sind, ist dieser Ansatz sachgerecht.

4.3 Neuer Baustein in der EWU-Architektur: Errichtung einer Bankenunion

Der Gipfel im Juni 2012 hat die Schaffung einer europäischen Bankenunion auf die politische Agenda gesetzt, um den „Teufelskreis zwischen Banken und Staatsanleihen“ zu durchbrechen (Europäischer Rat 2012b, S. 1). Die Bankenunion besteht aus vier Elementen:

- europaweite Regeln für Finanzdienstleistungen,
- einer europäischen Finanzaufsicht als neuer Institution,
- einem Mechanismus zur Abwicklung von Problembanken und
- einem harmonisierten System der Einlagensicherung (Speyer, B. 2012, S. 4).

Das entscheidende Problem ist allerdings, dass der Aufbau effizienter Strukturen einer Bankenunion Zeit braucht. Kurzfristig ist ein Ad-hoc-Krisenmanagement dringlich, um die Risiken für die Systemstabilität und die Finanzmarktintegration zu begrenzen und das Vertrauen wiederherzustellen. Viele Banken in den Euro-Problemländern leiden unter einer schwachen Eigenkapital- und Ertragsbasis und verschleppten Wertberichtigungen auf Problemerkredite gegenüber dem Privatsektor sowie auf Staatsanleihen. Schwächen im Bankensektor bewirken wiederum Misstrauen bei den Einlagenkunden, aber auch unter den Banken. Dies stört massiv die marktmäßige Refinanzierung vieler Banken, weswegen die EZB zu Recht davon spricht, dass der Geldmarkt und damit die geldpolitischen Transmissionsmechanismen im Euroraum nachhaltig gestört sind (EZB 2012c, S. 62). Auch belasten eigenkapitalschwache Banken die Kreditvergabe an Unternehmen, was die Konjunkturschwäche weiter verstärkt.

Im Mittelpunkt des Krisenmanagements muss daher eine unmittelbare Bestandaufnahme von Kreditrisiken und Eigenkapital der Banken in den betroffenen Euroländern stehen. Dabei geht es um die Bereinigung der Bankbilanzen durch transparente, glaubwürdige Wertberichtigungspfade und die Rekapitalisierung der Finanzinstitute soweit dies aussichtsreich erscheint; andernfalls müssen die entsprechenden Banken liquidiert werden.

Da eine Aufnahme von Eigenkapital über den Markt schwierig bis ausgeschlossen ist, muss der Staat und damit letztlich der Steuerzahler notgedrungen weiteres Eigenkapital bereitstellen. Beispielsweise sollte – unabhängig vom Beschluss



des Junigipfels 2012 – dem permanenten Rettungsschirm ESM erst dann die Möglichkeit einer direkten Rekapitalisierung von Banken gegeben werden, sobald ein einheitlicher Aufsichtsmechanismus für Banken eingerichtet ist. Im Falle Spaniens sollten zügig auch externe Mittel für die Sanierung des Bankensektors fließen, um die Ansteckungsgefahren zu begrenzen. Die entscheidende Frage bei der externen Hilfestellung für die Bankensanierung eines Eurolandes ist freilich die des Zusammenspiels von Haftung und Kontrolle. In einer Bankenunion müsste im Krisenfall auch das Geld der Steuerzahler der anderen Länder zum Einsatz kommen. Wer haftet, der muss auch Kontrollrechte haben. Solche Kontrollrechte können auch für eine krisenbedingte Übergangszeit organisiert werden.

Kritiker, die die staatliche Kapitalisierung von Banken in der Eurozone mit Mitteln aus dem Rettungsfonds als einen ordnungspolitischen Sündenfall interpretieren – einerseits wegen der damit verbundenen Vergemeinschaftung von Risiken und andererseits wegen der Verwendung von Steuergeldern um Banken zu retten (Krämer, W. und Sinn, H.-W. 2012, S. 11; Sinn, H. W., Abele H., Abelshäuser, W. et al. 2012, S. 11) – übersehen, dass Eigenkapitalgeber sehr wohl ihren finanziellen Beitrag leisten sollen. Auch soll die Vergemeinschaftung von Bankenrisiken innerhalb der EWU im Rahmen einer einheitlichen europäischen Bankenaufsicht stattfinden und nach dem Versicherungsprinzip organisiert sein. Damit ist einerseits eine Verbesserung der Bankenaufsicht gegenüber dem bisherigen, nationalen Status quo gewährleistet, insbesondere für Banken mit grenzüberschreitenden Geschäften. Andererseits wird jedes Institut vor Eintritt in den gemeinsamen Fonds wie bei jeder Versicherung auf Nachhaltigkeit im Sinne von Eigenkapitalquoten und Risikopositionen geprüft. Finanzielle Hilfsleistungen, die, wie an die spanischen Banken, vor Einrichtung des Fonds geflossen sind, können und sollten nach erfolgreicher Rekapitalisierung wieder zurückgezahlt werden.

Jenseits des kurzfristigen Krisenmanagements können die Elemente der Bankenunion langfristig dazu beitragen, der EWU und seinem Bankensystem einen stabileren Rahmen zu geben. Bereits mit der Umsetzung des *Financial Services Action Plan* (FSAP) bis zum Jahr 2005 hat die EU erhebliche Fortschritte bei der Schaffung eines einheitlichen Regelwerkes für Finanzdienstleistungen erzielt.⁷ Ein weiterer wesentlicher Schritt ist nun die Umsetzung von verschärften Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für EU-Banken im Rahmen von Basel III.⁸ Eine zügige Verabschiedung vom Basel III könnte das Krisenmanagement zumindest psychologisch unterstützen. Allerdings sind für die Einführung von Basel III lange Übergangsfristen bis 2019 vorgesehen.

Für das zweite Element einer Bankenunion – die Schaffung einer europäischen Bankenaufsicht als neuer Institution mit effizienten Strukturen – sprechen die enge Verflechtung der Finanzmärkte und die damit verbundenen Ansteckungsgefahren. Zudem besteht ein Moral-Hazard-Problem, da nationale Bankenaufsichten in EWU-Ländern einen Anreiz haben, Risiken nicht offenzulegen oder nach Europa zu verschieben, um von eigenen aufsichtsrechtlichen Fehlern abzulenken (Sachverständigenrat 2012, S. 27 f.). Die Errichtung einer europäischen Bankenaufsicht ist allerdings mit der Übertragung von erheblichen Souveränitätsrechten im Bankensektor verbunden, die über die im Basel III-Regelwerk der EU vorgesehene neue europäische Aufsichtsstruktur weit hinausgeht.

Der Euro-Gipfelbeschluss vom Juni 2012 sieht vor, dass die Europäische Kommission möglichst bald „Vorschläge für einen einheitlichen Aufsichtsmechanismus (...) unter Einbeziehung der EZB“ unterbreiten soll (Europäischer Rat 2012b, S. 1). Eine komplette Ansiedelung der europäischen Bankenaufsicht unter dem Dach der EZB ist jedoch nicht unproblematisch. Dies könnte zu Interessenkonflikten zwischen ihrem geldpolitischen Mandat und ihrer Schlüsselrolle beim European Systemic Risk Board führen. Beispielsweise wäre die EZB als Bankenaufseher Reputationsrisiken ausgesetzt, die negativ auf die Glaubwürdigkeit einer unabhängigen Geldpolitik ausstrahlen könnten. Daher wäre bei der Konzeption der europäischen Bankenaufsicht eher an eine neue Institution zu denken, die die Aufsichtsaufgaben in enger Kooperation mit der EZB wahrnimmt (Speyer 2012, S. 7).

Das dritte Element einer Bankenunion ist die Etablierung eines Mechanismus zur geordneten Restrukturierung und Abwicklung von Problembanken in der Eurozone, um zu verhindern, dass Problembanken aus Gründen der Systemstabilisierung auch in Zukunft mit Steuergeldern gerettet werden müssen. Es steht außer Frage, dass die implizite Bestandsgarantie für systemrelevante Banken mit erheblichen Fehlanreizen bezüglich der Risikoneigung einhergeht. Hinsichtlich der institutionellen Struktur eines europäischen Restrukturierungsmechanismus ist eine Vielzahl politischer, rechtlicher und organisatorischer Fragen zu klären (Speyer 2012, S. 8 f.). So ist die Organisationsform festzulegen, d.h. es ist zu entscheiden, ob der Mechanismus z.B. bei der Europäischen Kommission oder dem ESM anzusiedeln wäre, oder ob eine eigene neue Institution aufgebaut werden soll. Für die Europäische Kommission spricht ihre Zuständigkeit für die Wettbewerbspolitik in Europa. Die Frage ist allerdings, ob wettbewerbspolitische Kompetenzen zur Restrukturierung und Abwicklung von Problembanken ausreichend sind. Auch muss über die Lastenverteilung der Restrukturierung



rung entschieden werden. In Frage käme zum Beispiel eine Fondslösung, die durch eine EU-weit erhobene Abgabe der Banken finanziert würde und das Risikoprofil des jeweiligen Instituts berücksichtigt.

Schließlich wird bei einer Bankenunion die Frage einer europaweiten gemeinsamen Einlagensicherung aufgeworfen, um einen panikartigen Zugriff auf die Spareinlagen mit krisenverschärfenden Folgen zu verhindern. Bisher hat jedes EU-Land eine eigene Einlagensicherung, die bestimmten Mindestanforderungen unterliegt, wobei ab dem 1. Januar 2011 die gesetzliche Einlagensicherung vereinheitlicht und auf 100.000 Euro pro Kunde angeglichen wurde. Da aber der jeweilige EU-Staat individuell für die Spareinlagen haftet, sind Sparer in Problemländern zunehmend skeptisch, ob der hochverschuldete Staat diese Garantie noch einlösen kann und ziehen in der Konsequenz ihr Geld ab.

In einer Bankenunion soll eine Vergemeinschaftung der Einlagensicherungssysteme für mehr Stabilität in den angeschlagenen Bankensystemen sorgen. Nach unserem Dafürhalten sollte dies nur die gesetzlich garantierten Einlagensicherungsfonds umfassen und nicht die privatwirtschaftlich organisierten, die, wie beispielsweise in Deutschland, weit über die gesetzliche Einlagensicherung hinausgehen. Alternativ könnte über den Abschluss einer Versicherung nachgedacht werden, die nur dann greift, wenn die Leistungen der nationalen Einlagensicherungssysteme nicht ausreichen sollten. Für die Versicherungsprämien müsste allerdings eine gemeinsame Haftung erfolgen, zum Beispiel über den ESM (Speyer 2012, S. 9).

Bei drei der insgesamt vier Elemente der Bankenunion – der europäischen Bankenaufsicht, dem Abwicklungsmechanismus und der europaweiten Einlagensicherung – kommt es notwendigerweise zu einer Übertragung von Souveränitätsrechten und – teilweise – auch zu einer gemeinsamen Haftung für Risiken durch Steuermittel. Die Bankenunion benötigt somit eine europäische Zentralisierung von Eingriffsbefugnissen im Bankensektor, beispielsweise über die EZB oder die Kommission. Soweit es zu Transfers kommt, muss ebenfalls die Frage des Zusammenfallens von Haftung und Kontrolle hinreichend geklärt sein.

4.4 EFSF und ESM: Robuste Rettungsschirme erforderlich

Die Etablierung gemeinsam garantierter Stabilitätsmechanismen stieß bei den Vertretern des minimalistischen Ansatzes zur Lösung der Krise ebenfalls auf harsche Kritik (vgl. Blankart, S. 14). Mit dem ersten Rettungspaket für Griechenland am 2. Mai 2010 wurde erstmals das „no-bail-out“-Gebot aufgeweicht. Nach der Hilfestellung für Griechenland von Seiten der Europartnerländer spekulierten die Finanzmärkte unmittelbar auf eine mögliche Stützung weiterer

Mitgliedstaaten, was innerhalb kürzester Zeit starke Ansteckungseffekte auf andere Euroländer mit geschwächten Budgetpositionen zur Folge hatte. Die Regierungen haben schließlich nochmals entschlossen gehandelt und bereits am 9. Mai 2010 zusammen mit dem IWF einen massiven Rettungsschirm in Höhe von insgesamt 700 Milliarden Euro aufgespannt. Diese Aktionen waren die Geburtsstunde der Rettungsschirme bzw. Brandmauern gegen Ansteckungseffekte. Allerdings: Weder der damals entstandene befristete Rettungsschirm EFSF noch der 2012 etablierte permanente Rettungsschirm ESM⁹ haben bisher ausgereicht, um die Märkte nachhaltig zu stabilisieren.

Wie bereits weiter oben diskutiert, werden Rettungsschirme ordnungspolitisch als problematisch eingestuft, weil sie gegen die „no-bail-out“-Klausel verstoßen. Dies ist aber nur die halbe Wahrheit. Eine Lehre aus der Krise ist die Notwendigkeit, Ansteckungseffekte zu vermeiden. In der Krise kann eine Brandmauer eine wichtige Stabilisierungsrolle erfüllen, wobei zwei Bedingungen gelten müssen. Erstens sind die Kredite des EFSF und ESM an strenge Auflagen zu knüpfen, um Fehlanreize zu vermeiden, da die Gewissheit eines Budgetsünders, in jedem Fall herausgepackt zu werden, ein Moral-Hazard-Problem beinhaltet. Für die Vertrauensbildung ist es ebenso wichtig, den IWF durch Beratung und Finanzmittel zu beteiligen. Problemländer können mit konditionierten ESM-Krediten weiterhin für die Budgetsanierung „Zeit kaufen“. Zweitens muss die Brandmauer hoch und robust genug sein, um die Märkte im Ernstfall von ihrer Wirksamkeit zu überzeugen. Richtschnur für die Dotierung der Höhe der Brandmauer braucht nicht die gesamte Höhe der Staatsschulden der Europroblemländer zu sein. Allerdings müsste zumindest der Refinanzierungsbedarf der nächsten beiden Jahre durch die Brandmauer abgedeckt sein, um die Märkte zu überzeugen.

Mit Blick auf die Höhe und Robustheit der Brandmauern waren die Gipfelentscheidungen und ihre Umsetzung zum Teil problematisch. Als wenig vertrauenerweckend hat sich beispielsweise die kontroverse Debatte über die tatsächliche oder vermeintliche Höhe der von den Mitgliedsstaaten zu tragenden Haftungssummen erwiesen (Homburg, S. 2012, S. 11; Kampeter S. 2012, S. 11). Auch der Versuch, die Haftungssumme durch Finanzprodukte zu hebeln, konnte nicht wirklich überzeugen, genauso wenig wie die Idee, den ESM mit einer Banklizenz auszustatten. In Krisensituationen ist vielmehr vorübergehend der Einsatz einer sehr hohen Garantiesumme vonnöten, um die Märkte von der politischen Entschlossenheit zu überzeugen, Ansteckungseffekte zu vermeiden. Diese müsste von den Europartnerländern rasch etabliert werden – gegebenenfalls unter gleichzeitiger Zuhilfenahme aller verfügbaren Mittel wie der Bereitstellung von staatlichen Garantien, Sicherheiten (z.B. Währungs- und Goldreserven), Fazilitäten des IWF und dem Abschluss von



Versicherungen im privaten Sektor. Tatsächlich sind diese Möglichkeiten bisher nicht ausgeschöpft, einschließlich der Möglichkeit die Haftungssummen des befristeten Rettungsschirm EFSF und des permanenten ESM zumindest temporär zusammenzuführen. Auch wird in der Politik über die Möglichkeit nachgedacht, dass ESM und EZB gemeinsam am Markt auftreten um die Entschlossenheit der Stabilisierung der Situation zu demonstrieren.

Zweifellos gibt es bei diesen wie bei anderen Maßnahmen einen Konflikt zwischen ordnungspolitischen Bedenken und wirksamer Ansteckungsprävention. Derartige Bedenken sollten angesichts der Dimension der Krise zurückgestellt werden, um Schlimmeres zu vermeiden. Beispielsweise ist auch denkbar, dass das Volumen der Brandmauer nach überstandener Krise wieder zurückgeführt wird.

5. ZUSAMMENFASSUNG

Die europäische Banken- und Schuldenkrise hat die EWU in schwere Turbulenzen gestürzt und die Mängel ihrer bisherigen Konstruktion offenbart. Diese beinhalten einen unzureichenden Durchsetzungsmechanismus solider, nationaler Haushaltspolitik, mangelhafte Koordination zur Eindämmung makroökonomischer Ungleichgewichte sowie das Fehlen robuster, finanzieller Brandmauern zum Schutz gegen Vertrauenskrisen an den Finanzmärkten und eines Mechanismus zur reibungslosen Abwicklung von Problembanken.

Als Antwort auf die Krise haben sich in der Volkswirtschaftslehre zwei komplett entgegengesetzte Lösungskonzepte ausdifferenziert. Zum einen der Vorschlag, die nationalen Schulden der an der Währungsunion beteiligten Staaten teilweise oder komplett zu vergemeinschaften bei gleichzeitiger europäischer Kontrolle der nationalen Haushalte. Zum anderen die Intention, zu den Verträgen von Maastricht und dem Stabilitäts- und Wachstumspakt zurückzukehren bei gleichzeitiger Beibehaltung der strikten Trennung von europäischer Geldpolitik einerseits und nationaler Fiskalpolitik andererseits.

Parallel dazu wurden die von der europäischen Politik im Laufe der Krise vereinbarten Maßnahmen von vielen Wissenschaftlern entweder als unzulänglich oder als Verletzung ordnungspolitischer Prinzipien interpretiert. Der vorliegende Aufsatz versuchte hingegen zu zeigen, dass der krisengeleitete Pragmatismus der Politik auf dem richtigen Weg ist, die Krise zu lösen und die EWU auf ein neues, stabileres Fundament zu stellen. Die wirtschaftspolitischen Vorschläge der beiden Extrempositionen in der wissenschaftlichen Debatte – „Integrationisten“ und „Minimalisten“ – erscheinen hingegen als nicht praktikabel, die Krise zu lösen, da sie entweder illusorische politische Rahmenbedingungen implizieren

oder aber puristisch an einer gescheiterten Konstruktion festhalten.

Tatsächlich greifen die beschlossenen Maßnahmen der Politik die Konstruktionsmängel der EWU auf:

- Zum einen wird mit dem Fiskalpakt – in Verbindung mit dem Sechserpakt – die nationale Haushaltspolitik auf solidere Füße gestellt und das Defizitverfahren stärker von nationalen Einflüssen entkoppelt.
- Mit dem europäischen Semester, dem Euro-Plus-Pakt, dem makroökonomischen Überwachungsverfahren sowie dem Wachstumspakt wird zum zweiten die wirtschaftspolitische Koordination und Kontrolle makroökonomischer Ungleichgewichte bei gleichzeitiger Stärkung von Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum unterstützt.
- Mit der Einrichtung des ESM in Verbindung mit der Absicht eine einheitliche, europäische Bankenaufsicht aufzubauen, wird schließlich drittens Vertrauenskrisen an den Finanzmärkten vorgebeugt und die fatale Verbindung von Schulden- und Bankenkrise gekappt.

Die beschlossenen Maßnahmen versuchen, wichtige Elemente der Sozialen Marktwirtschaft auf die europäische Ebene zu heben. Sieht man von den EZB-Maßnahmen ab, denn sie widersprechen partiell deutschen Vorstellung von Geldpolitik, ist dies mit verbindlichen Vereinbarungen wie dem Fiskalpakt und dem „Sechserpack“ gelungen. Diese Elemente unterstreichen, dass auch ein europäisches Wirtschaftsmodell nur auf der Grundlage solider Staatsfinanzen und wettbewerbsfähiger Strukturen Bestand haben kann. Auch der ESM widerspricht nicht grundsätzlich den deutschen Vorstellungen von Eigenverantwortung und Haftung, vielmehr stellt er ein Instrument dar, um in Ausnahmesituation und auf Basis einer strengen Konditionalität Liquidität zu gewähren: Ein Land erhält auf Antrag nur Kredite, wenn es sich zu einem Anpassungsprogramm verpflichtet, das auf das Kurieren der Probleme abzielt. Mit diesem Instrument wurden die europäischen Governance-Strukturen entscheidend ergänzt, um Ansteckungsrisiken wirksam begegnen zu können. Dies bildet in Verbindung mit den thematisierten Elementen einen soliden Ordnungsrahmen. Ein solcher Ordnungsrahmen, der insbesondere auch die Finanzmärkte einbezieht, war immer ein Grundanliegen der Gründerväter der Sozialen Marktwirtschaft.

Die Debatte über eine effektive Wirtschaftspolitik in Europa gehört mehr denn je ins Zentrum der europäischen Aufmerksamkeit und Deutschland hat bei diesen Diskussionen einen wirtschaftspolitischen Erfahrungsschatz einzubringen. Zur Ehrlichkeit gehört, dass man es mit wichtigen Prinzipien



der Sozialen Marktwirtschaft auch in Deutschland nicht immer ganz genau nahm. Insofern ist stures Prinzipienreien auf europäischer Ebene wenig glaubwürdig. Das wirtschaftspolitische Ziel Deutschlands in der EU27 bzw. innerhalb der Eurozone muss sein, möglichst viele Grundsätze des deutschen Ordnungsmodells zu exportieren und institutionell zu verankern. Da auch andere europäische Nationen berechnete Interessen einbringen, kann dies nur durch pragmatische, konsensorientierte Wirtschaftspolitik gelingen. Die politischen Beschlüsse der zurückliegenden Krisenjahre machen in dieser Hinsicht Mut. Sie erhalten mehr aus dem Ideengebäude der Sozialen Marktwirtschaft als mancher Kritiker meint.

Entscheidend für die Bewältigung der Krise und die Rückkehr zu einer stabilen Situation wird sein, dass die europäische Politik die beschlossenen Maßnahmen zielstrebig und rasch umsetzt. Das gilt insbesondere für die Rekapitalisierung angeschlagener Banken und die Reduktion unangemessener Risikoaufschläge von Euro-Problemländern. Ein „Sonderfall“ bleibt Griechenland, das voraussichtlich ohne eine weitere Umschuldung oder ein durch den ESM finanziertes Rückkaufprogramm nicht auskommen wird. Im EWU-Krisenmanagement ist auch die Rolle der EZB kontrovers. Insbesondere die getätigten und weiter beabsichtigten Käufe von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt werden als monetäre Staatsfinanzierung abgelehnt.

Aus der Perspektive des vorliegenden Aufsatzes ergibt sich eine andere Interpretation. Die außergewöhnlichen Maßnahmen der EZB sind ein temporäres Substitut für fehlende Maßnahmen der europäischen Politik zur Stabilisierung der EWU und zur Beruhigung der Finanzmärkte. Im Umkehrschluss folgt daraus, dass in dem Maße, wie die europäische Politik ihre Beschlüsse umsetzt, insbesondere in Form des permanenten Rettungsfonds ESM, die Geldpolitik ihre Rolle als „lender of last resort“ wieder aufgeben und zu ihrem ursprünglichen Mandat der Geldversorgung und Inflationskontrolle zurückkehren kann.

LITERATUR

- Artus, P., Berglof, E., Bofinger, P. et al. (2012), *Breaking the Deadlock: A Path Out of the Crisis*, INET Council on the Euro Zone Crisis, Institute For New Economic Thinking, verfügbar unter http://ineteconomics.org/sites/inet.civicaactions.net/files/ICEC_Statement_23-7-12.pdf.
- Baumann, S. und Löchel, H. (2006), *The Endogeneity Approach of the Theory of Optimum Currency Areas – What does it mean for ASEAN + 3?*, Frankfurt School of Finance and Management Working Paper Series Nr. 70.
- Bayoumi, T. und Eichengreen, B. (1993), *Shocking Aspects of the European Monetary Integration*, in: Torres, F. und Giavazzi, F. (Eds.): *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, S. 193-241.
- Becker, W. (2010), *The creation of a common European government bond, Arguments against and alternatives*, in: *European League for Economic Cooperation (Ed.), The creation of a common European bond market, Cahier Comte Boël No. 14*, S. 25-34.
- Becker, W. (2012), *Wie ist die Bilanz der Gemeinschaftswährung zu beurteilen?*, in: *Konrad-Adenauer-Stiftung (Ed.): Der Euro – Währung für Europa*, Berlin, S. 7-9.
- Beetsma, R. und Giuliodori, M. (2010), *The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and Other Monetary Unions: An Overview of Recent Research*, *Journal of Economic Literature*, Vol. 48, S. 603-641.
- Berger, H. und Nitsch, V. (2005), *Zooming Out: The Trade Effect of the Euro in Historical Perspective*, *CESifo Working Paper Nr. 1484*.
- Bergsten, C. F. und Kirkegaard J. F. (2012), *The Coming Resolution of the European Crisis: An Update*, *Peterson Institute for International Economics Policy Brief Number PB12-1*.
- Blankart, C. (2012), *Die Euro-Zauberlehrlinge*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 187, 13. August, S. 14.
- Bofinger, P., Habermas, J. und Nida-Rümelin, J. (2012), *Einspruch gegen die Fassadendemokratie*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 180, 3. August, S. 33.



- Bofinger, P., Horn, G., Hüther M. et al. (2012), „Keine Schreckgespenster!“, Gegenposition zum offenen Brief der Ökonomen im Wortlaut, Handelsblatt, 6. Juli, verfügbar unter <http://www.handelsblatt.com/politik/international/gegenposition-im-wortlaut-keine-schreckgespenster/6846830.html>.
- Burda, M., Grüner, H.-P., Heinemann, F. et al. (2012), Stellungnahme zur Europäischen Bankenunion, Center for Financial Studies, 6. Juli, Frankfurt, verfügbar unter <http://scnem.com/a.php?sid=3d8ty.4a97kt,f=1,u=4eeaa ba7bb669e397a7fb8bbd3e04be4,n=3d8ty.4a97kt,p=1,l=3vk31f.ibjhji>.
- Brunnermeier, M., Garciano, L., Lane, P. R. et al. (2011), European Safe Bonds (ESBies), The euronomics group, verfügbar unter <http://euro-nomics.com/wp-content/uploads/2011/10/06hESBies-QA.pdf>.
- Bundesbank (2012a), Zum ausgedehnten Auf und Ab des Leistungsbilanzüberschusses Deutschlands gegenüber den EWU-Partnerländern zwischen 1999 und 2011, Monatsbericht März, S. 18-20.
- Bundesbank (2012b), Der Euro als Ankerwährung und als Kern eines Währungsblockes, Monatsbericht Juli, S. 15-29.
- De Grauwe, P. (2010), The Financial Crisis and the Future of the Eurozone, Bruges European Economic Policy Briefings, BEEP n° 21.
- De Grauwe, P. (2011), The Governance of a Fragile Eurozone, CEPS Working Document No. 346.
- De Grauwe, P. und Mongelli, F. P. (2005), Endogeneities of Optimum Currency Areas, ECB Working Paper Series Nr. 468.
- Duval, R. und Elmeskov, J. (2005), The Effects of EMU Structural Reforms in Labour and Product Markets, OECD Economics Department Working Paper No. 438.
- Enderlein, H., Bofinger, P., Boone, L. et al. (2012), Completing the Euro – A road map towards fiscal union in Europe, Notre Europe, Report of the Tommaso Padoa-Schioppa Group, June.
- Europäischer Rat (2011a), Schlussfolgerungen des Europäischen Rates (Tagung vom 24./25. März 2011), 20. April, Brüssel, verfügbar unter http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/120313.pdf.
- Europäischer Rat (2011b), Erklärung der Staats- und Regierungschefs des Eurowährungsgebietes, Eine verstärkte Architektur für die Wirtschafts- und Währungsunion, 9. Dezember, Brüssel, verfügbar unter http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/126678.pdf.
- Europäischer Rat (2012a), Schlussfolgerungen des Europäischen Rates (Tagung von 28./29. Juni 2012), 20. Juli, Brüssel, verfügbar unter http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/131398.pdf.
- Europäischer Rat (2012b), Gipfelerklärung der Mitglieder des Euro-Währungsgebietes (Tagung vom 29. Juni 2012), 29. Juni, Brüssel, verfügbar unter http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/131365.pdf.
- Europäische Kommission (2012a), Alert Mechanism Report, Report prepared in accordance with Articles 3 and 4 of the Regulation on the prevention and correction of macro-economic imbalances, 14. Februar, Brüssel, verfügbar unter http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/alert_mechanism_report_2012_en.pdf.
- Europäische Zentralbank (2005), Sind die Wachstumsunterschiede im Euroraum konjunktur- oder trendbedingt?, Monatsbericht Oktober, S. 46-52.
- Europäische Zentralbank (2011), Verstärkter Wirtschaftspolitischer Steuerungsrahmen der Europäischen Union tritt in Kraft, Monatsbericht Dezember, Kasten 11, S. 107-110.
- Europäische Zentralbank (2012a), Fiskalpakt für eine stärkere Wirtschafts- und Währungsunion, Monatsbericht Mai, S. 85-102.
- Europäische Zentralbank (2012b), Rebalancing of Competitiveness within the Euro Area and Its Implication for Inflation, Monatsbericht Juni, S. 64-65.
- Europäische Zentralbank (2012c), Das Zusammenspiel von Geld- und Finanzpolitik in einer Währungsunion, Monatsbericht Juli, S. 53-68.
- Flassbeck, H. und Spiecker, F. (2011), The Euro – a Story of Misunderstanding, Intereconomics 4, S. 180-187.
- Frankel, J. und Rose, A. K. (1997), Is EMU more justifiable ex post than ex ante, European Economic Review, Vol. 41, S. 1009-1025.



- Frankel, J. und Rose, A. K. (1998), *The endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, *Economic Journal*, Vol. 108, S. 1009-1025.
- Fratzscher, M. und Stracca, L. (2009), *Political shocks under EMU*, *Economic Policy*, S. 307-348.
- Fuest, C. (2012), *Wir brauchen eine Nullzinspolitik*, *Süddeutsche Zeitung* Nr. 200, 30. August, S. 30.
- Habermas, J. (2011), *Die Krise der Europäischen Union im Lichte der Konstitutionalisierung des Völkerrechts – Ein Essay zur Verfassung Europas*, in: Jürgen Habermas (2011), *Zur Verfassung Europas*, Berlin, S. 39-96.
- Homburg, Stefan (2012), *Retten ohne Ende*, *Frankfurt Allgemeine Sonntagszeitung*, 29. Juli, Nr. 30, S. 33.
- IMF (2010), *Restoring Confidence without Harming Recovery*, *World Economic Outlook, Update July*, S. 7-9.
- Ioannou, D. und Stracca, L. (2011), *Have Euro Area and EU Governance Worked? Just the Facts*, *ECB Working Paper Series No 1344*.
- Issing, O. (2009), *Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea*, *Europe's World*, verfügbar unter www.europesworld.org/NewEnglish/Home/Article/tabid/191/ArticleID/21419/Default.aspx.
- Kampeter, S. (2012), *Deutsche Haftung für ESM bleibt begrenzt*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 179, 3. August, S. 11.
- Kenen, P. B. (1969), *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*, in: Mundell, R. A. und Swoboda, A. K. (Hrsg.): *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago 1969, S. 41-60.
- Krämer, W. und Sinn, H.-W., (2012), *Eine Antwort auf die Kritiker*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 158, 10. Juli, S.11.
- Lane, P. R. (2006), *The Real Effects of EMU*, *IIIS Discussion Papers No. 115*.
- McKinnon, R. I. (1963), *Optimum Currency Areas*, *American Economic Review*, Vol. 53, S. 717-725.
- Mongelli, F. P. (2002), *„New“ views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?*, *ECB Working Paper Series No. 138*.
- Mundell, R. A. (1961), *A Theory of Optimum Currency Areas*, *American Economic Review*, Vol. 51, No.4, S. 657-665.
- Pessoa, A. (2011), *The Euro Area Sovereign debt crisis: Some implications of its systemic dimension*, *MPRA Paper No. 1344*.
- Rose, A. K. (2001), *Currency Unions and Trade: The Effect is Large*, *Economic Policy*, Vol. 33, S. 449-457.
- Rose, A. K. (2004), *A Meta-Analysis of the Effects of Common Currencies on International Trade*, *NBER Working Paper No. 10373*.
- Sachverständigenrat (2011), *Verantwortung für Europa übernehmen*, *Jahresgutachten 2011/12, Kapitel III und IV*, Wiesbaden, S. 76-174.
- Sachverständigenrat (2012), *Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen*, *Sondergutachten*, 5. Juli, Wiesbaden.
- Sinn, H.-W. (2011), *How to rescue the Euro: Ten Commandments*, *CESifo Forum 4/2011*, S. 52-56.
- Sinn, H.-W., Abele H., Abelshausen, W. et al. (2012), *„Der offene Brief der Ökonomen im Wortlaut“*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 155, 5. Juli, S. 11.
- Sinn, H.-W. (2012), *Die offene Währungsunion*, *WirtschaftsWoche*, Nr. 29, 17. Juli, S. 39.
- Speyer, B.(2012), *EU Banken Union: Besser gründlich als schnell*, *Deutsche Bank Research, EU Monitor European Integration*, August.
- Straubhaar, T. und Vöpel, H. (2012), *Stabilisierung einer nicht-optimalen Europäischen Währungsunion*, *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, Jg. 61, Heft 1, S. 57-68.
- Van Rompuy, H. (2012), *Auf dem Weg zu einer echten Wirtschafts- und Währungsunion*, *Bericht des Präsidenten des Europäischen Rates Herman Van Rompuy*, 26. Juni 2012, Brüssel. Verfügbar unter http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/131294.pdf.
- Winkler, A. (2012), *Warum kriegt Europa die Eurokrise nicht in den Griff?*, *Wirtschaftsdienst*, 92. Jahrgang, Heft 7, S.449-456.



- 1] *Gekürzte Version des Aufsatzes „EWU-Krisenmanagement: Warum die Politik auf dem richtigen Weg ist“, der im Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften, 63. Jg., 293-313, ISSN 0948-5139, 2012 Lucius & Lucius Verlagsgesellschaft mbH, Stuttgart erschienen ist.*
- 2] *Der Fiskalpakt beruht auf einer zwischenstaatlichen Abmachung außerhalb des Unionsrechts, die im März 2012 auch von acht der zehn nicht zur EWU gehörenden EU-Staaten unterschrieben wurde. Sie soll am 1.1.2013 in Kraft treten. Nur Großbritannien und Tschechien lehnen eine Teilnahme ab. Für eine Übersicht über die wesentlichen Elemente des Fiskalpakts siehe EZB 2012a, S. 89-91.*
- 3] *Im „alten“ SWP haben bei exzessiven Budgetdefiziten potentielle Budgetsünder über aktuelle Budgetsünder entschieden mit dem Ergebnis, dass es seit 1999 trotz vieler Fälle von übermäßigen Defiziten nicht zu Sanktionen gekommen ist.*
- 4] *Für eine Gegenüberstellung von Fiskalpakt und reformiertem SWP siehe EZB 2012a, S. 95-102.*
- 5] *Eine Ausnahme bilden die drei Problemländer Griechenland, Irland und Portugal, die im Rahmen von mehrjährigen Hilfs- und Anpassungsprogrammen ihre Budgetsanierung mit unterschiedlichem Erfolg vorantreiben.*
- 6] *Die Beschlüsse finden sich in der Anlage zu den Schlussfolgerungen des Europäischen Rates zur Tagung vom 28./29. Juni 2012, Europäischer Rat (2012a), S. 7-15.*
- 7] *Der Financial Services Action Plan (FSAP) umfasst 42 Einzelprojekte im Banken-, Wertpapier- und Versicherungssektor der EU.*
- 8] *Die neuen Eigenkapitalstandards in den Basel-III-Regelungen sollten am 1.1.2013 in Kraft treten, was aber angesichts noch kontroverser Punkte zwischen Rat und Europäischem Parlament in Frage steht. Das neue „Single-Rule-Book“ von Basel III fordert von den Kreditinstituten künftig deutlich mehr hochwertiges Eigenkapital (z.B. Grundkapital bei AGs, einbehaltene Gewinne). Bis 2019 ist die verpflichtende Vorgabe einer harten Kernkapitalquote von 7 Prozent zu erfüllen. Basel III sieht zwei zusätzliche Kapitalpuffer vor, mit denen die Finanzinstitute ihre Risiken besser auffangen können. Erstens soll ein sogenannter Kapitalerhaltungspuffer aus hartem Kernkapital auf 2,5 Prozent im Jahr 2019 anwachsen. Zweitens wird ein antizyklischer Kapitalerhaltungspuffer eingefordert, der bis 2019 kontinuierlich auf 2,5 Prozent steigen soll. Beide Puffer müssen mit hartem Kernkapital dargestellt werden. Die großzügige Übergangsfrist gibt den Banken Zeit, dieses Kapital zu bilden, ohne dass die Kreditvergabe eingeschränkt wird.*
- 9] *Der ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus) verfügt über ein Kapital von 700 Milliarden Euro, basierend auf Garantien (620 Milliarden Euro) und Kapitaleinzahlungen (80 Milliarden Euro) der Euroländer. Die Finanzierungs- und Haftungsanteile der Mitgliedstaaten richten sich nach dem Anteil am EZB-Kapital. Der Anteil Deutschlands beträgt ca. 27 Prozent oder 190 Milliarden Euro.*