

Lösungsstrategien für den Euroraum¹

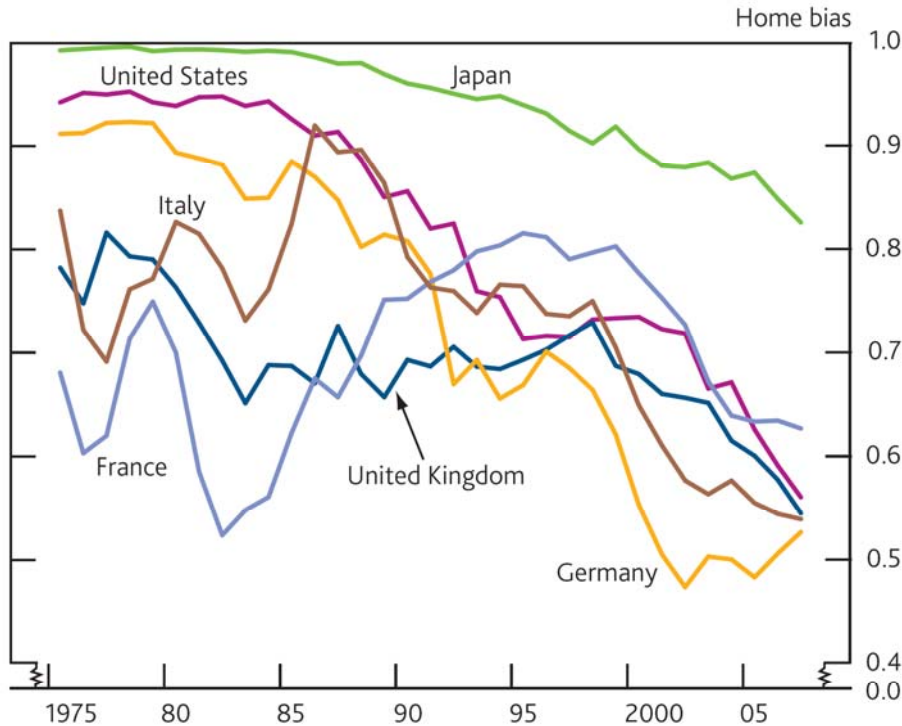
Gerhard Illing

1. Überschießen der Kapitalströme im Euroraum

Die Einführung des Euro Anfang 1999 – erst nur virtuell als Recheneinheit mit der Fixierung der Umtausch-Paritäten, dann ab 1. Januar 2002 auch physisch mit der Ausgabe von Banknoten und Münzen – versprach anfangs eine einmalige Erfolgsgeschichte zu werden. Sie schien viele Warnungen kritischer Ökonomen als haltlos zu widerlegen: Der einheitliche Währungsraum, an dem sich ganz unterschiedliche Staaten beteiligten, schuf die Voraussetzung für eine Integration der Finanzmärkte, die nachhaltige Beschleunigung des Wachstums durch wirtschaftliche Konvergenz versprach. Die rasche Zinskonvergenz der Staatsanleihen der beteiligten Länder wurde zunächst als eindrucksvolle Bestätigung dafür gesehen, wie freier Kapitalverkehr Prosperität und Wachstumsdynamik in einem einheitlichen Binnenmarkt bringt. Lange Zeit wurde diese Konvergenz als Indiz funktionierender Kapitalmärkte interpretiert, die nach dem Wegfall des Wechselkursrisikos für eine effizientere Allokation des Kapitals und verstärktem Wohlstand sorgen. In der Tat hat sich der traditionelle Home-Bias von Kapitalanlagen (egal ob Anleihen oder Aktien) im Euroraum schon im Vorgriff seit Anfang der 90er Jahre besonders stark verringert (vgl. Abb. 1). Die wohlwollende Kraft der unsichtbaren Hand der Finanzmärkte schien die europäische Integration in einen „Tugendkreis“ zu verwandeln.

¹ Erweiterte Fassung eines Vortrags auf der Jahrestagung der Keynes-Gesellschaft im Februar 2012. Der Autor dankt Jürgen Kromphardt, den Teilnehmern der Tagung sowie Sebastian Jauch und Michael Zabel für konstruktive Kommentare.

Abb. 1 Rückgang des Home-Bias



Sources: IMF *International Financial Statistics*, IMF *World Economic Outlook* (October 2010), Thomson Reuters Datastream, updated and extended version of data set constructed by Lane and Milesi-Ferretti (2007) and Bank calculations.

Quelle: Speller, Thwaites and Wright (2011)

Die Einführung des Euro löste einen massiven Kapitalstrom in die Peripherieländer aus, der den Aufbau hoher Leistungsbilanzdefizite ermöglichte – im Vertrauen auf stabile Rahmenbedingungen dank glaubwürdiger europäischer Institutionen – ganz ähnlich wie beim „Aufbau Osteuropa“. Gerade viele Verfechter freier Kapitalmärkte, die heute den Aufbau makroökonomischer Ungleichgewichte beklagen, priesen diese Kapitalströme lange Zeit als marktkonformen Mechanismus zur Angleichung der Renditen. Das Kapital – so die damals vorherrschende Sicht – strömte aus wenig wettbewerbsfähigen Hochlohnländern in Regionen mit niedriger Kapitalausstattung und entsprechend höherer Grenzproduktivität; die induzierten Produktivitätssteigerungen sollten eine weltweit effi-

zientere Allokation ermöglichen, die mit stärkeren Lohnsteigerungen in den Peripheriestaaten einhergehen.

Mit dem Ausbruch der weltweiten Finanzkrise setzte aber plötzlich ein drastischer Stimmungsumschwung ein. Ernüchert realisierten viele Investoren, dass die Governance-Strukturen keineswegs im ganzen Euroraum so stabil waren wie ursprünglich erhofft. Offensichtlich war es zu einem Überschießen der Kapitalbewegungen und der relativen Lohnentwicklung gekommen, verbunden mit einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit. Statt in produktive Investitionen war das Kapital vielfach in unproduktive Finanzanlagen geflossen oder hatte einfach die Immobilienpreise in die Höhe getrieben. Immer mehr Anleger versuchten deshalb, ihr Kapital rasch wieder abzuziehen. Die erhöhte Effizienz der Abwicklung von Finanzströmen im gesamten Euroraum erleichterte nun umgekehrt gerade auch den rasanten Abfluss dieser Mittel.

Seit dem Einsetzen der massiven Kapitalflucht aus den Peripheriestaaten des Euroraums, angefangen von Irland und Griechenland bis zu Spanien und Italien, hat sich die anfängliche Euphorie über die rasant steigende Integration der Kapitalströme dramatisch verflüchtigt. Angesichts der wirtschaftlichen Probleme in den Peripheriestaaten ist die Bereitschaft privater Investoren verflogen, die dort getätigten Investitionen zu refinanzieren. Je mehr privates Kapital abzieht, desto höher steigen die am Markt verlangten Zinsaufschläge. Sie haben mittlerweile wieder das Niveau Anfang der 90er Jahre erreicht – zu Zeiten, als für Wechselkurs- und Inflationsrisiken in den unterschiedlichen Ländern entsprechend hohe Risikoprämien gefordert wurden. Die Einführung einer gemeinsamen Währung sollte aber gerade einen grundlegenden Regimewechsel ermöglichen: Wenn die Inflationsrate von der europäischen Zentralbank bestimmt wird und nominale Abwertungen in einem einheitlichen Währungsraum keine Option mehr sind, sollten solche Aufschläge für Wechselkursrisiken wegfallen. Die hohen Zinsaufschläge bedeuten deshalb gerade angesichts deflationärer Gefahren eine Realzinsbelastung, die dauerhaft nicht tragfähig ist.

Die anfangs so gepriesene rasche Reaktion der Finanzströme droht sich mittlerweile in einen Teufelskreislauf zu verwandeln und läuft Gefahr, Panikreaktionen auszulösen: Nicht zuletzt aus Sorge vor einem Zerfall des gemeinsamen Währungsraums ist es zu einer gefährlichen Umkehr der privaten Kapitalströme gekommen. Banken und Unternehmen gehen immer stärker dazu über, sich lokal zu finanzieren und so die enge

Integration der Finanzmärkte wieder aufzulösen. Das Problem verschärft sich derzeit noch dadurch, dass internationale Anleger sich aus Furcht vor einem Auseinanderbrechen des Euroraums fast vollständig aus der Finanzierung der Krisenländer zurückziehen. Die nationale Segmentierung wird damit noch dramatischer; sie droht den Euroraum zu zersprengen.

Getrieben auch durch Auflagen nationaler Regulatoren, versuchen immer mehr Geschäftsbanken, grenzüberschreitende Risiken abzubauen und kappen dabei selbst die Verbindungen zu ihren Tochtergesellschaften in den Peripheriestaaten. Eine explosive Dynamik setzt sich damit in Gang: Aus Angst vor dem Zerfall des Euroraums trocknen die privaten Kapitalströme aus. Die Kapitalflucht verschärft die Krise in den Peripheriestaaten und droht eine Kreditklemme auszulösen. Die traditionellen Transmissionsmechanismen der Geldpolitik greifen nicht mehr. Das abfließende Privatkapital muss substituiert werden durch Finanzierungsströme der Zentralbanken, um das Auseinanderbrechen des einheitlichen Währungsraums zu verhindern.

Dieser Teufelskreislauf wird besonders brisant durch die enge Verknüpfung zwischen der Verschuldung des Finanzsektors und der Verschuldung der Nationalstaaten. Staatshaushalte müssen für die Refinanzierung ihrer systemrelevanten Banken eintreten. Umgekehrt halten die Geschäftsbanken in großem Umfang Schuldverschreibungen ihrer eigenen Staaten. Deshalb wird jede Bankenkrise zu einer Staatsfinanzkrise und umgekehrt – das Misstrauen schaukelt sich gegenseitig immer weiter hoch.

2. Konstruktionsfehler im Euroraum:

Die einseitige Ausrichtung von Maastricht-Vertrag und Stabilitätspakt

Die aktuelle Krise offenbart fatale Konstruktionsfehler der Währungsunion. Der Euro wurde als politisches Projekt geschaffen. Eine „entpolitisierte Währung“ sollte einer unabhängigen Zentralbank als klares Mandat das Ziel der Preisstabilität übertragen. Das Eurosystem basierte auf der Vorstellung, dass Geldpolitik in einem „minimalen fiskalischen Europa“ reibungslos funktionieren kann, sofern sich nur die einzelnen souveränen Staaten auf die Einhaltung der Regeln des Vertrags von Maastricht verpflichten und so ein Minimum an fiskalischer Konvergenz und

Koordination gewährleisten. Ein institutionelles Design mit einer Zentralbank, aber vielen dezentralen Finanzministerien, so die Überlegung, sei weniger anfällig für Interventionen in die Ausführung der Geldpolitik von Seiten der Fiskalbehörden.

Die aktuelle Entwicklung zeigt jedoch nachdrücklich, dass dies ein gefährlicher Irrweg war. Trotz vieler Warnungen wurde ignoriert, dass eine gemeinsame Währung ohne zentralen fiskalischen Gegenpart nicht wirklich funktionieren kann.² Die Gründe dafür hat Christopher Sims (2012) eindringlich aufgeführt. Sie zeigen sich am schärfsten am Problem des Kreditgebers in letzter Instanz – einer zentralen Aufgabe von Zentralbanken in Krisensituationen. Das gleiche Prinzip kommt aber selbst bei konventionellen, besonders jedoch bei unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik zum Tragen.

Jede Aktion der Zentralbank (etwa im Zuge von Offenmarktoperationen) unterliegt zwangsläufig gewissen fiskalischen Risiken. Eine unabhängige, der Preisstabilität verpflichtete Zentralbank ist darauf angewiesen, dass diese Risiken letztlich von der Fiskalbehörde (als demokratisch legitimer Repräsentant des Steuerzahlers) getragen werden. So ist etwa die Bank of England vom britischen Schatzkanzler ausdrücklich von allen fiskalischen Risiken frei gestellt worden, die sie im Zuge geldpolitischer Maßnahmen zur quantitativen Lockerung durchführt. Sollten sich die Risiken tatsächlich realisieren, drohte andernfalls die Gefahr einer monetären Alimentierung.

Sind die Fiskalbehörden jedoch so fragmentiert, wie dies im Eurosystem der Fall ist, dann entstehen enorme Koordinationsprobleme. Solange nicht eindeutig, demokratisch legitimiert geregelt ist, nach welchen Kri-

² Otmar Issing, der in seiner Zeit als Chefvolkswirt der Deutschen Bundesbank vor 1998 seine Skepsis gegenüber dem Projekt des Euro zu erkennen gab, argumentierte in einem Interview mit dem Spiegel nach seiner Ernennung zum Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank am 21.09.1998: „Die Währungsunion ist für diese im Weltmaßstab kleinen Länder (*Europa*) letztlich der logische Endpunkt der wirtschaftlichen und politischen Integration. Ich habe lange Zeit Bedenken geäußert, mit der Währungsunion sozusagen vorgezogen zu beginnen, weil ich das für ein riskantes Unternehmen gehalten habe.“... „Die Europäische Währungsunion ist ohne historisches Beispiel. Der Normalfall lautet: ein Land, eine Währung.“ „Meine Präferenz war immer: politische Union und parallel dazu die Währungsunion als logische Ergänzung. Jetzt läuft das einheitliche Geld voraus. Ich bin sicher, dass die Währungsunion in vielerlei Hinsicht die Defizite im Bereich der politischen Integration deutlich aufdecken wird. Die Politik muss darauf reagieren.“

terien Risiken aufgeteilt werden, besteht für die einzelnen Entscheidungsträger ein großer Anreiz, sie wechselseitig auf andere zu verschieben. Die Folge ist eine Lähmung der politischen Institutionen, die mit den Handlungsoptionen der Akteure auf den Finanzmärkten nicht mehr Schritt halten können. Dies schränkt den Handlungsspielraum der Zentralbank dramatisch ein, es sei denn, sie ist bereit, diese Risiken selbst zu übernehmen – eine Aufgabe, für die sie grundsätzlich jedoch nicht legitimiert ist.

Die Risiken, die sich daraus für die systemische Stabilität der Finanzmärkte ergeben, kommen keineswegs überraschend. So haben Alessandro Prati / Garry Schinasi (1998) vom IWF bereits 1998 darauf hingewiesen, dass das System Europäischer Zentralbanken nicht auf eine pan-europäische Bankenkrise vorbereitet sei. Tommaso Padoa Schioppa, damals im EZB-Rat zuständig für Finanzmarktstabilität, argumentierte 1999 auf der CFS-Konferenz „Systemic Risk and Lender of Last Resort Facilities“ in Frankfurt, das werde erst dann relevant, wenn wahrhaft pan-europäisch operierende Banken entstehen. Tatsächlich aber führte die rasante Integration der Finanzmärkte im Euroraum sehr rasch zu einer engen Verflechtung der Anlageportfolios der europäischen Banken. Die Hoffnung, dass auch die politische Integration automatisch mit dieser Entwicklung Schritt hält, hat sich jedoch als Trugschluss erwiesen.

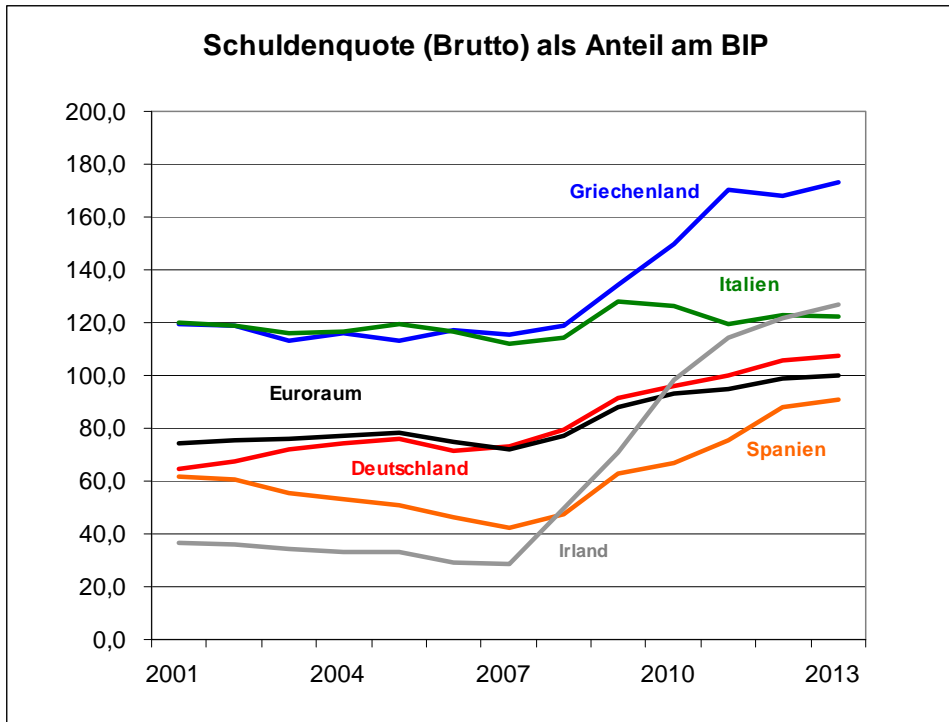
Viele Politiker und auch manche Ökonomen in Deutschland plädieren derzeit dafür, zu den in den Maastricht-Kriterien formulierten Grundlagen zurückzukehren und weiterhin an der Integration über ein „minimales fiskalisches Europa“ festzuhalten. Sie argumentieren, eine strengere Anwendung des Maastricht-Vertrags hätte die aktuelle Krise verhindern können. Der Pakt sei erst seit seiner Reform im Stabilitäts- und Wachstumspakt 2003 zum zahnlosen Tiger geworden. Diese Sicht greift aber viel zu kurz, weil sie auf einer gefährlich einseitigen Diagnose gründet. Sie sieht das Problem allein in der exzessiven Staatsverschuldung bestimmter Länder. Sie konnten sich, so das Argument, durch sorglose Kapitalgeber aus den Überschussländern finanzieren, die nach Einführung des Euro blind darauf vertrauten, dass alle Staatsschulden im gesamten Euroraum letztlich von der Gemeinschaft der Steuerzahler garantiert würden, im Krisenfall also die No-Bailout Klausel nicht greifen werde.

Die Entwicklung der letzten Jahre hat diese Vorstellung aber eindrucksvoll als Selbstbetrug entlarvt. Die Diagnose mag in manchen Fäl-

len (etwa für Griechenland) zum Teil zutreffen; sie verfehlt aber das Kernproblem. Tatsächlich floss der Großteil der Kapitalströme seit Einführung des Euro nämlich in den Privatsektor. Das ermöglichte besonders in Spanien und Irland einen rasanten Anstieg der Verschuldung privater Haushalte und Unternehmen. Die Staatsverschuldung ging dort sogar dramatisch zurück. Ein einfacher Blick auf die Entwicklung der Staatsverschuldung im Euroraum offenbart, dass Spanien und Irland lange Zeit Musterländer des Stabilitäts- und Wachstumspakts waren: Seit dem Start des Euro bis zum Jahr 2007 reduzierten sie die staatliche Schuldenquote stetig. Heute stehen aber gerade dort die Staatshaushalte vor großen Problemen. Im Zuge der Finanzkrise stieg etwa die Schuldenquote in Irland nach Übernahme der Verluste im Bankenverluste rasant von knapp 25% Ende 2007 auf 119 % Ende 2013 an (vgl. Abb. 2). Umgekehrt erweisen sich Länder wie Deutschland oder Frankreich, die den Pakt wiederholt gebrochen haben, als vergleichsweise robust.

Dies deckt wesentliche konzeptionelle Schwächen der Maastricht-Kriterien auf: Die strikte Defizitgrenze ignoriert zum einen, dass je nach Ausgangsniveau der anfänglichen Schuldenstands-Quote der Spielraum für Neuverschuldung unterschiedlich hoch ist; vor allem aber differenziert sie nicht zwischen konjunkturell und strukturell bedingten Defiziten. Dies erklärt sich daraus, dass – entgegen dem Rat vieler Ökonomen – bei der Konzeption der Maastricht-Kriterien die Notwendigkeit antizyklischer Fiskalpolitik negiert wurde, die in einer gemeinsamen Währungsunion als Substitut für den wegfallenden Ausgleich stabilisierender Geldpolitik auf regionaler Ebene unverzichtbar ist. Der Verzicht auf den Einsatz anti-zyklischer Fiskalpolitik (die fehlende Differenzierung zwischen den beiden Komponenten der Neuverschuldung) hat sich als gravierender Konstruktionsfehler erwiesen. Hätten Länder mit hoher Wachstumsdynamik (wie Spanien und Irland) durch einen stärkeren Aufbau von Überschüssen im Staatshaushalt den Boom im privaten Sektor gedämpft, während umgekehrt die Länder mit schwachem Wachstum in der Anfangsphase (insbesondere Deutschland) die mangelnde Privatnachfrage durch einen temporären Anstieg der staatlichen Neuverschuldung ausgeglichen, dann wäre der Aufbau massiver Ungleichgewichte im Euroraum in den Anfangsjahren signifikant gedämpft worden.

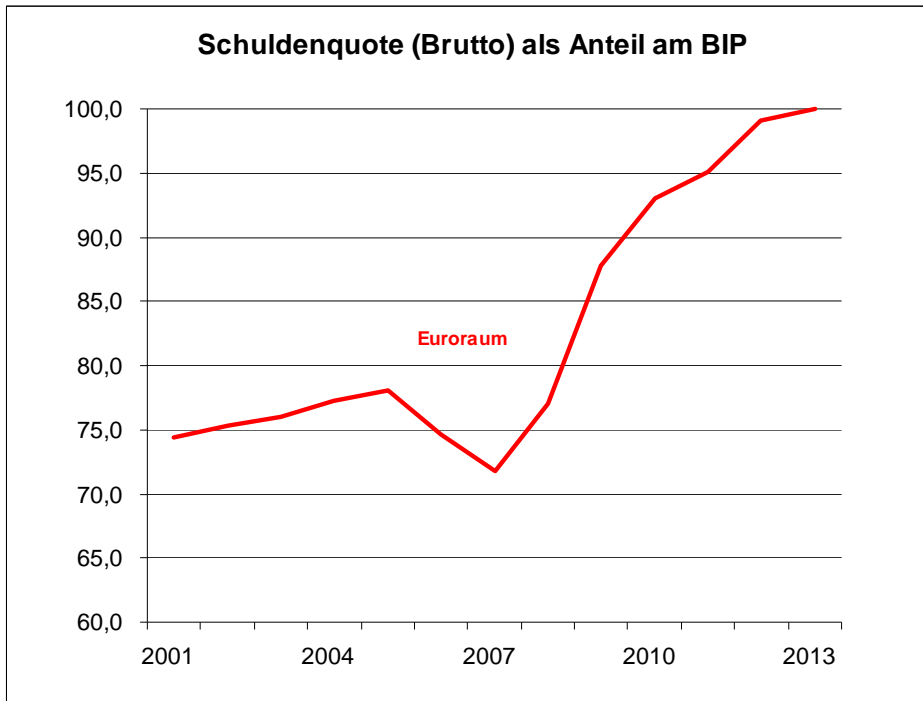
Abb. 2: *Schuldenquoten (Brutto) als Anteil am BIP in ausgewählten Staaten im Euroraum*



Quelle: OECD Economic Outlook November 2011

Die Krise im Euroraum ist im Kern kein wirtschaftliches Problem, sondern ein Problem fehlender angemessener politischer Governance-Strukturen. Das wird schon daran deutlich, dass die Schuldenquote im Euroraum vor Ausbruch der Finanzkrise vergleichsweise stabil war. Erst als Folge des Einbruchs der Wirtschaftsaktivität in der Finanzkrise und der Stützungsmaßnahmen des Finanzsektors ist sie seit 2007 stark angestiegen (vgl. Abb. 3). Das nominale BIP im Euroraum ist seitdem stark eingebrochen und liegt weit unter dem Trendwachstum (vgl. Abb. 4). Nach Ausbruch der Finanzkrise litten zunächst weltweit fast alle Staaten unter einem ähnlichen Einbruch. Während mittlerweile aber in anderen Regionen eine Erholung der Wirtschaft eingesetzt hat, droht sich in weiten Teilen des Euroraums der Einbruch als Folge unzureichender Instrumente zur Bewältigung der Krise weiter zu verschärfen.

Abb. 3: Schuldenquoten (Brutto) als Anteil am BIP im Euroraum

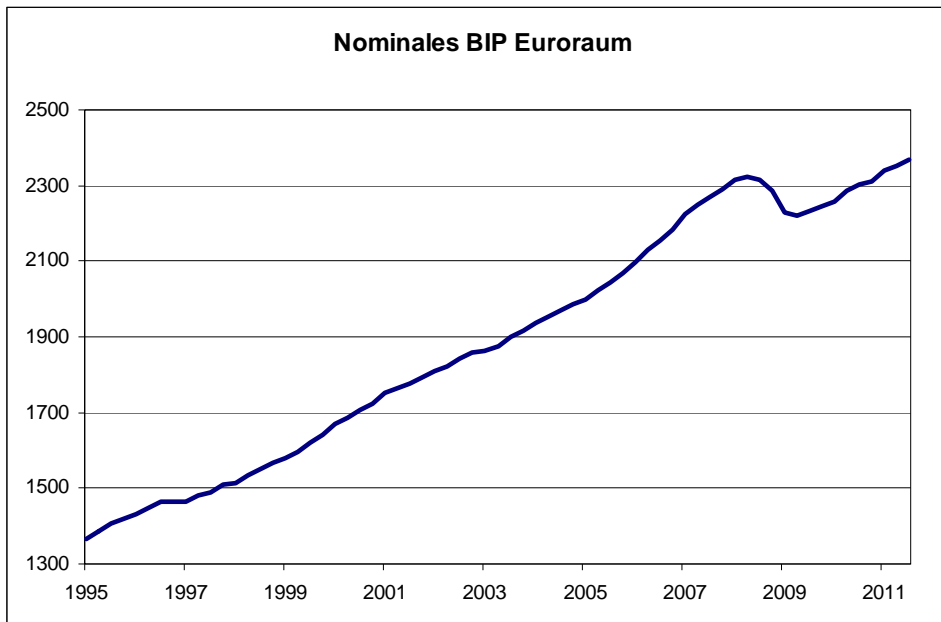


Quelle: OECD Economic Outlook November 2011

Das Fehlen angemessener Governance-Strukturen hat die fatale Entwicklung im Euroraum entscheidend geprägt. So versteifte sich der Stabilitäts- und Wachstumspakt ausschließlich auf die Staatsverschuldung, ohne gemeinverbindliche Regeln für andere wichtige Bereiche wie die Steuerpolitik, Wettbewerbs- und Investitionspolitik oder die Ausgestaltung sozialer Sicherungssysteme vorzusehen. Fehlentwicklungen im Bereich der Verschuldung privater Haushalte konnte so ebenso wenig gegengesteuert werden wie der Auseinanderentwicklung der Wettbewerbsfähigkeit der Eurostaaten. Während man den Finanzmärkten bei der Staatsverschuldung misstraute und durch eine Regelbindung im Vertrag von Maastricht potentiellen Fehlentwicklungen vorzubeugen hoffte, vertraute man in diesen Bereichen voll auf die Effizienz der Kapitalmärkte. Dabei warnte bereits der Delors Report, der die theoretische Basis zur Vorbereitung der Währungsunion bildete, vor der Gefahr volatiler Finanzmärkte:

Experience suggests that market perceptions do not necessarily provide strong and compelling signals and that access to a large capital market may for some time even facilitate the financing of economic imbalances. Rather than leading to a gradual adaptation of borrowing costs, market views about the creditworthiness of official borrowers tend to change abruptly and result in the closure of access to market financing. The constraints imposed by market forces might either be too slow and weak or too sudden and disruptive. Hence countries would have to accept that sharing a common market and a single currency area imposed policy constraints (Delors Report 1989, S. 20).

Abb. 4: Entwicklung des BIP im Euroraum



Quelle: OECD Economic Outlook November 2011

Die Erfahrung vieler Finanzkrisen hat seit langem gezeigt, dass nach einer Liberalisierung der Finanzmärkte unregulierte Kapitalströme ineffiziente „Blasen“ auslösen können, die dann plötzlich mit einem abrupten Sudden Stop enden. Dies war in Lateinamerika in den 70er Jahren nicht anders als in der Asienkrise Ende des letzten Jahrhunderts. Offensichtlich verleitet die Hoffnung, Mittel rechtzeitig wieder abziehen zu können, zur

Kurzichtigkeit der Kapitalmärkte und löst damit Marktversagen aus: Zunächst kommt es dank günstiger Finanzierungsbedingungen zu einer Blasenbildung mit ineffizienter Kapitalstruktur. Nach dem Zusammenbruch des Vertrauens zwingt die rasante Umkehr der Kapitalströme dann zu einer überstürzten Anpassung der Schuldnerregionen. Bereits John Maynard Keynes (1941) kritisierte die asymmetrische Lastenverteilung zwischen Gläubiger- und Schuldnerstaaten. Bei der Konzeption des Bretton Woods Systems schlug er vor, Mechanismen einzuführen, die automatisch auch eine Beteiligung der Gläubiger sicher stellt. Jede Anpassung nach dem Aufbau solcher Fehlentwicklungen braucht Zeit; sie kann nur langsam, nicht über Nacht erfolgen. Eine plötzliche Umkehr der Kapitalströme droht selbst die Vollendung produktiver Investitionsprojekte zu verhindern und die betroffenen Regionen insgesamt zu destabilisieren und schädigt damit die Ökonomien sowohl der Schuldner- wie der Gläubigerländer.

3. Fiskalpakt und Austerität – Die falsche Strategie zur Krisenbewältigung

Aus der Erkenntnis, dass negative externe Effekte insbesondere im Finanzsektor maßgeblich für die gravierende Krise im Euroraum verantwortlich sind, ergibt sich zwingend die Notwendigkeit zu einer grundlegenden Reform der Governance Strukturen im Euroraum. Für eine stabilere Architektur Europas ist es notwendig, den Teufelskreis zwischen nationalen Schulden- und Bankenkrisen zu durchbrechen. Dies erfordert zum einen eine europäische Bankenaufsicht mit weitreichenden Eingriffsrechten, die die Verquickung zwischen Staats- und Bankfinanzen sowie nationalen Regulatoren wirkungsvoll durchbrechen kann. Ein gemeinsamer Währungsraum mit freien Kapitalströmen kann ohne eine einheitliche europäische Finanzmarktregulierung nicht sinnvoll funktionieren. Zum anderen sind auf fiskalischer Ebene tragfähige einheitliche Strukturen erforderlich, die wirksame automatische Mechanismen zur Stabilisierung asymmetrischer Schocks schaffen.

Ohne grundlegende Reformen zur institutionellen Weiterentwicklung Europas, um die anfänglichen Konstruktionsfehler wirksam zu beheben, ist ein Zerfall des Euroraums unvermeidbar. Es gibt deshalb nur zwei realistische Optionen: Entweder die Rückkehr zu nationalen Währungen

(als Eingeständnis des Scheiterns des europäischen Projekts) oder aber der kühne Schritt zu verstärkter europäischer Integration mit einer demokratisch legitimierten Zentralregierung, die Regeln durchsetzen und Verstöße sanktionieren kann.

Die derzeitige Strategie zur Krisenbewältigung wird diesen Erfordernissen nicht gerecht. Sie basiert darauf, an der Illusion eines minimalen fiskalischen Europa festzuhalten, Mit dem sogenannten Fiskalpakt, der Schuldenbremsen und automatische Sanktionen gegen Defizitsünder vorsieht, soll endlich in ganz Europa wirksam haushaltspolitische Disziplin als Verpflichtung zu nachhaltiger Fiskalpolitik durchgesetzt werden. Die Hoffnung, dass damit die Krise im Euroraum endlich überwunden werden kann, ist jedoch trügerisch, weil nur ein kleiner Teil der zentralen Ursachen der aktuellen Krise angegangen werden. Im Gegenteil, diese Strategie droht eine gefährliche Abwärtsspirale auszulösen. Eine falsche Diagnose der Ursachen droht, gefährliche Fehlentwicklungen in fataler Weise zu verstärken.

Spätestens seit dem Frühjahr 2010 besteht die Strategie zur Krisenbewältigung im Euroraum im Kern in einer rigorosen Sparpolitik des öffentlichen Sektors – im Vertrauen darauf, dass der Abbau von Staatsdefiziten, gekoppelt mit der Durchführung drastischer Strukturreformen in den Krisenländern zentrale Voraussetzung dafür ist, das Vertrauen der Finanzmärkte wiederzugewinnen. Ein rascher Abbau der Staatsschuld, so die Hoffnung, werde das Vertrauen privater Investoren stärken und sie zu höheren Investitionen ermuntern. Die Verpflichtung zu drastischer Konsolidierung der Staatshaushalte und radikaler Strukturreformen – so das Kalkül – würde einen Tugendkreislauf sinkender Risikoprämien am Kapitalmarkt und nachhaltiger Wachstumsdynamik in Gang setzen. Manche Kommentatoren (so etwa Cochrane 2012) priesen etwa die Austeritätspolitik in Spanien und Italien anfänglich als mutige Angebotspolitik im Sinne von Thatcher und Reagan.

Das Austeritäts-Experiment im Euroraum liefert einen zwar wirkungsvollen, für die Bevölkerung jedoch fatalen Test zwischen den Vorhersagen keynesianischer und neoklassischer Theorieansätze. Auch moderne Keynesianer akzeptieren durchaus das Ziel, langfristig die hohe Staatsverschuldung abzubauen. Sie sehen es aber als kontraproduktiv an, diesen Abbau mitten in der Rezession zu forcieren. Eine solche Strategie verschärft den Wirtschaftseinbruch und wirkt so gerade kontraproduktiv. Wenn rationale Akteure am Kapitalmarkt dies antizipieren, steigen die

Risikoprämien an, statt zu sinken. Christina Romer (2012) hat gezeigt, dass die Zinsen für spanische Staatsanleihen immer dann besonders stark angestiegen sind, wenn die spanische Regierung weitere Sparmaßnahmen angekündigt hat.

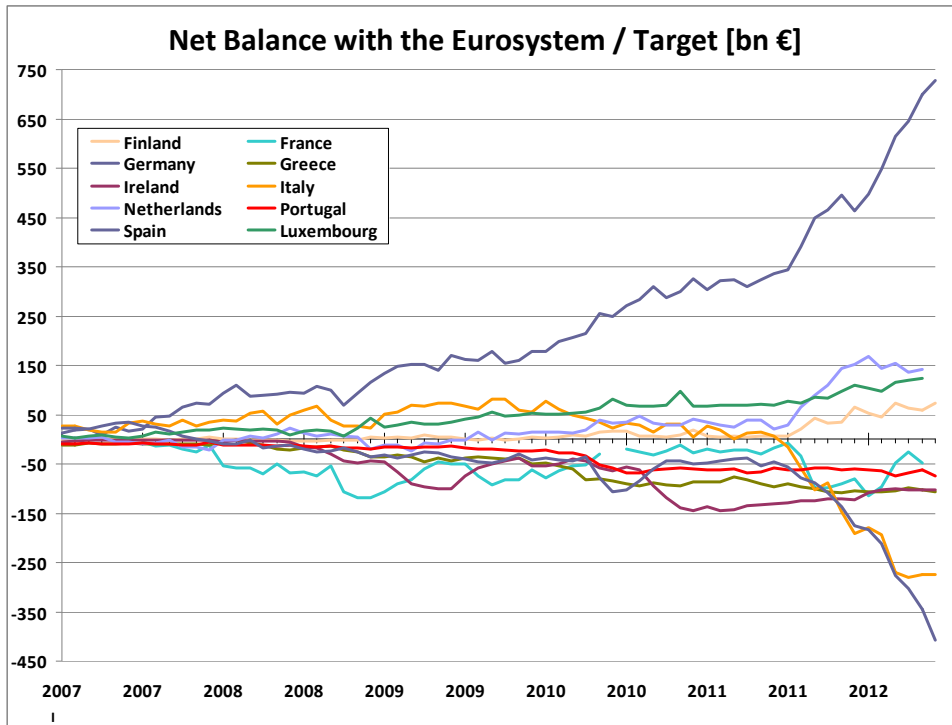
Im Unterschied zum Stabilitätspakt bezieht sich der neue Fiskalpakt auf strukturelle Defizite und lässt damit einen gewissen Spielraum für antizyklische Fiskalpolitik. Weil aber die Vorgaben dabei für deren Berechnung unangemessen sind, riskiert er, ebenso zu scheitern wie seine Vorgänger. Um Vertrauen wieder zu gewinnen, ist eine grundlegende Reform der Governance Struktur in Europa notwendig. Es ist eine Illusion, zu glauben, dass Schuldenbremsen und automatische Sanktionen gegen Defizitsünder ausreichen, eine Wiederholung der Fehlentwicklungen des vergangenen Jahrzehnts zu verhindern. Der jetzt eingeschlagene Weg droht sogar, die Probleme auf mittlere Frist dramatisch zu verschärfen. Weil im Fiskalpakt die notwendigen Stützelemente fehlen, muss die Abfederung über die Geldpolitik erfolgen.

Damit aber läuft die Europäische Zentralbank Gefahr, noch stärker überstrapaziert zu werden als bislang schon. Sie stemmt sich durch die unbegrenzte Finanzierung von Target 2 Salden und die massive Bereitstellung langfristiger Liquidität an den Finanzsektor gegen die Gefahr eines Sudden Stops, der für ganz Europa dramatische Folgen haben könnte.³ So hat die Europäische Zentralbank einen Teil des privaten Kapitals, das im Lauf der letzten Jahre aus den Peripheriestaaten über das Target 2 System nach Deutschland und Luxemburg abgeflossen ist, durch Bereitstellung von Liquidität wieder ausgeglichen. Wie Abb. 5 zeigt, hat sich die Kapitalflucht zwischen Juni 2011 und Juni 2012 dramatisch verstärkt – im Umfang von 275 bzw. 400 Mrd. € allein in Italien bzw. Spanien.

Solange aber das Vertrauen in die Solidität der Governance Struktur der Peripheriestaaten nicht wiederhergestellt ist, wird dort zwangsläufig die Finanzierung selbst rentabler neuer Investitionsprojekte unterbleiben. Als Folge der Kapitalflucht droht eine massive Kreditklemme. Das Schrumpfen der Geldmenge in allen Peripheriestaaten (Abb. 6) sind ein ernstes Indiz für die Gefahr, in eine gefährliche negative Abwärtsspirale zu geraten.

³ Vgl. dazu ausführlicher Illing/Jauch/Zabel (2012).

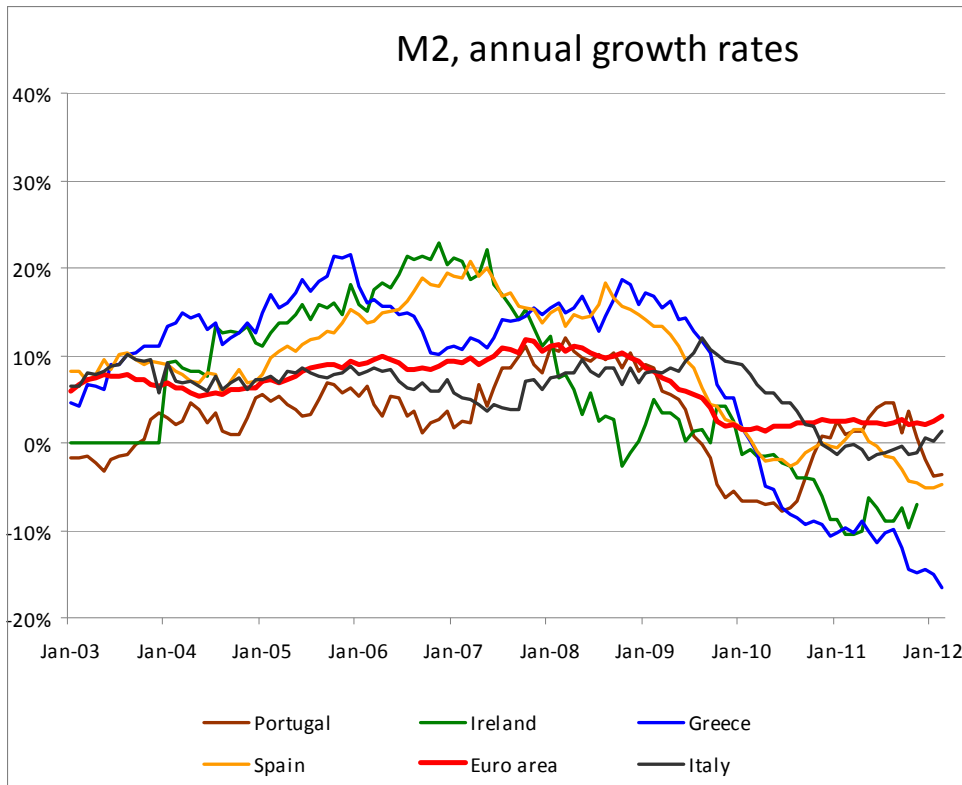
Abb. 5 Target 2 Salden im Euroraum



Quelle: Institute of Empirical Economic Research – Universität Osnabrück

Mit der Stützung des Bankensystems versucht die EZB, die drohende Abwärtsspirale aufzuhalten. Solange keine angemessenen Governance Strukturen im Euroraum bestehen, bleibt ihr kaum eine andere Alternative. Doch kann diese Rettungsaktion höchstens eine kurzfristige Atempause verschaffen, um die notwendigen politischen Reformen durchzuführen. Andernfalls werden gerade die falschen Anreizstrukturen verfestigt, die wesentlich die Krise mit verursacht haben: Wenn sich Banken auf den Ankauf nationaler Staatsanleihen, finanziert durch günstige Liquidität zurückziehen, perpetuiert sich das fehlerhafte Design der Kurzfristfinanzierung mit fatalen Auswirkungen: Die Gewinne fließen den Banken zu; die Risiken muss der Steuerzahler übernehmen.

Ab. 6 Wachstumsraten der Geldmenge in den Peripheriestaaten
(M2, nationale Beiträge)



Quelle: Nationale Zentralbanken im Eurosystem

4. Stützungsmaßnahmen zur Abfederung der Anpassung nötig

Ohne externe Unterstützung droht ein rasches Abstürzen der Wirtschaftsaktivität. Unverkennbar liegt eine Situation multipler Gleichgewichte vor mit der Gefahr, dass die Regionen durch sich selbst verstärkende Effekte in ein schlechtes Gleichgewicht abgleiten und dabei eventuell sogar den gesamten Euroraum mit in den Abgrund reißen. Anreizverträglich gestaltete Überbrückungshilfen zur Abfederung des Anpassungsprozesses könnten dagegen dafür sorgen, glaubwürdig ein gutes Gleichgewicht mit positiven Wachstumsperspektiven zu realisieren. Es ist eine schmale Gratwanderung zwischen Illiquidität und Insolvenz, die unvermeidlich hohe Risiken für alle Stützungsmaßnahmen birgt: zum einen das Risiko, dass die Anpassung trotz aller Anstrengungen scheitert; zum anderen das

moralische Risiko, dass notwendige Reformmaßnahmen unterbleiben. Voraussetzung dafür, dass die betroffenen Regionen überhaupt Erfolgchancen haben, sind angemessene Stützungsmaßnahmen. Zur Minderung des moralischen Risikos sollte die Unterstützung konditional gestaltet werden – abhängig von der glaubwürdigen Durchführung realistischer Reformschritte. Die Konditionierung auf kurzfristige ökonomische Kennzahlen aber (wie den überstürzten Abbau von Defizitquoten oder die Realisierung rascher Privatisierungserlöse) läuft Gefahr, eine gefährliche negative Dynamik (mit Produktionseinbruch und Preisverfall) auszulösen.

Letztlich müssen die Risiken von Stützungsmaßnahmen vom Steuerzahler getragen werden. Jede Stützung erfordert deshalb demokratisch legitimierte Entscheidungen – gemäß dem Prinzip „No taxation without representation.“ Das Kernproblem der aktuellen Krise besteht darin, dass es im Euroraum keine derartige zentrale Institution gibt, um die entsprechenden Risiken mit demokratischer Legitimation zu übernehmen. Die Europäische Zentralbank ist die einzig handlungsfähige supranationale Organisation im Euroraum. Sie ist in der Lage, als Kreditgeber in letzter Instanz kurzfristige Stützungsmaßnahmen erfolgreich durchzuführen. Die damit verbundenen impliziten fiskalischen Risiken müssten aber eigentlich von einem zentralen fiskalischen Gegenpart übernommen werden.

5. Lösungsstrategie für eine Reform der Governance Struktur im Euroraum

Dass bei der Konzeption des Eurosystems auf eine Zentralisierung fiskalpolitischer Kompetenzen verzichtet wurde, ist vor allem auf die Überzeugung zurückzuführen, ein minimales, dezentrales fiskalisches Europa biete bessere Voraussetzungen zum Entfalten der freien Kräfte des Marktes als eine Zentralisierung politischer Kompetenzen in Brüssel. Das naive Vertrauen in die Funktionsfähigkeit eines minimalen fiskalischen Europas und in die Selbstregulierungskräfte freier Märkte hat sich jedoch als fataler Irrtum erwiesen. Die Vorstellung, freie Kapitalmärkte könnten am besten ohne zentrale Regulierung wirken, ignoriert die Tatsache, dass einheitlich, demokratisch legitimierte Rahmenbedingungen eine zentrale Voraussetzung dafür sind, dass das Wirken der Marktkräfte sich Wohlfahrt steigernd entfalten kann. Nur wenn klare Regeln Grenzen setzen

und dafür sorgen, dass die Risiken von denjenigen selbst getragen werden, die sie eingehen, kann Marktwirtschaft sinnvoll funktionieren.

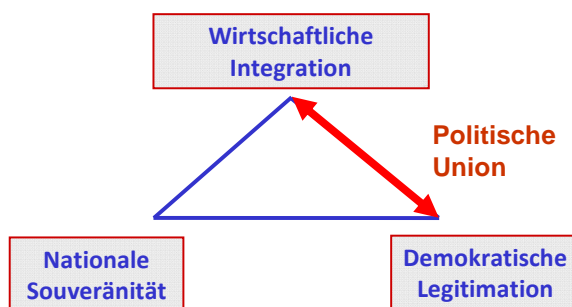
Weil aber die Finanzmärkte nicht an nationalen Grenzen Halt machen, ist es nicht ausreichend, solche Regeln auf nationaler Ebene zu setzen. Diese Einsicht hat Dani Rodrik (2011) von der Harvard-Universität anhand eines Unmöglichkeitendreiecks (in Anlehnung an das entsprechende Pendant in der Währungstheorie) eindrucksvoll illustriert (vgl. Abb. 7). Rodrik argumentiert im Kontext der Globalisierung, dass wirtschaftliche Integration, demokratische Legitimation und nationale Souveränität nicht miteinander kompatibel sind. Übertragen auf die Integration der Finanzmärkte im Euroraum bedeutet dies, dass verstärkte Integration die Aufgabe nationaler Souveränität erfordert, um eine wirkungsvolle demokratische Kontrolle sicher zu stellen. Dies erfordert die Aufgabe nationaler Souveränitätsrechte in einer politischen Union durch die Stärkung des Europäischen Parlaments. Die Einrichtung eines „europäischen Finanzministers“ allein ist dafür nicht ausreichend.

Abb. 7 Das Unmöglichkeitendreieck

Eurokrise: Das Unmöglichkeitendreieck

Wirtschaftliche Integration (Globalisierung), demokratische Kontrolle und nationale Souveränität sind nicht miteinander kompatibel

→ **Integration erfordert Aufgabe nationaler Souveränität (Eurostaat)**



Quelle: Dani Rodrik (2011)

Eine dauerhaft stabile Währungsunion erfordert eine zentrale Fiskalinstanz, die der Integration der Finanzmärkte ein angemessenes politisches Gegengewicht entgegenstellt. Die derzeitige Flucht in sichere Anleihen verdeutlicht eindringlich die Bedeutung einer solchen zentralen Fiskalinstanz. In nahezu allen Geldsystemen moderner Industrieländer spielen Staatsanleihen, emittiert von der Fiskalbehörde, eine zentrale Rolle als sichere Anleihen bei Offenmarktgeschäften der Zentralbank. Sie gelten deshalb als völlig sicher, weil sie in der eigenen Währung ausgegeben werden und durch die Steuerkraft des Gesamtstaates gedeckt sind. So hält etwa die US-amerikanische Notenbank in normalen Zeiten fast ausschließlich Anleihen des Zentralstaates; Anleihen einzelner Bundesstaaten spielen dagegen keinerlei Rolle in der Geldpolitik. Weil eine solche zentrale Institution im Eurosystem jedoch fehlt, muss die Europäische Zentralbank jeweils diskretionär entscheiden, mit welchen Abschlägen sie bereit ist, Anleihen verschiedener Eurostaaten als Sicherheit zu akzeptieren. Dies verzerrt zwangsläufig die disziplinierende Funktion von Marktpreisen. Zudem wird so der Teufelskreis zwischen der Staatsverschuldung einzelner Nationalstaaten und der Verschuldung des jeweiligen Finanzsektors im Krisenfall noch weiter verschärft.

Schließlich muss eine zentrale Fiskalinstanz Stabilisierungsfunktionen für regionale Schocks übernehmen. Weil eine gemeinsame Geldpolitik in einer Währungsunion unterschiedlichen Entwicklungen innerhalb der Regionen nicht entgegensteuern kann, ist eine Instanz notwendig, die solch regionale Ungleichgewichte wirksam ausgleichen kann. So werden etwa in den USA regionale Einnahmefälle einzelner Bundesstaaten zu etwa 40% über automatische Stabilisatoren (wie etwa die – durchaus eng begrenzte – Arbeitslosenversicherung auf Bundesebene oder andere Transferprogramme) ausgeglichen (Feldstein 2011). Zahlreiche Kritiker warnten bereits vor dem Start der Währungsunion davor, dass der Wegfall des Wechselkurses als Anpassungsinstrument durch andere Mechanismen ausgeglichen werden muss. In einer detaillierten Studie der erforderlichen Anpassungen der Fiskalpolitik in Großbritannien für den Fall eines eventuellen Beitritts zum gemeinsamen Währungsraum verweist Robert Woods (2005) ausführlich auf die Notwendigkeit verstärkter aktiver stabilisierender Fiskalpolitik als Ausgleich dafür, dass eine gemeinsame Geldpolitik regionale Schocks nicht mehr stabilisieren kann.

Sicher kann die skizzierte Reform der Governance-Struktur in Europa nicht über Nacht umgesetzt werden; sie erfordert Zeit und kann deshalb

nicht allein die Lösung zur aktuellen Krisenbewältigung darstellen. Doch die glaubwürdige Ankündigung einer solchen Reform hätte sehr wohl schon kurzfristig stabilisierende Wirkung, indem ein Regimewechsel die Erwartungen der Akteure auf den Finanzmärkten positiv beeinflusst. Allein schon die Ankündigung könnte das Vertrauen der Anleger in die Währungsunion stärken und somit signifikant zur Dämpfung der Vertrauenskrise beitragen.

Angeichts zunehmender Ernüchterung in der Bevölkerung in ganz Europa über die Entwicklung im Euroraum mag es kühn erscheinen, jetzt ein Mehr an Europa zu fordern. Bei nüchterner Abwägung realistischer Alternativen sollte der Weg aber klar sein: Das Konzept des minimalen fiskalischen Europas ist kläglich gescheitert. Es wäre auch naiv, darauf zu hoffen, dass es in einer kleineren Währungsunion funktionieren könnte. Die einzig realistische alternative Option besteht daher im Auseinanderbrechen des Euroraums – ein Szenario, das unkalkulierbare ökonomische und politische Risiken birgt. Die Alternativen stärkere Integration oder Desintegration vor Augen, sollte es möglich sein, breite Zustimmung zu den geforderten institutionellen Reformen zu erreichen. Dies allerdings nur, wenn es gelingt, zu vermitteln, dass die stärkere Integration keineswegs vom Interesse der Finanzindustrie getrieben wird, sondern im Gegenteil gerade dazu dient, die Handlungsfähigkeit der Politik gegenüber dem Finanzsektor wieder zurück zu gewinnen. Sie soll eine stärkere Kontrolle europäischer Institutionen durch das Europäische Parlament sicher stellen.

Der Transfer nationaler Hoheitsrechte muss dabei keineswegs dramatisch ausfallen, um eine effektive europäische Fiskalunion herbeizuführen. Anreizkompatible institutionelle Regelungen können sicher stellen, dass die Zentralinstanz genau die Aufgaben übernimmt, die zur Funktionsweise in einem einheitlichen Währungsraum notwendig sind – vgl. etwa die Arbeiten von Marzinotto et al. 2011; Bordo et al. 2011. Vielfach wird gerade in Deutschland eine stärkere politische Union als Einstieg in eine Transferunion interpretiert, die einer dauerhaften Sozialisierung von Vermögensverlusten dient. Diese Sicht verkennt, dass viele Peripherieländer derzeit massive Anstrengungen unternehmen, um aus der Krise heraus zu kommen, dass dieser Prozess aber Zeit, Geduld und Unterstützung braucht. Nur durch stärkere Solidarität kann Europa wieder auf Wachstumskurs gebracht werden. Gekoppelt an vernünftige Konditionen, bieten die Rettungsmaßnahmen die Chance, in Europa dauerhaft stabile

gemeinsame Strukturen aufzubauen. Thomas Sargent (2012) hat in seiner Nobelpreis-Rede im Dezember 2011 in Stockholm am Beispiel der USA eindrucksvoll skizziert, wie eine Stützung als Basis für eine prosperierende Union implementiert werden könnte.

6. Zusammenfassung

Die Krise im Euroraum hat eindringlich einen fundamentalen Konstruktionsfehler des Eurosystems offenbart, auf den Kritiker schon vor Beginn des Projekts hingewiesen haben: Das Fehlen eines zentralen fiskalischen Gegenparts. Ohne eine starke, vom Europäischen Parlament kontrollierte Zentralregierung mit entsprechenden Steuerbefugnissen, die Regeln durchsetzen und Verstöße wirksam sanktionieren kann, ist das Projekt einer gemeinsamen Währung zum Scheitern verurteilt. Die Auflösung des Euro würde angesichts der engen Verflechtung der Handels- und Finanzströme extrem teure Stützungsmaßnahmen erfordern und gerade für die Kernländer nachhaltige Wohlfahrtsverluste bedeuten. Der Vertrauensverlust durch den Zusammenbruch vermeintlich stabiler europäischer Institutionen wäre das Signal der Rückkehr zu Kleinstaaterei; das Eingeständnis der Unfähigkeit, in Europa einheitliche Governance Strukturen zu schaffen, die einer globalisierten Ökonomie angemessen sind. Die Eurokrise sollte deshalb als Chance zur Neugestaltung der Einheit Europas gesehen werden.

Die Einführung einer gemeinsamen Währung im Euroraum war von Anfang an ein politisches Projekt. Selbst die strikteste Einhaltung des Vertrags von Maastricht oder des modifizierten Stabilitäts- und Wachstumspaktes hätte die aktuelle Krise nicht verhindern können. Für eine funktionierende einheitliche Währung ist eine einheitliche Regulierung der Finanzmärkte ebenso bedeutsam wie eine zentrale, anti-zyklisch ausgerichtete europäische Fiskalpolitik, verantwortet von einer demokratisch legitimierten politischen Union. Bei einheitlicher Geldpolitik im gesamten Euroraum ist zur Abfederung regionaler Schocks anti-zyklische Fiskalpolitik unabdingbar. Sie hätte schon zum Start der Währungsunion die durch unregulierte Kapitalströme induzierte Blasenbildung in den Peripheriestaaten dämpfen müssen und müsste dort nun wiederum ein dramatisches Abstürzen der Wirtschaftsaktivität abfedern.

Die aktuelle Krise bietet die Chance, jetzt die richtigen Weichen zu stellen hin zu den „Vereinigten Staaten von Europa.“ Dies erfordert den Transfer nationaler Souveränität auf europäische Ebene. Eine funktionierende Währungsunion setzt eine politische Union mit tragfähigen einheitlichen Strukturen voraus – mit demokratisch legitimierter Zentralregierung, Europäischer Bankenaufsicht und europäischer Fiskalpolitik. Ein einheitlicher Währungsraum mit tiefer finanzieller und handelspolitischer Integration erfordert zentrale europäische Institutionen, die asymmetrische Schocks wirksam ausgleichen können. Sofern der institutionelle Rahmen angemessen angepasst würde, könnte der Euroraum als Region mit hohem Potential wieder Wachstumsdynamik entfalten.

Literatur

- Bordo, Michael / Markiewicz, Agnieszka / Jonung, Lars (2011). *A fiscal union for the euro: some lessons from history*. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper No. 17380.
- Cochrane, John (2012), Hope for Europe, Blog The Grumpy Economist, 22.2. 2012, <http://johnhcochrane.blogspot.de/2012/02/hope-for-europe.html>
- Delors, Jacques (1989), Report on economic and monetary union in the European Community
- Feldstein, Martin (2011), Europe is Not the United States, <http://www.project-syndicate.org/commentary/feldstein42/English>
- Illing, Gerhard / Sebastian Jauch / Michael Zabel (2012), Die Diskussion um den Euro – Endogene Risiken und multiple Gleichgewichte, *Leviathan, Berliner Zeitschrift für Sozialwissenschaft*, 40. Jg., Heft 2, S. 156-172
- Keynes, John Maynard (1941), Proposals for an International Currency Union. In: John Maynard Keynes, *Collected Writings* (Hrsg. D. Moggridge). Vol. 25, London & Basingstone (Macmillan) sowie Cambridge (Mass.), Cambridge University Press, 1980, S. 69-94.
- Marzinotto, Benedicta / Sapir, André / Wolff, Guntram B. (2011). What kind of fiscal union? *Bruegel Policy Brief* 2011/06. <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/646-what-kind-of-fiscal-union/> (Zugriff vom 16.04.2012).
- Prati, Alessandro und Garry J. Schinasi, (1998), Financial stability in European Economic and Monetary Union, *Princeton Studies in International Finance* No. 86

- Rodrik, Dani (2011), *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, New York
- Romer, Christina (2012), *Fiscal policy in the crisis: Lessons and policy implications*, University of California, Berkeley, Working paper.
- Sargent, Thomas J. 2011. *United States then, Europe now*. Nobel Prize Lecture in Economics, Stockholm, 8. Dezember 2011.
- Sims, Christopher (2012), Gaps in the institutional structure of the euro area, *Banque de France Financial Stability Review* No. 16, 217-223
- Speller, William; Thwaites, Gregory und Michelle Wright (2011), The future of international capital flows, *Bank of England Financial Stability Paper* No. 12
- Woods, Robert (2005), Fiscal Stabilisation and EMU, *CESifo Economic Studies* Vol. 51(4): S. 601-647