



Universität St.Gallen

Welche Finanz- und Wirtschaftspolitik braucht Europa?

Christian Keuschnigg

January 2012 Discussion Paper no. 2012-01

Editor: Martina Flockerzi
University of St. Gallen
School of Economics and Political Science
Department of Economics
Varnbuelstrasse 19
CH-9000 St. Gallen
Phone +41 71 224 23 25
Fax +41 71 224 31 35
Email seps@unisg.ch

Publisher: School of Economics and Political Science
Department of Economics
University of St. Gallen
Varnbuelstrasse 19
CH-9000 St. Gallen
Phone +41 71 224 23 25
Fax +41 71 224 31 35

Electronic Publication: <http://www.seps.unisg.ch>

Editor: Martina Flockerzi
University of St. Gallen
School of Economics and Political Science
Department of Economics
Varnbühlstrasse 19
CH-9000 St. Gallen
Phone +41 71 224 23 25
Fax +41 71 224 31 35
Email seps@unisg.ch

Publisher: School of Economics and Political Science
Department of Economics
University of St. Gallen
Varnbühlstrasse 19
CH-9000 St. Gallen
Phone +41 71 224 23 25
Fax +41 71 224 31 35

Electronic Publication: <http://www.seps.unisg.ch>

Welche Finanz- und Wirtschaftspolitik braucht Europa?¹

Christian Keuschnigg

Author's address:

Prof. Christian Keuschnigg
FGN-HSG
Varnbühlstrasse 19
CH-9000 St. Gallen
Tel. +41 71 224 30 85
Fax +41 71 224 28 74
Email christian.keuschnigg@unisg.ch
Website www.fgn.unisg.ch

¹ Dieses Manuskript geht auf einen Vortrag vom 4. November 2011 am 15. Europaforum des Austria Institut für Europa- und Sicherheitspolitik zurück. Ich danke Niklaus Wallimann für seine Unterstützung und Jörg Zeuner und Jochen Mankart für wertvolle Kommentare.

Abstract

Dieser Beitrag erörtert die möglichen Ursachen für das Entstehen der aktuellen Verschuldungs- und Finanzkrise im Euroraum und diskutiert Zukunftsszenarien für die Europäische Union. Nach den jüngsten Beschlüssen zeichnet sich eine institutionelle Weiterentwicklung der Union mit folgenden Elementen ab: (i) stärkere Überwachung und Durchsetzung der Fiskalregeln; (ii) Ausbau des europäischen Stabilitätsfonds ESM zur Kreditvergabe an überschuldete Mitgliedsländer unter strikten Sanierungsauflagen; und (iii) Anhebung der minimalen Eigenkapitalquoten der Banken für mehr Systemstabilität und zur Durchsetzung von mehr Marktdisziplin bei der Kreditvergabe an Mitgliedsstaaten. Die Finanzierungskapazität des Stabilitätsfonds auch mit den aufgestockten Mitteln des IWF dürfte jedoch zu klein sein, um die Gefahr einer systemischen Krise bei drohender Insolvenz von grossen Mitgliedsländern wirksam zu bannen. Auch das Grundproblem einer Währungsunion mit geringer Lohnflexibilität und fixem Wechselkurs, nämlich die Tendenz zu Zahlungsbilanzkrisen aufgrund divergierender Wettbewerbsfähigkeit, bleibt ungelöst. Ein unabhängiger, europäischer Währungsfonds, der Kredite nur gegen strenge Reformauflagen vergibt und in Ausnahmesituationen Zugang zur Refinanzierung bei der EZB hätte, verbunden mit der Option eines freiwilligen Austritts besonders bedrängter Mitgliedsländer, könnte die beschlossenen Reformen wirksam ergänzen.

JEL-Classification

E58, E61, E62, G28.

Keywords

Staatsschuldenkrise, Währungsunion, Stabilitätsfonds, Fiskalregeln.

WELCHE FINANZ- UND WIRTSCHAFTSPOLITIK BRAUCHT EUROPA?	1
1. <i>Einleitung</i>	3
2. <i>Ursachenanalyse</i>	5
a) Anpassungsmechanismen in einer Währungsunion	5
b) Mangelnde Glaubwürdigkeit der Fiskalregeln	13
c) Unterkapitalisierung der Banken	15
d) Fehlanreize für Banken und Staaten	15
3. <i>Mögliche Szenarien</i>	18
a) Austritt von Mitgliedsländern	18
b) Ausbau zur Fiskalunion	20
c) Eurobonds	23
d) Reform der EU	25
4. <i>Reform der Europäischen Union</i>	25
a) Beschlüsse der Eurogipfel	25
b) Positive Errungenschaften	27
c) Mängel und verbleibende Risiken	30
d) Die Rolle der EZB und des ESM	34
5. <i>Verschärfung des Systemwettbewerbs</i>	36
6. <i>Schlussfolgerungen</i>	39
LITERATUR	41

1. Einleitung

Die jüngsten Entwicklungen in der europäischen Staatsschulden- und Bankenkrise werfen grundsätzliche Fragen zur Zukunft der EU und der gemeinsamen Währung auf. Die Fragen, die jetzt neu diskutiert werden, sind fundamental. Sie reichen von einem Rückbau der EU durch den Austritt von Ländern im Kern und an der Peripherie Europas aus dem Euroraum bis zu einem radikalen Ausbau zu einem föderalistischen Staat mit einem finanziell starken Zentrum und einem bedeutsamen Finanzausgleich zwischen den Regionen. Die Antwort auf die Frage 'Welche Finanz- und Wirtschaftspolitik braucht Europa?' wird nicht nur von wirtschaftlichen Erwägungen, sondern auch einer sehr grundlegenden politischen Vorentscheidung abhängen, wie weit die politische Einigung gehen soll, wie souverän die Nationalstaaten in Europa bleiben wollen, und wie viele und welche Aufgaben die EU in Zukunft übernehmen soll.

Vor der Analyse der vergangenen Fehlentwicklungen, die sich nun in der aktuellen Fiskal- und Bankenkrise in Europa zuspitzen, seien die grossen Errungenschaften der EU und der gemeinsamen Währung in Erinnerung gerufen. Die wirtschaftlichen Vorteile liegen in der Schaffung eines grossen einheitlichen Marktes durch Abbau von Zöllen und nicht tarifären Handelsschranken, in der Gewährleistung eines europaweiten Wettbewerbs und in der Förderung der Personenfreizügigkeit und des freien Kapitalverkehrs. Der heutige Wohlstand eines kleinen Landes wie Österreich wäre ohne freien Zugang zu den Weltmärkten und der damit verbundenen Ausschöpfung der komparativen Vorteile undenkbar. Nachdem etwa 70% des österreichischen Aussenhandels mit den Ländern der EU erfolgen, ist der Zugang zu einem einheitlichen europäischen Markt lebenswichtig. Der Euro als gemeinsame Währung beseitigt Wechselkursrisiken innerhalb Europas, senkt Transaktionskosten und stiftet ein Stück europäischer Identität. Die gemeinsame Währung erleichtert die Errichtung eines grossen, liquiden Kapitalmarktes, der den Zugang von Unternehmen und Haushalten zu günstigerer Finanzierung verbessert und damit Investition und Wachstum fördert. Darüberhinaus unterstützt die EU mit den Strukturfonds und anderen Institutionen eine gewisse Konvergenz der Mitgliedsländer, um einen begrenzten Beitrag zu einer Vereinheitlichung der Lebensverhältnisse zu leisten. Das EU Budget ist auf etwas über ein Prozent des BIPs der EU-Länder beschränkt. Dieses verhältnismässig geringe Budget ist Ausdruck der Subsidiarität als tragendes Konstruktionsprinzip der EU. Was die Mitgliedsländer alleine ohne negative Folgen für die anderen bewältigen können, soll dezentral in voller Souveränität entschieden werden.

Die ökonomischen (und politischen) Vorteile der EU und des Euro sind nicht gratis. Die Mitgliedsbeiträge sind dabei vermutlich die geringsten Kosten. Die Teilnahme an der EU bedeutet für die Mitgliedsländer die Bereitschaft zu einem begrenzten Souveränitätsverzicht. Verschiedene Instrumente der Wirtschaftspolitik

müssen gemeinsam auf der EU-Ebene festgelegt werden und entziehen sich damit der souveränen, nationalen Entscheidung.¹ In der aktuellen Krise stehen der Verzicht auf eine unabhängige Geld- und Wechselkurspolitik und die Einschränkungen der Finanzpolitik durch die Maastricht-Kriterien für zulässige Staatsschulden und fiskalische Defizite im Zentrum der Diskussion. Neben den wirtschaftlichen Vorteilen verursacht die Einführung einer gemeinsamen Währung aber auch neue wirtschaftliche Spannungen und erhebliche Kosten, weil in Europa die Voraussetzungen für einen gemeinsamen Währungsraum nur mit Einschränkungen erfüllt sind.²

Mit den Entschlüssen der beiden jüngsten Eurogipfel vom 26. Oktober und 9. Dezember 2011 (European Council 2011a,b) haben die Politiker ein Massnahmenpaket zur Bewältigung der aktuellen Fiskal- und Bankenkrise in Europa beschlossen. Dennoch bleibt eine grundlegende Unsicherheit über die weitere Fortentwicklung der EU bestehen. Das vorliegende Papier analysiert im zweiten Abschnitt, warum und wie die Krise im Euroraum entstanden ist und welche Kosten und Probleme die vergangenen Fehlentwicklungen verursacht haben, die heute nicht mehr vermeidbar sind. Die Ursachenanalyse sollte klar machen, warum sich die fundamentalen Fragen nach der künftigen Finanz- und Wirtschaftspolitik in Europa neu stellen. Der dritte Abschnitt zeigt drei radikale Alternativen für die Entwicklung Europas auf. Der vierte Abschnitt vertieft dann das m.E. wahrscheinlichste Szenario einer Reform der EU nach der Stossrichtung der jüngsten Gipfelbeschlüsse. Das grösste akute Risiko bleibt dabei die mangelnde Kapazität des neu geschaffenen Stabilisierungsfonds (Rettungsschirm) und die ungeklärte Rolle der EZB in der Gewährleistung der Systemstabilität bei einer panikartigen Flucht aus Staatsanleihen, welche auch grosse Länder wie Italien und Spanien in die Insolvenz treiben könnte. Die künftige Entwicklung dürfte schon bald wichtige Ergänzungen erzwingen. Das grösste langfristige Risiko besteht in der mangelnden Fähigkeit, angesichts fixer Wechselkurse in der Währungsunion und starrer Löhne ein Auseinanderdriften der wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit in Europa und damit die eingebaute Tendenz zu Zahlungsbilanz- und Finanzkrisen wirksam zu bekämpfen.

Grundsätzlich sollte es möglich sein, die Institutionen und Spielregeln in Europa auf eine Weise zu reformieren, welche die Wahrscheinlichkeit für neuerliche wirtschaftliche Fehlentwicklungen und systemische Krisen deutlich

¹ Allerdings erfordern alle internationalen Vereinbarungen beispielsweise im Rahmen des GATT und der WTO einen gewissen Souveränitätsverzicht, der im Interesse einer besseren Wirtschaftsentwicklung geleistet wird.

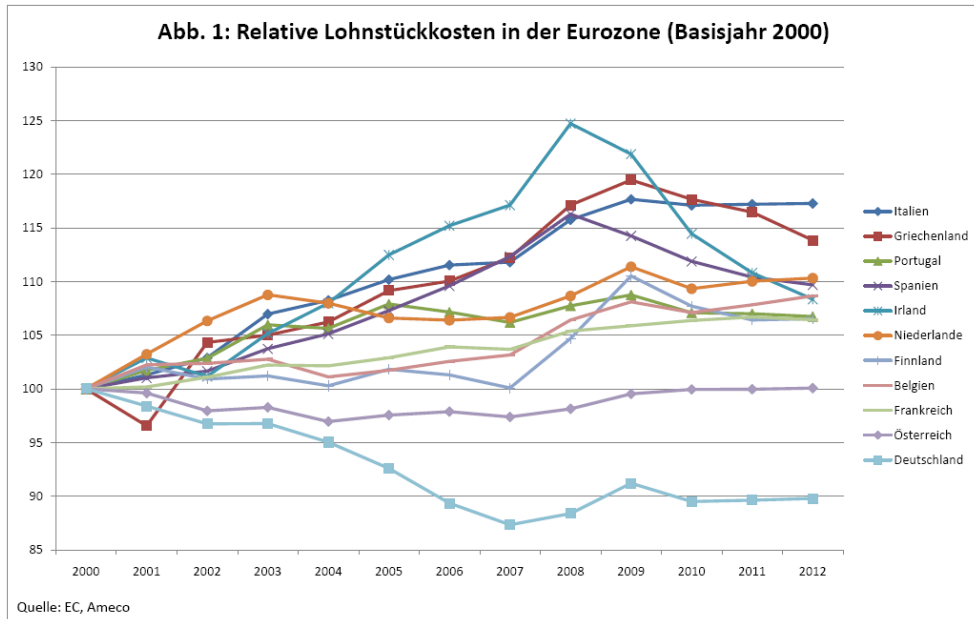
² Vgl. u.a. De Grauwe (2009) und Beetsma und Giuliodori (2010) für eine umfassende Analyse der Vorteile und Kosten einer Währungsunion und Mongelli (2010) für eine prägnante und kurze Darstellung. Eine sehr pessimistische Sicht vertritt z.B. Feldstein (2011).

verringert, damit die Vorteile eines gemeinsamen Marktes und einer einheitlichen Währung tatsächlich ausgeschöpft werden können. Welches Szenario einer institutionellen Weiterentwicklung der EU man bevorzugt, hängt dabei auch von grundlegenden politischen Vorentscheidungen ab. Als Ökonom sollte man nicht vergessen, dass die europäische Einigung nicht nur ein rein ökonomisches Projekt ist, sondern auch aus übergeordneten politischen Überlegungen entstanden ist, um nach den Erfahrungen des zweiten Weltkriegs auf dem Wege der wirtschaftlichen und politischen Integration Frieden und Demokratie in Europa zu sichern. Umgekehrt gilt es aber, heute die europäischen Institutionen so zu reformieren und weiterzuentwickeln, dass die EU in Zukunft nicht zu einer neuen Quelle von Konflikten wird, die ihre Ursache in wirtschaftlichen Ungleichgewichten mit kostspieligen Nebenwirkungen auf andere Mitgliedsländer haben. Angesichts der kulturellen Heterogenität und der unterschiedlichen Wertvorstellungen in Europa erfordert dies m. E. eine Rückbesinnung auf das Subsidiaritätsprinzip und damit eine dezentrale Lösung, welche die europäische Solidarität zwischen den so unterschiedlichen Ländern und Gesellschaften nicht überstrapaziert. Ein solches Reformszenario wird in groben Zügen im vierten Abschnitt entwickelt. Zuerst gilt es aber, im nächsten Abschnitt die Ursachen für das Entstehen der derzeitigen Fiskal- und Bankenkrise in Europa zu analysieren.

2. Ursachenanalyse

a) Anpassungsmechanismen in einer Währungsunion

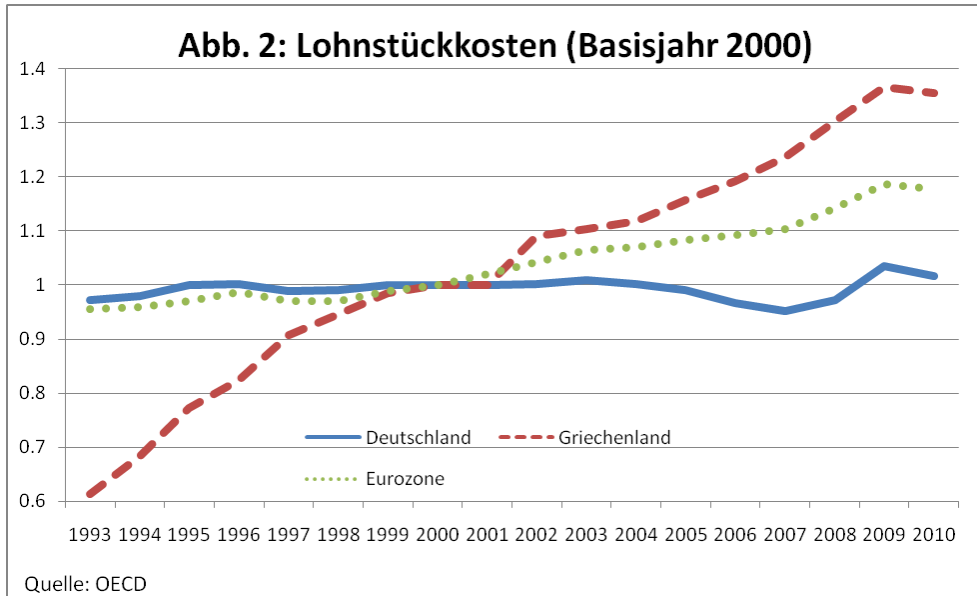
Wettbewerbsfähigkeit und Vollbeschäftigung trotz hoher Löhne werden langfristig von den Produktivitätssteigerungen relativ zum Ausland bestimmt. Ein Land kann seine Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung durch Lohnmoderation stärken und mit übertriebenen Lohnansprüchen (Zuwachsraten über der Produktivitätssteigerung) beeinträchtigen. Dabei ist die Zeitdimension der Anpassungen zentral. Vermehrte F&E-Anstrengungen, Rationalisierung, Privatisierung und andere effizienzsteigernde Massnahmen können erst nach Jahren die Produktivität steigern, sich spürbar positiv auf die Wettbewerbsfähigkeit auswirken und so den Spielraum für Lohnwachstum schaffen. Würden sich die Löhne flexibel an der Produktivitätsentwicklung orientieren, dann wäre auch in weniger produktiven Ländern einer Währungsunion die Wettbewerbsfähigkeit gesichert und annähernde Vollbeschäftigung möglich. Abbildung 1 zeigt jedoch, wie sich in Europa seit 2000 die Lohnstückkosten als ein Mass der Wettbewerbsfähigkeit auseinander entwickelt haben, weil sich die Lohnansprüche von der Produktivitätsentwicklung entkoppelt haben. Besonders eindrücklich veranschaulicht Abbildung 2 die auseinandergerende Entwicklung von Deutschland und Griechenland relativ zum Durchschnitt der Eurozone.



In einem gemeinsamen Währungsraum können einmal entstandene Unterschiede in den Lohnstückkosten nicht mehr durch Wechselkursanpassungen ausgeglichen werden. Eine Korrektur ist nur mehr durch Lohnanpassungen oder durch Produktivitätssteigerungen möglich, erfordert aber in beiden Fällen einen langen Anpassungszeitraum.³ Die Löhne können sich in der Regel nur sehr moderat und langsam anpassen, da sie zwischen Gewerkschaften und Unternehmen ausgehandelt werden. Reallohnsenkungen sind schwer durchsetzbar, nominale Lohnkürzungen sind für Arbeitnehmervertretungen meist völlig undenkbar. Nach Abbildung 1 ist der Euro für Deutschland eindeutig zu billig, für Österreich gerade richtig oder eher zu weich, und für Griechenland und die südlichen Peripherieländer viel zu hart. Können die Unterschiede in den Lohnstückkosten kurzfristig nicht mehr ausgeglichen werden, dann entstehen Ungleichgewichte in der Handels- und Leistungsbilanz. Wenn die Lohnzuwächse über längere Zeit die Wachstumsrate der Produktivität übersteigen, dann sind die Einkommensansprüche und damit der Konsum im Verhältnis zu Produktion und Investition zu hoch. Angesichts der zu geringen nationalen Ersparnisse muss also die inländische Nachfrage im Umfang des Zahlungsbilanzdefizits durch neue Kredite im Ausland finanziert werden. Deutschland erwirbt mit seinen Handelsbilanzüberschüssen Auslandsvermögen und wird zum grossen Kreditgeber, während die

³ Angenommen die Lohnstückkosten W/X seien seit Einführung des Euro um 16% gestiegen, wobei W den Lohn und X den Output pro Arbeitsstunde (Arbeitsproduktivität) bezeichnet. Wenn die Arbeitsproduktivität um 1.5% ($g=0.015$) jährlich steigt, dann würde es 10 Jahre Null-Lohnwachstum brauchen, um die Lohnstückkosten wieder auf das Ausgangsniveau zurückzuführen: $1.16/(1+g)^{10}=1$.

wettbewerbsschwachen Länder in der südlichen Peripherie eine wachsende internationale Verschuldung im Privatsektor aufbauen. Auch ohne Staatsverschuldung muss eine solche Entwicklung in eine Zahlungsbilanzkrise führen.⁴

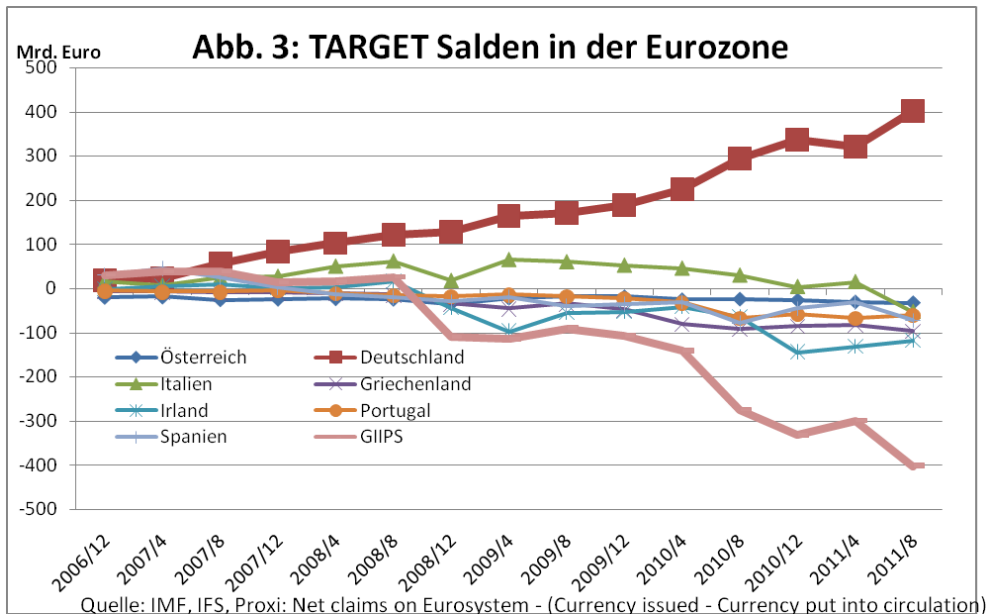


Etwa seit 2007 haben sich in Europa die TARGET-Salden massiv auseinanderentwickelt (Abbildung 3)⁵. TARGET-Salden sind Forderungen und Verbindlichkeiten der nationalen Notenbanken bei der EZB, die im Zuge der Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen im Eurosystem entstehen. Bis Ende August 2011 sind deutsche Forderungen gegenüber der EZB von 390 Mrd. Euro entstanden, während die GIIPS-Staaten (Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien) zusammen Verbindlichkeiten gegenüber der EZB von 404 Mrd. Euro angehäuft haben, wovon 119 Mrd. Euro allein auf Irland und 96 Mrd. auf Griechenland entfallen (Abbildung 4). Sinn hat auf diese Fehlentwicklung in vielen Beiträgen frühzeitig hingewiesen (vgl. Sinn und Wollmershäuser, 2011, für eine rezente und sehr detaillierte Dokumentation). TARGET-Salden können aus einer Reihe von grenzüberschreitenden Transaktionen entstehen (vgl. Buiter et al., 2011), die z.B. der Finanzierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten oder der Abwicklung von Portfolio-Umschichtungen dienen. Zumindest die irischen TARGET-Verbindlichkeiten dürften zum grösseren Teil von der Kapitalflucht der

⁴ Vgl. Kohler (2011) zu den Zahlungsbilanzungleichgewichten in einer Währungsunion.

⁵ TARGET steht für 'Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer'.

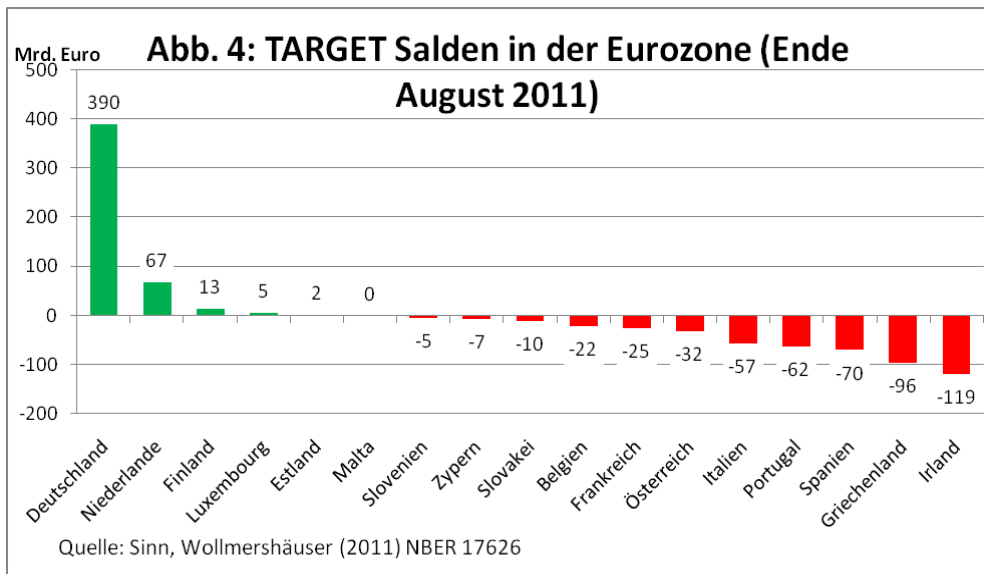
Anleger und den damit verbundenen Portfolio-Umschichtungen verursacht worden sein. Eine Kapitalflucht drückt ein tiefes Misstrauen der Anleger in die Zukunft des Landes aus, weil sie z.B. den unterkapitalisierten Banken misstrauen und an der Sicherheit ihrer Anlagen zweifeln.



Ein erheblicher Teil der TARGET-Verbindlichkeiten der südlichen GIIPS-Staaten dürfte jedoch auch der Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten auf dem Umweg über die EZB gedient haben, indem Importe mit niedrig verzinsten Krediten bei den lokalen Geschäftsbanken finanziert wurden. Diese künstlich niedrigen Zinsen waren möglich, weil sich die Banken ihrerseits zu einem sehr niedrigen Zins bei der EZB anstatt auf dem internationalen Kapitalmarkt refinanzieren konnten. Die so entstehenden TARGET-Verbindlichkeiten dürften auch eine Folge der Schwierigkeiten der Banken in der Refinanzierung auf dem Kapitalmarkt sein, weil die Anleger aufgrund geringer Eigenkapitalausstattung möglicherweise die Sicherheit der Einlagen bezweifeln. Wenn jedenfalls die so eingegangenen TARGET-Verbindlichkeiten in systematischer Weise Kredite auf dem Kapitalmarkt ersetzen, dann müssen sie in diesem Umfang wie internationale Verbindlichkeiten betrachtet werden. Diese indirekten Kredite der GIIPS Länder waren nur deshalb zu so niedrigen Zinsen verfügbar, weil sich die Banken bei der EZB so günstig refinanzieren konnten. Bei einer Finanzierung über den Kapitalmarkt wären unter Berücksichtigung adäquater Risikoprämien sehr viel höhere Zinsen angefallen, wenn eine Kapitalmarktfinanzierung angesichts der Bonität griechischer Importeure überhaupt möglich gewesen wäre. Auf diese Weise ist die Kapitalmarktdisziplin in der Finanzierung der Zahlungsbilanzdefizite

ausgehebelt worden, die vielleicht eine Schuld der GIIPS-Staaten in dieser Höhe von vornherein verhindert hätte.

Einen Teil der Zahlungsbilanzdefizite über TARGET-Kredite der EZB zu finanzieren, wird über kurz oder lang nicht mehr weiter möglich sein. Wenn dann dieser Prozess gestoppt wird, und möglicherweise ein anderer Schock wie z.B. eine Konjunkturabschwächung im internationalen Umfeld dazukommt, dann dürfte das auf den internationalen Finanzmärkten die Einschätzung auslösen, dass die Bedienung der gesamten Auslandsschuld wegen der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit gefährdet ist. Wenn die Zahlungsfähigkeit angezweifelt wird, steigen die Risikoprämien und Kreditkosten, was die Krise weiter verschärft. Am Ende sind die internationalen Kapitalgeber nicht mehr bereit, weitere Zahlungsbilanzdefizite zu finanzieren bzw. bestehende Schulden zu verlängern.



Alleinstehende Länder können in einer besonders schwierigen Situation den Wechselkurs stark abwerten und sich wenigstens vorübergehend Zeit kaufen, bis andere Korrekturen greifen. Die Abwertung ist häufig eine zentrale Massnahme in den makroökonomischen Stabilisierungsprogrammen des IWF für in Not geratene Länder. Eine Währungsabwertung macht auch nichts anderes, als den Reallohn im Verhältnis zum Ausland stark zu reduzieren, um die Wettbewerbsfähigkeit des Landes auf den internationalen Märkten kurzfristig wieder herzustellen und damit Produktion und Wachstum anzukurbeln. Befindet sich ein Land in einer Krise, dann ist die Abwertung häufig die einzige realistische Option, um kurzfristig und sehr schnell eine kräftige Reallohnsenkung gegenüber dem Ausland durchzusetzen. Sie könnte vermieden werden, wenn im Inland die Gewerkschaften einer

Lohnkürzung (interne Abwertung) zustimmen würden, um die Lohnansprüche wieder auf das Niveau der Arbeitsproduktivität zurückzuführen.

Auch die Tragfähigkeit einer hohen Staatsverschuldung hängt von der Wettbewerbsfähigkeit und damit vom Wachstum eines Landes ab. Zunehmende öffentliche Defizite und damit eine wachsende Staatsschuld sind in erster Linie von der Politik verantwortet. Ein lahmendes Wachstum fördert jedoch das unkontrollierte Anwachsen der Staatsverschuldung bzw. erschwert deren Eindämmung. Wenn ein Land nicht mehr wächst oder gar in die Rezession rutscht, schrumpfen die Steuereinnahmen und steigen die Sozialausgaben. Das Defizit schwillt rasch an und das Wachstum der Staatsschuld beschleunigt sich. Sind die Lohnstückkosten im internationalen Vergleich zu hoch und ist damit die Wettbewerbsfähigkeit stark beeinträchtigt, dann kann sich das nur negativ auf die Wachstumsaussichten und die erwartete Einkommensentwicklung eines Landes auswirken. Umso eher müssen die Käufer von Staatsanleihen und Kreditgeber mit Zahlungsschwierigkeiten oder gar einem teilweisen Kreditausfall rechnen. Die Risikoprämien steigen an, verteuern die Refinanzierung von fällig werdenden Schulden, lassen den Zinsendienst im Budget stark anwachsen und beschleunigen das Hineinschlittern in die Staatsinsolvenz.

Dies kann in einer Krise wie in Griechenland zu grossen Schwierigkeiten führen. Wenn sowohl der Wechselkurs fixiert ist als auch die Löhne nach unten starr sind, dann kann ein negativer Schock (Konjunktureinbruch, oder eine drastische Budgetsanierung mit Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen) das Land in eine starke Rezession stürzen. Wenn in der Folge die Einkommen stark schrumpfen und die Arbeitslosigkeit hochschnellt, dann laufen die öffentlichen Finanzen völlig aus dem Ruder. In dieser Situation gleichzeitig eine Budgetsanierung zu erzwingen, um die Schulden zu bedienen, stürzt das Land in eine noch schärfere Rezession und schwächt die Steuereinnahmen zusätzlich.⁶ Der Kapitalmarkt bezweifelt mit zunehmender Berechtigung die Tragbarkeit der Staatsschuld und wird keine neuen Kredite mehr gewähren, oder nur mehr zu absurd hohen Risikoprämien. Damit ist der Staatsbankrott unvermeidbar.

Die Tragbarkeit der Staatsschuld ist ein in die Zukunft gerichtetes Konzept und hängt klar von der erwarteten Einkommensentwicklung eines Landes ab. Wer mit hoher Wahrscheinlichkeit hohe Einkommen erwartet, kann auch mehr Schuld bedienen. Häufig wird eine Verschuldung im Ausland von 80-90% des BIP [gesamte private und öffentliche Auslandsschuld, Reinhart und Rogoff, 2010] als kritisch betrachtet. Nach Tabelle 1 müssten nicht nur die GIIPS-Staaten, sondern auch andere Länder der Eurozone als überschuldet gelten. Eine Staatsschuld von 80% des BIP ist für ein überdurchschnittlich produktives Land mit hohen

⁶ Wenn die Steuerbelastung bereits sehr hoch ist und realistischer Weise nur mehr begrenzt angehoben werden kann, dann wird eine einnahmen-seitige Budgetsanierung schwierig, weil die höhere Steuerbelastung die wirtschaftliche Entwicklung hemmt und die Ergiebigkeit des Steuersystems mit höheren Steuersätzen zunehmend abnimmt.

Wachstumsaussichten im Normalfall kein Problem, ist aber für Länder an der südlichen Peripherie Europas mit schweren Wettbewerbsproblemen und geringen Wachstumsaussichten möglicherweise bereits problematisch. Die Tragbarkeit einer gegebenen Staatsschuld hängt jedoch auch von anderen Faktoren ab, die hohe Ansprüche an die zukünftigen Steuereinnahmen begründen. Die heutigen Pensionsversprechen an eine rasch alternde Bevölkerung sind in den meisten Staaten Europas bei weitem nicht ausfinanziert und stellen eine hohe implizite Staatsschuld dar, die häufig um ein Mehrfaches höher als die am Kapitalmarkt aufgenommene Schuld ist (vgl. Keuschnigg et al., 2000). Die rasch anwachsenden Pensionsausgaben engen den Spielraum für andere Staatsausgaben und damit auch für den Zinsendienst ein. Andere volkswirtschaftliche Risiken können ebenfalls zu hohen Ansprüchen an die Staatsausgaben führen, wie z.B. die Notwendigkeit, in einer Finanzkrise mit hohen Steuergeldern Banken rekapitalisieren zu müssen. In vielen Ländern hat die Bewältigung der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise die Staatsverschuldung sprunghaft ansteigen lassen (Irland, USA, UK, Island etc.). Umso enger ist nun der Spielraum, auf dem Kapitalmarkt neue Staatsschulden aufzunehmen.

Tab. 1: Staatsverschuldung 2010 in % des BIP

	BIP	Schuld		Defizit		
	Mrd. €	Mrd. €	% BIP	Budget % BIP	Strukturell % BIP	Primär % BIP
Österreich	286.2	223.1	78.6	-4.6	-3.2	-1.0
Belgien	354.4	355.1	100.7	-4.2	-2.6	0.5
Estland	14.3	1.7	12.1	0.1	2.6	-0.7
Finnland	180.3	103.4	57.4	-2.8	0.3	0.1
Frankreich	1932.8	1834.4	94.1	-7.0	-4.8	-2.5
Deutschland	2476.8	2169.5	87.0	-3.3	-2.5	-0.2
Griechenland	227.3	339.1	147.3	-10.4	-6.5	-1.7
Irland	156.0	157.7	102.4	-32.4	-25.3	-5.3
Italien	1556.0	1961.8	126.8	-4.5	-2.2	1.4
Luxemburg	40.3	8.2	19.7	-1.7	0.7	0.8
Niederlande	588.4	422.6	71.4	-5.3	-3.8	-2.0
Portugal	172.8	177.9	103.1	-9.2	-7.6	-4.9
Spanien	1051.3	702.9	66.1	-9.2	-5.2	-3.5

Quelle: OECD Economic Outlook, Eurostat

In einer Währungsunion fehlt mit dem fixen Wechselkurs ein Instrument der wirtschaftlichen Anpassung zwischen den Mitgliedsländern. Wenn sowohl Löhne als auch der Wechselkurs fix sind, dann wird es für ein Land sehr schwierig, eine einmal eingetretene Fehlentwicklung zu korrigieren. Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen sind eben auch nur dann ergiebig und wirksam, wenn die Wachstumsaussichten der Wirtschaft intakt sind. Den Staatshaushalt wie in Griechenland in einer nicht wettbewerbsfähigen Wirtschaft und noch dazu in einem rezessiven Umfeld zu sanieren, ist beinahe unmöglich. Umso wichtiger ist es, in

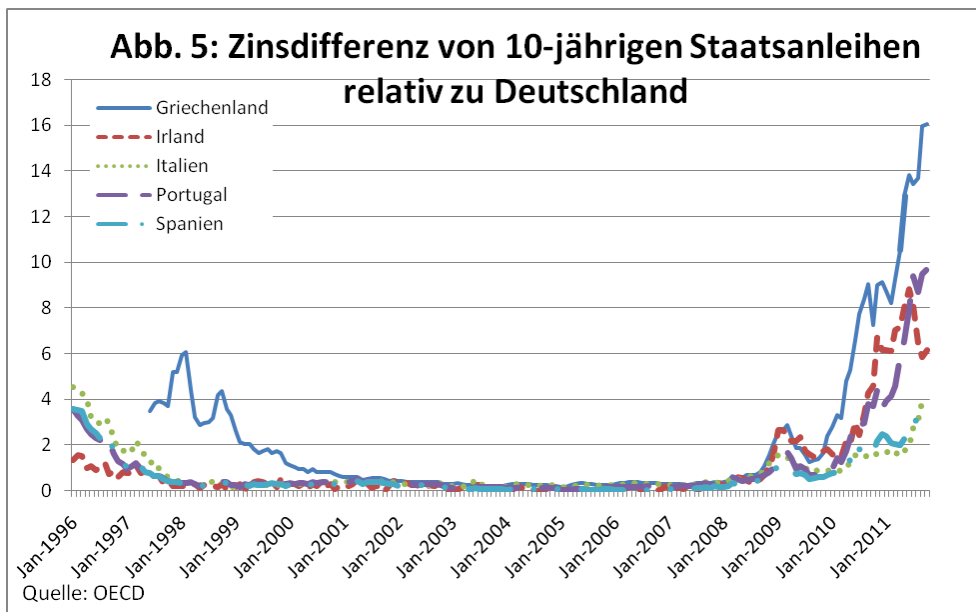
einer Währungsunion die Staatsverschuldung schon von vornherein durch fiskalische Regeln wirksam zu begrenzen, besonders in Ländern mit schwacher Wirtschaftsstruktur und grösseren Wettbewerbsproblemen.

Strukturell schwache Mitgliedsländer haben es in einer Währungsunion eher schwerer, eine einmal eingetretene Überschuldung zu korrigieren. Umso verhängnisvoller ist es, dass die Mitgliedschaft die Schuldenfinanzierung gerade für schwache Länder attraktiver machen kann (moralisches Risiko). Bei einem selbständigen Land würde ein effizienter Kapitalmarkt das Ausfallsrisiko richtig einpreisen und mit höheren Zinsen die Verschuldung von vornherein erschweren. Tatsächlich sind jedoch in Europa mit dem Start der gemeinsamen Währung die Risikoprämien auf Staatsschulden praktisch verschwunden, wie Abbildung 5 zeigt, so dass für die Länder der südlichen Peripherie eine Neuverschuldung zu besonders niedrigen Zinsen möglich wurde und eine höhere Schuld gut tragbar schien. Diese niedrigen Zinsen spiegeln einerseits den Wegfall des Abwertungsrisikos bei überhöhter Staatsschuld wider, da die Entwicklungen in einem einzelnen Mitgliedsland wenig Einfluss auf den Wechselkurs des Euro haben. Die höhere Verschuldung hat jedoch negative Folgen für die anderen Mitgliedsländer, weil sie die gemeinsame Geldpolitik erschwert, so dass Inflationsdruck entsteht oder bei restriktiver Politik das gemeinsame Zinsniveau ansteigt. Andererseits kann die Risikoprämie auch dann entfallen, wenn der Kapitalmarkt von einer impliziten Garantie durch die Gemeinschaft ausgeht. Auf einem gemeinsamen Kapitalmarkt werden die Staatsanleihen in allen Ländern gehalten. Ein Staatsbankrott eines einzelnen Landes würde den Banken- und Finanzsektor in anderen Ländern stark beschädigen. Die Banken und anderen Investoren können daher damit rechnen, dass ihre Heimatländer im Nachhinein entweder dem Schuldnerland oder den Gläubigern zu Hilfe eilen müssen, um eine veritable Finanzkrise zu vermeiden. Auch auf diesem Weg hat die Verschuldung negative Folgen für die anderen Mitgliedsländer und muss in einer Währungsunion mit wirksamen Regeln begrenzt werden.

In der makroökonomischen Theorie werden mehrere Voraussetzungen genannt, damit eine gemeinsame Währung stabil bleiben und Bestand haben kann:⁷ (i) Lohnflexibilität; (ii) regionale Mobilität der Arbeit; (iii) fiskalische Versicherung gegenüber asymmetrischen Schocks in der Union; und (iv) Regeln zur Begrenzung der Staatsschuld. In Europa sind die Löhne nur begrenzt flexibel. Die Wanderung der Arbeit von stagnierenden zu stark wachsenden Regionen ist aus kulturellen Gründen wesentlich geringer als etwa in den USA oder innerhalb der grossen europäischen Länder. Ein fiskalischer Ausgleich zwischen armen und reichen Regionen über das Zentralbudget fehlt ebenfalls, weil das EU Budget nur wenig mehr als 1% des BIP beträgt. In den U.S.A. wird z.B. ein Einkommensausfall in einer Region zu 40% über zentrale Budgets wie z.B. die Arbeitslosenversicherung oder den Bundeshaushalt wieder ausgeglichen. Wechseln sich die

⁷ Die Theorie des optimalen Währungsraums und die entsprechende Originalliteratur wird beispielsweise in De Grauwe (2009) ausführlich diskutiert.

Konjunkturschwankungen über die Zeit und über die Regionen ab, dann wird die *Fiskalunion* zur Versicherungsgemeinschaft und kann wirtschaftliche Schwankungen dämpfen. Wenn eine Region in eine Krise schlittert, wird sie zum Nettoempfänger gegenüber den anderen Regionen mit besserer Wirtschaftslage, weil die Steuer- und Beitragszahlungen zurückgehen, während die Transferzahlungen wie z.B. Arbeitslosengelder zunehmen. Wenn auf die Rezession ein Boom folgt, wird die Region wieder zum Nettozahler und subventioniert andere Regionen in ungünstiger Verfassung. In einer Fiskalunion, die ihren Zweck als Versicherungsgemeinschaft erfüllt, wechseln die Nettozahlungen ab und heben sich über die Zeit auf. Nur in einer *Transferunion* kann es einen systematischen und anhaltenden Einkommenstransfer zwischen den Regionen geben.

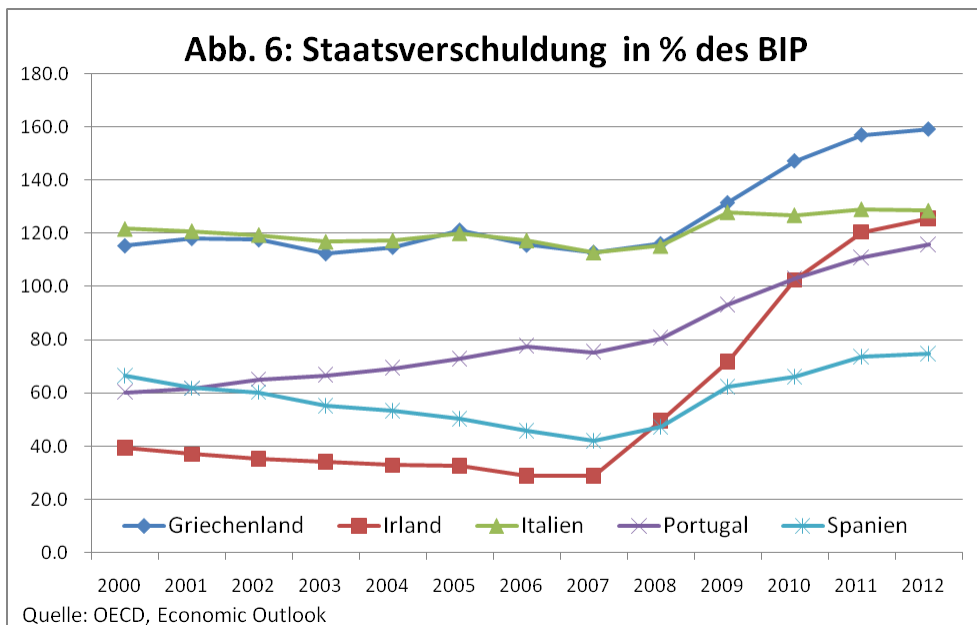


In Europa sind die Löhne tendenziell starr, die Mobilität der Arbeit ist gering, und eine nennenswerte Fiskalunion als regionale Versicherungsgemeinschaft gibt es auch nicht. Drei der vier Voraussetzungen für eine gemeinsame Währungsunion zum Nutzen aller Mitgliedsländer sind wenig bis gar nicht erfüllt. Umso wichtiger wären effektive Regeln zur Begrenzung der Staatsschuld auf ein tiefes Niveau, damit eine Staatsschuldenkrise von vornherein vermieden werden kann bzw. unwahrscheinlich bleibt. Die Maastricht Kriterien zur Begrenzung der Staatsschuld auf 60% des BIP haben jedoch versagt, wie Tabelle 1 zeigt.

b) Mangelnde Glaubwürdigkeit der Fiskalregeln

Eine wesentliche Fehlentwicklung seit Einführung des Euro war die mangelnde Effektivität der Maastricht Kriterien (Begrenzung der Staatsschuld auf 60% und

des Nettodefizits auf 3% des BIP). Abbildung 6 illustriert, wie die Staatsverschuldung seit 2007 in einzelnen Ländern massiv angestiegen ist.⁸ Die Maastricht-Kriterien haben ihre Glaubwürdigkeit von Beginn an verloren, weil die Sanktionsmöglichkeiten bei Verletzung der Kriterien nicht durchgesetzt werden konnten. Deutschland und Frankreich haben selbst ohne jede Konsequenz die Kriterien verletzt. Damit war klar, dass sich kein Mitgliedsland effektiv restringiert fühlen musste. Angesichts dieses Versagens der Maastricht-Kriterien konnten fiskalisch disziplinlose Mitgliedsländer mit einiger Berechtigung vermuten, dass auch der Grundsatz des 'no bail-out' nicht halten und die Union einspringen würde, wenn die Insolvenz nicht mehr zu vermeiden wäre. Die Union würde auf alle Fälle zu Hilfe eilen, wenn im Nachhinein die Kosten einer Insolvenz für die anderen Mitgliedsländer höher wären als die notwendigen Unterstützungen zur Vermeidung der Insolvenz.



Eine Insolvenz würde den Mitgliedsländern der Eurozone zwei schwerwiegende Probleme bescheren. Erstens besteht eine Ansteckungsgefahr für andere fiskalisch schwache Länder. Ein ungeordneter Bankrott Griechenlands könnte auf den volatilen Finanzmärkten plötzlich die Einschätzung auslösen, dass auch andere

⁸ Nicht in allen Ländern wurde die gegenwärtige Schuldenkrise durch die Fiskalpolitik selbst verursacht, sondern durch schock-artige Rückwirkungen von Fehlentwicklungen im privaten Sektor auf die öffentlichen Finanzen, wie z. B. die fiskalischen Kosten der Bewältigung der Bankenkrise in Irland oder der schweren Rezession nach dem Platzen der Immobilienblase in Spanien.

Länder der EU fiskalische Probleme haben und die Tragbarkeit ihrer Staatsschulden zweifelhaft ist. Eine solche Vermutung ist beispielsweise dann realistisch, wenn plötzlich hohe, zusätzliche Ausgaben drohen, um die Banken angesichts hoher Wertverluste auf griechische Staatsanleihen zu stabilisieren. Aufgrund der erwarteten höheren Ausfallswahrscheinlichkeit sinken also auch in anderen schwachen Ländern die Kurse der ausstehenden Staatsanleihen, was gleichbedeutend mit einer hohen Rendite (sicherer Zins plus Risikoprämie) ist. Diese Länder müssen auf neu auszugebende Staatsanleihen sehr hohe Zinsen zahlen. Werden bestehende Schulden fällig und müssen refinanziert werden, dann ist der Zugang zu neuen Krediten nur mehr zu exorbitant hohen Kosten möglich, die tatsächlich nicht mehr tragbar sind. Die verschlechterte Einschätzung der Tragbarkeit der Staatsschuld kann dann zu einer selbst erfüllenden Prophezeiung werden. Was zunächst nur ein Liquiditätsproblem ist, wird schnell zur vermuteten Insolvenz, lässt die Risikoprämien hochschnellen und treibt damit das betroffene Land tatsächlich in die Insolvenz. Das zweite Problem ist die Beschädigung des Bankensektors in anderen Ländern, was zur Problematik der Unterkapitalisierung von Banken führt.

c) Unterkapitalisierung der Banken

Die Insolvenz eines Mitgliedslands wie Griechenland betrifft auch andere fiskalisch solide Länder, wenn deren Banken in hohem Ausmass in Schuldenpapiere des insolventen Landes investiert sind (z. B. Deutschland und Frankreich). Tabelle 2 zeigt die Forderungen Europäischer Banken an Spanien, Griechenland und Italien. Fallen die Kurse von Staatsanleihen eines oder mehrerer dieser Länder drastisch, dann können die hohen Vermögensverluste einzelne Banken in die Insolvenz treiben und im Extremfall eine Bankenkrise auslösen mit Folgen, die der eben bewältigten Finanz- und Wirtschaftskrise ähneln. Die Wahrscheinlichkeit dafür ist umso grösser, je geringer die Eigenkapitalausstattung der Banken und damit deren Fähigkeit ist, einem grösseren Schock zu widerstehen. In dieser Situation haben die anderen betroffenen Länder zwei ähnlich kostspielige Optionen: sie können entweder dem verschuldeten Land mit weiteren Krediten und Anpassungsprogrammen zu Hilfe eilen, bis die Tragfähigkeit der Schuld wieder hergestellt ist, und so den Banken hohe Abschreibungen ersparen; oder sie können ihre Banken mit einem Programm für eine Rekapitalisierung stützen, um eine Bankenkrise abzuwenden.

d) Fehlanreize für Banken und Staaten

An dieser Stelle ist klar, dass weder die Maastricht-Kriterien noch das Prinzip des 'no-bailout' glaubwürdig waren. Daher mussten sie weder von den Mitgliedsländern noch von den Kapitalmarktteilnehmern wirklich ernst genommen werden. Mit der Einführung des Euro konnte der Kapitalmarkt also mit einiger Berechtigung darauf vertrauen, dass überschuldeten Mitgliedsländern im Nachhinein immer geholfen würde. Daher konnten die Gläubiger auf hohe Risikoprämien auf die Staatsanleihen von fiskalisch schwachen Ländern leicht

verzichten. Tatsächlich sind mit dem Start der Währungsunion die Risikoprämien auf Staatsanleihen weitgehend verschwunden, wie Abbildung 5 veranschaulicht. Die Banken konnten problemlos hohe Kredite vergeben und davon ausgehen, dass sie das Kapital immer zurückerhalten würden, entweder vom betroffenen Land oder von den anderen Ländern der EU. Dies setzte massive Fehlanreize für die Finanzpolitik fiskalisch schwacher Länder, da sie leichten Zugang zu Krediten zu günstigen Finanzierungsbedingungen erhielten. Umso leichter konnten diese Länder unbedacht öffentliche Ausgaben tätigen, den Bürgern niedrige Steuern versprechen und erst noch davon ausgehen, dass sie im Falle von Schwierigkeiten die aufgelaufene Schuld nur teilweise zurückzahlen müssten. Die Finanzpolitik der Mitgliedsländer wurde also weder vom Kapitalmarkt in Form von Risikoprämien noch von den Maastricht-Kriterien diszipliniert.

Tab. 2: Forderungen der Banken an Spanien, Griechenland und Italien, Q2 2011

	Spanien		Griechenland		Italien	
	Gesamt in Mrd. \$	% Eur. Banken	Gesamt in Mrd. \$	% Eur. Banken	Gesamt in Mrd. \$	% Eur. Banken
Eur. Banken	643.2	100.0	120.8	100.0	837.5	100.0
Frankreich	150.9	23.5	55.7	46.1	416.4	49.7
Deutschland	177.5	27.6	21.4	17.7	161.8	19.3
Grossbrit.	100.9	15.7	12.6	10.5	73.7	8.8
Niederlande	77.5	12.1	4.4	3.6	52.1	6.2
Portugal	26.5	4.1	10.1	8.4	3.1	0.4
Italien	30.0	4.7	3.7	3.1	-	-
Schweiz	25.7	4.0	3.4	2.8	26.7	3.2
Spanien	-	-	1.2	1.0	39.8	4.7
Belgien	23.9	3.7	1.7	1.4	24.0	2.9
Österreich	8.8	1.4	3.3	2.7	24.4	2.9
Irland	13.6	2.1	0.8	0.7	12.0	1.4
Schweden	3.8	0.6	0.4	0.3	1.1	0.1
Finnland	1.5	0.2	-	-	0.8	0.1
Griechenland	0.4	0.1	-	-	0.5	0.1
Türkei	0.2	0.0	0.1	0.1	0.6	0.1

Quelle: BIS (2011), <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>, Table 9D

Die mangelnde Glaubwürdigkeit der Fiskalregeln musste auch Fehlanreize für die Banken zur Folge haben. Sollte nach Ausweitung der Kreditvergabe an fiskalisch schwache Länder ein Staatsbankrott nicht mehr abzuwenden sein und sollten den Banken hohe Verluste auf ihre Kreditbestände drohen, dann konnten sie mit dem Beistand ihrer Heimatländer rechnen. Diese würden die Verluste übernehmen, um eine systemische Bankenkrise zu vermeiden. Kein Land kann es sich leisten, und schon gar nicht angesichts der Erinnerungen an die Auswirkungen der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008, systemisch wichtige Banken untergehen zu lassen und so die Kreditversorgung der Realwirtschaft zu

blockieren. Das zentrale Problem dabei ist die geringe Eigenkapitalausstattung der Banken. Sie macht die Standortländer geradezu erpressbar, da die Wahrscheinlichkeit eines Bankenzusammenbruchs umso höher ist, je kleiner ihre Eigenkapitalquote ist.

Die fehlenden Risikoprämien resultierten in viel zu hohen Krediten an fiskalisch schwache Länder und haben so eine starke Fehlallokation des Kapitals begünstigt. Da die Zinsen auf 'risikolose' Staatsanleihen das gesamte Zinsniveau verankern, mussten auch Unternehmen und Haushalte in diesen Ländern künstlich niedrige Zinsen bezahlen. Die leichte Verfügbarkeit von Krediten zu günstigen Konditionen haben also nicht nur die Staatsverschuldung, sondern auch einen kreditfinanzierten und nicht nachhaltigen, privaten Investitionsboom in diesen Ländern ermöglicht (vgl. auch die Ausführungen in Abschnitt 2a zu den TARGET-Salden). Dies mag beispielsweise einen Teil der Immobilienblase in Spanien erklären. Die Berücksichtigung zutreffender Risikoprämien hätte die Kreditkosten verteuert, die Überinvestitionen in diesen Ländern auf ein nachhaltiges Niveau zurechtgestutzt und die Staatsverschuldung gebremst. Die Umlenkung der Kapitalströme bedeutet auch, dass Kredite in den fiskalisch gesunden und produktiveren Ländern tendenziell knapper wurden und die Investitionen dort eher stagnierten. Diese Situation wird heute aufgrund der Einpreisung von Risikoprämien korrigiert, was die Investitionsaussichten in den fiskalisch gesunden und produktiven Ländern wieder steigert und die Kapitalallokation in der EU nachhaltiger gestaltet.

Letzten Endes ist also die mangelnde Glaubwürdigkeit und die fehlende Durchsetzung der Fiskalregeln teilweise für die Anpassungsprobleme in der Währungsunion verantwortlich, wie sie in Abschnitt a) diskutiert wurden. Die künstlich niedrigen Zinsen stimulierten die Investitionen in den Peripherieländern. Die zunehmende Kapitalintensität beförderte einen nicht nachhaltigen Anstieg der Arbeitsproduktivität, der die Durchsetzung hoher Lohnsteigerungen ermöglichte. Angesichts der nun ansteigenden Zinsen in den Peripherieländern erscheinen aber viele dieser Investitionen nicht mehr rentabel. Der Anstieg der Arbeitsproduktivität und die damit ausgelösten Lohnsteigerungen erweisen sich als nicht nachhaltig, weil sie durch künstlichen Kapitalzufluss und nicht durch Innovation und Rationalisierung getrieben waren. Um die internationale Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen, müssten jetzt die hohen Lohnsteigerungen wieder rückgängig gemacht werden, was nur sehr schwer durchsetzbar ist.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass die gegenwärtige Staatsschulden- und Finanzkrise in Europa zu einem guten Teil auf die mangelnde Glaubwürdigkeit der Fiskalregeln im Verbund mit der geringen Eigenkapitalausstattung der Banken und den fehlenden Risikoprämien auf Staatsanleihen von fiskalisch schwachen Ländern zurückzuführen ist. Der Anstieg der Löhne relativ zur Arbeitsproduktivität hat die Wettbewerbsfähigkeit der Länder an der südlichen Peripherie stark beeinträchtigt und erschwert ganz erheblich eine schnelle Korrektur. Unabhängig von der öffentlichen Verschuldung hätten die Zahlungsbilanzdefizite und die damit einhergehende Verschuldung des Privatsektors in diesen Ländern vermutlich über

kurz oder lang ebenfalls eine Finanzkrise ausgelöst. Es stellen sich nun zwei Fragen: Wie kann die gegenwärtige Krise bewältigt werden? Und wie müssen die Institutionen reformiert werden, damit die Wahrscheinlichkeit für eine Wiederholung der Schulden- und Finanzkrise möglichst gering bleibt?

3. Mögliche Szenarien

Die akute Krisenbewältigung und die langfristige Reform der EU sind zwei unterschiedliche Probleme, die allerdings miteinander verwoben sind. Die akute Krise besteht in der Insolvenz Griechenlands und dem dadurch ausgelösten Vertrauensschwund auf den Finanzmärkten. Dieser könnte im Extremfall zu einer panikartigen Flucht aus Staatsanleihen führen, grosse Länder wie Italien und Spanien in die Insolvenz treiben, und angesichts der geringen Eigenkapitalquoten den Bankensektor in mehreren Ländern gefährden. Für die längerfristigen Entwicklungen sind im Wesentlichen drei Szenarien denkbar (vgl. dazu Buitter und Rahbari, 2011, und Roubini, 2011a,b): (i) Austritt einzelner Mitgliedsländer, (ii) Ausbau und Weiterentwicklung der EU zu einer föderalistischen Fiskalunion, und (iii) Reform der EU ohne Ausbau.

a) Austritt von Mitgliedsländern

In einer Währungsunion können die Mitgliedsländer nicht den Wechselkurs abwerten, wenn sie zu den gegebenen Löhnen nicht mehr wettbewerbsfähig sind und daher nicht genügend Einkommen erwirtschaften, um kapitalmarktfähig zu bleiben. Wenn sie autonom wären, könnten sie den Wechselkurs abwerten und die Wettbewerbsfähigkeit kurzfristig wiederherstellen, um eine Zahlungsbilanzkrise zu meistern. Die Wettbewerbsfähigkeit ist die Voraussetzung für weiteres Wachstum, damit die Verschuldung tragbar bleibt oder ein unvermeidlicher Schuldennachlass in seinem Umfang begrenzt werden kann.

Da in Griechenland ein Ausgleich für die mangelnde Wirtschaftskraft weder durch Nettozuflüsse aus einem europäischen Zentralhaushalt noch durch Auswanderung in grossem Stil erfolgen kann, bleibt nur eine interne Abwertung in Form von drastischen Lohnkürzungen.⁹ Ohne Senkung der Lohnkosten kann die Wettbewerbsfähigkeit, das Wachstum und damit die Tragbarkeit einer hohen Schuld nicht hergestellt werden. Wenn eine solche Lohnkürzung nicht zumutbar und in der Bevölkerung nicht durchsetzbar ist, wäre der Austritt Griechenlands aus dem Euroraum eine Alternative (vgl. dazu Roubini, 2011a,b), um so über eine Abwertung den griechischen Reallohn gegenüber anderen Ländern zu senken.

⁹ Eine andere Möglichkeit ist eine 'fiskalische Abwertung'. Dabei soll das Steueraufkommen von den Lohnsteuern und Sozialversicherungsbeiträgen zu den Konsumsteuern verlagert werden, um auf diesem Weg die Lohnstückkosten zu senken. Siehe Farhi, Gopinath und Itskhoki (2011) für eine theoretische Analyse.

Sind die beiden Alternativen, d.h. interne und externe Abwertung, vergleichbar? In beiden Fällen müssen die Einkommensansprüche auf ein Niveau reduziert werden, das der Arbeitsproduktivität entspricht. Viele Ökonomen gehen davon aus, dass die Reallöhne um etwa 30% fallen müssten, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen, denn um diesen Betrag haben die Lohnstückkosten akkumuliert seit Einführung des Euro mehr als anderswo zugenommen, und sie waren schon zu diesem Zeitpunkt vermutlich zu hoch (vgl. Abbildungen 1 und 2). Um diese Lücke über einen Zeitraum von 5 Jahren abzutragen, müssten die Löhne jährlich um 5.1% fallen,¹⁰ bei einem längeren Zeitraum von 10 Jahren müssten sie jährlich um 2.6% nachgeben. Bei einer internen Abwertung würde also eine schwere Deflation von 5 bis 10 Jahren notwendig werden, um die vergangene Entwicklung zu korrigieren. Parallel mit den Löhnen würden auch die lokalen Preise und Vermögenswerte im selben Ausmass fallen, bis die relativen Preise zum Ausland auf ein Niveau korrigiert sind, zu dem das Land wieder erfolgreich exportieren kann. Während bei einer Inflation der Realwert einer Schuld geringer wird, steigt er bei einer Deflation. In diesem Zeitraum nimmt also der Realwert der Schulden um 30% zu, so dass die Insolvenzprobleme im öffentlichen und privaten Sektor um 30% grösser werden. Angesichts dieser Perspektiven erscheint der jüngste Schuldenschnitt zu gering.

Die Alternative wäre der Austritt aus der Eurozone und die Wiedereinführung der Drachme. Vermutlich würde es zu einer überschüssenden Reaktion der Märkte kommen, so dass eine Abwertung um 50% realistisch sein könnte. Da die griechischen Staatsschulden und auch die privaten Schulden zu einem Grossteil von Gläubigern in anderen Ländern der Eurozone gehalten werden, käme dies einer drastischen realen Aufwertung der griechischen Auslandsschuld gleich. Wiederum dürfte ein höherer Schuldenschnitt notwendig werden, um die Tragbarkeit der verbleibenden Staatsschuld sicherzustellen. Eine Konvertierung der Euroschuld in Drachmen und die anschliessende Abwertung der Landeswährung würde im Wesentlichen dasselbe bedeuten. Der Forderungsausfall der europäischen Banken und anderen Gläubiger wäre daher deutlich höher und die restlichen EU-Länder müssten mit einem grösseren Stabilitätsproblem in ihrem Finanzsektor fertig werden als bisher angenommen. Dazu kommen noch die TARGET-Verbindlichkeiten Griechenlands bei der EZB (vgl. Abbildung 4), die vermutlich ebenfalls zum Grossteil verloren wären.

Die notwendigen Anpassungen in Griechenland sind enorm und können weder in der einen noch in der anderen Variante vermieden werden. Sie haben eines gemeinsam: die Einkommensansprüche in Griechenland müssen in beiden Fällen zurückgeschraubt werden, und der Realwert der Schulden wird steigen, wenn nicht ein weiterer Nachlass erfolgt. Der entscheidende Unterschied ist, dass bei einem Austritt und einer starken Abwertung die Reallöhne relativ zum Ausland schlagartig korrigiert werden und danach wieder rasch ein exportgetriebenes

¹⁰ Ausgehend von einem Niveau von 1.3 braucht es eine jährliche Rate von $g = -.051$, um den Index wieder auf $1 = 1.3 \cdot (1+g)^5$ zurückzuführen.

Wachstum einsetzen kann. Dieser Weg ist politisch vermutlich leichter verkraftbar. Angesichts der besseren Aussichten auf neuerliches Wachstum wären die unvermeidlichen realen Einkommensverluste eher zumutbar. Allerdings kommen Transaktionskosten aus der Wiedereinführung der Drachme und ein möglicherweise chaotischer Prozess wegen der äusserst kurzen Vorbereitungszeit hinzu. Bei einer internen Abwertung wird sich dagegen die Anpassung über einen langen Zeitraum von Rezession, Deflation und schweren sozialen Spannungen mit wenig Aussicht auf rasche Besserung hinziehen. Die Arbeitslosenraten dürften über Jahre hinweg 20% und mehr betragen. Man kann berechtigt daran zweifeln, dass eine Demokratie eine solche Deflation und schwere Rezession über einen so langen Zeitraum aushalten kann. Andere Länder an der südlichen Peripherie mit ebenso geringer Produktivität stehen einer ähnlich schwierigen Abwägung gegenüber. Angesichts dieser Überlegungen muss man sich fragen, ob die europäische Solidarität es nicht gebietet, den Griechen und möglicherweise anderen Ländern wie Portugal eine Wahl zu lassen und sie allenfalls beim Austritt aus der Eurozone sogar zu unterstützen, um die kurzfristigen Begleitschäden und längerfristigen Probleme für beide Seiten zu begrenzen.

Die enorme Heterogenität im Euroraum führt dazu, dass der Euro für die Stabilitätsländer wie z.B. Deutschland, Österreich und Niederlande unterbewertet und für die weniger wettbewerbsfähigen und weniger stabilitätsorientierten Südländer überbewertet ist. Dies steigert das Wachstum der Nordländer und bremst die wirtschaftliche Entwicklung der Südländer, solange diese mit ihrer Arbeitsproduktivität zurückfallen und die Wettbewerbsfähigkeit nicht herstellen können. Daher wurde gelegentlich eine Zweiteilung des Euroraums vorgeschlagen, indem die Stabilitätsländer austreten und eine eigene harte Währung z.B. mit dem Namen 'Thaler' einführen, während der Euro von den restlichen EU-Ländern weitergeführt wird. Die Vermutung ist, dass der Thaler stark aufwerten würde, so dass die Wettbewerbsvorteile aus der Unterbewertung des Euro für diese Länder dahin wären. Der Thaler würde vermutlich den Status eines sicheren Hafens erhalten, so dass die Finanzmärkte die Aufwertung möglicherweise übertreiben würden. Der Thaler könnte dann eine ähnliche Entwicklung nehmen wie der Schweizer Franken, mit schweren Problemen für den international exponierten Sektor, bis sich die schweizerische Nationalbank zur Intervention gezwungen sah, um 'unter allen Umständen' eine Untergrenze von 1.2 Fr. pro Euro zu verteidigen.

Eine Zweiteilung der Eurozone mit der Formation einer neuen Hartwährungsunion der stabilitätsorientierten Länder scheint kein gangbarer Weg zu sein und wird auch nur sehr begrenzt diskutiert. Die Vorbereitungszeit wäre viel zu lange, um die akuten Probleme zu lösen, und die neuerlichen Umstellungskosten wären nicht zu vernachlässigen. Über die politischen Rückwirkungen auf die europäische Solidarität und die Zukunft der EU kann man nur spekulieren.

b) Ausbau zur Fiskalunion

Der Übergang zu einer föderalistisch organisierten Fiskalunion mit einem starken Zentralstaat würde eine erhebliche Relativierung der Subsidiarität als

tragendes Prinzip der EU bedeuten. Es müssten wichtige öffentliche Aufgaben auf den Zentralstaat verlagert werden und dieser müsste über eigene Steuern verfügen (vgl. beispielsweise Marzinotto, Sapir und Wolff, 2011).¹¹ Ein wichtiger Teil davon wäre beispielsweise die Übertragung der Arbeitslosenversicherung auf die EU-Ebene. Aber selbst wenn der Zentralstaat z.B. 10% des BIPs in der EU ausmachen würde, dann wäre das noch deutlich weniger als etwa in der Schweiz oder den USA (vgl. z.B. Henning und Kessler, 2012, zum Fiskalföderalismus der U.S.A. und möglichen Schlussfolgerungen für Europa). Das Zentralbudget könnte, ähnlich wie die automatischen Stabilisatoren innerhalb eines Landes, eine gewisse Ausgleichsfunktion ausüben und eine bescheidene Versicherung gegen asymmetrische Einkommensschocks bewirken. Daneben könnte die Konvergenz in der EU und die Angleichung der Lebensverhältnisse zusätzlich zu den Strukturfonds auch mit einem weitergehenden Finanzausgleich unterstützt werden.

Es sind die Konzepte der Fiskal- und Transferunion zu unterscheiden. Eine *Transferunion* ist mit systematischen und lange anhaltenden Einkommenstransfers zwischen unterschiedlichen Regionen verbunden, wie z.B. in Deutschland nach der Einigung, um die Lebensverhältnisse und Wohlfahrtsniveaus anzugleichen. Selbst innerhalb von Nationalstaaten führen anhaltende, grosse Transferzahlungen zu erheblichen Spannungen bis hin zu politischen Tendenzen zur Separation. In Europa dürfte angesichts der grossen kulturellen Heterogenität eine systematische Transferunion bei den Bürgern keine politische Unterstützung geniessen.

Eine *Fiskalunion* meint dagegen eine Versicherungsgemeinschaft, welche die Einkommensschwankungen zwischen den Regionen und über die Zeit ausgleichen kann. So könnte z.B. die Arbeitslosenversicherung europaweit mit einheitlichen Beitragssätzen und Leistungskriterien so ausgerichtet werden, dass sie bei einer langfristigen Trendarbeitslosenrate gerade ausgeglichen ist. In der Rezession mit überdurchschnittlicher Arbeitslosigkeit häuft die Versicherung Defizite an, die durch die Überschüsse in darauffolgenden Boom-Perioden wieder abgetragen werden. Eine so konstruierte Versicherung ist ein wichtiger automatischer Stabilisator, der die Konjunkturschwankungen dämpft. Damit das tatsächlich passiert, braucht es im Sozialwerk selbst eine Schuldenbremse, die über einen längeren Zeitraum für den Ausgleich sorgt, z.B. durch eine automatische Anhebung der Beitragssätze bzw. Kürzung von Leistungsansprüchen, wenn die Rückführung der Schuld nicht zustande kommt oder zu langsam erfolgt. Mit der Etablierung der Arbeitslosenversicherung auf europäischer Ebene wird es möglich, Einkommensschwankungen nicht nur über die Zeit, sondern auch über unterschiedliche Länder zu glätten. Herrscht in Deutschland ein Boom und in Frankreich eine Rezession, ist aber im Durchschnitt die Arbeitslosenrate gerade

¹¹ In diesem Zusammenhang ist ein Blick in die Schweiz interessant, wo die Steuerkompetenz bei den Kantonen liegt. Dem Bund wird per Volksabstimmung regelmässig ein befristetes Recht zur Erhebung von Steuern eingeräumt (aktuell bis 2020). Die Kantone erheben Einkommens- und Gewinnsteuern und andere eigene Steuern.

'normal', dann fliesst vorübergehend ein Transfer nach Frankreich, ohne dass im Zentralhaushalt der Arbeitslosenversicherung ein Defizit oder Überschuss entsteht. Wenn einige Jahre später die Konjunktursituation gerade umgekehrt ist, fliesst der Transfer wieder in die andere Richtung. So kann eine Fiskalunion regionale Konjunktur- und Einkommensschwankungen dämpfen, ohne dass es einen systematischen, andauernden Transfer gibt.

Die Voraussetzung dafür ist allerdings, dass die Risiken zwischen den Regionen und über die Zeit unabhängig voneinander sind. Wenn die Länder strukturell unterschiedliche Arbeitslosenraten haben, dann kann es leicht zu systematischer Quersubventionierung und damit Umverteilung kommen, wie es bei jeder Versicherung passiert, wenn gute und schlechte Risiken einheitlich versichert werden. So würde die Fiskalunion zur Transferunion mutieren und damit ein moralisches Risiko erzeugen, ähnlich wie die mangelhaften Fiskalregeln, die letzten Endes eine Tendenz zu übermässiger Staatsverschuldung förderten und damit wesentlich die gegenwärtige Staatsschuldenkrise verursachten. Wenn eine hohe strukturelle Arbeitslosigkeit zu systematischen Quersubventionen führt, dann kann sich das nur ungünstig auf die Anreize der Mitgliedsstaaten auswirken, mit schmerzhaften und politisch schwierigen Arbeitsmarktreformen die strukturelle Arbeitslosigkeit aktiv zu bekämpfen. Um dies zu vermeiden, müssten die Beitragssätze oder Leistungsansprüche risikogerecht nach Ländern differenziert werden, d.h. in Spanien, Griechenland oder auch in Frankreich und in Italien müsste das Beitragsleistungsverhältnis wesentlich ungünstiger sein als etwa in Österreich, Deutschland oder die Niederlande.

Ein Ausbau zu einer Fiskalunion mit einer hohen Ausgabenkompetenz auf EU-Ebene würde eine der makroökonomischen Voraussetzungen für das Funktionieren einer gemeinsamen Währung verbessern, gleichzeitig aber auch neue Probleme schaffen. Eine Fiskalunion mit grösseren Versicherungsinstitutionen auf der Zentralebene würde das Grundproblem der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit einzelner Länder und die damit verbundenen Fliehkräfte in der Union nicht lösen. Dieses Problem könnte in einer Transferunion angegangen werden, indem EU-Steuern von allen Mitgliedsländern erhoben und die deutlich höheren Ausgaben für strukturelle und effizienzsteigernde Anpassungen auf die wettbewerbsschwachen Länder konzentriert werden. Vom Subsidiaritätsprinzip würde nicht mehr viel übrig bleiben. Es ist schwer einzusehen, warum diese Kernbereiche der Wirtschaftspolitik nicht in der ungeteilten Eigenverantwortung der Mitgliedsländer bleiben sollten und der nationalen Autonomie von aussen nachzuhelfen sei. Wie es scheint, gibt es in der Bevölkerung nicht die geringste Unterstützung dafür. Sie wäre auch demokratiepolitisch bedenklich, da die Teilnahme am politischen Prozess umso grösser ist, je dezentraler die politischen Einheiten sind und je näher die Entscheidungen beim Bürger angesiedelt sind. Das Subsidiaritätsprinzip in der EU würde erheblich nivelliert. Der Zeitraum zur Verwirklichung wäre viel zu lange, so dass diese Option wenig zur Lösung der akuten Krise beitragen könnte.

c) Eurobonds

Mit dem Begriff der Fiskalunion wird oft auch die gemeinsame Haftung für Staatsschulden verstanden. Dies wäre beispielsweise mit der Einführung von Eurobonds der Fall. Wenn ein Mitgliedsland Eurobonds emittiert und anschliessend insolvent wird, würden alle Mitgliedsländer anteilig haften.¹² Für den Kapitalmarkt bedeutet dies, dass die emittierten Wertpapiere die durchschnittliche Bonität der Mitgliedsländer haben und die Zinskosten eine durchschnittliche Risikoprämie enthalten. Dadurch verteuern sich die Finanzierungskosten der stabilitätsorientierten Länder mit der besten Bonität, während fiskalisch schwächere Länder einen besseren und vor allem billigeren Zugang zum Kapitalmarkt erhalten. Ein gemeinsamer Eurobond-Markt hätte zwar ein wesentlich höheres Handelsvolumen und wäre liquider als die Märkte für die Staatsanleihen einzelner Mitgliedsländer, so dass die Zinskosten im Ausmass einer gewissen Liquiditätsprämie für alle etwas kleiner würden. Es ist aber klar, dass Eurobonds sehr ungünstige Anreize setzen, indem sie die Zinsen vor allem für fiskalisch schwache Länder senken, deren Schuldenfinanzierung begünstigen und damit erst Recht den Hang zur Überschuldung fördern, der zur gegenwärtigen Krise geführt hat. Auf der anderen Seite müssten die stabilitätsorientierten Länder höhere Zinsen zahlen und würden für ihre überdurchschnittliche Bonität nicht mehr mit Zinsvorteilen belohnt. Ihr Interesse an einer sparsamen Haushaltsführung würde ebenfalls nachlassen, da eine höhere Verschuldung nicht mehr mit dem Nachteil einer steigenden Risikoprämie verbunden wäre. Die Risikoprämie wäre von einem einzelnen Mitgliedsland je nach Grösse gar nicht oder nur mehr sehr begrenzt beeinflussbar. Die Disziplinierungsfunktion des Kapitalmarkts bei der Aufnahme neuer Staatsschuld wäre weitgehend ausgeschaltet.

Der positive Aspekt von Eurobonds besteht in den geringeren Zinskosten für finanzschwache Länder, so dass eine einmal vorhandene Staatsschuld von diesen leichter getragen werden kann, was an sich die Ausfallswahrscheinlichkeit reduziert. Um der Abwägung zwischen ungünstigen Anreizen und besserer Tragbarkeit der Staatsschuld gerecht zu werden, schlagen Delpa und von Weizsäcker (2010) eine Variante der Eurobonds vor. Danach dürften die Mitgliedsländer gemeinsam garantierte Eurobonds nur bis zu 60% des BIPs ausgeben, während darüber hinausgehende Schulden als rein nationale Anleihen ohne jede Gemeinschaftshaftung finanziert werden müssten. Die Eurobonds würden vorrangig bedient, die nationalen Anleihen nachrangig. Nachdem bei einem Staatsbankrott selbst bei grosszügigem Schuldennachlass ein Staat seine verbleibende Schuld vermutlich niemals auf weniger als 60% des BIPs reduzieren könnte (in Griechenland soll die Staatsschuld nur auf 120% des BIPs gesenkt werden), wären vor allem die nachrangigen nationalen Anleihen dem

¹² Bereits jetzt haften alle Mitgliedsländer anteilig nach dem EZB-Schlüssel für die TARGET-Kredite an die GIPS-Staaten, welche bei der EZB u.a. wegen der Zahlungsbilanzungleichgewichte entstanden sind, vgl. Abschnitt 2a. Nach Sinn und Wollmershäuser (2011) sind sie wirtschaftlich wie kurzfristige Eurobonds zu betrachten.

Insolvenzrisiko ausgesetzt. Die vorrangigen Eurobonds würden immer bedient werden, hätten erste Bonität und würden kaum eine Risikoprämie erhalten. Die sehr geringen Zinskosten würden die Tragbarkeit der Staatsschulden wesentlich erleichtern und den angeschlagenen Ländern möglicherweise eine Befreiung aus der angespannten finanzpolitischen Lage erleichtern. Vermutlich würden dann aber die nationalen Anleihen für die über 60% des BIPs hinausgehende Verschuldung umso riskanter eingestuft und mit umso höheren Risikoprämien belegt.¹³ Dies würde die Anreize der fiskalisch noch starken Mitgliedsländer zur Begrenzung und Reduktion der Staatsverschuldung a priori verstärken. Wenn aber ein Land bereits stark überschuldet ist, dann müssten bei Refinanzierung von fällig werdenden Schulden umso höhere Risikoprämien gezahlt werden, solange der Schuldenstand deutlich über 60% ist. Dieser Vorschlag für Eurobonds ist bezüglich der Anreize sicherlich wesentlich besser einzuschätzen als die Einführung von undifferenzierten Eurobonds mit Gemeinschaftshaftung. Allerdings dürften sich die durchschnittlichen Zinskosten von stark überschuldeten Staaten wenig ändern (vgl. Kopf, 2011), und gering verschuldete Staaten genießen auch ohne Eurobonds erste Bonität und niedrige Zinsen.

Nach De Grauwe (2011) liegt aber die zentrale Bedeutung von gemeinsam garantierten Eurobonds darin, den Vertrauensverlust der Anleger auf den Märkten für Staatsanleihen zu beseitigen und spekulativen Attacken vorzubeugen, die zu stark übertriebenen Risikoprämien führen und ein an sich noch solventes Land in den Bankrott treiben können. Andererseits braucht es die Differenzierung der Staaten nach Risikoprämien, um die Anreize für eine nachhaltige Finanzpolitik zu erhalten. Die Vorschläge von De Grauwe und Moesen (2009) und De Grauwe (2011) und das Konzept der 'konditionellen Eurobonds' von Muellbauer (2011) verbinden die beiden Vorteile. Im Wesentlichen handelt es sich um gemeinsam garantierte Schulden, aber mit administrativ fest gelegten und nach Ländern differenzierten Risikoprämien. Die gemeinsame Garantie macht die Papiere aus Sicht der privaten Investoren sicher, stellt das Vertrauen auf dem Kapitalmarkt wieder her und schützt so vor spekulativen Attacken. Die Garantie gibt den konditionellen Eurobonds das beste Rating und reduziert die Zinsen auf dem Kapitalmarkt, während die Einnahmen aus der administrierten Risikoprämie an die Triple A Länder fließen, um dort die Steuerzahler für die geleistete Garantie zu kompensieren. Man könnte diese Seitenzahlung auch als Versicherungsprämie für den Schutz vor spekulativen Attacken verstehen, den die fiskalisch starken Länder den schwachen Ländern gewähren. Die von einer neuen Institution (wie z.B. EMFA, European Monetary and Fiscal Authority) festgelegten Risikoprämien würden sich an der ökonomischen Situation des Landes orientieren und wären

¹³ Die Situation ist ähnlich wie bei der Aufnahme von neuem Eigenkapital und Fremdkapital durch Unternehmen. Im Bankrottfall wird Fremdkapital zuerst bedient und Eigenkapital nur residual, wenn überhaupt noch Mittel vorhanden sind. Daher ist die Risikoprämie auf Eigenkapital viel höher als jene auf Fremdkapital. Auf nachrangiges Kapital müssen immer viel höhere Zinsen gezahlt werden als auf vorrangiges Kapital.

deutlich niedriger als die spekulativen Risikoprämien (vielleicht 5% anstatt 8% und mehr), die ein Land nach einem Vertrauensverlust auf dem Kapitalmarkt an die extrem nervösen und risikoscheuen Investoren zahlen müsste. Sie würden einmal jährlich festgelegt und würden sich nach erfolgreichen Strukturreformen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und nach einem erfolgreichen Abbau der fiskalischen Defizite reduzieren (daher 'konditionelle' Eurobonds). Die in Aussicht gestellte Reduktion der Zinskosten würde den Anreiz der betroffenen Länder erhalten, im Eigeninteresse schwierige Reformen durchzuführen.¹⁴ Die Einführung von Eurobonds jeglicher Variante wird jedoch in der EU derzeit nicht weiterverfolgt.

d) Reform der EU

Das wahrscheinlichste Szenario ist vermutlich die Reform der EU mit einer Stärkung der Institutionen und einer verbesserten Koordination der Wirtschaftspolitik, aber ohne Ausbau zu einer Fiskalunion mit eigenen Steuern und einer umfangreicheren Übertragung von ausgabenintensiven Kompetenzen an die Kommission. Dieses Szenario scheint sich nun mit den Beschlüssen des Eurogipfels vom 26. Oktober und 9. Dezember 2011 zu realisieren und wird im nächsten Abschnitt ausführlicher diskutiert. Dabei sind die neu beschlossenen Massnahmen unter zwei Gesichtspunkten zu sehen, nämlich erstens die Bewältigung der akuten Schulden- und Finanzkrise und zweitens die Reform und Stärkung der Fiskalregeln und Institutionen, um das Verhalten der Mitgliedsländer zu disziplinieren, zukünftigen Fehlentwicklungen vorzubeugen und neuerliche Krisen zu vermeiden.

4. Reform der Europäischen Union

a) Beschlüsse der Eurogipfel

Die Beschlüsse der Eurogipfel vom 26. Oktober und 9. Dezember 2011 enthalten folgende Eckpunkte (European Council, 2011a,b):

- **Schuldenschnitt für Griechenland:** 50% 'freiwilliger' Forderungsverzicht der Banken und anderer privater Gläubiger, aber nicht der internationalen Institutionen (EZB, IWF und EFSF¹⁵); Reduktion der Staatsschuld auf

¹⁴ Hinter diesem Vorschlag steckt letztendlich die Vorstellung, dass eine öffentliche Institution mit einem Knowhow wie z.B. des IWF die Tragbarkeit und das Risiko einer Staatsverschuldung ökonomisch zutreffender und stabiler zu beurteilen vermag als der Kapitalmarkt, der bisweilen von nervösen Investoren mit wechselndem 'Risikoappetit' getrieben wird und zu Übertreibungen neigt.

¹⁵ Folgende Abkürzungen werden verwendet: EZB europäische Zentralbank, IWF internationaler Währungsfonds, EBA European Banking Authority, EFSF European Financial Stability Facility, und ESM European Stabilization Mechanism. Die letzten beiden Institutionen werden als EFSF- bzw. ESM-Fonds bezeichnet.

120% des BIP bis 2020; Fortführung des EFSF-IWF-Programms unter strikten Auflagen und mit zusätzlichen Krediten.

- **Erweiterung des EFSF Rettungsschirms auf bis zu 1000 Mrd. Euro:** Durch Übernahme einer Ausfallhaftung von 20% von qualifizierenden Staatsanleihen können mit noch verfügbaren EFSF-Mitteln von 200 Mrd. Kredite von insgesamt etwa 1000 Mrd. Euro versichert werden. Die Begrenzung des Ausfallsrisikos soll die Staatsanleihen für die Investoren attraktiver und billiger machen. Mit Beschluss vom 9. Dezember soll die Mittelaufnahme des EFSF beschleunigt und die Nachfolgeorganisation ESM bereits vorzeitig im Juli 2012 aktiv werden. Bis Mitte 2013 laufen die Programme der EFSF und ESM-Fonds parallel.
- **Sofortige Aufstockung der IWF Mittel um 200 Mrd. Euro:** mit diesem Beschluss vom 9. Dezember soll sichergestellt werden, dass die Finanzkraft des IWF ausreicht, um die gemeinsamen Anpassungsprogramme mit den EFSF- und ESM-Fonds zu finanzieren.
- **Rekapitalisierung der Banken:** Banken müssen bis Ende Juni 2012 eine harte Eigenkapitalquote von mindestens 9% aufweisen. Nach Schätzungen der EBA vom 8. Dezember 2011 sind dazu ca. 114,7 Mrd. Euro erforderlich. Die Rekapitalisierung soll vorrangig mit privater Finanzierung, danach mit nationaler Unterstützung und zuletzt mit EFSF-Mitteln erfolgen.
- **Schuldenbremsen:** alle Mitgliedsländer sollen Schuldenbremsen im Verfassungsrang etablieren, wobei das strukturelle Defizit nicht mehr als 0,5% des nominellen BIP betragen soll. Bei Abweichungen soll ein automatischer Korrekturmechanismus greifen.
- **Verstärkte Überwachung:** Die Fiskal- und Wirtschaftspolitik aller Mitgliedsländer wird strenger überwacht, Spanien und Italien stehen unter besonderer Beobachtung. Portugal, Irland und Griechenland unterliegen bereits der Kontrolle im Rahmen von IWF-EU Anpassungsprogrammen.

Der Erfolg der beschlossenen Massnahmen wird davon abhängen, ob damit die Grundprobleme der Währungsunion tatsächlich an der Wurzel angegangen werden. Nach der Analyse des zweiten Abschnitts müssen vier Fragen beantwortet werden. Sind die Massnahmen geeignet, die Anreize für fiskalisch verantwortungsvolles Handeln nachhaltig zu stärken und damit in allen Ländern eine Stabilitätskultur zu etablieren? Kann eine vorsichtige Kreditvergabe der Banken und anderer Investoren an fiskalisch schwächere Staaten sichergestellt und damit ein systemisches Risiko durch übermässige Exponiertheit in Staatsschulden zweifelhafter Güte vermieden werden? Kann die Gefahr der Ansteckung von an sich solventen Ländern glaubhaft beseitigt werden? Kann die Tendenz zu Leistungsbilanzungleichgewichten in einer Währungsunion bei starren Löhnen beseitigt werden? Es wird nur dann gelingen, mit hoher Wahrscheinlichkeit in Zukunft weitere Staatsschulden- und Finanzkrisen zu vermeiden, wenn die Antwort auf alle vier Fragen positiv ausfällt. Meines Erachtens haben die Beschlüsse

grundsätzlich die richtige Stossrichtung, weisen aber mehrere zentrale Defizite auf, wie der nachfolgende Abschnitt c) aufzeigen wird.

b) Positive Errungenschaften

Erstens gilt es, die Fiskalregeln glaubwürdig durchzusetzen und die Anreize für fiskalisch verantwortungsvolles Handeln nachhaltig zu stärken, um künftige Staatsinsolvenzen mit einiger Sicherheit zu vermeiden. Die verschärfte Überwachung der Finanzpolitik in den Euroländern sollte nun Fehlentwicklungen eher und früher aufdecken als bisher. Um die fiskalischen Anreize zu korrigieren, müssen die Folgen einer disziplinelosen Finanzpolitik für das betreffende Mitgliedsland so unangenehm wie möglich sein, indem Notstandskredite des EFSF-Fonds (das europäische Gegenstück zum IWF) an strikte Konditionalität in Form von scharfen Sanierungsprogrammen in Zusammenarbeit mit dem IWF und der Kommission geknüpft werden. Dies ist sicherlich in den derzeitigen Programmländern Irland, Portugal und Griechenland der Fall. Die Auflagen schränken die Souveränität erheblich ein und liegen vermutlich an der Grenze dessen, was selbst in einer Ausnahmesituation politisch noch verkraftbar ist. Das sollte eigentlich eine abschreckende Wirkung haben. Dagegen bleibt die fiskalische Souveränität der stabilitätsorientierten Länder weitgehend erhalten, abgesehen von der Beschränkung der zulässigen Staatsverschuldung und der Einhaltung der Defizitvorgaben zur geordneten Rückführung einer zu hohen Staatsschuld.

Die Fiskalregeln sind allerdings klar im nationalen Interesse und können daher nur sehr beschränkt als Souveränitätsverlust aufgefasst werden. Auch ein alleinstehendes Land muss auf seine Kapitalmarktfähigkeit achten und sollte nachfolgende Generationen nicht mit einer überbordenden Staatsschuld belasten, um eine ausgewogene Verteilung zwischen den Generationen sicherzustellen. Die Verankerung einer nationalen Schuldenbremse im Verfassungsrang und mit einem automatischen Korrekturmechanismus ist ein geeignetes Instrument, um eine überbordende Staatsverschuldung zu verhindern und finanzpolitischen Spielraum zu erhalten. Allerdings haben die Maastricht-Kriterien als Schuldenbremse nicht funktioniert, weil der automatische Korrekturmechanismus versagte. Umso klarer muss dieser jetzt etabliert werden. Ausserdem sollte die Schuldenbremse an einem konstanten Zielwert, z.B. 50% des BIP, verankert werden, damit die Schuldenquote um diesen Wert schwanken kann. Sonst wäre die konjunkturdämpfende und einkommensglättende Wirkung der automatischen Stabilisatoren ausgehebelt. Hier ist allerdings die Vorgabe eines strukturellen Defizits von nicht mehr als 0.5% des BIP kritisch zu hinterfragen, weil diese Vorgabe die Schuldenquote nur in Ausnahmefällen um einen konstanten Wert stabilisieren würde. Diese Defizitschranke dürfte die Schuldenquote gegen Null gehen lassen. Bei andauernd niedrigen Wachstums- und Inflationsraten könnte die Schranke sogar unzureichend

sein, um ein instabile Anwachsen der Schuldenquote zu verhindern.¹⁶ Beides wäre ein massives Umverteilungsprogramm zwischen den Generationen.

Nachdem im Laufe dieser Krise klar geworden ist, dass die Schulden unterschiedlicher Länder unterschiedliche Bonität haben und ein Staatsbankrott mit einem erheblichen Schuldenschnitt verbunden ist, wird in Zukunft eine stärkere Kapitalmarktdisziplin walten. Fiskalisch schwache Länder werden im Vergleich zu stabilitätsorientierten Ländern deutliche Risikoprämien zahlen müssen, die nur vermieden werden können, indem die Staatsschuld auf ein sicher tragbares Niveau zurückgeführt wird. Erfolgreiche Länder werden mit günstigen Finanzierungskonditionen ähnlich wie Deutschland belohnt, während die Verschuldung von schwachen Ländern aufgrund hoher Risikoprämien teurer wird. Die schärfere Kapitalmarktdisziplin und die Schuldenbremsen zusammen mit der intensiveren Überwachung durch die EU sollten in Zukunft die Tendenz zu ausufernder Staatsverschuldung bremsen.

Die zweite eingangs gestellte Frage betrifft die Stabilität des Bankensektors, die gleichzeitig eine Voraussetzung für eine vorsichtige Kreditvergabe an schwache Staaten und damit für die Ausübung der Kapitalmarktdisziplin ist.¹⁷ Unter beiden Gesichtspunkten ist die Rekapitalisierung der Banken höchst positiv einzuschätzen. Die Frage ist eher, ob eine Mindesteigenkapitalquote von 9% hoch genug ist. Zunächst einmal macht die höhere Eigenkapitalquote die Banken widerstandsfähiger und mindert so das systemische Kapitalmarktrisiko. Die Staatsschuldenkrise ist dabei nur einer von mehreren möglichen Auslösern. Auch das Platzen einer Immobilienblase oder andere Schocks können eine systemische Bankenkrise auslösen. Ein zusätzlicher Vorteil ist, dass eine höhere Eigenkapitalquote auch auf die Realwirtschaft stabilisierend wirkt. Ein übermässig hoher Leverage-Faktor im Bankensektor wirkt wie ein Multiplikator von Konjunkturschwankungen, indem er sowohl die Kreditausweitung im Boom als auch eine übertriebene Krediteinschränkung in der Rezession verstärkt.

¹⁶ Ein einfaches Beispiel illustriert das Problem. Angenommen das nominelle BIP Y wächst mit einer konstanten Rate $\dot{Y}/Y = g + \pi$, wobei $g = .015$ die reale Wachstumsrate und $\pi = .02$ die Inflationsrate bezeichnet. Die Nominalverzinsung der Staatsschuld sei $i = .04$. Damit ist der Realzins gerade noch grösser als die Wachstumsrate. Die Schuld D nimmt mit $\dot{D} = iD - S$ zu, wobei S das Niveau und $s = S/Y$ der BIP-Anteil des Primärüberschusses ist. Die Schuldenquote $d = D/Y$ verändert sich mit $\dot{d} = (i - g - \pi)d - s$. Um sie bei 50% des BIP zu stabilisieren, muss dauerhaft ein strukturelles Defizit von 1.75% des BIP angepeilt werden ($\dot{d} = 0$ erfordert $id - s = (g + \pi)d = .0175$). Die Vorgabe eines strukturellen Defizits von 0.5% würde unter diesen Voraussetzungen die Schuldenquote gegen Null gehen lassen.

¹⁷ Vgl. die Beiträge in Beck (2011) zur Entwicklung, Stabilität und Reform des Bankensektors in Europa im Zusammenhang mit der aktuellen Krise.

Oft wird eingewendet, dass die Anhebung der Eigenkapitalquote eine Kreditklemme auslösen könnte. Allerdings ist dies eher eine Frage des Tempos. Sollte der Zeitraum zu kurz sein, um die Steigerung der Eigenkapitalquote durch Gewinneinbehaltung oder Beschaffung von privatem Eigenkapital auf dem Kapitalmarkt zu realisieren, dann besteht die Möglichkeit einer vorübergehenden Staatsbeteiligung, wie es z. B. in der Schweiz bei der Rekapitalisierung der UBS mit Wandelschuldverschreibungen und einem Nettogewinn für die öffentlichen Finanzen passiert ist. Längerfristig kann man sicher damit rechnen, dass die Banken Gewinne schreiben wollen und sich das nötige Eigenkapital beschaffen werden, um weiterhin profitable Kredite zu vergeben. Zudem dürfte das Eigenkapital billiger zu haben sein, wenn die Banken sicherer werden und damit das Eigenkapital mit geringerem Risiko verbunden ist (vgl. Admati et al., 2011). Wenn die Banken tatsächlich mit dem 'Deleveraging' kleiner und sicherer werden sollten, dann wird es über die Zeit zu einem Zutritt neuer Banken kommen, der eine allenfalls vorübergehende Kreditklemme wieder beseitigt. Zuletzt sei noch erwähnt, dass eine 'Kreditklemme' im Sinne einer vorsichtigen Kreditvergabe auch positiv sein kann, wenn sie einer volkswirtschaftlich schädlichen Überinvestition entgegenwirkt. Schliesslich üben die Banken mit der Kreditwürdigkeitsprüfung eine wichtige Selektionsfunktion aus, damit knappes Kapital tatsächlich auf die aussichtsreichsten Unternehmen gelenkt und von zweifelhaften Projekten ferngehalten wird. Schliesslich betrifft eine 'Kreditklemme' nicht die Triple-A Unternehmen, sondern die fragilsten Unternehmen mit der geringsten Eigenkapitalquote, die bei einer Rezession überdurchschnittlich oft ausfallen.¹⁸ Profitable Unternehmen können sich genügend Eigenkapital beschaffen, um ihre Schuldentragfähigkeit zu steigern. Insofern dürfte eine vorsichtigere Kreditvergabe der Banken an die Privatwirtschaft konjunkturstabilisierend wirken, weil sie die Unternehmen robuster macht.

Strengere Eigenkapitalvorschriften für Banken sind wichtig, weil sie die Wahrscheinlichkeit für zukünftige Staatsschuldenkrisen mindern und vorbeugend wirken. Eine höhere Widerstandsfähigkeit der Banken reduziert die Erpressbarkeit des Staates. Je höher die Eigenkapitalquote ist, desto mehr müssen z.B. französische, deutsche und andere Banken damit rechnen, eventuelle Kreditausfälle von überschuldeten Staaten selber tragen zu müssen. Die Banken werden also vorsichtiger sein, Kredite an fiskalisch schwache Länder zu vergeben bzw. deren Staatsanleihen zu kaufen, und sie werden dafür umso höhere Risikoprämien verlangen. Nach diesen Überlegungen ist eine höhere Eigenkapitalausstattung des Bankensektors geradezu eine Voraussetzung dafür, dass die Kapitalmarktdisziplin gegenüber fiskalisch schwachen Ländern effektiver wird.

¹⁸ Die steuerliche Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen begünstigt die Überschuldung des Unternehmenssektors. Ein finanzierungsneutrales Steuersystem könnte die Anreize zur Fremdfinanzierung reduzieren, die Investitionsfinanzierung mit Risiko tragendem Eigenkapital begünstigen, und die Konjunkturanfälligkeit der Unternehmen reduzieren.

Die dritte Frage betrifft den Zugang von fiskalisch schwachen Ländern zum Kapitalmarkt, d.h. die Möglichkeit, fällig werdende Staatsschulden auf dem Kapitalmarkt zu refinanzieren.¹⁹ Wie in Abschnitt 2b ausgeführt, ist die Insolvenz eine Frage der Einschätzung der Tragbarkeit einer gegebenen Schuld und hat oft den Charakter einer selbsterfüllenden Prophezeiung. Entstehen unter den Kapitalmarktteilnehmern Zweifel an der Solvenz eines Landes, dann steigen die Risikoprämien und die Finanzierung wird so teuer, dass ein an sich solventes Land mit einem an sich beherrschbarem Liquiditätsproblem tatsächlich in die Insolvenz getrieben werden kann und die Refinanzierung einer fällig werdenden Schuld nicht mehr möglich ist. Wenn das Land nicht mehr kapitalmarktfähig ist, müssen EFSF- und IWF-Kredite die Refinanzierung auf dem Kapitalmarkt ersetzen. Diese Kredite sind mit harten Auflagen bezüglich Budgetsanierung und Strukturreformen verbunden, bis die entsprechenden Anpassungsprogramme die Schuld wieder auf ein tragfähiges Niveau reduziert haben und der Kapitalmarktzugang wieder möglich ist.²⁰ Dabei sind neben dem Defizitabbau die wachstumsstärkenden Strukturreformen mindestens ebenso wichtig, denn die Tragbarkeit einer hohen Staatsschuld hängt zentral von den zukünftig erzielbaren Einkommen in einer Wirtschaft ab. Wer nichts verdient, kann auch keine Schulden zurückzahlen. In den Programmländern Irland und Portugal erfolgt die Sanierung ohne Schuldenschnitt, was zeigt, dass diese Länder - jedenfalls unter entsprechenden Politikaufgaben - an sich solvent sind, aber eben ein Liquiditätsproblem haben. Griechenland ist dagegen insolvent, da die Rückführung auf ein tragfähiges Schuldenniveau nicht mehr ohne Schuldennachlass möglich ist. Alle diese Länder hätten jedoch ohne EFSF- und IWF-Beistand keinen Zugang zum Kapitalmarkt und wären bankrott.

c) Mängel und verbleibende Risiken

Nach meiner Einschätzung weisen die jüngsten Beschlüsse vom 26. Oktober und 9. Dezember 2011 drei wesentliche Defizite auf, so dass erhebliche Unsicherheiten und Risiken für die Entwicklung in Europa bestehen bleiben. Erstens könnte sich die Kapazität des EFSF-Fonds auch zusammen mit dem verstärkten IWF als zu gering erweisen, um angesichts des Vertrauensverlustes auf den Kapitalmärkten spekulative Attacken auf die Staatsanleihen grosser Länder wie Spanien und Italien abzuwehren, so dass sich das staatliche Insolvenzproblem

¹⁹ Die Kapitalmarktfähigkeit ist auch eine Frage des Schuldenmanagements. Wenn in einem Jahr ein grosser Teil der Staatsschuld fällig wird und daher ein grosses Volumen von neuen Staatsanleihen platziert werden muss, ist das Refinanzierungsrisiko viel grösser als bei einer über die Jahre gleichmässig verteilte Refinanzierung in kleinen Tranchen. Das Schuldenmanagement kann das Refinanzierungsrisiko verringern, indem die Fristigkeit und zeitliche Staffelung der Staatsschuld optimiert wird (Pagano, 2010).

²⁰ Der EFSF und IWF können selbst dann noch Kredite zu tragbaren Konditionen vergeben, wenn der Zugang zum Kapitalmarkt versiegt. Anders als Banken und andere private Gläubiger können diese Institutionen die Kreditvergabe mit harten Sanierungsauflagen (Konditionalität) verbinden und dadurch die Rückzahlung teilweise erzwingen oder weitgehend sicherstellen.

in Europa massiv ausbreiten könnte und die Gefahr einer neuerlichen, schweren Finanz- und Wirtschaftskrise nach wie vor nicht gebannt ist. Zweitens wurden keine Massnahmen bezüglich der Beseitigung der TARGET-Kredite bei der EZB gesetzt, welche die Kapitalmarktdisziplin bei der Finanzierung von Leistungsbilanzungleichgewichten aushebeln. Der Importüberhang in einigen der südlichen Peripherieländer wurde in den letzten Jahren zunehmend mit sehr niedrig verzinsten TARGET-Krediten bei der EZB finanziert. Ein erheblicher Teil der Kreditnehmer ist vermutlich nicht mehr zahlungsfähig, wenn diese Kredite auf dem Kapitalmarkt mit sehr viel höheren, risikoadäquaten Zinsen refinanziert werden müssten. Es existiert also ein erhebliches, verstecktes Insolvenzproblem im Privatsektor. Drittens gibt es weder überzeugende Massnahmen für die Durchsetzung von mehr Lohnflexibilität noch wirksame Programme für Produktivitätssteigerungen, welche die Wettbewerbsunterschiede in der Eurozone abbauen könnten. Damit bleibt das Grundübel der Eurozone ungelöst, dass nämlich die Lohnstarrheit zusammen mit den fixen Wechselkursen eine starke Tendenz zu Leistungsbilanzungleichgewichten und damit zu neuerlichen Zahlungsbilanz- und Finanzkrisen erzeugt. Auch eine Zahlungsbilanzkrise ist eine Finanzkrise.

Ein Grundproblem besteht darin, dass fiskalische Schwäche und mangelnde Wettbewerbsfähigkeit meist Hand in Hand gehen, genauso wie stabilitätsorientierte Länder auch meist überdurchschnittlich wettbewerbsfähig sind. Die Länder der südlichen Peripherie sind nicht nur fiskalisch schwach, sondern auch wenig wettbewerbsfähig, weil die Lohnansprüche angesichts des geringen Produktivitätswachstums nicht genügend zurückgeschraubt werden. Deshalb ist der Euro für diese Länder zu hart und für die stabilitätsorientierten Länder zu schwach. Dies akzentuiert die Ungleichgewichte in der Union. Die Wettbewerbsfähigkeit kann entweder über einen langsamen Prozess von Innovation, Bildung, Rationalisierung im privaten und öffentlichen Sektor und anderem Strukturwandel herbeigeführt werden, oder eben über schmerzhaftes Lohneinbüssen. Die EU-Programme zur Unterstützung der Konvergenz (Strukturfonds etc.) könnten prinzipiell das Problem lindern,²¹ sind aber viel zu langsam, als dass sie zur Lösung der akuten Krise beitragen könnten.

Der Anstieg der Risikoprämien auf Staatsanleihen weist auf akute Ansteckungsgefahren für weitere Länder wie Spanien und Italien hin. Deren Staatsschuld ist relativ hoch, ist aber noch tragbar, solange die Zinsen niedrig bleiben, aber nicht mehr so, wenn die Zinsen zu hoch werden.²² Damit sind diese

²¹ Allerdings liegt wenig überzeugende empirische Evidenz vor, dass die Strukturfonds tatsächlich Produktivitätsunterschiede abbauen und die Konvergenz nachhaltig fördern.

²² Nach Abbildung 5 mussten die hoch verschuldeten Staaten vor der Krise ähnlich niedrige Zinsen wie Deutschland zahlen. Unterstellt man einen Nominalzins von 4% und eine Schuldenquote von 130% wie in Italien, und eine hohe Steuerquote von ebenfalls 50% des BIP, dann beträgt der Zinsendienst $.04 \cdot 1.3 = .052$, d.h. 5.2% des BIP bzw. 10.2% der Steuereinnahmen. Wenn nun Italien eine Risikoprämie von 4% zahlen muss, dann verdoppelt sich der Zinsendienst (je nach Refinanzierungsdauer mehr oder weniger

Länder prinzipiell Kandidaten für spekulative Attacken von nervösen und pessimistischen Investoren. Solange aber erwartet werden kann, dass die Finanzierungskapazität des EFSF und IWF ausreicht, um die Refinanzierung fällig werdender Anleihen *ohne Schuldenschnitt* zu bewerkstelligen, gibt es auch keinen Anlass zu übertrieben hohen Risikoprämien. Fällig werdende Staatsschulden würden immer zurückbezahlt. Im Notfall stehen die EFSF und IWF Kredite zur Umschuldung zur Verfügung. Ein Anpassungsprogramm wie in Irland und Portugal würde mit Zwang die Rückführung der Staatsschuld auf ein tragbares Niveau sicherstellen, bis das Land wieder kapitalmarktfähig ist. Eine ausreichende 'Feuerkraft' des EFSF könnte also ein Negativszenario vermeiden, und würde dann möglicherweise gar nicht gebraucht werden. Die blosse Existenz eines grossen Rettungsschirms könnte bewirken, dass die Wahrscheinlichkeit für einen Schuldenschnitt und damit die Risikoprämien und Zinsen niedrig bleiben, so dass im günstigsten Fall die Länder ohne Intervention ihren Staatshaushalt in Ordnung bringen könnten.

Eine grosses Risiko ist jedoch die vermutlich ungenügende Dimension des Rettungsschirms bzw. die fehlende, letzte Garantie durch die EZB, so dass die EFSF- und IWF-Mittel nicht ausreichen, um die Umschuldung im Rahmen von Sanierungsprogrammen für weitere, grosse Länder wie Spanien, Italien oder gar Frankreich zu finanzieren, wenn sich diese Länder anstecken und einem plötzlichen Vertrauensverlust auf den Anleihenmärkten ausgesetzt sind. Wenn die Kapazität des Rettungsschirms nicht mehr ausreicht, um eine allfällige Refinanzierung zu stemmen, dann wird auch für diese Länder ein Schuldenschnitt unvermeidbar, der mit einem strikten Anpassungsprogramm allenfalls in seiner Höhe begrenzt werden kann.²³ Daher müssen die Banken und anderen Investoren sich schützen, indem sie adäquate Risikoprämien verlangen. Die steigenden Risikoprämien von spanischen und italienischen Staatsanleihen zeigen, dass die Kapitalmarktteilnehmer Zweifel an der Solvenz dieser Länder hegen und zunehmend mit einem Kreditausfall in Form eines Schuldenschnitts rechnen. Angesichts der steigenden Zinsen wird dieses Szenario für Spanien und Italien tatsächlich immer wahrscheinlicher, und ein längeres Zuwarten verschärft die Lage.

schnell) auf 10.4% des BIP oder 20.8% der Steuereinnahmen. Ein Konsolidierungsbedarf in dieser Grösse ist schwierig. Um eine Rückführung der Staatsschuld einzuleiten, müsste eine noch grössere Konsolidierung der Staatsfinanzen durchgesetzt werden. Man kann sich vorstellen, dass dies eine Insolvenz auslösen könnte. Würden die Risikoprämien 'griechische' Verhältnisse annehmen, dann wäre die Insolvenz sicher.

²³ Die Garantien der Euroländer decken eine Finanzierungskapazität des EFSF von 440 Mrd. Euro ab, davon sind bereits 240 Mrd. für Irland, Portugal und Griechenland reserviert. Bleiben noch 200 Mrd. frei, die mit der Ausfallhaftung von 20% auf 1000 Mrd. Euro gehebelt werden können. Die anstehende Refinanzierung der spanischen und italienischen Staatsschuld übersteigt jedoch diesen Betrag.

Es sind mehrere Szenarien denkbar. Im allergünstigsten Fall schaffen es die betroffenen Länder, rechtzeitig überzeugende fiskalische und wirtschaftliche Reformen durchzusetzen. Die verschärfte Überwachung durch die Kommission und drastische Reformen der neuen Regierungen in Italien und Spanien schaffen genügend Vertrauen in die Solvenz der betroffenen Länder. Die sichtbaren Fortschritte in Irland, Portugal und auch Griechenland lassen darauf schliessen, dass eine Refinanzierung von überschuldeten Ländern der Eurozone mit Krediten des EFSF und IWF zusammen mit harten Sanierungsaufgaben gelingen und damit die Tragfähigkeit der (verbleibenden) Staatsschulden wiederhergestellt werden kann. Angesichts dieser optimistischen Einschätzung und begünstigt durch die Stützungskäufe der EZB bilden sich die übertrieben hohen Risikoprämien zurück, die Zinsen fallen, und die Kurse der Staatsanleihen erholen sich. Daher halten sich die Abschreibungen der Banken in den anderen Ländern in zumutbaren Grenzen, so dass es auch zu keinen weiteren Insolvenzen von Banken kommt.

Angesichts der jüngsten Entwicklungen erscheint dieses positive Szenario leider wenig realistisch.²⁴ Sollte sich die Ansicht durchsetzen, dass der Rettungsschirm zu klein ist, dann müssen die Gläubiger wenigstens mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit damit rechnen, dass trotz Beistandsprogramm auch in solchen Ländern ein Schuldenschnitt notwendig wird und damit die Kredite nur mehr teilweise zurückgezahlt werden. Angesichts des Vertrauensverlustes und der damit verbundenen plötzlichen Risikoscheu der Anleger gegenüber Staatsanleihen von an sich solventen Ländern ist ein sehr bedrohliches, alternatives Szenario denkbar. Die Risikoprämien und Zinskosten für diese Länder könnten in die Höhe schnellen, so dass dieses Negativszenario immer wahrscheinlicher und schliesslich unvermeidlich wird. Die Zinsen auf italienische Anleihen haben mit zeitweise mehr als 7% besorgniserregende Höhen erreicht. Die sich abzeichnende Rezession, die teilweise auf die europaweite fiskalische Sparpolitik zurückgehen dürfte und nun eine weitere Sanierung erheblich erschwert, nährt die Zweifel an der Tragfähigkeit der hohen Schulden. Auch das Triple A Rating von Frankreich und Österreich ist nun gefallen. Der EFSF-Fonds hat mehr Schwierigkeiten als erwartet, trotz der Garantien der Mitgliedsländer seine Mittel auf dem Kapitalmarkt aufzunehmen.

Im Falle der Zahlungsunfähigkeit Italiens sind die stabilitätsorientierten Länder vermutlich endgültig mit weiteren Einzahlungen und Garantien überfordert. Der damit ausgelöste Kursverfall der Staatsanleihen kann auch durch die zögerlichen Käufe der EZB nicht mehr aufgehalten werden, da der Widerstand gegen eine Finanzierung der Staatsverschuldung durch die EZB und die anhaltende Diskussion um die Inflationsgefahren eine massive Intervention verhindert.²⁵ Es setzt eine

²⁴ Die jüngste Herabstufung Frankreichs und sogar Österreichs durch die Rating-Agenturen Mitte Januar 2012 ist keine gute Nachricht und ist ein Hinweis, dass die Wahrscheinlichkeit für ein Negativszenario noch keinesfalls gebannt ist.

²⁵ Viele Kommentatoren argumentieren, dass der Aufkauf von Staatsanleihen mit dem Grundauftrag der EZB, nämlich der Erhaltung der Geldwertstabilität, nicht vereinbar ist,

panikartige Flucht aus den Staatsanleihen Italiens und Spaniens ein. Die Risikoprämien und Zinsen nehmen absurde Werte an, welche Italien und Spanien tatsächlich in die Insolvenz treiben. Der Kursverfall der Anleihebestände treibt grössere und besonders exponierte Banken in den anderen Ländern in den Bankrott und löst eine Kettenreaktion aus. Es ist eine chaotische Entwicklung denkbar, die sich zu einer systemischen Finanz- und Wirtschaftskrise ausweitert und an deren Ende es keine andere Möglichkeit mehr gibt als eine massive Intervention der EZB trotz damit verbundener Inflationsgefahren.

d) Die Rolle der EZB und des ESM

Der Auftrag der Europäischen Zentralbank (EZB) besteht in der Gewährleistung der Preisniveaustabilität. Damit verbunden ist ein Verbot der direkten Staatsfinanzierung. Der Aufkauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt ist zwar keine direkte Staatsfinanzierung, ist aber umstritten. Das Programm soll die Kurse von Staatsanleihen bedrängter Länder stützen. Die EZB argumentiert, dass das Programm notwendig sei, um den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik zu erhalten. Eine darüber hinausgehende Verantwortung der EZB für die Systemstabilität ist nicht festgeschrieben. Allerdings gibt es auch keine andere Institution, welche die finanzielle Kapazität hätte, im Notfall spekulative Attacken abzuwehren und die Systemstabilität des Finanzsektors zu gewährleisten. Die Kapazität des EFSF bzw. ESM ist nach weit verbreiteter Einschätzung nicht gross genug, um die Insolvenz von ein oder zwei grossen Ländern bewältigen zu können. Die Rolle der EZB ist damit letztendlich unklar. Wenn es tatsächlich zu einem panikartigen Verkauf von Staatsanleihen Spaniens, Italiens und anderer Länder käme, deren Kurse schlagartig absacken und damit stark exponierte Banken in den Bankrott treiben würden, dann ist es fast nicht denkbar, dass die EZB sich im Angesicht einer solchen systemischen Krise auf ihren ausschliesslichen Auftrag der Wahrung der Preisniveaustabilität berufen und einfach abseits stehen könnte.

Die hier vertretene Position beruht auf einer Unterscheidung zwischen einem 'Normalbetrieb' und einem 'Krisenbetrieb' mit einer akuten Gefährdung der Systemstabilität. Im Normalbetrieb gilt das Verbot der Staatsfinanzierung durch die Notenpresse. Der Auftrag der EZB besteht in der Gewährleistung der Preisniveaustabilität. Ein darüberhinausgehender Handlungsbedarf entsteht erst gar nicht. Die europäischen Institutionen haben sich im Normalbetrieb im Wesentlichen bewährt. Im Krisenbetrieb, z.B. als Folge von staatlichen Insolvenzen, scheint die Rolle der EZB unklar, weil der strikte Auftrag der EZB zur Wahrung der Preisniveaustabilität verbunden mit dem Verbot der

selbst wenn diese Interventionen zur Vermeidung einer systemischen Bankenkrise erforderlich erscheinen.

Staatsfinanzierung faktisch die Verantwortlichkeit für die Systemstabilität²⁶ nicht klar zuordnet.²⁷

Die hier vertretene Lösung ist der Ausbau des ESM zu einem europäischen Währungsfonds mit Bankenlizenz, um im Krisenszenario Zugang zur Finanzierung durch die EZB zu erhalten, wenn die Refinanzierung auf dem Kapitalmarkt nicht möglich ist oder nicht mehr ausreicht.²⁸ Folgende Elemente sind zentral:

- Strikte Unabhängigkeit ähnlich wie bei der EZB. Die Unabhängigkeit erlaubt beispielsweise im Extremszenario einer spekulativen Attacke auf ein Land eine schnelle Intervention ohne zeitraubenden Entscheidungsprozess zwischen den Mitgliedsländern.
- Klarer Auftrag zur Bekämpfung krisenhafter Ungleichgewichte bei drohender staatlicher Insolvenz, explodierenden Zahlungsbilanzungleichgewichten und bei anderen Kapitalmarktproblemen wie z.B. drohende Insolvenzen von systemrelevanten Banken und andere Institutionen des Finanzsektors.
- Kredite an Staaten und andere systemrelevante Institutionen nur unter strikten Auflagen im Rahmen von Anpassungsprogrammen, die auf die Beseitigung makroökonomischer Ungleichgewichte und auf die Wiederherstellung der Kapitalmarktfähigkeit abstellen.
- Aktivierung eines ESM-Anpassungsprogrammes nur auf Antrag und nach eigenem Entscheid eines betroffenen Mitgliedslandes, da eine solche Intervention schwere Eingriffe in die nationale Souveränität zur Folge hat.

Nach dem Vorbild des IWF könnte ein unabhängiger europäischer Währungsfonds in Form des ESM die notwendigen Massnahmen im Rahmen eines Anpassungsprogramms durchsetzen, um massive makroökonomische Störungen zu beseitigen und die Kapitalmarktfähigkeit wieder herzustellen. Diese Massnahmen schliessen auch einen Schuldenschnitt und damit eine Beteiligung der Banken und anderer privater Kreditgeber ein, wenn das Land nicht nur ein Liquiditätsproblem hat, sondern tatsächlich insolvent ist und auf andere Weise die Tragfähigkeit der Schulden nicht mehr hergestellt werden kann. Eine Beteiligung des Privaten

²⁶ Wenn Banken in Schwierigkeiten geraten, haben sie Zugang zu Krediten der Notenbank (als 'Lender of Last Resort'), aber nur, wenn sie ausreichende Sicherheiten bieten können. Wenn sie diese nicht haben, dann ist die Refinanzierung über die Notenbank auch kein gangbarer Weg mehr.

²⁷ Eine Notenbank mit klarem Inflationsziel kann auch bei anderen makroökonomischen Verwerfungen zu einem Trade-off gezwungen werden. Als ein Beispiel mag die jüngste Intervention der schweizerischen Nationalbank gelten, die eine übertriebene Aufwertung des Franken weit abseits des gleichgewichtigen realen Wechselkurses wenigstens teilweise korrigiert hat, um massive Schäden von der Realwirtschaft abzuwenden.

²⁸ Die Idee eines europäischen Währungsfonds wurde in ähnlicher Form von Gros und Mayer (2010, 2011) lanciert.

Sektors erfordert also eine klare Unterscheidung zwischen überbrückbaren Liquiditätsengpässen und Insolvenz. Ein 'No-bail-out' privater Kreditgeber im Falle der Insolvenz ist notwendig, damit diese von vornherein in der Kreditvergabe vorsichtiger werden und die Kapitalmarktdisziplin glaubwürdig bleibt, und kann von diesen künftig angesichts höherer Eigenkapitalquoten auch leichter verkraftet werden. Im systemischen Krisenfall könnten diese Massnahmen auch massive Aufkäufe von Staatsanleihen (wie jetzt in Ermangelung anderer Institutionen durch die EZB) einschliessen, allerdings nur unter der Voraussetzung, dass das betroffene Land bei normalen Zinsen einschliesslich einer ökonomisch adäquaten Risikoprämie noch solvent ist. Der ESM hätte mit der Refinanzierungsmöglichkeit bei der EZB eine schier unbegrenzte Finanzierungskapazität ('Feuerkraft'). Solange ein Land prinzipiell solvent ist, können die vom ESM erworbenen Schulden sicher zurückgezahlt werden, umso mehr als ein ESM-Anpassungsprogramm die Zahlungsfähigkeit verbessern kann.

Der Ausbau des ESM zu einem europäischen Währungsfonds wäre eine Vorkehrung, um eine einmal eingetretene Krise geordnet zu bewältigen. Sie würde die vorbeugenden Massnahmen ergänzen, wie z.B. die Einführung von Schuldenbremsen mit automatischen Strafzahlungen im Falle der Verletzung der Kriterien und die Etablierung von Frühwarnsystemen in Form einer verstärkten fiskalischen Überwachung der Mitgliedsländer durch die Europäische Kommission. Eine wichtige Begleitmassnahme wäre, die Finanzierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten innerhalb der EU über TARGET-Kredite bei der EZB zu beschränken. Eine Kreditaufnahme des privaten und öffentlichen Sektors sollte nur über den Kapitalmarkt zu risikoadäquaten Zinsen möglich sein, damit die Kapitalmarktdisziplin wiederhergestellt wird. Wenn der Kapitalmarktzugang mangels Kreditwürdigkeit versperrt ist, dann wäre ein Zugang zur Notenpresse nur über den ESM-Fonds unter strikten Auflagen im Rahmen eines Anpassungsprogrammes möglich. Dies wäre der entscheidende Unterschied zu den Aufkäufen von Staatsanleihen durch die EZB, die an keine direkten Bedingungen geknüpft sind, aber ebenfalls die bedrängten Länder unterstützen, indem sie einen übermässigen Zinsanstieg verhindern. Eine Refinanzierung des ESM-Fonds bei der EZB wäre nur im systemischen Krisenfall möglich, wenn sich auch der ESM selbst nicht mehr ausreichend auf dem Kapitalmarkt finanzieren könnte.

5. Verschärfung des Systemwettbewerbs

In einer Währungsunion müssen Produktivitätsunterschiede durch Lohnanpassungen ausgeglichen werden, damit der gemeinsame Wechselkurs für alle Mitgliedsländer im Hinblick auf ihre Wettbewerbsfähigkeit passend ist. Die Arbeitsmarktinstitutionen in Europa lassen die Anpassung der Reallöhne nicht in ausreichendem Masse zu und begünstigen eher Lohnstarrheit. Wenn sich die Löhne von der Produktivität entkoppeln, entstehen angesichts der gemeinsamen Währung Ungleichgewichte. Der Euro ist für die stabilitätsorientierten Länder zu schwach und für die weniger wettbewerbsfähigen Länder der südlichen Peripherie zu stark. Die Auswirkungen von Produktivitätssteigerungen und Lohnmoderation auf

Wachstum und Beschäftigung eines Landes sind also in einer Währungsunion viel stärker als bei einem flexiblen Wechselkurs. Dies verschärft den Systemwettbewerb in der Eurozone. Ein Land kann durch produktivitätssteigernde Anstrengungen und Lohnmoderation im Vergleich zu anderen Mitgliedsländern einen starken Wettbewerbsvorteil erlangen und wird mit überdurchschnittlich hohem Wachstum belohnt, weil der Eurowechselkurs nur die durchschnittliche Produktivität in der Union widerspiegelt und sich nicht genügend anpasst. Der Produktivitätsvorteil wird nicht mehr durch eine Aufwertung des nationalen Wechselkurses ausgeglichen, weil es diesen nicht mehr gibt. Umso schwerer haben es die schwachen Länder, angesichts des aus ihrer Sicht zu harten Euros ihre Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern und aufzuholen. Nicht von ungefähr erreicht die Arbeitslosigkeit in manchen Ländern der südlichen Peripherie mit bis zu 20% erschreckend hohe Ausmasse, mit derzeit wenig Aussicht auf Besserung.

Aus nationaler Sicht stellt sich die Frage: wie kann man den Systemwettbewerb in Europa gewinnen? Produktivitätssteigernde Massnahmen²⁹ und vorübergehende Lohnmoderation steigern den Wettbewerbsvorsprung und zahlen sich überdurchschnittlich stark aus. Da die Kapitalmärkte in Zukunft - anders als in der Vergangenheit - Bonitätsunterschiede mit Risikoprämien ausgleichen werden, werden Länder mit einer stabilitätsorientierten Finanzpolitik mit besonders günstigen Zinsen belohnt, während fiskalisch schwache Länder deutlich höhere Zinsen bezahlen müssen.

Die Rückführung der Staatsverschuldung liegt also im ureigensten nationalen Interesse. Erstens reduziert eine niedrige Staatsschuld den Zinsendienst, nicht nur weil eine geringe Schuld bedient werden muss, sondern auch weil sie eine niedrige Risikoprämie sichert. Eine solide und nachhaltige Finanzpolitik wird mit einem Triple A Rating belohnt, hält den Zinssatz niedrig und schafft auf diesem Weg finanzpolitischen Spielraum. Zweitens ist eine Staatsverschuldung, die nach einer Rezession nicht wieder zurückgeführt wird, nichts anderes als ein grosses intergeneratives Umverteilungsprogramm zulasten zukünftiger Generationen. Es kann nicht Bestandteil einer Finanzpolitik im Interesse des Landes sein, die Kinder und nachfolgenden Generationen mit höheren Steuern zu belasten, ohne dass ein Mehrwert durch heute getätigte Zukunftsinvestitionen entsteht. Und drittens kann die Rückführung der Staatsschuld auf ein niedriges, nachhaltiges Niveau als Investition betrachtet werden, um auch in der Zukunft einen genügend grossen Spielraum für eine fiskalische Stabilisierungspolitik zu erhalten oder einmalige Ausgabenbedürfnisse bewältigen zu können, wie z.B. die Stützung von Banken in einer Finanzkrise (Irland) oder von Haushalten nach dem Platzen einer Immobilienblase (Beginn der Finanzkrise 2008 in den USA). Auch eine nachfrageorientierte Stabilisierungspolitik im keynesianischen Sinne ist eben nur möglich, wenn sie ausgehend von einem niedrigen Niveau der Staatsverschuldung

²⁹ Möglicherweise gehört dazu auch ein gut kapitalisierter Bankensektor, da ein geringerer Leverage-Faktor eine übertriebene Kreditvergabe vermeidet und damit unproduktive Überinvestitionen in den Unternehmen unterbindet.

erfolgen kann. In Ländern, die ihre fiskalische Tragfähigkeit bereits ausgereizt haben, ist eine weitere Verschuldung entweder nicht mehr möglich oder würde eine bestehende Krise sogar noch verschärfen, wie sich am Beispiel Griechenlands in den sprunghaft ansteigenden Risikoprämien und Kapitalabflüssen zeigt. Konsumtive Staatsausgaben wie z.B. grosszügige Sozialleistungen müssen dann zuerst massiv beschnitten werden, um den Staatshaushalt zu konsolidieren.

Zusammenfassend kann man folgende allgemeine Empfehlungen für die Wirtschafts- und Finanzpolitik ableiten, damit ein Land wie Österreich sich trotz hoher Löhne im verschärften Systemwettbewerb in Europa erfolgreich positioniert, seine erstklassige Schuldnerbonität sichert und den zukünftigen Generationen einen solide ausfinanzierten Staatshaushalt hinterlassen kann:

1. Klares fiskalisches Konsolidierungsprogramm. Dieses soll die Staatsschuld auf unter 60% des BIP zurückführen und die Schuldenquote auf diesem Niveau mit einer wirksamen Schuldenbremse im Verfassungsrang (unter Einbezug aller Ebenen, Bund, Länder und Gemeinden) verankern. Die Schuldenbremse sollte einen gewissen Automatismus für Ausgabensenkungen und Steuererhöhungen vorsehen, wenn die Politik nicht rechtzeitig tätig wird, um die Schuld nach einer Rezession wieder zurückzuführen.
2. Starke Erhöhung des Pensionsantrittsalters. Das effektive Pensionsantrittsalter in Österreich ist eines der niedrigsten in Europa. Der Aufschub des Ruhestands ist die vordringlichste Massnahme, um die Sozialwerke an die Alterung der Gesellschaft anzupassen, und wäre ein fiskalischer Befreiungsschlag für die Zukunft, der einen Grossteil der impliziten Staatsverschuldung beseitigen und so die Tragbarkeit der Kapitalmarktschuld steigern würde. Selbst ohne kurzfristiger Budgetentlastung würde dadurch die Tragfähigkeit der akkumulierten Staatsschuld nachhaltig verbessert und die erstklassige Schuldnerbonität gesichert.
3. Rekapitalisierung der Banken. Die nationale Bankenregulierung sollte eine harte Eigenkapitalquote von mehr als 9% vorsehen, um den Bankensektor robuster zu machen und die Wahrscheinlichkeit zu reduzieren, dass die implizite Staatsgarantie für systemrelevante Banken jemals schlagend wird und grosse, unerwartete Staatsausgaben zur Rettung von Banken erzwingt. Es ist zu prüfen, ob die nationale Bankenregulierung im gesamtwirtschaftlichen Interesse eine noch höhere Eigenkapitalausstattung vorsehen sollte.³⁰
4. Lohnmoderation. Mit der gemeinsamen Währung haben die Mitgliedsländer der Eurozone einen fixen Wechselkurs etabliert und damit den Systemwettbewerb verschärft. Um die Wettbewerbsfähigkeit in der Eurozone zu erhalten und auszubauen, ist es daher entscheidend, dass in den

³⁰ Wegen des starken Engagements in den überdurchschnittlich volatilen Märkten Osteuropas wäre eine höhere Eigenkapitalausstattung der österreichischen Banken besonders vordringlich.

Lohnverhandlungen die nominalen Lohnsteigerungen strikt auf das Produktivitätswachstum plus Abgeltung der Inflationsrate begrenzt bleiben.

5. Innovations- und Technologieoffensive. Der Spielraum für höhere Reallöhne in der Zukunft kann nur mit einer Steigerung der Arbeitsproduktivität durch Innovation und andere produktivitätssteigernde Massnahmen im privaten und öffentlichen Sektor geschaffen werden.

6. Schlussfolgerungen

Die Schaffung eines gemeinsamen Marktes und die Gewährleistung des freien Personen- und Kapitalverkehrs in Europa sind grosse Errungenschaften der EU und machen diese zu einer wichtigen Quelle für Wachstum und Wohlstand der Mitgliedsländer. Der Euro beseitigt die Wechselkursrisiken, senkt erheblich die Transaktionskosten für den innereuropäischen Handel, und erleichtert die Entwicklung eines grossen, liquiden Kapitalmarkts. Die volle Ausschöpfung dieser Vorteile in einer Währungsunion erfordert aber gleichzeitig eine stärkere Koordination der Finanz- und Wirtschaftspolitik, um den Hang zur Überschuldung zu unterbinden, die Anpassungen bei asymmetrischen Schocks zu erleichtern und, wenn ein Land in eine Krise schlittert, die systemischen Ansteckungsgefahren für andere Mitgliedsländer gering zu halten. Dazu braucht es glaubwürdige und wirksame Fiskalregeln, einen gut kapitalisierten Bankensektor und einen mit einer EZB Garantie ausgestatteten 'europäischen Währungsfonds', damit Finanz- und Schuldenkrisen von vornherein vermieden oder wenigstens auf die betroffenen Länder begrenzt werden können.

Mit der Übernahme des Euro gibt ein Land die eigenständige Geldpolitik und damit ein Stück Souveränität auf, um an den Vorteilen der Wirtschafts- und Währungsunion teilhaben zu können. Da die Geldpolitik in der EZB gemeinsam entschieden wird, kann die eigene Nationalbank nicht mehr autonom die Rolle des letzten Kreditgebers wahrnehmen, wenn beispielsweise eine panikartige Flucht aus den eigenen Staatsanleihen oder ein 'Bank-run' stattfindet, die eine schwere Wirtschaftskrise auslösen könnten ('Lender of Last Resort' mit unbegrenzter Möglichkeit der Geldschöpfung). Da diese letzte Garantie fehlt und nicht automatisch von der EZB erwartet werden kann, werden die nationalen Staatsanleihen aus Sicht der Anleger riskanter und die Frage der Tragfähigkeit der Staatsschulden erhält eine noch grössere Bedeutung. Daher ist es in einer Währungsunion umso wichtiger, dass die Staatsschulden niedrig bleiben, damit das Land bei einem grossen negativen Schock weiter solvent und liquid bleibt.³¹ Neben den expliziten Staatsschulden sind die impliziten Schulden, d.h. die nicht ausfinanzierten Ansprüche an das Pensionssystem und andere öffentliche

³¹ Dies ist ähnlich wie bei Banken, die eine höhere Eigenkapitalquote, d.h. eine geringere Verschuldungsquote (Leverage-Faktor) brauchen, damit sie robuster gegenüber Schocks werden und die Systemstabilität des Bankensektors gewährleistet ist.

Leistungen mindestens ebenso wichtig, weil diese Ansprüche die Tragfähigkeit von Kapitalmarktschulden mindern.

Selbst wenn die Stabilisierung der öffentlichen Finanzen auf einem niedrigeren Niveau gelingt, bleibt ein Grundübel der Eurozone weiter bestehen, nämlich dass die Lohnstarrheit in den meisten Mitgliedsländern zusammen mit den fixen Wechselkursen eine starke Tendenz zu Leistungsbilanzungleichgewichten und damit zu neuerlichen Zahlungsbilanz- und Finanzkrisen erzeugt. Es gibt weder überzeugende Massnahmen für die Durchsetzung von mehr Lohnflexibilität noch wirksame Programme für Produktivitätssteigerungen in den weniger kompetitiven Ländern, welche die Wettbewerbsunterschiede in der Eurozone abbauen könnten. Auch das Problem der zunehmenden Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten auf dem Umweg über TARGET-Kredite der EZB ist ungelöst. Die TARGET-Salden bei der EZB sollen lediglich der Zahlungsabwicklung im innereuropäischen Handel dienen und dürfen keinesfalls zur Finanzierung von strukturellen Ungleichgewichten in der Zahlungsbilanz missbraucht werden und so die Kapitalmarktdisziplin aushebeln.

Eine wesentliche Verbesserung könnte die Einrichtung eines 'europäischen Währungsfonds' sein, der mit ähnlicher Unabhängigkeit wie die EZB ausgestattet ist, sich im Notfall bei der EZB refinanzieren kann, und mit einem klaren Auftrag zur Bekämpfung von systemischen Kapitalmarktkrisen ausgestattet ist. Dieser Auftrag zur Wahrung der Finanzmarktstabilität gilt unabhängig davon, ob die Finanzkrisen durch eine übermässige Verschuldung des öffentlichen Sektors oder des privaten Sektors als Folge von strukturellen Zahlungsbilanzungleichgewichten in einem System fixer Wechselkurse verursacht werden. Einige wichtige Vorteile wären die schnelle Reaktion bei spekulativen Attacken gegen ein Mitgliedsland. In einer solchen, ausserordentlichen Situation braucht es eine plötzliche Finanzierungskapazität, die weit über die normalen Bedürfnisse hinausgeht und kurzfristig von den Mitgliedsländern und über den Kapitalmarkt nicht mobilisiert werden kann. Daher ist in einer solchen Ausnahmesituation die Möglichkeit zur Refinanzierung bei der EZB zentral. Diese wäre jedoch keine Finanzierung von staatlichen Defiziten ohne weitere Auflagen, wie es derzeit indirekt mit dem Programm zum Aufkauf von Staatsanleihen durch die EZB geschieht. Die Intervention des 'europäischen Währungsfonds', im Normalfall mit Kapitalmarktfinanzierung und nur im Notfall einer ausufernden systemischen Krise mit Refinanzierung bei der EZB, würde nur gegen strenge Auflagen erfolgen (Sanierung öffentlicher Haushalte, Lohnmoderation, Privatisierungen, Arbeitsmarktreformen für mehr Lohnflexibilität, Steuerreformen, Erhöhung des Rentenalters u.v.m.). So wäre der europäische Währungsfonds ein Instrument, welches ex post jene Reformen zur Angleichung der Wettbewerbsfähigkeit erzwingen würde, die ex ante von den betroffenen Mitgliedsländern versäumt wurden. In besonderen Fällen, wenn ein Aufholen der Wettbewerbsfähigkeit auf dem Reformweg kaum mehr möglich erscheint und über lange Zeit ein Land in eine schwere Depression stürzen würde, wie es derzeit in Griechenland der Fall

sein dürfte, sollte prinzipiell die Option auf einen Austritt aus der Währungsunion möglich sein.

Literatur

Admati, Anat R., Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig und Paul Pfleiderer (2011), *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive*, Stanford GSB Research Paper No. 2063.

Beck, Thorsten, Hrsg., (2011), *The Future of Banking*, A VoxEU.org eBook, CEPR, London.

Beetsma, Roel und ;asso,p Giuliodori (2010), The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and Other Monetary Unions: An Overview of Recent Research, *Journal of Economic Literature* 48, 603-641.

Buiter, Willem und Ebrahim Rahbari (2011), *The Future of the Euro Area: Fiscal Union, Break-up or Blundering Towards a 'You Break It You Own It Europe'*, Citigroup, Global Economics View, 9. September 2011.

Buiter, Willem, Ebrahim Rahbari und Juergen Michels (2011), *The Implications of Intra-Euro Area Imbalances of Credit Flows*, CEPR Policy Insight 57, London.

De Grauwe, Paul (2011), *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Document No. 346, Brussels.

De Grauwe, Paul (2009), *Economics of Monetary Union*, 8th edition, Oxford University Press.

De Grauwe, Paul und Wim Moesen (2009), *Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond*, Intereconomics, May/June.

Delpla, Jacques und Jakob von Weizsäcker (2010), *The Blue Bond Proposal*, Bruegel Policy Brief, Issue 2010/03, Brussels.

European Council (2011a), *Euro Summit Statement*, Brussels, 26. Oktober 2011.

European Council (2011b), *Statement by the Euro Area Heads of State or Government*, Brussels, 9. Dezember 2011.

Farhi, Emmanuel, Gita Gopinath und Oleg Itskhoki (2011), *Fiscal Devaluations*, NBER WP 17662.

Feldstein, Martin (2011), *The Euro and European Economic Conditions*, NBER WP 17617.

Fuest, Clemens (2011), Will the Reform of the Institutional Framework Restore Fiscal Stability in the Eurozone?, *CESifo Forum* 2/2011, 34-39.

Gros, Daniel und Thomas Mayer (2011), EFSF 2.0 or the European Monetary Fund, *CESifo Dice Report* 3/2011, 31-38.

- Gros, Daniel und Thomas Mayer (2010), *How to Deal With Sovereign Default in Europe: Create the European Monetary Fund Now!*, CEPS Policy Brief No. 202.
- Hellwig, Martin (2011), Quo Vadis, Euroland? European Monetary Union Between Crisis and Reform, in: F. Allen, E. Carletti, G. Corsetti et. al. (Hrsg.), *Life in the Eurozone With or Without Sovereign Default?*, FIC Press Wharton Financial Institutions Center, 59-76.
- Henning, Randall C. und Martin Kessler (2012), Fiscal Federalism: US History for Architects of Europe's Fiscal Union, Bruegel Essay and Lecture Series, Brussels.
- Keuschnigg, Christian, Mirela Keuschnigg, Reinhard Koman, Erik Lüth und Bernd Raffelhüschen (2000), Public Debt And Generational Balance in Austria, *Empirica* 27, 225-252.
- Kohler, Wilhelm (2011), The Eurosystem in Times of Crises: Greece in the Role of a Reserve Currency Country?, *CESifo Forum*, erscheint demnächst.
- Kopf, Christian (2011), *Restoring Financial Stability in the Euro Area*, CEPS Policy Brief 237, Brussels.
- Marzinotto, Benedicta, Andre Sapir und Guntram B. Wolff (2011), *What Kind of Fiscal Union?*, Bruegel Policy Brief, Issue 2011/6.
- Mongelli, Francesco Paolo (2010), *On the Benefits and Costs of a Monetary Union*, CEPR Policy Insight 46, London.
- Muellbauer, John (2011), *Resolving the Eurozone Crisis: Time for Conditional Eurobonds*, CEPR Policy Insight 59, London.
- Pagano, Marco (2010), *Fiscal Crisis, Contagion, and the Future of Euro*, www.voxeu.org, 15 May 2010.
- Reinhart, Carmen M. und Kenneth Rogoff (2010), Growth in a Time of Debt, *American Economic Review* 100, 573-578.
- Roubini, Nouriel (2011a), *Four Options to Address the Eurozone's Stock and Flow Imbalances: The Rising Risk of a Disorderly Break-Up*, www.roubini.com/analysis/165338
- Roubini, Nouriel (2011b), *Greece Should Default and Abandon the Euro*, www.roubini.com.
- Sinn, Hans-Werner und Timo Wollmershäuser (2011), *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, CESifo WP 3500.