

# WISO Diskurs

Expertisen und Dokumentationen  
zur Wirtschafts- und Sozialpolitik

## Die Euro-Zone nach vier Jahren Krisenmanagement und Ad-Hoc-Reformen: Was bleibt zu tun?





Studie im Auftrag der Abteilung Wirtschafts-  
und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung

---

# **Die Euro-Zone nach vier Jahren Krisenmanagement und Ad-Hoc-Reformen: Was bleibt zu tun?**

Sebastian Dullien

# Inhaltsverzeichnis

---

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis	4
Abkürzungsverzeichnis	5
Vorbemerkung	6
Kurzzusammenfassung	7
1. Einleitung	9
2. Rückblick: Die sieben Krisenursachen	11
2.1 Unsolide Staatsfinanzen und exzessive Defizite	11
2.2 Boom-Bust-Zyklen in der Peripherie	15
2.3 Probleme im Bankensektor	19
2.4 Toxische Verbindung zwischen Bankproblemen und Zahlungsfähigkeit einzelner Staaten	20
2.5 Selbst-erfüllende Marktpanik	20
2.6 Strukturelles Auseinanderlaufen der Wettbewerbsfähigkeit	21
2.7 Vertrauensverlust der Bevölkerung durch Wachstumskrise	23
3. Die Reformen seit 2008	25
3.1 Fiskalpolitische Instrumente: Six Pack, Two Pack und Fiskalpakt	25
3.1.1 Stand vor der Krise	25
3.1.2 Beschreibung der Reformen	25
3.1.3 Analyse	26
3.2 Makroökonomisches Management: Elemente des Six Pack	27
3.2.1 Stand vor der Krise	27
3.2.2 Beschreibung der Reformen	27
3.2.3 Analyse	28

Diese Studie wird von der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung veröffentlicht. Die Ausführungen und Schlussfolgerungen sind vom Autor in eigener Verantwortung vorgenommen worden.

Impressum: © Friedrich-Ebert-Stiftung | Herausgeber: Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung | Godesberger Allee 149 | 53175 Bonn | Fax 0228 883 9205 | [www.fes.de/wiso](http://www.fes.de/wiso) | Gestaltung: [pellens.de](http://pellens.de) | Fotos: Fotolia | Druck: bub Bonner Universitäts-Buchdruckerei | ISBN: 978-3-95861-014-9 |

Eine gewerbliche Nutzung der von der FES herausgegebenen Medien ist ohne schriftliche Zustimmung durch die FES nicht gestattet.

3.3 Rettungsschirme und Geldpolitik: ESM und OMT	30
3.3.1 Stand vor der Krise	30
3.3.2 Beschreibung der Reformen	30
3.3.3 Analyse	31
3.4 Bankenunion	32
3.4.1 Stand vor der Krise	32
3.4.2 Beschreibung der Reformen	32
3.4.3 Analyse	34
4. Noch ungelöste Probleme	36
4.1 Nachbesserung der Bankenunion	38
4.2 Transfermechanismen zur Begrenzung nationaler Konjunkturzyklen	38
4.3 Expansive (Lohn-)Politik in den Überschussländern	39
4.4 Europäisches Wachstumsprogramm	40
4.5 Demokratische (Re-)Legitimisierung der Europäischen Union	41
5. Schlussfolgerungen	42
6. Literaturverzeichnis	43
Der Autor	44

## Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

---

Abbildung 1:	Öffentliches Defizit Griechenland, Portugal, 1998 bis 2010	12
Abbildung 2:	Öffentliches Defizit Deutschland, Spanien, Irland und Italien, 1998 bis 2010	12
Abbildung 3:	Staatsverschuldung in % des BIP, Griechenland, Italien, Portugal, 1998 bis 2013	13
Abbildung 4:	Staatsverschuldung in % des BIP, Deutschland, Spanien, Frankreich, Irland, 1998 bis 2013	13
Abbildung 5:	Bruttoinlandsprodukt, Staatsausgaben und Staatseinnahmen Spanien, 1999=100	15
Abbildung 6:	Schematische Darstellung des „Superzyklus“ in einer Währungsunion	16
Abbildung 7:	Verschuldung des Privatsektors in % des BIP	17
Abbildung 8:	Leistungsbilanzsalden ausgewählter Euro-Länder in % des BIP	18
Abbildung 9:	Nettoauslandsposition Spaniens in % des BIP	18
Abbildung 10:	Relative nominale Lohnstückkosten in ausgewählten Euro-Ländern	22
Abbildung 11:	Vertrauen in die EU laut Eurobarometer-Umfrage, 2008 und 2014, in % der Befragten	23
Abbildung 12:	Öffentliche Nettoinvestitionen in % des BIP	40
Tabelle 1:	Budgetsalden ausgewählter Euro-Staaten in % des BIP, 2007 bis 2009, Prognose [der EU-Kommission] aus dem Herbst 2007 und tatsächlicher Wert	14
Tabelle 2:	Schwellenwerte im Scoreboard des Six Pack	28
Tabelle 3:	Von den Reformen adressierte Ursachen der Euro-Krise	36

## Abkürzungsverzeichnis

---

BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive
EFSM	Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus
EFSF	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EIB	Europäische Investitionsbank
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
EZB	Europäische Zentralbank
IWF	Internationaler Währungsfonds
OMT	Outright Monetary Transactions
SRF	Single Resolution Fund
SRM	Single Resolution Mechanism
SSM	Single Supervisory Mechanism

## Vorbemerkung

---

Als Reaktion auf die Krise in der Euro-Zone wurde in den vergangenen Jahren eine Vielzahl von Reformen an den wirtschaftspolitischen Steuerungsmechanismen und Institutionen Europas und der Europäischen Währungsunion verabschiedet und umgesetzt. Sie sollen zu einer möglichst raschen Überwindung der Krise beitragen und in Zukunft das Auftreten ähnlich schwerer Krisen verhindern. Zu nennen sind hier insbesondere die Schaffung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), die Verabschiedung des Six Pack, des Two Pack sowie des Fiskalpaktes, das OMT-Programm der Europäischen Zentralbank oder zuletzt auch die Etablierung der Europäischen Bankenunion.

Schaut man sich die ökonomischen Indikatoren für die Euro-Zone genauer an, so scheint die akute Phase der Krise tatsächlich vorüber zu sein. Fast alle Krisenländer, die den ESM-Rettungsschirm in Anspruch genommen haben, konnten diesen mittlerweile verlassen und sich wieder selbst direkt an den internationalen Kapitalmärkten refinanzieren. Dennoch stellt sich die wirtschaftliche Lage in vielen Krisenstaaten immer noch als sehr dramatisch dar: Das Wirtschaftswachstum ist weiterhin sehr gering und die Arbeitslosigkeit außerordentlich hoch; die Staatsverschuldung hat sich weiter erhöht und die Finanzierungsprobleme in der Realwirtschaft halten an. Die Krise in der Euro-Zone ist daher bei weitem noch nicht vorüber, und sie gefährdet, je länger sie andauert, zunehmend auch das Vertrauen der europäischen Bevölkerung in die politischen Institutionen Europas.

Die Schwierigkeiten, die Krise in der Euro-Zone zu überwinden, sind ein Hinweis darauf, dass deren Ursachen vielschichtig sind. Durch einen einseitigen Fokus auf einzelne Politikbereiche lässt sie sich weder richtig verstehen noch abschließend lösen. Vielmehr scheinen in vielen Bereichen institutionelle Defizite in der Euro-Zone zu existieren, die sowohl für das Entstehen der Krise als auch für deren nur schleppende Überwindung eine ent-

scheidende Rolle spielen. Vor diesem Hintergrund hat die Friedrich-Ebert-Stiftung einen Forschungsauftrag an Prof. Dr. Sebastian Dullien von der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) in Berlin vergeben. Das Ziel war es zu analysieren, inwieweit die tatsächlichen Ursachen der Krise mit den bisherigen Reformen angegangen und gelöst worden sind und welche weiteren Reformelemente gegebenenfalls noch notwendig sind, um die Krise möglichst rasch zu überwinden und das Entstehen ähnlich schwerer Krisen in Zukunft zu vermeiden.

Der Autor kommt im Rahmen seiner Studie zu dem Ergebnis, dass die bisher ergriffenen Reformmaßnahmen oftmals einen Schritt in die richtige Richtung darstellen würden, dass aber immer noch nicht alle Ursachen der Krise hinreichend adressiert worden seien. Die Maßnahmen hätten bisher vor allem auf die Eindämmung der Staatsdefizite und die Vermeidung unsolider Staatsfinanzen gezielt. Die Probleme der auseinanderlaufenden Wettbewerbsfähigkeit sowie von Boom-Bust-Zyklen in einzelnen Euro-Ländern wären zwar ebenfalls angegangen, aber aufgrund von Mängeln in den gewählten Instrumenten nicht abschließend gelöst worden. Auch die Europäische Bankenunion würde einen wichtigen Schritt nach vorne darstellen, lasse aber immer noch eine Reihe von Fragen offen. Vor allem aber seien die bisherigen Maßnahmen zur Bekämpfung der Wachstums- und Beschäftigungskrise und zur Überwindung des Vertrauensverlustes der Bevölkerung in die europäischen Institutionen unzureichend. Weitere Reformmaßnahmen sollten daher in der Amtszeit der neuen EU-Kommission in Angriff genommen werden, um die Euro-Zone auf ein wirklich stabiles wirtschaftspolitisches Fundament zu stellen. Die vorliegende Studie entwickelt hierzu zentrale Politikvorschläge.

*Markus Schreyer*

Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik  
Friedrich-Ebert-Stiftung



## Kurzzusammenfassung

---

Seit dem Ausbruch zunächst der US-Subprime-Hypothekenkrise 2007 und der Euro-Krise 2010 sind eine Vielzahl von Reformen an den wirtschaftspolitischen Steuerungsmechanismen und Institutionen der Europäischen Währungsunion umgesetzt worden. Dieser Beitrag stellt diese Reformen dar, untersucht, welche der Ursachen der Euro-Krise mit diesen Reformen angegangen worden sind und erarbeitet noch fehlende Reformelemente, um Krisen ähnlich der Euro-Krise künftig zu vermeiden.

Die Euro-Krise ist – anders als in den deutschen Medien gelegentlich dargestellt – nicht eine reine Staatsschuldenkrise, sondern das Zusammenspiel einer ganzen Reihe von Krisen mit unterschiedlichen Ursachen. Grob kann man sieben Krisenursachen identifizieren: (1) Unsolide Staatsfinanzen und exzessive Defizite zumindest in Griechenland und Portugal; (2) Boom-und-Bust-Zyklen in der Euro-Peripherie; (3) Probleme im Bankensektor, ausgelöst zum einen durch die Boom-und-Bust-Zyklen, zum anderen durch unzureichende Regulierung und Bankaufsicht; (4) eine toxische Verbindung zwischen Bankproblemen und Zahlungsfähigkeit einzelner Staaten; (5) sich selbst erfüllende Marktpanik über mögliche Zahlungsausfälle einzelner Staaten; (6) ein strukturelles Auseinanderlaufen der Wettbewerbsfähigkeit zwischen Euro-Mitgliedsstaaten und (7) den Vertrauensverlust der Bevölkerung durch die Wachstumskrise.

Als Reaktion auf die Krisen haben die europäischen Entscheidungsträger in den vergangenen Jahren Reformen auf den vier großen Gebieten (1) fiskalpolitische Aufsicht und Überwachung; (2) makroökonomisches Management; (3) Rettungsschirme und Geldpolitik sowie bei der (4) Bankenunion angestoßen oder bereits umgesetzt.

Bei der fiskalpolitischen Aufsicht wurden die Defizit- und Schuldenregeln sowie die Überwa-

chung der nationalen Haushalte sowohl durch das so genannte Six Pack und das so genannte Two Pack verschärft. Zudem wurde ein weitgehendes Verbot struktureller Neuverschuldung in den so genannten Fiskalpakt, einen völkerrechtlichen Vertrag außerhalb der Europäischen Verträge, gegossen. Zum makroökonomischen Management enthält das Six Pack Verfahren zur Vermeidung und zur Beseitigung makroökonomischer Ungleichgewichte, in deren Rahmen Strafzahlungen verhängt werden können. Im Bereich Rettungsschirme und Geldpolitik sind der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) mit einem Volumen von 500 Milliarden Euro und die Möglichkeit zum Ankauf von Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank im Rahmen der „Outright Monetary Transactions“ (OMT) zu nennen. Bei der Bankenunion sind die Einführung eines einheitlichen Regelwerkes für alle Banken im Euroraum, die neue einheitliche Aufsicht der Banken im Euroraum SSM (Single Supervisory Mechanism) durch die EZB sowie der einheitliche Abwicklungsmechanismus SRM (Single Resolution Mechanism) zentral.

Vergleicht man die Reformen mit den analysierten Ursachen der Euro-Krise, so stellt man fest, dass das Problem der durch unverantwortliche Politiker verursachten unsoliden Staatsfinanzen und exzessiven Defizite weitgehend angegangen wurde. Auch das Problem uneinheitlicher Bankenregulierung in unterschiedlichen Ländern dürfte mit der Bankenunion gelöst werden können. Der ESM in Verbindung mit dem OMT-Programm der EZB dürfte sich selbst erfüllende Marktpaniken weitgehend verhindern.

Die Probleme auseinanderlaufender Wettbewerbsfähigkeit sowie von Boom-und-Bust-Zyklen in einzelnen Euro-Ländern sind zwar adressiert worden, dürften aufgrund von Mängeln in den gewählten Instrumenten allerdings kaum abschlie-

ßend gelöst worden sein. Auch bei der toxischen Verbindung zwischen Problemen in einzelnen Bankensystemen und den Staatsfinanzen des betroffenen Landes hat es Fortschritte, aber keine abschließende Lösung gegeben.

Keinerlei Fortschritte sind allerdings bei der Bekämpfung der Wachstums- und Beschäftigungskrise und damit beim Vertrauensverlust der Bevölkerung in die EU erfolgt. Negativ ist hier zu verbuchen, dass viele der neuen Instrumente zumindest kurz- und mittelfristig das Wirtschaftswachstum dämpfen dürften, weil sie entweder die Staaten zu mehr wachstumsschädigender Austerität zwingen oder weil sie die Banken zur Zurückhaltung der Kreditvergabe anregen. Das niedrige Wirtschaftswachstum und die hohe Arbeitslosigkeit haben die Legitimitätsprobleme der Europäischen Union verstärkt.

Um die bisher unzureichend angegangenen Probleme zu adressieren, sind für die kommenden Jahre folgende Politikmaßnahmen notwendig: Erstens sollte die Bankenunion nachgebessert werden, sodass endgültig die Verbindung zwischen Problemen im Bankensektor und bei den Staatsfinanzen gekappt werden kann. Dazu sollte die Entscheidung über Bail-Outs und vorsorgliche Rekapitalisierung auf europäische Ebene gehoben werden und mit europäischen Finanzmitteln bezahlt werden. Zweitens sollte ein Transfermechanismus auf europäischer Ebene eingeführt werden, der die Konjunktur in boomenden Ländern bremst und in schwächelnden Ländern ankurbelt. Drittens sollten die Überschussländer wie Deutschland mit expansiver Lohnpolitik und stärkeren öffentlichen Investitionen zum stärkeren Nachfragewachstum im Euroraum beitragen. Viertens sollte ein europäisches Wachstumsprogramm mit öffentlichen Investitionen in Infrastrukturprojekte aufgelegt werden. Fünftens sollten die Entscheidungsstrukturen in Europa so reformiert werden, dass für die Bevölkerung wieder klar wird, wie sie den wirtschaftspolitischen Kurs in Europa beeinflussen können.

## 1. Einleitung

---

Ende 2014 tun sich viele Beobachter\_innen schwer zu beurteilen, wo die Euro-Zone wirtschaftlich nach einem halben Jahrzehnt der Krise steht. Die deutsche Bundesregierung etwa gehört zu denen, die die Lage – zumindest öffentlich – positiv bewertet. Sie hebt hervor, dass die Risikoaufschläge für Staatsanleihen aus den Peripherieländern massiv gesunken sind und dass die Wirtschaft in den meisten Euro-Staaten inzwischen die Rezession überwunden hat und wieder wächst. Dies sei eine Folge der erfolgreichen Krisenbekämpfungs- und Reformpolitik, die vor allem von der deutschen Regierung geprägt sei, so das Narrativ.

Skeptiker\_innen weisen darauf hin, dass der Aufschwung alles andere als stabil ist. Auf Monate mit positiven Konjunkturdaten folgten im vergangenen Jahr immer wieder Monate mit sehr schlechten Konjunkturzahlen, zuletzt im Sommer 2014. Für das Gesamtjahr 2014 dürfte das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum insgesamt etwa ein Prozent betragen, deutlich mehr als in den Krisenjahren 2012 und 2013, aber ein ganzes Stück entfernt vom geschätzten Potenzialwachstum von rund zwei Prozent und deutlich zu wenig, um eine echte Wende auf dem Arbeitsmarkt herbeizuführen.

Tatsächlich lässt sich allerdings kaum leugnen, dass sich die wirtschaftliche Lage in Europa Mitte 2014 deutlich positiver darstellt als noch zwei Jahre zuvor. Im Sommer 2012 herrschte nicht nur unter vielen Anleger\_innen, sondern auch unter Politiker\_innen die Angst, dass die Euro-Zone auseinanderbrechen könnte. Länder wie Italien, die sich ohnehin kaum von der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 erholt hatten, fielen erneut in die Rezession. Damals folgte ein Notgipfel der europäischen Staats- und Regierungschefs auf den nächsten, und nur die vollmundige (sensationelle) Ankündigung des EZB-

Präsidenten Mario Draghi, die EZB werde „tun, was immer notwendig ist“, den Euro zu retten, konnte die Stimmung stabilisieren. Heute dagegen gibt es kaum noch ernsthafte Stimmen, die ein baldiges Auseinanderbrechen des Euro prognostizieren.

Auch lässt sich nicht leugnen, dass seit Ausbruch der US-Subprime-Hypothekenkrise 2007, die zunächst in die globale Wirtschafts- und Finanzkrise 2008/2009 führte und dann in die Wirtschafts- und Schuldenkrise in der Euro-Zone ab 2010 mündete, ein massiver Umbau an den wirtschaftspolitischen Kontroll- und Koordinierungsstrukturen in der Euro-Zone stattgefunden hat. Mit den als „Six Pack“ und „Two Pack“ bezeichneten Gesetzespaketen ist die Überwachung der nationalen Haushalte in der Euro-Zone deutlich verschärft worden. Neu hinzugetreten ist zudem eine Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte, unter der sich die Mitgliedsstaaten verpflichten, ihre nationale Wirtschaftspolitik unter gewissen Umständen in den Dienst des Abbaus eben solcher Ungleichgewichte zu stellen. Mit dem als Fiskalpakt bezeichneten „Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion“ haben sich die Mitgliedsstaaten nicht nur verpflichtet, künftig ausgeglichene Staatshaushalte aufzuweisen und ihren Schuldenstand zügig auf unter 60 Prozent des BIP zu senken, sondern auch, diese Regeln in die nationalen Verfassungen aufzunehmen. Mit der Bankenunion haben sie schließlich die Macht aus der Hand gegeben, ihr eigenes Bankensystem zu regulieren, zu überwachen und im Krisenfall über die Abwicklung maroder Banken zu entscheiden.

Diese Studie soll vor diesem Hintergrund analysieren, inwieweit die seit dem Ausbruch der Griechenlandkrise 2010 umgesetzten Reformen

der wirtschaftspolitischen Steuerung der Europäischen Währungsunion die Krisenursachen tatsächlich wirkungsvoll angegangen haben. Aufbauend auf dieser Analyse soll in einem zweiten Schritt überprüft werden, welche Reformschritte in den kommenden Jahren noch notwendig wären, um die Euro-Zone tatsächlich krisenfest zu machen.

Die Studie ist dabei wie folgt gegliedert: Abschnitt 2 wird zunächst noch einmal die unterschiedlichen Dimensionen und Ursachen der Euro-Krise darstellen und analysieren. Abschnitt 3 wird

danach die erfolgten Veränderungen im wirtschaftspolitischen Instrumentarium der Europäischen Währungsunion ebenso wie die Veränderungen in den Entscheidungs- und Koordinationsstrukturen darstellen und analysieren. Abschnitt 4 überprüft anhand der vorangegangenen Darstellung und Analyse, welche Probleme, die zur Euro-Krise beigetragen haben, noch ungelöst sind und skizziert erste Lösungsansätze, die unter der neuen EU-Kommission in den kommenden Jahren angegangen werden sollten.

## 2. Rückblick: Die sieben Krisenursachen

---

Auch wenn in den Medien gerne pauschal von „der Euro-Krise“ gesprochen wird, ist die Analyse der in Europa erlebten Krise der vergangenen Jahre in der akademischen Literatur weit komplexer. Shambaugh (2012) etwa analysiert drei miteinander zusammenhängende Krisen in der Euro-Zone, nämlich eine Bankenkrise, eine Staatsschuldenkrise und eine Wachstumskrise. Fratzscher (2013) sieht gar vier Krisen, statt der Wachstumskrise eine Krise der Wettbewerbsfähigkeit und zudem eine institutionelle Krise. Außerdem beharrt Fratzscher auf dem Punkt, dass es eigentlich keine Euro-Krise gäbe, sondern der Euro nur für die anderen Krisen verantwortlich gemacht werde. Der Sachverständigenrat (2010) sieht dagegen ganz davon ab, die Krisen zu klassifizieren und konzentriert sich stattdessen in erster Linie auf die Ursachen.

Tatsächlich scheint eine Analyse der Maßnahmen zur Krisenbekämpfung und künftigen Krisenprävention anhand der Ursachen am sinnvollsten, lässt sich doch nur so untersuchen, ob die Reformen die Krisenursachen angehen oder nicht. Die Frage, ob die Krise tatsächlich eine „Euro-Krise“ ist oder nicht, scheint dagegen eher eine semantische Spitzfindigkeit zu sein. Eindeutig hat die Euro-Krise mit der Struktur der wirtschaftspolitischen Institutionen in der Euro-Zone zu tun und die Mängel dieser Struktur wurden mit der Einführung des Euro entweder explizit oder durch Unterlassung weitergehender Integrationsschritte geschaffen. Mithin ist die Krise klar eine Krise der Europäischen Währungsunion. Ob man dies nun „Euro-Krise“ nennen mag, sei jedem selbst überlassen. Diese Studie folgt allerdings der üblichen Konvention, die Krise der Eu-

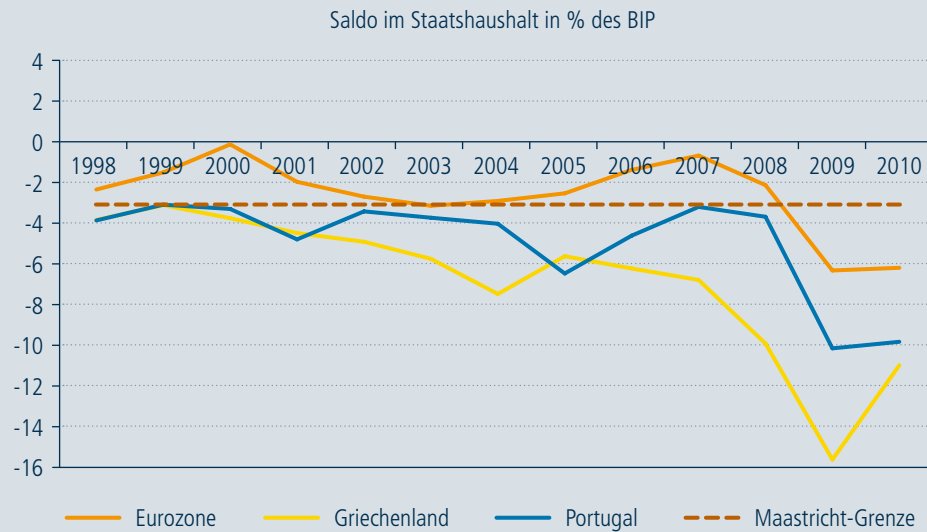
ropäischen Währungsunion, die zeitweise auch den Bestand des Euro in seiner jetzigen Form gefährdet hat, „Euro-Krise“ zu nennen.

### 2.1 Unsolide Staatsfinanzen und exzessive Defizite

Die erste Ursache, die vielen bei der Euro-Krise in den Sinn kommt, sind unsolide Staatsfinanzen. Tatsächlich kann man relativ klar sagen, dass zumindest im Falle Griechenlands übermäßig große Defizite ein wichtiger Faktor für den Ausbruch der Krise waren. Wie man in den Abbildungen 1 und 2 erkennt, lag das Budgetdefizit Griechenlands nach aktuellen (revidierten) Zahlen seit Beginn der Europäischen Währungsunion regelmäßig über der Grenze des Stabilitätspaktes von drei Prozent. Gleichzeitig hatte Griechenland aus der Zeit vor der Europäischen Währungsunion bereits einen Schuldenstand von mehr als 100 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) angehäuft (siehe Abbildung 3). Unmittelbar vor der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise ergab sich in Griechenland u. a. wegen der Kosten der olympischen Spiele noch einmal eine deutliche Verschlechterung der Staatsfinanzen, die z.T. aufgrund von Falschmeldungen der griechischen Statistikbehörden zunächst nicht in den offiziellen Zahlen auftauchten. Zusammen mit der Korrektur der vorher gemeldeten Defizitzahlen katapultierte der Einbruch der Wirtschaftsleistung und der Steuereinnahmen 2009 den Fehlbetrag in zweistellige Höhen, woraufhin an den Finanzmärkten die Sorge um eine drohende Zahlungsunfähigkeit des griechischen Staates wuchs.

Abbildung 1:

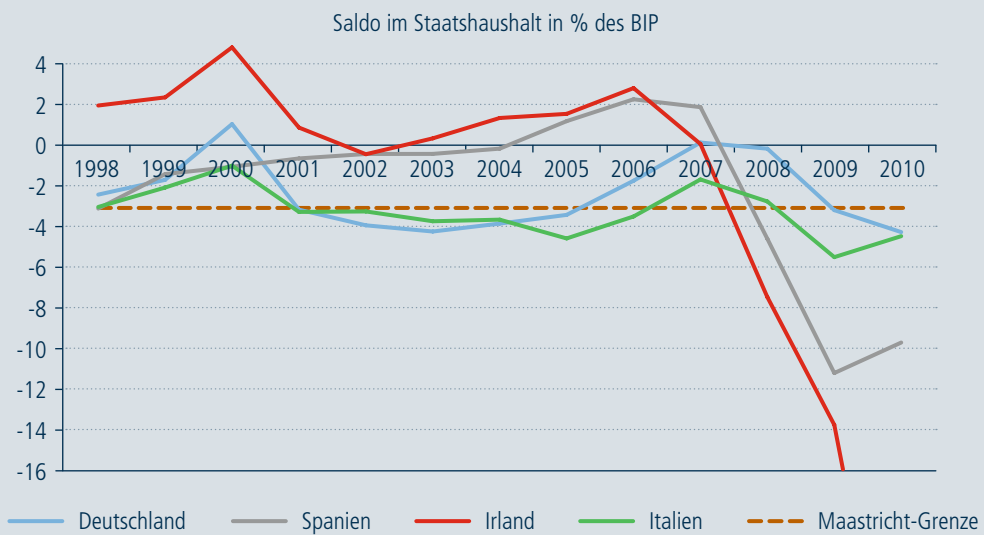
**Öffentliches Defizit Griechenland, Portugal, 1998 bis 2010**



Quelle: AMECO.

Abbildung 2:

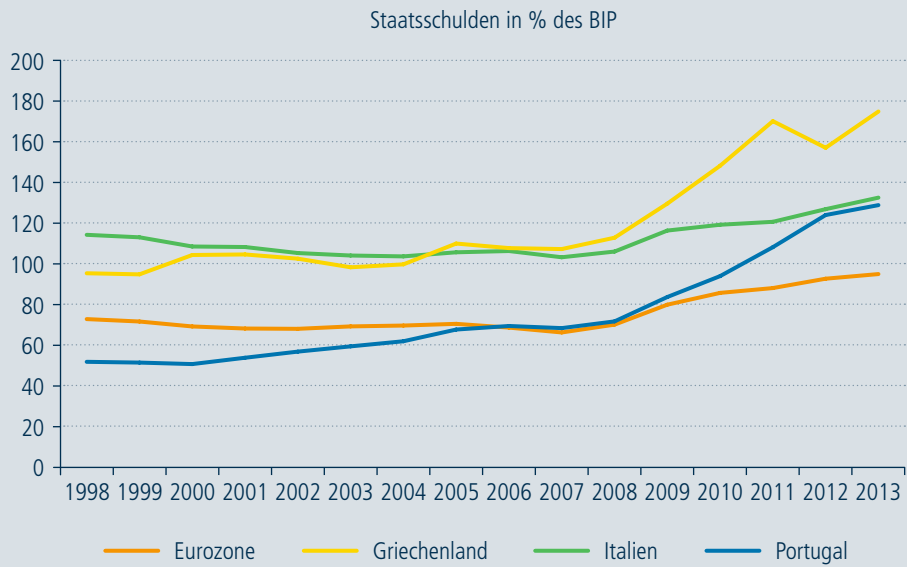
**Öffentliches Defizit Deutschland, Spanien, Irland und Italien, 1998 bis 2010**



Quelle: AMECO.

Abbildung 3:

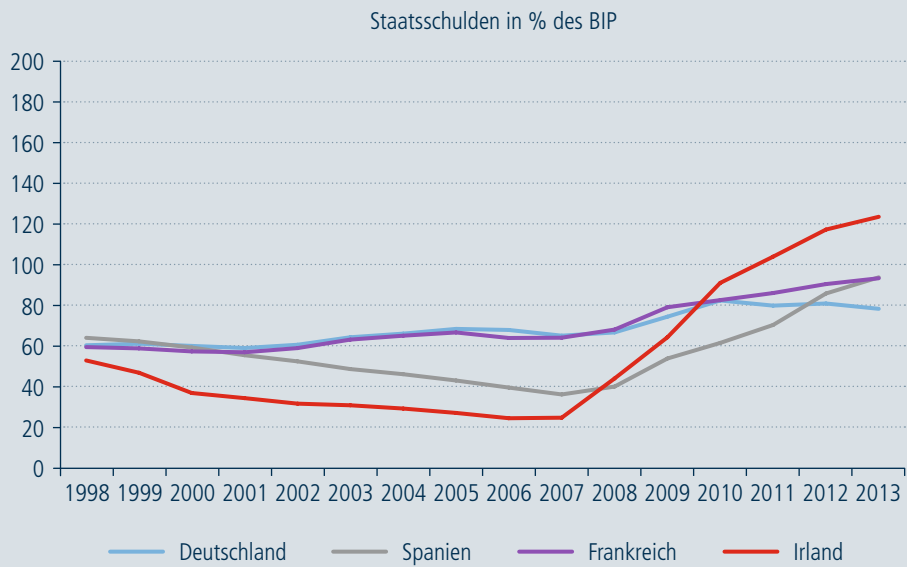
**Staatsverschuldung in % des BIP, Griechenland, Italien, Portugal, 1998 bis 2013**



Quelle: AMECO.

Abbildung 4:

**Staatsverschuldung in % des BIP, Deutschland, Spanien, Frankreich, Irland, 1998 bis 2013**



Quelle: AMECO.

Auch im Falle Portugals spielten prekäre Staatsfinanzen für die Finanzierungsprobleme des Staates in der Euro-Krise eine wichtige Rolle. Das Land war bereits Anfang der 2000er Jahre in eine Rezession gerutscht und hatte sich daraus nicht wirklich wieder erholt. Zusammen mit deutlich gestiegenen Staatsausgaben erreichte so das Staatsdefizit bereits 2005 mehr als sechs Prozent des BIP und war bis 2007 nicht wieder unter die Drei-Prozent-Marke gefallen. Die Kombination aus schwachem Wirtschaftswachstum bei relativ großen Staatsdefiziten hatte zudem bis zum Ausbruch der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise den öffentlichen Schuldenstand bereits auf fast 80 Prozent des BIP wachsen lassen. Der Einbruch während der globalen Krise sowie die notwendigen Rettungspakete für die portugiesischen Banken ließen das Defizit 2008/2009 weiter in die Höhe schießen. Nach Ausbruch der Griechenland-Krise wuchsen zunehmend auch die Sorgen um die Tragfähigkeit der portugiesischen Staatsfinanzen, und das Land musste 2011 ein Hilfspaket der EU-Partner und des Internationalen Währungsfonds (IWF) akzeptieren.

Allerdings muss man auch festhalten, dass die allermeisten Euro-Staaten 2007, also unmittel-

bar vor Ausbruch der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise, aus damaliger Sicht keine problematische Lage der Staatsfinanzen hatten. Die späteren Krisenländer Irland und Spanien wiesen damals sogar deutliche Überschüsse in den Staatshaushalten auf. Die meisten anderen Euro-Staaten wiesen öffentliche Defizite in der Größenordnung von ein bis zwei Prozent des BIP auf, die eigentlich keine Sorgen zur Schuldentragfähigkeit geben sollten (siehe Abbildung 4). Für die Euro-Zone insgesamt lag das Staatsdefizit deutlich niedriger als jenes der USA, der Schuldenstand war auf einem ähnlichen Niveau. Auch die Prognosen der EU-Kommission aus dem Herbst 2007, die eine normale Fortsetzung des Konjunkturzyklus ohne die anstehende globale Wirtschaftskrise annahm, zeigten keinerlei gefährliche Budgetentwicklungen auf (siehe Tabelle 1).

Diese Fakten zeigen, dass es in den meisten Euro-Krisenstaaten nicht eine unverantwortliche Finanzpolitik vor der Krise war, die zu den Problemen mit der Finanzierung der öffentlichen Defizite führte, sondern andere makroökonomische Probleme, die sich erst in einem zweiten Schritt in Budgetprobleme übersetzten und dann zu krisenhaften Symptomen führten. Dies lässt sich

Tabelle 1:

**Budgetsalden ausgewählter Euro-Staaten in % des BIP, 2007 bis 2009, Prognose [der EU-Kommission] aus dem Herbst 2007 und tatsächlicher Wert**

	2007		2008		2009	
	Prognose Okt. 2007	Tatsächlicher Wert	Prognose Okt. 2007	Tatsächlicher Wert	Prognose Okt. 2007	Tatsächlicher Wert
Deutschland	0,1	0,2	-0,1	-0,1	0,2	-3,1
Euro-Zone	-0,8	-0,7	-0,8	-2,1	-0,8	-6,3
Spanien	1,8	2,0	1,4	-4,5	0,6	-11,1
Griechenland	-2,9	-6,8	-1,8	-9,9	-1,8	-15,6
Frankreich	-2,6	-2,8	-2,6	-3,3	-2,7	-7,5
Irland	0,9	0,2	-0,2	-7,4	-0,6	-13,7
Italien	-2,3	-1,6	-2,3	-2,7	-2,3	-5,4
Portugal	-3,0	-3,2	-2,6	-3,7	-2,4	-10,2

Quelle: EU Kommission; AMECO-Datenbank.



sehr schön am Beispiel Spaniens erkennen. Abbildung 5 zeigt die spanischen Staatsausgaben und Staatseinnahmen, indiziert auf das Jahr 1999. Wie man unschwer erkennen kann, bewegten sich bis 2007 die Ausgaben und Einnahmen in einer gleichmäßigen Aufwärtsbewegung in etwa im Gleichschritt mit dem BIP, wobei die Einnahmen sogar etwas stärker zulegten als die Ausgaben und die Ausgaben sogar hinter dem Wirtschaftswachstum zurückblieben. Die schwere Krise ab 2008 führte dann zu einem Einbruch der Einnahmen und damit zu dem wachsenden Staatsdefizit.

## 2.2 Boom-Bust-Zyklen in der Peripherie

Interessant ist deshalb die Frage, woher der plötzliche Einbruch der Wirtschaftsleistung in vielen Peripheriestaaten kam. Eines der wichtigen makroökonomischen Probleme seit Beginn der Europäischen Währungsunion waren dabei so genannte Boom-und-Bust-Zyklen. Viele der Staaten der Euro-Peripherie erlebten nach dem Beginn der Währungsunion einen regelrechten Boom, der zum Teil bis zum Ausbruch der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise 2008 anhielt, dann aber abrupt abbrach.

Zwei Gründe lassen sich für diese Entwicklung anführen: Erstens erlebten die Peripherieländer ab Ende der 1990er Jahre einen massiven Rückgang der Finanzierungskosten und einen

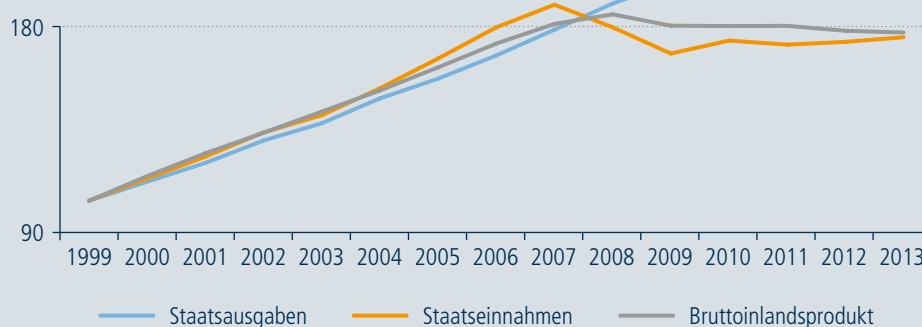
deutlich verbesserten Zugang zu Unternehmens- und Wohnungsbaukrediten. Hintergrund war, dass diese Länder historisch (und auch aufgrund früherer Inflationsepisoden) sehr hohe Zinsen gewohnt gewesen waren. Nachdem Ende der 1990er Jahre klar wurde, dass die Europäische Währungsunion tatsächlich implementiert werden würde, näherten sich die Zinsen im Süden Europas jenen in Deutschland an. Diese fallenden Zinsen setzten sich in günstigere Kredite um, die wiederum die Wirtschaft und insbesondere den Wohnungsbau ankurbelten.

Der zweite Grund für die Boom-und-Bust-Zyklen basiert auf einem ähnlichen Mechanismus, hat aber eine etwas andere Logik (Enderlein 2004; Dullien/Schwarzer 2005): Nach dieser Argumentation sind Boom-und-Bust-Zyklen ein natürliches Element einer Währungsunion. In einer Währungsunion gibt es nicht mehr national differenzierte Leitzinsen, wie es bei einzelnen nationalen Währungen der Fall wäre, sondern nur noch einen einheitlichen Leitzins. Dieser Zins wird von der gemeinsamen Zentralbank (in der Euro-Zone die EZB) mit Blick auf Inflation und Konjunktur für die gesamte Währungsunion gesetzt. Solange der Konjunkturzyklus zwischen den Ländern nicht völlig angeglichen ist, bedeutet dies, dass der Zins für einige Länder für die aktuelle konjunkturelle Situation zu hoch und für andere Länder zu niedrig ist.

In den Ländern, in denen die Konjunktur etwas besser als im Durchschnitt des Währungs-

Abbildung 5:

### Bruttoinlandsprodukt, Staatsausgaben und Staatseinnahmen Spanien, 1999 = 100



Quelle: AMECO.

raums läuft, ist zu erwarten, dass auch die Inflation etwas höher liegt, weil Gewerkschaften leichter Lohnerhöhungen und Unternehmen leichter Preiserhöhungen durchsetzen können. Mit einer höheren Inflation ergibt sich aber in Ländern mit guter Konjunktur ein niedrigerer Realzins (Nominalzins minus Inflation). Da nach gängiger ökonomischer Theorie für viele wirtschaftliche Aktivitäten wie Investitionen in Ausrüstungen, Anlagen oder Wohnungsbau dieser Realzins relevant ist, führt dies dazu, dass in Ländern mit guter Konjunktur und leicht überdurchschnittlicher Inflation das Wirtschaftswachstum noch einmal angekurbelt wird. Allerdings sorgt die etwas höhere Inflation in dem Land gleichzeitig dafür, dass sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit langsam verschlechtert und damit das Exportwachstum langsamer ausfällt. Zunächst überwiegt der Effekt aus dem inländischen Boom. Kommt dieser aber (üblicherweise nach mehreren Jahren) zu einem Ende, ist das Land in einer Situation schlechter Wettbewerbsfähigkeit und erlebt eine tiefe Rezession, weil beide möglichen Nachfragequellen (aus dem In- wie dem Ausland) ausfallen.

In den Ländern, in denen die Konjunktur gerade etwas schlechter als in den anderen Ländern des Währungsraums läuft, ist der Mechanismus genau anders herum: Da hier die Inflation im Zweifel niedriger als im Rest der Währungsunion ist, ist der Realzins höher. Investitionen und damit das Wirtschaftswachstum werden hier noch

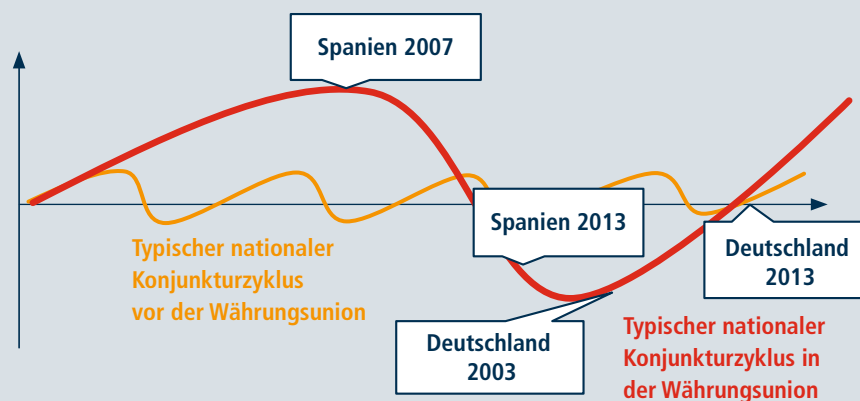
einmal gedämpft. Damit wird die konjunkturelle Schwächephase verstärkt und verlängert. Gleichzeitig führt die niedrigere Inflation zu einer graduellen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und damit einem anziehenden Exportwachstum. Sobald die Aufschwungskräfte aus dem Ausland stark genug werden, dass die inländischen Bremskräfte überwunden werden, endet die Schwächephase und das Land schwenkt in einen neuen Boom ein.

Diese Überlegungen führen zu dem Schluss, dass die nationalen Konjunkturzyklen innerhalb einer Währungsunion deutlich stärker und länger ausfallen, als dies mit nationalen Währungen der Fall gewesen wäre, weil nationale Zentralbanken einen Aufschwung wesentlich früher gebremst oder in einem Abschwung wesentlich früher die Zinsen gesenkt hätten.

Tatsächlich lässt sich argumentieren, dass mit dieser Theorie des „Superzyklus“ die Entwicklung sowohl der deutschen als auch der spanischen Wirtschaft seit dem Jahr 2000 gut zu erklären ist (siehe Abbildung 6). Nach Beginn der Europäischen Währungsunion befand sich Anfang der 2000er Jahre Deutschland nach den Übertreibungen der deutschen Wiedervereinigung in einer Situation einer eher schwächelnden Konjunktur. Weil der Zins der EZB damals für die deutsche Wirtschaft eher zu hoch war, schwächelte die Konjunktur über Jahre. Die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit führte dann zu Lohnzurückhaltung der Gewerkschaften und zu einer

Abbildung 6:

#### Schematische Darstellung des „Superzyklus“ in einer Währungsunion



Quelle: Eigene Darstellung.

gradueller Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit, was zu einem kräftigen Zuwachs der Exporte führte. Ab Mitte der 2000er Jahre überwog der Impuls aus dem Export die bremsenden Kräfte der hohen Realzinsen und Deutschland schwenkte wieder in einen Aufschwung ein. Heute befindet sich Deutschland in einer Situation, wo der Realzins für die deutsche Wirtschaft eigentlich zu niedrig ist und erlebt deshalb einen Mini-Boom beim Wohnungsbau.

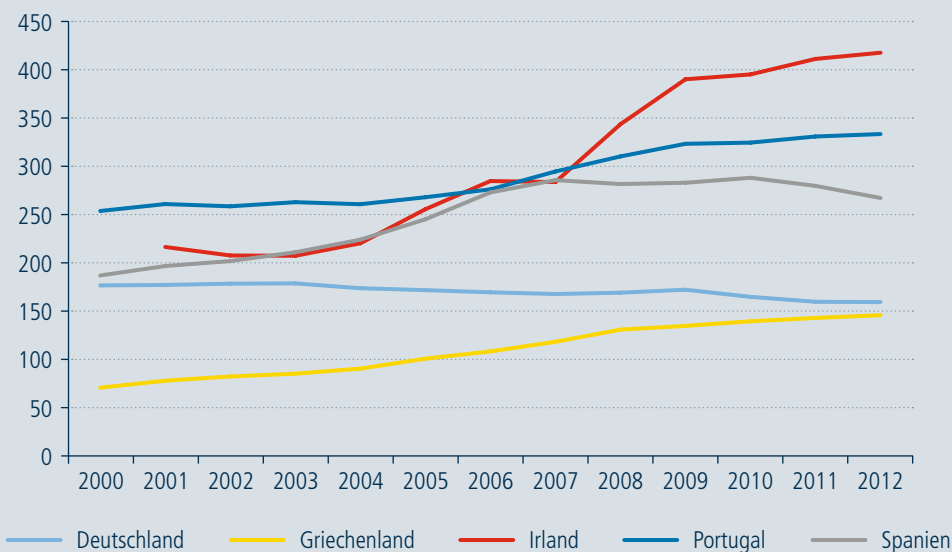
Spanien dagegen war Anfang der 2000er Jahre in einer Situation, wo die niedrigen Realzinsen das Wachstum ankurbelten und langsam zu einer Überhitzung der Wirtschaft führten, die sich in spanischen Inflationsraten von zeitweise mehr als fünf Prozent niederschlugen. Graduell verlor die spanische Wirtschaft ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit. Als die Immobilienblase 2007 platzte, fand sich Spanien plötzlich ohne Wachstumsmotor wieder, weil sowohl die in- wie die ausländische Nachfrage wegbrach. In der dann folgenden Krise mussten die Beschäftigten massive Lohnneinbußen hinnehmen, die zwar über schrumpfende Konsumnachfrage die Binnenwirtschaft schwächten, gleichzeitig aber die Wettbewerbsfähigkeit verbesserten. Heute, im Jahr 2014, befindet sich Spanien in einer Situation, wo der

Exportsektor wieder zum Wachstum beiträgt, wobei allerdings der Realzins für Spanien weiter vergleichsweise hoch ist und die inländische Wirtschaft schwächelt.

Parallel zum konjunkturellen „Superzyklus“ entwickelte sich auch die Verschuldung des Privatsektors in den betroffenen Volkswirtschaften. Da während der Boom-Phase aufgrund der niedrigen Realzinsen Kredite günstig waren, wuchs die Verschuldung der Haushalte und Unternehmen deutlich. Dieser Prozess setzte sich in den meisten Ländern zunächst auch in die Krisenphase hinein fort, weil angesichts wegbrechender Gewinne die Unternehmen zunächst sogar neue Kredite aufnehmen mussten. Spiegelbildlich bemühten sich Unternehmen und Haushalte in Ländern mit hohen Realzinsen, ihre Verschuldung abzubauen. Insbesondere ab dem Punkt, wo ein kräftig wachsender Exportsektor die Schwäche der Binnen nachfrage überkompensiert, ist so ein Rückgang der Verschuldungsquote des Privatsektors zu beobachten. So stieg in Spanien die Verschuldung des Privatsektors von 1999 bis 2010 von rund 160 Prozent des BIP auf fast 290 Prozent des BIP und begann danach wieder zu fallen. In Deutschland ging die Verschuldung des Privatsektors seit 2005 kontinuierlich zurück (siehe Abbildung 7).

Abbildung 7:

**Verschuldung des Privatsektors in % des BIP**



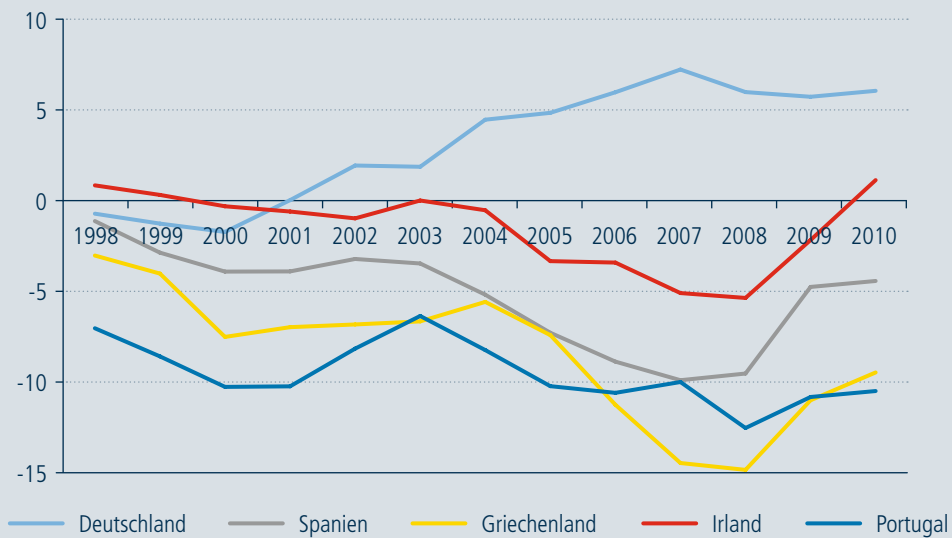
Quelle: OECD.

Diese wachsende Verschuldung des Privatsektors hat sich in der Vor-Krisen-Zeit auch in einer wachsenden Auslandsverschuldung der späteren Krisenstaaten niedergeschlagen. Obwohl der Staat etwa in Spanien Überschüsse im Haushalt auswies, lieh sich das Land als Ganzes zunehmend Mittel aus dem Ausland. Dies kann man am besten an der Entwicklung des Leistungsbilanzsaldos erkennen; er beschreibt, welche Netto-

kapitalimporte notwendig sind, um den gesamtwirtschaftlichen Konsum und die Investitionen zu finanzieren. In vielen der späteren Krisenländer erreichten die Leistungsbilanzdefizite zehn Prozent des BIP oder sogar mehr (siehe Abbildung 8). Zugleich stieg die Nettoauslandsverschuldung massiv an – im Falle Spaniens etwa von rund 30 Prozent des BIP im Jahr 2000 auf 90 Prozent des BIP im Jahr 2010 (siehe Abbildung 9).

Abbildung 8:

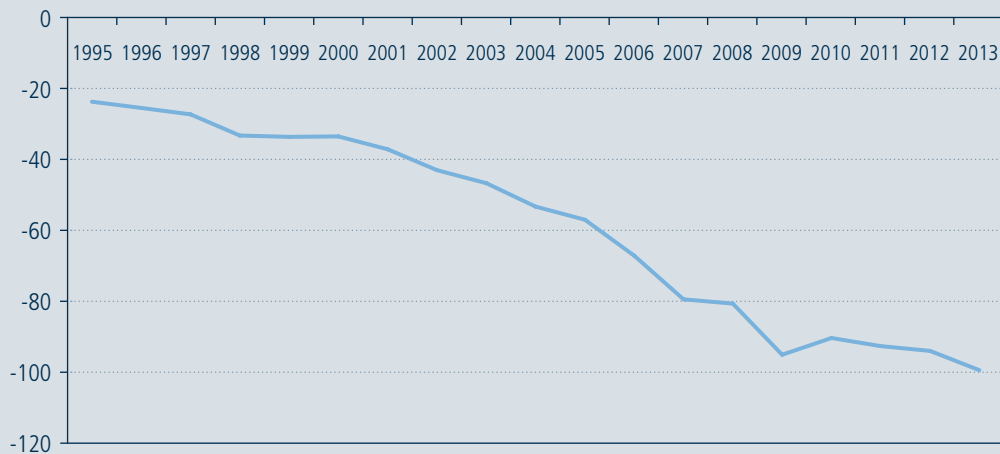
**Leistungsbilanzsalden ausgewählter Euro-Länder in % des BIP**



Quelle: AMECO.

Abbildung 9:

**Nettoauslandsposition Spaniens in % des BIP**



Quelle: IWF; eigene Berechnungen.

Finanziert wurde diese wachsende Verschuldung mit überschüssigen Ersparnissen aus den Ländern mit hoher Wettbewerbsfähigkeit, niedrigen Investitionen und niedriger Konsumtätigkeit wie Deutschland, wo die Privathaushalte und Unternehmen deutlich mehr sparten, als im Inland für Investitionen gebraucht wurde. Weil die deutschen Banken für diese Mittel dringend Anlagemöglichkeiten suchten, verliehen sie die Gelder an Banken in der Peripherie, die damit wiederum Kredite an dortige Unternehmen und Haushalte vergaben, was die Wirtschaft weiter ankurbelte.<sup>1</sup>

## 2.3 Probleme im Bankensektor

Eng verbunden mit dem oben beschriebenen Problem des „Superzyklus“ sind die Probleme der Bankensektoren in einigen Ländern gewesen. Als in Ländern wie Spanien und Irland die Immobilienpreise begannen zu steigen, konzentrierten sich einige Banken auf Geschäfte im Immobilienbereich, von der normalen Hypothekenfinanzierung bis zur Kreditvergabe an Immobilienentwickler, und das Volumen der ausstehenden Immobilienkredite nahm massiv zu. In vielen Ländern senkten zudem die Banken ihre Vergabestandards von Krediten und erhöhten die maximal mögliche Kreditsumme. Dies hatte zwei wichtige Konsequenzen: Zum einen heizte der Kreditboom den Immobilienmarkt, den Bau und damit die Wirtschaft insgesamt weiter an. Zum anderen entstanden in den Bilanzen enorme Risiken. Als nach 2007 die Immobilienpreise zu fallen begannen, kam es zu Kreditausfällen und die Banken mussten die Darlehen abschreiben, was zu den Bankenkrisen in diesen Ländern führte.

Jenseits der Probleme durch die inländischen Kredit- und Immobilienbooms gab es in den Bankensystemen einiger Länder Probleme durch übermäßig riskante Geschäfte im Ausland. Beispiele hierfür sind Dexia, eine französisch-belgische Finanzgruppe sowie die deutschen Banken IKB und Hypo Real Estate. All diese Institutionen

gerieten durch Geschäfte jenseits des normalen inländischen Kreditgeschäftes in Schieflage. Die – eigentlich als Mittelstandsbank konzipierte – IKB etwa engagierte sich über eine Zweckgesellschaft auf dem US-Subprime-Hypothekenmarkt, die Hypo Real Estate über ihre – in Irland ansässige Tochter – Depfa in riskanten Refinanzierungsgeschäften unter anderem mit ausländischen Kommunalobligationen.

Jenseits der Immobilienbooms kann man die Probleme im Bankensektor leicht als Kombination aus der wachsenden Integration der Finanzmärkte innerhalb der Euro-Zone und einer mangelnden zentralen Aufsicht erklären. Zum einen führten die wachsende Integration innerhalb der EU und die Schaffung des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen dazu, dass Banken ihre Aktivitäten stärker über die nationalen Grenzen hinweg ausweiteten und damit größer wurden. Zum anderen verblieb die Verantwortung für die Bankenaufsicht auf nationaler Ebene. Um Aktivitäten im Finanzsektor (und damit Arbeitsplätze und Steuereinnahmen) anzuziehen, setzten einige Euro-Länder auf die Strategie, ihren eigenen Finanzsektor weniger strikt zu regulieren als die EU-Partner. Das Kalkül hinter dieser Strategie war, dass die Vorteile aus neuen Arbeitsplätzen im Finanzbereich klar dem eigenen Land und der aktuellen Regierung zu Gute kommen würden, während mögliche Kosten in Form von Verlusten der Banken erst in weiter Zukunft auftreten würden und im Zweifel auf die in anderen EU-Ländern ansässigen Mutterinstitute zurückfallen würden. Das Ergebnis war, dass viele EU-Finanzinstitute riskante Aktivitäten jeweils in jenes EU-Land verlagerten, wo die entsprechende Aktivität am wenigsten reguliert wurde.

Probleme in den Bankensektoren der einzelnen Länder führten dann aber zu tatsächlichen und von Investoren vermuteten Verbindlichkeiten der öffentlichen Hand. In der Finanzkrise nach 2008 hatten eine Reihe von EU-Regierungen sich gezwungen gesehen, wichtige Banken in ihrem Land mit öffentlichen Finanzhilfen zu retten, um einen Zusammenbruch des nationalen Banken-

<sup>1</sup> Siehe für eine Analyse der Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum auch Dullien (2010).

systems und eine tiefe Rezession zu vermeiden. Hier war es also eine ursprünglich übermäßige Verschuldung des Privatsektors einschließlich des Bankensektors, nicht der öffentlichen Hand, die im Rahmen der Finanzkrise zu einer gefährlichen Verschlechterung der öffentlichen Finanzen führte und zu guter Letzt die Zahlungsfähigkeit der betroffenen Länder in Frage stellte.

## 2.4 Toxische Verbindung zwischen Bankproblemen und Zahlungsfähigkeit einzelner Staaten

Durch eine Besonderheit in der Portfoliostruktur vieler Banken im Euro-Raum ergab sich aus den bekannten und unbekanntem Risiken im Bankensystem ein neues Problem: eine toxische Verbindung aus Problemen des Bankensystems eines Landes und der Zahlungsfähigkeit eben dieses Staates.

In vielen Ländern der Euro-Zone hielten (und halten immer noch) die Geschäftsbanken einen beträchtlichen Anteil ihres Portfolios in Staatsanleihen des eigenen Landes. Staatsanleihen erfreuten sich dabei insbesondere deshalb hoher Popularität, weil diese – jenseits von Krisenzeiten – als extrem sicher und sehr liquide gelten. Braucht eine Bank Liquidität, so kann sie die Staatsanleihen üblicherweise schnell in Bargeld umwandeln. Traditionell scheinen dabei die Banken die heimischen Staatsanleihen jenen aus anderen Euro-Ländern vorzuziehen. Im Jahr 2010 etwa hielten die Banken im Durchschnitt Staatsanleihen ihres eigenen Heimatlandes im Wert von fast 80 Prozent ihres Eigenkapitals (Pockrandt/Radde 2012).

Gleichzeitig war von Beginn der Euro-Krise an klar, dass die nationalen Regierungen für Schwierigkeiten des eigenen Bankensystems zuständig sein würden. So wurde das deutsche Bankenrettungspaket, mit dem unter anderem die Commerzbank gestützt wurde, alleine vom deutschen Steuerzahler finanziert, die Rettung der irischen Anglo Irish Bank and Bank of Ireland wurde durch Mittel aus dem irischen Haushalt betrieben.

Diese beiden Faktoren führten während der heißen Phase der Euro-Krise zu sich selbst verstärkenden Krisenkreisläufen. Gab es in einem Land den Verdacht auf Probleme im Bankensektor, schürte dies unter Investoren die Erwartung, dass am Ende der betroffene Nationalstaat die eigenen Banken mit Staatsmitteln retten müsse und werde. Durch die erwarteten Belastungen für den Staatshaushalt wuchs die Sorge um die Zahlungsfähigkeit des einzelnen Staates und die Investoren forderten höhere Zinsen auf die Staatsanleihen. Da bei Anleihen höhere Umlaufrenditen stets mit fallenden Anleihepreisen einhergehen, verloren so die Bestände an Staatsanleihen im Portfolio der Banken eines Landes an Wert. Infolge dessen mussten die Banken Abschreibungen an ihren Wertpapierbeständen hinnehmen, die sich in neuen Problemen des Bankensektors niederschlugen – und damit neue Sorgen um die Zahlungsfähigkeit des betroffenen Staates schürten.

Dieser toxische Link war umso problematischer, da die Banken, die Abschreibungen auf ihre Bestände an Staatsanleihen hinnehmen mussten, sich wegen der schrumpfenden Eigenkapitalausstattung oft auch gezwungen sahen, die Kreditvergabe an die heimische Wirtschaft zurückzuführen, was dann zudem noch das Wirtschaftswachstum dämpfte und damit zu neuen Steuerausfällen (und damit neuen Finanzproblemen) bei den betroffenen Regierungen führte.

## 2.5 Selbst-erfüllende Marktpanik

Die oben beschriebenen, tatsächlich existierenden Belastungen für den Staatshaushalt in vielen der Krisenländer wurden in ihrer Gefährlichkeit noch durch (Über-)Reaktionen an den Finanzmärkten verstärkt. Weil im Verlauf der Euro-Krise immer wieder an den Märkten Panik angesichts des Risikos eines breiten Zahlungsausfalls mehrerer Euro-Staaten ausbrach, schossen die Renditen der Anleihen der Peripheriestaaten nach oben, was von alleine die Finanzen der betroffenen Staaten weiter unter Druck setzte und die Tragfähigkeit der Schulden immer schwieriger machte.



Der hier zu Grunde liegende Mechanismus ist in der Literatur unter dem Begriff „sich selbst erfüllender Finanzkrisen“ wohl bekannt.<sup>2</sup> Die Logik dabei ist folgende: Wenn ein Land einen sehr niedrigen Schuldenstand hat, gibt es keinen Grund, die Zahlungsfähigkeit in Frage zu stellen, selbst falls die Zinsen steigen sollten. Die Investoren verlangen deshalb niedrige Zinsen und das Land kann seine Schulden problemlos bedienen. Hat ein Land einen extrem hohen Schuldenstand, so ist das Ergebnis ebenfalls einfach: Die Schulden sind nicht tragfähig und das Land wird irgendwann seine Zahlungsfähigkeit einstellen müssen. Die Investoren antizipieren dies und fordern schon heute hohe Zinsen, die das Land sofort in die Zahlungsunfähigkeit treibt. Interessant ist der Fall, in dem ein Land weder sehr hohe noch sehr niedrige Schulden hat. In diesem Fall mittelhoher Schulden kommt es auf die Erwartungen der Investoren an, ob ein Land tatsächlich zahlungsunfähig wird oder nicht. Glauben die Investoren daran, dass das Land die Schulden bedienen kann, verlangen sie niedrige Zinsen und das Land kann seine Schulden bedienen. Bezweifeln die Investoren dagegen die Zahlungsfähigkeit, verlangen sie hohe Zinsen, die dann die Belastung des betroffenen Landes soweit erhöhen, dass dieses tatsächlich die Zahlung einstellen muss.

In der Realität wird dieser Mechanismus noch dadurch verstärkt, dass der Zins, den ein Land für seine Staatsanleihen zahlt, auch einen wichtigen Einfluss auf die langfristigen Finanzierungsbedingungen der Banken und Unternehmen in dem Land hat. Hohe Zinsen bedeuten somit noch einmal gedämpftes Wirtschaftswachstum, was die Staatsfinanzen wegen fallender Steuereinnahmen und zunehmender Kosten für Arbeitslosigkeit weiter belastet.

Wichtig ist nach diesen Modellen, die Erwartungen der Anleger im Nicht-Zahlungsunfähigkeits-Gleichgewicht zu stabilisieren. Dies ist auch die Logik von Hilfskrediten: Wenn eine Kreditquelle bereit steht, die ausreichend Hilfskredite zu einem moderaten Zins bereitstellen kann, gibt es keinen Grund für die Anleger zu befürchten,

dass alleine die Veränderung in den Erwartungen der anderen Marktteilnehmer ein Land in die Zahlungsunfähigkeit stoßen kann. Folglich sollten sich in diesem Fall die Erwartungen im „guten“ Gleichgewicht stabilisieren und sich selbst erfüllende Finanzkrisen verhindert werden.

Es gibt Anhaltspunkte, dass Elemente sich selbst erfüllender Finanzkrisen in Europa während der heißen Phase der Euro-Krise 2011 bis 2012 tatsächlich eine Rolle gespielt haben: Zeitweise haben die Anleger für italienische und spanische zehnjährige Staatsanleihen Zinsen von rund sieben Prozent verlangt. Wären diese Zinsen über längere Zeit bestehen geblieben, hätte diese im Zweifel die betroffenen Länder in die Zahlungsunfähigkeit getrieben. Ohne große Veränderungen in den Fundamentaldaten der Länder sind die Zinsen dann allerdings nach der berühmten „We will do whatever it takes“-Rede des EZB-Präsidenten Mario Draghi im Sommer 2012 massiv gefallen, und derzeit wird die mittel- und langfristige Solvenz Spaniens und Italiens nicht mehr in Frage gestellt. Dies spricht dafür, dass Anlegererwartungen für die vorangegangenen, starken Zinssteigerungen tatsächlich eine zentrale Rolle gespielt haben. Die Ankündigung Draghis konnte dann die Erwartungen im „guten“ Gleichgewicht stabilisieren und die Euro-Krise entschärfen.

## 2.6 Strukturelles Auseinanderlaufen der Wettbewerbsfähigkeit

Jenseits des oben diskutierten zyklischen Auseinanderlaufens der Wettbewerbsfähigkeit durch unterschiedliche Positionen im Konjunkturzyklus innerhalb der Euro-Zone gibt es ein anderes Problem, das im Zusammenhang mit der Euro-Krise wiederholt genannt worden ist: Das strukturelle Auseinanderlaufen der Wettbewerbsfähigkeit der verschiedenen Länder. Unter diesem Begriff versteht man gemeinhin, dass möglicherweise aufgrund von bestehenden unterschiedlichen Strukturen in den Lohnverhandlungssystemen der Länder oder aufgrund historischer oder soziologischer Begebenheiten einzelne Länder auch bei

<sup>2</sup> Siehe etwa Cole/Kehoe (1996) oder Obstfeld (1996).

ähnlicher konjunktureller Situation ein Auseinanderlaufen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit erleben.

Eine solche Situation könnte gegeben sein, wenn die Tarifparteien in den verschiedenen Ländern unterschiedliche Lohnabschlüsse als „normal“ ansehen. Wenn etwa die deutschen Tarifparteien versuchen, den Verteilungsspielraum aus Produktivitätszuwachs und Zielinflationsrate der Europäischen Zentralbank nicht ganz auszuschöpfen (und damit einen Anstieg der nominalen Lohnstückkosten in Deutschland von weniger als der EZB-Zielinflationsrate produzieren), während italienische Tarifparteien Lohnzuwächse von knapp über drei Prozent pro Jahr für normal halten, selbst wenn die Produktivität stagniert, so wäre ein solches strukturelles Auseinanderlaufen das zwingende Ergebnis.

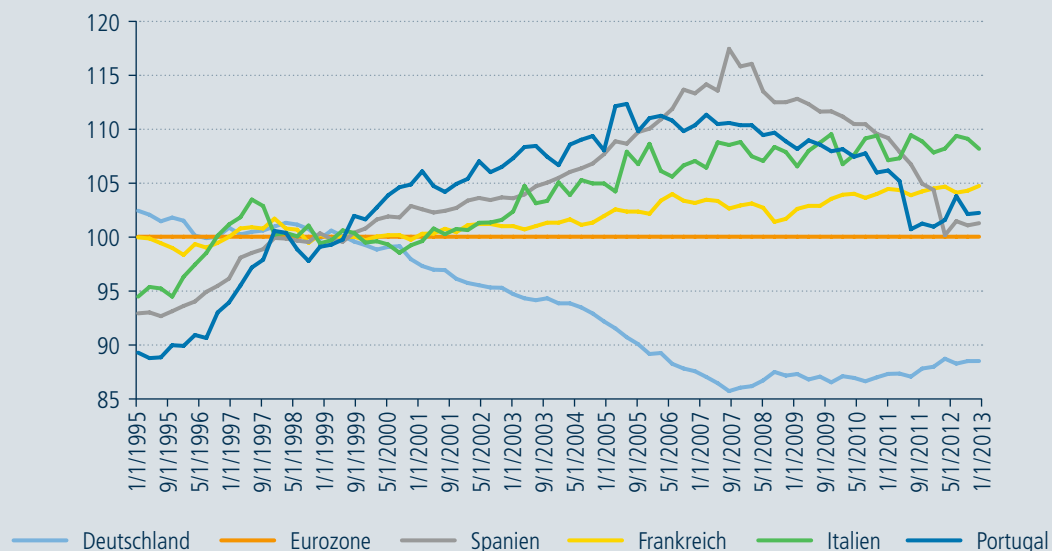
Es gibt Anhaltspunkte, dass die Lohnsetzung in den verschiedenen Euro-Staaten tatsächlich bei ähnlicher Konjunkturlage zu unterschiedlichen Ergebnissen kommt. Auffällig ist hier unter anderem die anhaltend schwache Nominallohn-

entwicklung in Deutschland, die trotz massiv gefallener Arbeitslosigkeit auch derzeit weiter anhält. Ebenfalls auffällig ist, dass die Lohnstückkosten in Italien in den Jahren 2000 bis 2008 spürbar zugelegt haben, obwohl das Land mitnichten einen Boom erlebt hat (Abbildung 10). Auch der spanische Zuwachs der Nominallöhne vor der Krise deutet auf eine andere Orientierung der Lohnleitlinie hin als in Deutschland.<sup>3</sup>

Ein dauerhaftes, strukturelles Auseinanderlaufen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der Euro-Zone wäre in der Tat ein Problem, da dies bedeuten würde, dass einige Regionen dauerhaft an Wettbewerbsfähigkeit verloren hätten und man dort – ohne einschneidende Reformen – auch keine Besserung der sich daraus ergebenden hohen Arbeitslosigkeit erwarten kann. Allerdings ist es derzeit schwer festzustellen, inwieweit innerhalb Europas ein dauerhaftes, strukturelles Auseinanderlaufen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit stattgefunden hat und inwieweit das beobachtete Auseinanderlaufen auf die oben beschriebenen Boom-und-Bust-Zyklen und

Abbildung 10:

#### Relative nominale Lohnstückkosten in ausgewählten Euro-Ländern



Quelle: Eurostat; eigene Berechnungen.

<sup>3</sup> Tragischerweise haben die verhältnismäßig hohen spanischen Nominallöhnerhöhungen vor der Krise nicht zu entsprechenden Reallohnsteigerungen geführt, weil die Inflation in Spanien auch deutlich höher lag als in anderen Euro-Ländern wie Deutschland.



den einmaligen Übergang zu niedrigeren Zinsen zu Beginn der Europäischen Währungsunion zurückzuführen ist.

Obwohl es einige Hinweise gibt, dass es strukturelle Unterschiede in der Lohnsetzung gibt und sich möglicherweise sogar noch ein Strukturbruch in der deutschen Lohnsetzung nach Beginn der Währungsunion ergeben hat, der zu dauerhaft niedrigeren Lohnsteigerungen führt (Dullien/Fritsche 2008), lässt sich somit derzeit nicht mit Sicherheit sagen, wie relevant diese strukturellen Unterschiede sind. Die kräftigen Lohnsteigerungen in einigen Ländern nach dem Beginn der Währungsunion lassen sich möglicherweise auch mit der besseren Konjunkturlage in diesen Ländern erklären. Außerdem wurden in der Krise massive Veränderungen auch in den Lohnverhandlungssystemen und in den Arbeitsmarktinstitutionen umgesetzt, sodass nicht klar ist, ob in der Vergangenheit möglicherweise bestandene strukturelle Unterschiede in der Lohnsetzung auch in der Zukunft noch relevant sein werden.

## 2.7 Vertrauensverlust der Bevölkerung durch Wachstumskrise

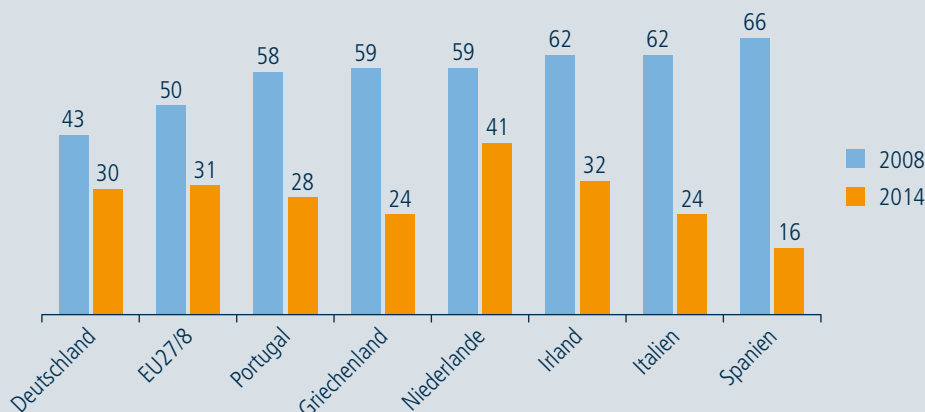
Die letzte Dimension der Krise ist die Vertrauenskrise der Bürger\_innen in die bestehenden politischen Institutionen und insbesondere auch in

die Institutionen der EU. Bis zum Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2008 herrschte innerhalb Europas ein starkes Vertrauen in die EU vor. Dieses Vertrauen in die EU war in vielen Ländern sogar stärker als in die jeweiligen nationalen Regierungen. In der EU28 insgesamt gaben in der Eurobarometer-Umfrage vom Frühjahr 2008 so 50 Prozent der Befragten an, dass sie der EU „eher vertrauen“, nur 36 Prozent äußerten, dass sie der EU „eher nicht vertrauen“. Im Frühjahr 2014 hatte sich dieses Verhältnis umgekehrt: Nun gaben 31 Prozent an, der EU zu vertrauen, während 56 Prozent ein Misstrauen äußerten. Besonders drastisch fiel dabei der Vertrauensverlust in den Krisenländern aus (siehe Abbildung 11): In Spanien sank der Anteil jener, die gegenüber der EU ihr Vertrauen erklärten, von 66 auf 16 Prozent.

Nach den Umfragen des Eurobarometers äußerten bis Anfang 2010 stabil etwa die Hälfte der befragten Bevölkerung, in ihren Augen hätte die EU ein „sehr positives“ oder „ziemlich positives“ Bild. Nur zwischen 15 und 20 Prozent äußerten damals, die EU habe ein „sehr negatives“ oder „ziemlich negatives“ Bild. Bis zum Frühjahr 2013 war der Vorsprung jener, die die EU positiv sehen, praktisch verschwunden. Damals bescheinigten 30 Prozent der EU noch ein positives Bild, 29 Prozent aber ein negatives Bild. Seitdem die Euro-Krise etwas abgeflaut ist, hat sich auch das Bild

Abbildung 11:

### Vertrauen in die EU laut Eurobarometer-Umfrage, 2008 und 2014, in % der Befragten



Quelle: Eurobarometer 69 & 81.

der EU etwas gebessert, aber von den Unterstützerzahlen der Vor-Krisen-Zeit ist die EU noch weit entfernt. In den Eurobarometer-Umfragen aus dem Frühjahr 2014 gaben 35 Prozent der Befragten an, die EU habe ein positives Image, während 25 Prozent ein negatives Image testierten (Torreblanca/Leonard 2013).

Erklären kann man diese Entwicklung mit den Konzepten der Output- und der Input-orientierten Legitimation. Unter Output-orientierter Legitimation verstehen Politikwissenschaftler\_innen gemeinhin, dass die Institutionen sich dadurch legitimieren, dass sie bestimmte Aufgaben effizient und in einer Weise erledigen, die das Wohlergehen der Regierten fördert („government for the people“). Unter Input-orientierter Legitimation versteht man hingegen, dass die Entscheidungen in einer Legitimationskette getroffen werden, die die Zustimmung der Regierten abbildet, also etwa durch allgemeine, demokratische Wahlen von Parlamentsabgeordneten, die dann Gesetze verabschieden („government by the people“).

Der massive Rückgang des Vertrauens in die EU und die wachsende Skepsis der Bevölkerung gegenüber der EU kann leicht damit erklärt werden, dass in der Vergangenheit die Bevölkerung die Europäische Integration als wohlstandsmehrenden Prozess wahrgenommen hat, der zu steigenden Einkommen und wachsender Beschäftigung geführt hat. Der Einbruch von Wirtschaftsleistung und Beschäftigung in der Krise und die Rolle der Europäischen Union als Element der „Troika“ in den Anpassungsprogrammen hat nun dazu geführt, dass die Bevölkerung die EU nicht mehr als Institution wahrnimmt, die die – aus Sicht der Bevölkerung wichtige und der EU mit zugeschriebene – Aufgabe der Schaffung von Arbeitsplätzen erfüllt. Kurz: In den Augen der Bevölkerung deutet viel darauf hin, dass die EU bei der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit versagt hat.

Zwar wird seit langer Zeit in einigen Kreisen die vermeintlich mangelnde Legitimität europäischer Institutionen bemängelt, allerdings hatte dies bis zum Ausbruch der Euro-Krise 2010 wenig Einfluss auf das Image der Europäischen Union. Während bestimmte Politikfelder in der EU offenbar lange zumindest durch Output-orientierte Legitimität (wenn auch nicht notwendigerweise

durch Input-orientierte Legitimität) gedeckt waren, scheint dies nun nicht mehr der Fall.

Diese wachsende Ablehnung der EU ist dabei mehr als nur ein politisches Problem, sondern sie spielt auch in die ökonomische Krise der Euro-Zone hinein. Parallel zu der wachsenden Skepsis der Bürger\_innen gegenüber der EU hat der Stimmenanteil euroskeptischer Parteien zugenommen, der bei der Europawahl im Mai 2014 seinen bisherigen Höhepunkt erreichte. In einer ganzen Reihe von Euro-Ländern gibt es inzwischen Parteien, die einen Austritt des eigenen Landes aus der Euro-Zone propagieren oder doch zumindest ein Ende der Austeritätsprogramme fordern. Dies könnte jedoch in Ländern mit IWF- und ESM-Stabilisierungsprogrammen erst recht zu einer Zahlungsunfähigkeit führen.

Diese politische Entwicklung birgt die Gefahr, dass Investor\_innen ab einem gewissen Punkt erneut Zweifel bekommen, ob alle Länder tatsächlich in der Euro-Zone verbleiben werden. Kommt es zu einer solchen Marktpanik, wäre ein erneutes Emporschnellen der Zinsaufschläge des betroffenen Landes zu erwarten, was dann erneut die Zahlungsfähigkeit eines einzelnen Landes in Zweifel ziehen könnte. Eine ähnliche Entwicklung hat es in Brasilien vor den Präsidentschaftswahlen 2002 gegeben. Damals hatte der Arbeiterführer Luiz Inácio Lula da Silva („Lula“) in den Umfragen zugelegt. Aufgrund von jahrzehntealten Äußerungen Lulas hatten in der Folge Investoren zunehmend Sorgen bekommen, das Land könnte die Bedienung seiner Schulden einstellen. Bereits diese Erwartung trieb damals die Zinsen auf brasilianische Staatsanleihen so weit in die Höhe (und die Landeswährung Real so weit nach unten), dass das Land an den Rand einer Zahlungsunfähigkeit geriet, aus der es nur mit einem IWF-Hilfspaket und einer öffentlichen Erklärung da Silvas, die Schulden weiter zu bedienen, gerettet werden konnte.

Eine ökonomische Stabilisierung der Euro-Zone hat deshalb auch zu einem gewissen Grad eine politische Stabilisierung und einen Rückgewinn zumindest der Output-orientierten Legitimation als Voraussetzung. Gleichzeitig ist die politische Stabilisierung Bedingung für eine nachhaltige ökonomische Stabilisierung.

### 3. Die Reformen seit 2008

---

Zweifellos sind seit 2008 eine ganze Reihe von massiven Reformen an der Governance-Struktur der Europäischen Währungsunion vorgenommen worden. Dabei wurden nicht nur die Regeln zur Überwachung öffentlicher Finanzen grundsätzlich überarbeitet, sondern auch die No-Bail-Out-Klausel im Maastricht-Vertrag reformiert, erstmals makroökonomische Ungleichgewichte einer Koordinierung unterzogen sowie die Finanzaufsicht grundlegend umstrukturiert. Die Reformen werden in den folgenden Abschnitten erläutert und in ihrer Wirksamkeit relativ zu den oben beschriebenen Problemen analysiert.

#### 3.1 Fiskalpolitische Instrumente: Six Pack, Two Pack und Fiskalpakt

Die massivsten Veränderungen hat es im Bereich der Überwachung und Koordinierung der Fiskalpolitik der Mitgliedsstaaten gegeben.

##### 3.1.1 Stand vor der Krise

Vor der Krise wurde die Finanzpolitik der Euro-Staaten in erster Linie durch den im Jahr 2005 reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt bestimmt. Dieser Pakt verpflichtete die Mitgliedsstaaten, mittelfristig tragfähige Staatsfinanzen anzustreben (was abhängig vom Schuldenstand durchaus ein kleines permanentes Defizit bedeuten konnte) und ihr jährliches Staatsdefizit unter der Marke von drei Prozent des BIP zu halten. Die Länder mussten dazu dem Rat und der Kommission jährlich ein Stabilitätsprogramm vorlegen, in dem die aktuellen und projektierten Entwicklungen des Staatsdefizits beschrieben wurden.

Sollte das Staatsdefizit über der Marke von drei Prozent des BIP liegen, konnte der Rat ein

Defizitverfahren einleiten. In einem solchen Defizitverfahren konnten die Staaten aufgefordert werden, Maßnahmen zum Abbau des übermäßigen Defizits einzuleiten. Sollte sich ein Staat weigern, geeignete Maßnahmen umzusetzen, sah der Pakt am Ende eines längeren Entscheidungsprozesses die Möglichkeit zum Verhängen von Strafzahlungen vor. Dabei musste der Rat entsprechende Sanktionen explizit beschließen. Bei der Frage, ob ein solches Verfahren eingeleitet wird und inwieweit das Verfahren fortgesetzt wird, sollten dabei die aktuelle konjunkturelle Situation ebenso wie Einzelfaktoren wie wachstumsfördernde Investitionen oder Strukturreformen berücksichtigt werden.

Insgesamt war die Wahrnehmung vieler Beobachter jedoch, dass der 2005 reformierte Stabilitätspakt wenig tatsächlichen Einfluss auf die Finanzpolitik der Mitgliedsstaaten hatte.

##### 3.1.2 Beschreibung der Reformen

Nach Ausbruch der Krise wurde der Stabilitäts- und Wachstumspakt mit dem so genannten „Six Pack“ reformiert, der im Dezember 2011 in Kraft trat. Von den in dem Paket enthaltenen fünf Verordnungen und einer Richtlinie befassten sich dabei vier mit den öffentlichen Finanzen, zwei mit makroökonomischen Ungleichgewichten (Letztere werden weiter unten im Abschnitt 3.2 behandelt). Verstärkt wurden die Regeln zudem durch den Fiskalpakt (offizielle Bezeichnung: „Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion“), der im Januar 2013 in Kraft trat. Die haushaltspolitische Überwachung wurde noch einmal mit den beiden Verordnungen des „Two Pack“ verschärft, der im Mai 2013 in Kraft trat.

Der Six Pack brachte dabei drei wesentliche Änderungen:

- Er quantifiziert die mittelfristigen Haushaltsziele, die Mitgliedsstaaten anzupeilen haben und die Geschwindigkeit, mit der diese Ziele erreicht werden sollen.
- Er erlaubt (in Abweichung zu den alten Regeln) die Anwendung eines Verfahrens gegen einen Mitgliedsstaat auch dann, wenn die Defizite unter drei Prozent liegen, solange der betroffene Mitgliedsstaat einen Schuldenstand von mehr als 60 Prozent des BIP aufweist. In diesen Fällen kann ein Verfahren eingeleitet werden, wenn der Mitgliedsstaat den übermäßigen Schuldenstand nicht um 1/20 des Abstands zu der 60-Prozent-Marke pro Jahr reduziert.
- Er erlaubt das schnellere (und differenzierte) Verhängen von Strafzahlungen gegen einen Mitgliedsstaat, der die Vorgaben zum Defizit- und Schuldenabbau nicht einhält. Anders als bei der vorherigen Regelung wird dabei nun eine qualifizierte Mehrheit benötigt, um ein Defizitverfahren zu stoppen (sog. umgekehrte qualifizierte Mehrheit) – zuvor waren solche Mehrheiten notwendig, um ein Defizitverfahren fortzusetzen.

Gegenüber dem Six Pack enthält der Fiskalpakt inhaltlich wenig Neues.<sup>4</sup> Mit dem Fiskalpakt verpflichten sich die unterzeichnenden Mitgliedsstaaten, das Einhalten der mittelfristigen Haushaltsziele und den Schuldenabbau in nationales Recht umzusetzen (etwa in Form einer Verfassungsänderung). Gleichzeitig enthält der Fiskalpakt die Möglichkeit, eine einmalige Strafzahlung gegenüber Mitgliedsstaaten zu verhängen, die der Verpflichtung nicht nachkommen, diese Regeln tatsächlich in nationales Recht umzusetzen. Anders als beim Six Pack handelt es sich allerdings beim Fiskalpakt um einen zwischenstaatlichen, von den EU-Verträgen unabhängigen Vertrag. Ob dieser nun mehr oder weniger bindend ist, bleibt umstritten. Für eine stärkere Bindungswirkung spricht die Form eines eigenen Vertrages. Gegen eine solche Bindung spricht, dass es anders als

beim EU-Recht keine unabhängige Instanz gibt, die über das Einhalten völkerrechtlicher Verträge wacht und nur Unterzeichnerstaaten das Recht haben, Verfahren gegen andere Staaten bei echter oder vermeintlicher Vertragsverletzung anzustoßen.

Die Verordnungen des Two Pack haben zum Ziel, Probleme in den Haushalten der Mitgliedsstaaten frühzeitig zu erkennen. Dazu werden die Euro-Länder zu einem einheitlichen Haushaltszyklus verpflichtet. Spätestens zum 30. April eines jeden Jahres müssen die Länder ihre mittelfristige Finanzplanung (die Stabilitätsprogramme) im Rahmen des so genannten „europäischen Semesters“ bekannt geben. Bis zum 15. Oktober müssen dann die Haushaltsentwürfe für das kommende Jahr veröffentlicht werden. Diese werden von der EU-Kommission bis zum 30. November einzeln geprüft und die EU-Kommission kann Stellungnahmen zu den Haushalten abgeben. Bis zum 31. Dezember müssen alle Euro-Mitgliedsstaaten dann ihre Haushalte verabschiedet haben. Zusätzlich zu diesen Terminvorgaben enthalten die beiden Verordnungen Regeln, nach denen Länder, die sich in einem Verfahren übermäßiger Defizite befinden, zusätzliche, regelmäßige Berichtspflichten gegenüber der EU-Kommission haben.

### 3.1.3 Analyse

Insgesamt kann man sagen, dass diese Regeln zusammen eine deutliche Stärkung der Defizitkontrolle innerhalb der Europäischen Währungsunion bedeuten. Zumindest für Fälle, bei denen Probleme der öffentlichen Finanzen durch dauerhaft zu hohe Staatsausgaben oder zu niedrige Staatseinnahmen verursacht worden sind (wie im Fall Griechenlands), besteht die Hoffnung, dass die bessere Überwachung solche Probleme künftig vermeidet.

Weniger geeignet erscheinen die Regeln dagegen für das Vermeiden von Finanzproblemen, die sich aus dem plötzlichen Auftreten einer Immobilien- und Bankenkrise (wie im Fall Spaniens

---

4 Für eine detaillierte Analyse des Fiskalpakts siehe Dullien (2012).

oder Irlands) ergeben. In einer solchen Krisensituation ist unklar, was die schärfere Haushaltsüberwachung leisten kann. Hier hätte eine verstärkte Aufsicht einzig die Regierungen dazu bringen können, in der Krise Ausgaben stärker zu kürzen oder Steuern zu erhöhen, als sie es nun getan haben, was den Abschwung weiter verschärft, aber nicht notwendigerweise den Anstieg der öffentlichen Schuldenquote gebremst hätte.

Auch bedeuten die Ziele eines mittelfristig weitgehend ausgeglichenen Haushaltes zusammen mit den Vorgaben für die Mindestgeschwindigkeit des Defizit- und Schuldenabbaus für die kommenden Jahre einen strikten und spürbaren Austeritätskurs insbesondere für Länder mit hohen Defiziten, damit aber auch für die Euro-Zone insgesamt. Dies dürfte das Wirtschaftswachstum in der Euro-Zone in dieser Zeit deutlich bremsen und damit die wirtschaftliche Erholung verzögern.

Während so die neuen Regeln gewisse Vorteile zur Haushaltskontrolle in einigen Extremfällen bringen, besteht die Gefahr, dass sie neue Probleme bei Wirtschaftswachstum und Beschäftigung schaffen.

### 3.2 Makroökonomisches Management: Elemente des Six Pack

Mit zwei Verordnungen aus dem Six Pack wurde erstmals in der Geschichte der Europäischen Währungsunion auch eine potenziell sanktionsbefahete Koordinierung der gesamten Wirtschaftspolitik der Mitgliedsstaaten in EU-Recht gegossen. Damit sollen zum einen makroökonomische Ungleichgewichte verhindert werden, zum anderen solche Ungleichgewichte beseitigt werden, sollten diese trotz der präventiven Maßnahmen weiter auftreten.

#### 3.2.1 *Stand vor der Krise*

Vor der Krise lief die Koordinierung der Wirtschaftspolitik vor allem über das in Art. 121 EUV festgelegte Instrument der „Grundzüge der Wirtschaftspolitik der Mitgliedsstaaten und der Union“, einem vom Rat auf Empfehlung der Kommission verabschiedeten Bericht, anhand dessen Entwick-

lungen in den Mitgliedsstaaten diskutiert werden sollten. Im Extremfall konnte die EU-Kommission gegen Mitgliedsstaaten eine Verwarnung aussprechen und der Rat konnte diese Verwarnung veröffentlichen. Allerdings blieben die Verwarnungen ohne weitere Folgen.

Tatsächlich scheint dieses Instrument zumindest vor der Euro-Krise wenig wirksam gewesen zu sein. So ist etwa der Immobilienboom in Spanien oder Irland oder der massive Anstieg der Leistungsbilanzdefizite und damit der Auslandsverschuldung der späteren Krisenländer nicht frühzeitig entdeckt bzw. diesen nicht frühzeitig gegengesteuert worden.

#### 3.2.2 *Beschreibung der Reformen*

Mit dem Six Pack ist nun ein Berichts- und Entscheidungsmechanismus über makroökonomische Ungleichgewichte in das europäische Semester eingeführt worden. Der Prozess beginnt mit einem Frühwarnsystem, über das die EU-Kommission im Januar eines jeden Jahres Länder mit potenziellen makroökonomischen Risiken identifiziert. Die Identifikation solcher potenzieller Risiken läuft dabei über ein so genanntes Scoreboard. In diesem Scoreboard sind zehn Indikatoren mit Schwellenwerten definiert, bei deren Überschreiten eine genauere Analyse der makroökonomischen Situation des entsprechenden Landes angestoßen wird. Es gibt allerdings keinen Automatismus, ob bei Verletzung einer oder mehrerer Schwellenwerte im Scoreboard tatsächlich eine genauere Analyse veranlasst wird. Vielmehr entscheidet die Kommission unter Berücksichtigung des Gesamtbildes der wirtschaftlichen Lage in dem betroffenen Staat.

Die Schwellenwerte im Scoreboard sind dabei asymmetrisch dazu ausgelegt, einen Verlust von Wettbewerbsfähigkeit zu erkennen. So gilt beim Leistungsbilanzsaldo ein Defizit von mehr als vier Prozent des BIP als problematisch, während ein Überschuss von bis zu sechs Prozent toleriert wird. Für Exportanteile und Lohnstückkosten sind nur einseitige Schwellenwerte angegeben.

Ordnet die Kommission eine genauere Untersuchung der Lage in einem Mitgliedsstaat an, so wird in den folgenden Monaten eine „vertiefte

Tabelle 2:

**Schwellenwerte im Scoreboard des Six Pack**

Kriterium	Grenzwerte
Leistungsbilanzsaldo (gleitender Dreijahresdurchschnitt in % des BIP):	- 4 %/+ 6 %
Nettoauslandsvermögen (in % des BIP):	- 35 %
Exportanteile (Veränderung gegenüber fünf Jahren zuvor in %):	- 6 %
Lohnstückkosten (Veränderung gegenüber drei Jahren zuvor in %):	+ 9 %
Reale effektive Wechselkurse (Veränderung gegenüber drei Jahren zuvor in %):	+ 5 %/- 5 %
Verschuldung des Privatsektors (in % des BIP):	160 %
Kreditvergabe an den privaten (nicht-finanziellen) Sektor (in % des BIP):	15 %
Immobilienpreise (Anstieg gegenüber Konsumentenpreisentwicklung in %):	+ 6 %
Öffentliche Verschuldung (in % des BIP):	60 %
Arbeitslosenquote (gleitender Dreijahresdurchschnitt in %):	10 %

Quelle: Bundesministerium der Finanzen (2011).

Länderstudie“ erstellt, die zwischen gefährlichen und tragfähigen Ungleichgewichten unterscheiden soll. Basierend auf dieser Studie kann der Rat im Sommer dann ein „übermäßiges Ungleichgewicht“ feststellen und auf Vorschlag der Kommission Empfehlungen aussprechen, wie das Ungleichgewicht adressiert werden soll. Wird im kommenden Jahr festgestellt, dass ein Mitgliedsstaat nur unzureichende Maßnahmen getroffen hat, kann der Rat zunächst eine unverzinsliche Einlage von 0,1 Prozent des BIP des betroffenen Mitgliedsstaates verhängen, die im folgenden Jahr in eine Geldbuße umgewandelt werden kann, sollte der Rat erneut befinden, dass ein Mitgliedsstaat unzureichende Maßnahmen getroffen hat. Für all diese Schritte entscheidet der Rat mit qualifizierter Mehrheit. Der betroffene Mitgliedsstaat darf an den Abstimmungen nicht teilnehmen.

### 3.2.3 Analyse

Grundsätzlich ist mit den neuen Regeln eine deutliche Stärkung der makroökonomischen Koordination innerhalb der Europäischen Währungsunion erfolgt. Drei wichtige Fragen drängen sich aber angesichts der neuen Regeln zur Überwachung und Vermeidung makroökonomischer Ungleichgewichte auf. Die erste Frage ist, inwie-

weit mit dem asymmetrischen Ansatz der Bewertung von Wettbewerbsfähigkeitsproblemen den Schwierigkeiten in der Euro-Zone genüge getan wird. Die zweite Frage ist, ob die Indikatoren tatsächlich dafür geeignet sind, Ungleichgewichte frühzeitig zu erkennen und zu beseitigen. Und die dritte Frage ist, ob man davon ausgehen kann, dass das Verfahren tatsächlich zu einer Politikreaktion durch die Mitgliedsstaaten führt.

Betrachtet man die Entwicklungen vor dem Ausbruch der Euro-Krise, so war für die Bildung von Immobilienblasen und der wachsenden Auslandsverschuldung in der Peripherie auch das Überangebot an Ersparnissen in Euro-Staaten wie Deutschland oder den Niederlanden verantwortlich, die über das Bankensystem in die Peripherie transferiert wurden. Aus dieser Logik scheinen die Leistungsbilanzüberschüsse ganz klar Teil des Problems der Blasenbildung in der Peripherie gewesen zu sein.

Auch haben die anhaltend hohen Leistungsbilanzüberschüsse negative Auswirkungen für die Lage der ganzen Euro-Zone. Die hohen Überschüsse einzelner Länder tragen zum Gesamtüberschuss des Währungsraums bei, der wiederum (*ceteris paribus*) einen Aufwärtsdruck auf den Wechselkurs des Euro gegenüber anderen Währungen wie US-Dollar, japanischem Yen oder



britischem Pfund ausübt. Diese Aufwertung belastet die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des ganzen Währungsraums gegenüber dem Rest der Welt und erschwert dadurch die Anpassung in schwächeren Mitgliedsländern.

Zu guter Letzt bedeutet die asymmetrische Gestaltung der Regeln, dass Länder mit einem Lohnwachstum, das deutlich unterhalb dessen liegt, was für eine stabile Preisentwicklung im Euro-Raum insgesamt notwendig wäre (im Trend Zielinflationrate der EZB plus Produktivitätswachstum), ihren Kurs nicht korrigieren müssen, während Länder mit übermäßigen Lohnabschlüssen diese mäßigen müssen. In der Logik bedeutet dies für die Euro-Zone insgesamt Lohnzuwächse, die zu niedrig sind, um das Inflationsziel der EZB zu erfüllen. Diese Kombination birgt damit die Gefahr, deflationäre Tendenzen innerhalb Europas zu verschärfen.<sup>5</sup>

Aus dieser Perspektive scheint der asymmetrische Ansatz bei der Bekämpfung von Leistungsbilanzungleichgewichten und der Förderung der Wettbewerbsfähigkeit äußerst fragwürdig. Auch ist nicht bei allen Indikatoren klar, inwieweit diese frühzeitig Ungleichgewichte anzeigen oder eher nachlaufende Indikatoren sind. Der Verlust von Exportmarktanteilen etwa folgt üblicherweise mit deutlicher Verzögerung auf den Verlust der Wettbewerbsfähigkeit, ist also kaum ein vorlaufender Frühwarnindikator. Der reale effektive Wechselkurs im Scoreboard wird im Vergleich zu den wichtigsten Handelspartnern ermittelt, unter denen viele Länder außerhalb der Euro-Zone sind. Für die Entwicklung des realen effektiven Wechselkurses ist deshalb empirisch die Entwicklung des nominalen Außenwertes des Euro entscheidend. Wertet der Euro etwa deutlich gegenüber dem US-Dollar auf, so ergibt sich eine deutliche Verschlechterung des realen effektiven Wechselkurses, ohne dass die betroffenen Regierungen etwas dagegen tun könnten.

Auch an der Wirksamkeit des Mechanismus insgesamt sind Zweifel angebracht. Die Tatsache, dass in diesem Verfahren an vielen Stellen Wertungsentscheidungen getroffen werden müssen

(etwa, ob ein überschrittener Schwellenwert ein gefährliches Ungleichgewicht darstellt, oder wie einzelne Schwellenwerte zu gewichten sind), und dazu eine Reihe von Abstimmungen im Rat für die Verhängung von Sanktionen notwendig sind, macht es unwahrscheinlich, dass tatsächlich einmal gegen einen größeren Mitgliedsstaat Sanktionen verhängt werden. Ähnliche Probleme gab es mit der ersten, unreformierten Version des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, der in den ersten Jahren nach Beginn der Währungsunion galt. Der Pakt definierte klare Schwellenwerte, ab denen ein Verfahren wegen übermäßiger Defizite eingeleitet werden musste; allerdings musste vor dem Verhängen von Sanktionen der Rat zustimmen. Als Deutschland und Frankreich dann 2003 ihrerseits Probleme hatten, den Pakt einzuhalten, wurden solche Sanktionen nicht verabschiedet. Stattdessen stießen die beiden Mitgliedsstaaten eine Reform des Paktes an.

Dieses Problem dürfte bei dem Verfahren zum Abbau übermäßiger makroökonomischer Ungleichgewichte noch einmal verschärft auftreten. Zum einen haben hier insbesondere die größeren Mitgliedsstaaten durch den diskretionären Charakter der Bewertung von Ungleichgewichten noch mehr Möglichkeiten, das Ergebnis des Verfahrens zu beeinflussen, da bereits bei der Kommissionsanalyse Druck ausgeübt werden kann, doch zu einem positiveren Ergebnis der Bewertung von Ungleichgewichten zu kommen. Zudem muss der Rat mehrfach mit qualifizierter Mehrheit zustimmen, bevor tatsächlich Sanktionen verhängt werden. Es erscheint derzeit sehr unwahrscheinlich, dass der Rat sich bei einem mächtigen Mitgliedsstaat wie Deutschland oder Frankreich hierzu durchringen würde.

Problematisch ist in diesem Zusammenhang auch, dass es innerhalb Europas mitnichten einen Konsens darüber gibt, was als gefährliches Ungleichgewicht zu werten ist. So gibt es etwa in Frankreich eine Reihe von Ökonomen, die in dem (zuletzt noch weiter gestiegenen) Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands ein Stabilitätsrisiko für die Euro-Zone sehen. In Deutschland ist diese

<sup>5</sup> Dies dürfte auch der Grund sein, warum EZB-Vertreter sich im Juli 2014 für höhere Lohnzuwächse in Deutschland aussprachen.

Position weniger verbreitet und insbesondere das Bundesfinanzministerium sieht üblicherweise die hohen Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands nicht als drängendes Problem und hat bei den Verhandlungen zum Six Pack sogar das asymmetrische Ziel für die Leistungsbilanzsalden durchgesetzt. Dieser Dissens dürfte dazu führen, dass ein Land, das sich ungerechtfertigt einem Ungleichgewichtsverfahren ausgesetzt sieht, noch stärker als beim Verfahren im Rahmen des alten Stabilitäts- und Wachstumspaktes bemühen wird, den Sanktionsprozess aufzuhalten oder abzuwenden, ohne tatsächlich korrektive Maßnahmen bei der Wirtschaftspolitik einzuleiten.

Ein erstes Indiz für die Probleme der Instrumente sind die Erfahrungen mit den ersten Jahren des Europäischen Semesters. Daras/Vihriälä (2013) etwa kritisieren bei ihrer Analyse, dass die Empfehlungen für die Einzelstaaten nicht mit der empfohlenen makroökonomischen Politikausrichtung für die Euro-Zone insgesamt zusammenpassen. Insbesondere bemängeln sie, dass die Empfehlungen für Deutschland zur Nachfragesteigerung zu lax ausgefallen seien.

Zusammenfassend kann man deshalb sagen, dass das Frühwarnsystem und das Verfahren zur Beseitigung makroökonomischer Ungleichgewichte zwar das Potenzial bietet, die Probleme auseinanderlaufender Wettbewerbsfähigkeit und von Boom-Bust-Zyklen in einzelnen Teilen der Währungsunion abzumindern, es aber höchst zweifelhaft ist, ob dieses Potenzial genutzt wird. Außerdem birgt der asymmetrische Ansatz dieses Verfahrens das Risiko, deflationäre Gefahren in der Euro-Zone zu verstärken und damit die konjunkturelle Lage ebenso wie die Beschäftigungsentwicklung negativ zu beeinflussen.

### 3.3 Rettungsschirme und Geldpolitik: ESM und OMT

Ein wichtiges weiteres Element der europäischen Krisenpolitik stellt die Schaffung des permanenten Rettungsschirms, dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), und die öffentlich geäußerte Bereitschaft der EZB, im Krisenfall in gro-

ßem Stil Staatsanleihen von Staaten unter Druck zu kaufen, die sogenannten „Outright Monetary Transactions“ (OMT), dar.

#### 3.3.1 *Stand vor der Krise*

Bis zum Ausbruch der Krise galt in der Europäischen Währungsunion die so genannte „No-Bail-Out“-Klausel der europäischen Verträge, nach der weder die Europäische Union noch die Mitgliedsstaaten Verbindlichkeiten der anderen Mitgliedsstaaten übernehmen dürfen. Diese Regeln wurden von einigen Beobachtern ursprünglich sogar so interpretiert, dass keine Hilfskredite der EU an Euro-Staaten möglich waren. Anders als für Nicht-Euro-EU-Staaten gab es auch keine Möglichkeit, dass die EU Zahlungsbilanzkredite an Euro-Staaten vergibt. Die Europäische Zentralbank hatte sich zudem mit Käufen von Staatsanleihen vor der Krise zurückgehalten.

#### 3.3.2 *Beschreibung der Reformen*

Nach Ausbruch der Griechenland-Krise wurde zunächst eine spezielle Kreditlinie für Griechenland eingerichtet, kurz darauf der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) und die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF). Sowohl EFSM als auch EFSF wurden dabei geschaffen, um zum einen weitere Finanzierungsmittel für Griechenland bereitzustellen, zum anderen, um anderen Ländern, auf die die Krise überspringen könnte, ebenfalls mit Finanzmitteln beispringen zu können. Dabei war der EFSM bei der EU-Kommission angesiedelt, die über diesen Mechanismus 60 Milliarden Euro am Kapitalmarkt aufnehmen konnte, während der EFSF als Sondervermögen nach luxemburgischem Recht eingerichtet wurde, der mit einer komplizierten Kapital- und Haftungsstruktur bis zu 440 Milliarden Euro am Kapitalmarkt aufnehmen und diese an Krisenländer unter strengen Bedingungen verleihen konnte.

Da allerdings die rechtliche Grundlage für eine dauerhafte Einrichtung von EFSM und EFSF angezweifelt wurde, gleichzeitig aber deutlich wurde, dass ein solcher permanenter Mechanis-



mus notwendig für den Erhalt der Euro-Zone war, beschlossen die Staats- und Regierungschefs unter der Bezeichnung „Europäischer Stabilitätsmechanismus“ (ESM) einen permanenten Rettungsschirm mit einem völkerrechtlichen Vertrag und einer Verankerung durch eine Änderung im EU-Vertrag einzurichten, der den provisorischen EFSF ersetzen sollte.<sup>6</sup> Anders als der EFSF handelt es sich beim ESM um eine internationale Organisation mit Sitz in Luxemburg. Sein Ausleihevolumen ist auf 500 Milliarden Euro begrenzt, und wie bei den Vorgängerinstitutionen sind die Kredite an strikte Auflagen geknüpft.

Da alleine die Einrichtung des ESM nicht ausreichte, um die Finanzmärkte zu beruhigen und die Renditeabstände der Staatsanleihen der Krisenländer sowie Italiens weiter stiegen (und damit das Risiko eines Zahlungsausfalls weiter zunahm), kündigte EZB-Präsident Mario Draghi im Sommer 2012 an, dass die EZB „was immer notwendig sein sollte“ tun werde, um den Zusammenhalt der Europäischen Währungsunion zu sichern. Kurz darauf stellte die EZB ihr OMT-Programm vor, unter dem sie die Möglichkeit schuf, von Krisenstaaten unbegrenzt kurzlaufende Anleihen aufzukaufen, solange die Länder sich einem ESM-Programm mit entsprechender Konditionalität unterworfen haben. Diese Ankündigung wird heute gemeinhin als Wendepunkt in der Euro-Krise gesehen.

### 3.3.3 Analyse

Die nun bestehende Kombination aus ESM und möglichen OMT-Käufen der EZB kann ganz klar als zentrales Element gesehen werden, um sich selbst erfüllende Finanzkrisen auszuschließen. Die oben beschriebene Logik von sich selbst erfüllenden Finanzkrisen ist, dass Länder mit mittleren Schuldenniveaus alleine durch die wachsende Furcht vor einer Zahlungsunfähigkeit und den daraus resultierenden höheren Zinsforderun-

gen der Gläubiger in die Zahlungsunfähigkeit getrieben werden können. Die Existenz einer ausreichend großen Kreditquelle, die das betroffene Land mit günstigen Krediten versorgt, macht eine solche Entwicklung unwahrscheinlich, weil die Anleger wissen, dass das Land im Krisenfall eine alternative Finanzierungsquelle hat.

Wichtig für eine solche Stabilisierung der Erwartungen ist, dass die bereit stehenden Finanzierungsmittel in jedem Fall ausreichend groß sind, um alle potenziellen Finanzierungsnotfälle abzudecken. Offensichtlich erschien den Anlegern das Volumen des ESM alleine nicht groß genug, was wenig verwunderlich ist, waren doch schon mit den Programmen für die recht kleinen Mitgliedsstaaten Griechenland, Portugal und Irland aus dem EFSF rund 200 Milliarden Euro gebunden und war doch zeitweise die Zahlungsfähigkeit Italiens mit einem ausstehenden öffentlichen Schuldenstand von mehr als 2.000 Milliarden Euro in Frage gestellt worden. Erst die Ankündigung des OMT-Programms mit praktisch unbegrenztem Finanzierungsvolumen versprach daher ausreichend große Kreditvolumen. Wie in der Theorie der sich selbst erfüllenden Finanzkrisen beschrieben, führte daher erst diese Ankündigung zu einem dauerhaften Rückgang der Risikoaufschläge für die Peripherie-Staaten.

Es lässt sich sogar durchaus argumentieren, dass durch die Kombination von ESM und OMT Eurobonds, also eine gemeinsame Haftung für zumindest einen Teil der Staatsschuld der Euro-Staaten,<sup>7</sup> nicht mehr zwingend notwendig sind. Eines der Argumente für Eurobonds war, dass die gemeinsame Haftung für einen signifikanten Teil der Staatsschulden eine sich selbst erfüllende Schuldenkrise durch steigende Zinsen für einzelne Mitgliedsstaaten verhindern würde. Da dieses Ziel nun mit der Kombination aus ESM und OMT erreicht wurde, ist die Einführung von Eurobonds weniger zwingend.

6 Die Einrichtung des ESM war ein mehrstufiger Prozess. Auf dem Gipfel vom 16./17. Dezember 2010 wurde zunächst beschlossen, eine (kleine) Vertragsänderung an den Europäischen Verträgen vorzunehmen, die den Euro-Staaten die Einrichtung des ESM mit einem eigenständigen Vertrag erlaubte, um die Rechtsgrundlage für die Einrichtung des ESM zu schaffen. Der Ratifizierungsprozess dazu wurde im März 2011 beendet. Anschließend wurde ein eigener Vertrag über die Funktionsweise des ESM beschlossen und in seiner finalen Version Anfang 2012 ratifiziert. Der ESM konnte so im Herbst 2012 seine Arbeit aufnehmen.

7 Siehe für einen solchen Vorschlag Delpa/von Weizsäcker (2010).

### 3.4 Bankenunion

Der vielleicht größte Integrationssprung in den vergangenen Jahren wurde in dem Bereich der Überwachung, Regulierung und Abwicklung von Finanzinstituten in der Euro-Krise gemacht, wo mit den 2014 verabschiedeten Richtlinien und Verordnungen eine „Bankenunion“ für die Euro-Zone geschaffen wurde.

#### 3.4.1 *Stand vor der Krise*

Bis zum Ausbruch der Euro-Krise hatte die Finanzmarktregulierung innerhalb der Europäischen Union eine Zwitterstellung. Obwohl die EU grundsätzlich im Rahmen ihrer Befugnisse zur Schaffung eines einheitlichen Marktes die Kompetenz zur Regulierung von Finanzinstituten innehatte, war die Realität von einem einheitlichen Markt für Finanzdienstleistungen weit entfernt. Zwar gab es auf europäischer Ebene Vorschriften vor allem in Form von Richtlinien, die etwa über die Festlegung von Mindesteigenkapitalanforderungen im Prinzip einheitliche Wettbewerbsbedingungen für Finanzinstitute in verschiedenen Ländern schaffen sollten. De facto allerdings unterschieden sich die Regulierungen des Finanzsektors deutlich zwischen den Ländern. Ein Grund war, dass die Richtlinien in den verschiedenen Ländern in unterschiedlicher Weise in nationales Recht umgesetzt wurden. Ein weiterer Grund war, dass ähnlich lautende Vorschriften von den Aufsichtsbehörden in den einzelnen Ländern unterschiedlich auf die heimischen Finanzinstitute angewendet wurden. Bis zum Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 gab es zudem nur eine lockere Koordinierung der Aufsichtsbehörden der verschiedenen Länder.

Wie schon in Abschnitt 2.3 beschrieben, benutzten einzelne Staaten die Freiheitsgrade, die ihnen durch diese Konstruktion blieb, um eine aktive Förderung der heimischen Finanzindustrie zu betreiben.

Mit der Verantwortung für die Aufsicht über Finanzinstitute auf nationaler Ebene lag auch die Verantwortung für die Abwicklung und Stützung maroder Banken bei den Mitgliedsstaaten. Dies schaffte zwei Probleme: Zum ersten zeigte sich in der US-Subprime-Hypothekenkrise 2008/2009, dass einzelne Mitgliedsstaaten ohne Rücksicht auf die Auswirkungen auf andere Mitgliedsstaaten ihr eigenes Bankensystem stützten. So garantierte der irische Staat Ende September 2008 die Bankeinlagen in den wichtigsten Banken des Landes. Da zu dieser Zeit im Rest der Euro-Zone Einlagen nur zu 80 Prozent und nur bis zu einer Höhe von 100.000 Euro garantiert waren (und noch kein Zweifel an der Zahlungsfähigkeit des irischen Staates) bestand, sorgte diese Ankündigung für Kapitalabflüsse aus anderen Ländern, sodass sich eine Woche später auch die deutsche Regierung genötigt sah, eine Garantie für die Bankeinlagen in Deutschland auszusprechen.<sup>8</sup>

Zum anderen zeigte sich in der Euro-Krise ab 2010, dass die Verantwortung für die Stützung des nationalen Bankensystems in Zeiten einer schweren Bankenkrise die oben beschriebene toxische Verbindung zwischen dem Zustand des nationalen Bankensystems und Zweifeln an der Zahlungsfähigkeit des Mitgliedsstaates auslöste.

#### 3.4.2 *Beschreibung der Reformen*

Konkret begannen die Planungen zu der Europäischen Bankenunion im Jahr 2012, als die Europäische Kommission in einem Memo die folgenden vier Ziele für die Bankenunion feststellte (Europäische Kommission 2012):<sup>9</sup>

- (1) Aufbrechen der toxischen Verbindung zwischen den Mitgliedsstaaten und ihren Banken;
- (2) Wiederherstellung der Glaubwürdigkeit des Finanzsektors;
- (3) Schutz des Geldes der Steuerzahler;
- (4) Banken in den Dienst von Gesellschaft und Realwirtschaft stellen.

8 Die deutsche Garantie hatte zwar keine Gesetzeskraft, das gemeinsame Auftreten von Bundeskanzlerin Angela Merkel und dem damaligen Finanzminister Peer Steinbrück vor der Presse mit der Aussage, die deutschen Spareinlagen seien sicher, wurde aber gemeinhin als gültige Garantie wahrgenommen.

9 Eine ausführliche Beschreibung und Analyse der Bankenunion findet sich in Dullien (2014a).

Um diese Ziele zu erreichen, wurden damals drei Elemente vorgeschlagen: Eine einheitliche Bankenaufsicht, ein einheitlicher Abwicklungsmechanismus für Banken mit Finanzproblemen und eine einheitliche Einlagensicherung.

Der darauf folgende Gesetzgebungsprozess hat die ursprünglichen, sehr geradlinigen Vorschläge der Kommission allerdings deutlich verändert. So gab es Bedenken der Mitgliedsstaaten, zu viele Entscheidungskompetenzen an die EU-Kommission und das Europäische Parlament abzugeben. Auch waren sich die Mitgliedsstaaten uneins, ob und wie staatliche Rettungszahlungen an Banken überhaupt noch ermöglicht werden sollten und wie mit bereits bestehenden Problemen im Bankensektor (so genannten „legacy issues“) umgegangen werden sollte.

Da es vor allem gegen die einheitliche Einlagensicherung große politische Widerstände gab, da insbesondere die Länder mit soliden Finanzsystemen befürchteten, dass ihre Bürger über eine EU-Einlagensicherung für Probleme in Ländern mit wackeligen Finanzsystemen zahlen müssten, entstand am Ende eine Bankenunion ohne einheitliche Einlagensicherung. Stattdessen wurden auf EU-Ebene Vorgaben für die Struktur der nationalen Einlagensicherungen gemacht, ohne jedoch diese miteinander zu verknüpfen.

Die anderen Elemente der Bankenunion wurden im Detail verändert, blieben aber in der Grundstruktur ähnlich den ursprünglichen Vorschlägen.

Erstes wichtiges Element der Bankenunion ist das einheitliche Regelwerk für Finanzinstitute in der Euro-Zone. Neben den oben erwähnten Regeln für den Aufbau der nationalen Einlagensicherungssysteme umfasst es die unter dem Stichwort „Basel III“ bekannten Verschärfungen der Eigenkapitalanforderungen für Banken in der EU ebenso wie einheitliche Regeln zur Abwicklung von Finanzinstituten, insbesondere die sogenannte „Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Finanzinstituten“ (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD). Das einheitliche Regelwerk ist EU-Recht und gilt für alle EU-Staaten – ob Mitglied der Euro-Zone oder nicht.

Zentrales Element der Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Finanzinstituten ist ein Verbot von staatlichen Unterstützungszah-

lungen an Banken (so genannter „Bail-Outs“), solange nicht Anteilseigner und Gläubiger auf einen signifikanten Teil ihrer Ansprüche verzichten mussten (so genannte „Bail-Ins“). Ausnahmen für diese Regel gibt es nur bei akuter Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems bzw. für die makroökonomische Stabilität entweder der Euro-Zone als Ganzes oder einzelner Mitgliedsstaaten.

Zweites wichtiges Element der Bankenunion ist die einheitliche Bankenaufsicht (Single Supervisory Mechanism – SSM), die der Europäischen Zentralbank zugeordnet wurde. Ab Herbst 2014 ist die EZB konzeptionell für die Aufsicht aller Banken in der Euro-Zone zuständig, wobei die operative Aufsicht der meisten der rund 6.000 Banken im Euroraum bei den nationalen Aufsichtsbehörden verbleibt, die EZB allerdings die operative Aufsicht der bedeutendsten 130 Banken übernimmt. Da diese „bedeutenden“ Banken im Schnitt wesentlich größer sind als die „weniger bedeutenden“ Banken, fallen rund 80 Prozent der Bankaktiva im Euroraum unter die direkte Aufsicht der EZB.

Drittes wichtiges Element der Bankenunion ist ein einheitlicher Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism – SRM) mit einem Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund – SRF) für marode Banken in der Euro-Zone. Wie bei der Bankenaufsicht kommt bei dem einheitlichen Abwicklungsmechanismus der EZB eine Schlüsselrolle zu. Über einen Zeitraum von acht Jahren soll von 2016 bis 2024 der Abwicklungsfonds mit Beiträgen des Finanzsektors bis auf ein Volumen von rund 55 Milliarden Euro aufgefüllt werden; potenzielle künftige Rettungszahlungen an Banken sollen aus dem Fonds geleistet werden. Während in den ersten Jahren ein Teil der Beiträge in so genannten „nationalen Kammern“ gesammelt werden, die zur Restrukturierung nur der Finanzinstitute des entsprechenden Landes herangezogen werden dürfen, sollen diese Mittel im Laufe der acht Jahre sukzessive vergemeinschaftet werden, bis am Ende nur noch ein einheitlicher Abwicklungsfonds für die ganze Euro-Zone besteht.

Sowohl die einheitliche Bankenaufsicht als auch der einheitliche Abwicklungsmechanismus gelten nur für Mitglieder der Euro-Zone und solche Staaten, die freiwillig ihre Teilnahme erklären.

### 3.4.3 Analyse

Man kann davon ausgehen, dass die Europäische Bankenunion eine Reihe von Problemen im Finanzsektor der Euro-Zone angeht. Zuallererst dürften die mit den im Rahmen der Kapitaladäquanzrichtlinie (Capital Requirements Directive IV) umgesetzten Basel-III-Regeln zu höheren Eigenkapitalanforderungen das europäische Bankensystem stabiler machen als in der Vergangenheit. Auch dürfte die Bankenunion das auf nationale Bankensysteme fokussierte Denken der nationalen Aufsichtsbehörden aufbrechen. So ist davon auszugehen, dass die EZB wesentlich offener dafür sein wird, wenn etwa eine deutsche Bank Liquidität oder Eigenkapital an eine Muttergesellschaft etwa in Italien transferieren möchte, als es die deutsche Finanzaufsicht BaFin war. Dies dürfte die Spannungen im europäischen Interbankenmarkt weiter mindern und dazu beitragen, dass die Unterschiede in den Finanzierungsbedingungen zwischen den Ländern zurückgehen.

Auch ist zu hoffen, dass ein reibungsloser Übergang der Aufsicht auf die EZB das Vertrauen in den Finanzsektor stärkt. Da in der Übergangsphase eine ausgiebige Überprüfung der Bankbilanzen der wichtigsten Banken anstand (die so genannte „Asset Quality Review“) und die EZB ein großes Interesse daran hat, keine Bank mit Bilanzproblemen in ihre Verantwortung zu nehmen, dürfte allein der Einstieg in die einheitliche Bankenaufsicht Zweifel zerstreuen, dass einige Banken in der Euro-Zone noch große, bislang von den Aufsichtsbehörden vernachlässigte Probleme in den Bilanzen haben.

Zum anderen besteht eine gewisse Hoffnung, dass eine Bankenaufsicht unter der Ägide der EZB stärker als in der Vergangenheit darauf achtet, dass sich keine nationalen Immobilienpreisblasen entwickeln bzw. Banken dann dazu anhält, in Situationen starker Hauspreisanstiege vorsichtiger in ihrer Kreditvergabe zu sein. Allerdings muss man in diesem Zusammenhang konstatieren, dass die EZB bislang keine Instrumente hat, um einen regional begrenzten Immobilienboom zu bremsen. Dullien et al. (2009) haben hierfür differenzierte Eigenkapitalanforderungen für die Banken je nach Art und Region der vergebenen Kredite vor-

geschlagen; das einheitliche EU-Regelwerk sieht solche allerdings nicht vor. Von daher sollte man nicht allzu große Hoffnungen in die Bankenunion stecken, regionale Immobilienblasen und regionale Boom-und-Bust-Zyklen zu begrenzen.

Die Bankenunion lässt allerdings eine Reihe wichtiger Fragen offen. Besonders problematisch ist die jetzige Regel, dass in systemischen Banken Krisen die Nationalstaaten ihr Bankensystem unter gewissen Umständen einer „vorsorglichen“ Rekapitalisierung mit öffentlichen Mitteln unterziehen und dabei die Verpflichtung zur Einbeziehung privater Gläubiger umgehen können. Das Problem hier ist nicht so sehr die Möglichkeit einer Rekapitalisierung unter Umgehung der Bail-Ins an sich, sondern die Tatsache, dass diese durch die Nationalstaaten erfolgt.

Grundsätzlich kann eine Rekapitalisierung mit öffentlichen Mitteln in einer systemischen Bankenkrise durchaus sinnvoll und auch im Sinne der Steuerzahler sein, weil ein Bail-In in großem Stil möglicherweise das Vertrauen in den Finanzsektor weiter erschüttert und damit zu einer tiefen Rezession führen kann, insbesondere, wenn der genaue Umfang der Probleme im Bankensektor unklar bleibt. Da üblicherweise die indirekten Kosten einer Bankenkrise in Form von Verlusten an Wirtschaftsleistung, Arbeitsplätzen und Steuern wesentlich höher sind als die direkten Kosten der Bankenrettung, kann eine öffentliche Rekapitalisierung, die das Vertrauen in der Wirtschaft wieder herstellt, in der Summe auch für den Steuerzahler günstiger sein als ein forciertes Einbeziehen der privaten Gläubiger.

Problematisch an der jetzigen Regel ist allerdings, dass solche Rekapitalisierungen auf Kosten und Initiative der einzelnen Mitgliedsstaaten erfolgen sollen. So ist davon auszugehen, dass Mitgliedsstaaten mit soliden Staatsfinanzen eher bereit sind, zu einer solchen außerordentlichen öffentlichen Finanzhilfe für die eigenen Banken zu greifen als Mitgliedsstaaten mit einem prekären Schuldenstand. Es besteht also die Gefahr, dass die reichen Staaten in einer systemischen Bankenkrise weiter zum „Bail-Out“ greifen, während die armen Staaten zum „Bail-In“ greifen müssen. Da Investoren diese Logik schnell durchschauen dürften, ist damit zu rechnen, dass Finanzinstitute in

Mitgliedsstaaten mit soliden Staatsfinanzen weiter günstigere Finanzierungsbedingungen erhalten werden als jene in den Krisenstaaten. Das Ziel der Bankenunion, wieder einheitliche Wettbewerbsbedingungen bei den Banken im Euro-Raum und damit für die Unternehmen, die auf Bankkredite angewiesen sind, herzustellen, dürfte somit verfehlt werden.

Außerdem ist damit zu befürchten, dass zumindest für den Fall einer systemischen Bankenkrise die toxische Verbindung zwischen dem Zustand eines nationalen Bankensystems und der jeweiligen Staatsfinanzen nicht gekappt werden kann. Gerade in Situationen, in denen durch das Verzicht auf außerordentliche Finanzhilfen ein tiefer Einbruch der Wirtschaftsleistung (und damit der Steuereinnahmen) und daraus folgend eine kräftige Verschlechterung der Schuldentragfähigkeit eines Landes droht, ist zu erwarten, dass Staaten versuchen werden, doch noch ein Bail-Out durchzuführen, auch wenn es die Staatsfinanzen an den Rand der Zahlungsfähigkeit bringt.

Ein weiteres Problem ist, dass möglicherweise die Größe des Abwicklungsfonds mit 55 Milliarden Euro in einer systemischen Krise unzurei-

chend ist. Die Bankenrettungspakete in der Krise 2008/2009 der US-Regierung ebenso wie jenes der deutschen Bundesregierung waren mit 700 Milliarden Dollar bzw. 500 Milliarden Euro deutlich größer als die Mittel des europäischen Abwicklungsfonds, obwohl das Bankensystem der Euro-Zone deutlich größer als das US-amerikanische bzw. das deutsche ist. Zwar senken die neuen Eigenkapitalregeln und die Bail-In-Vorschriften den potenziellen Kapitalbedarf in einer Krise, um aber Vertrauen im Krisenfall wieder herzustellen, erscheint das Volumen von 55 Milliarden Euro zu klein.

Zuletzt besteht die Gefahr, dass die Einführung der Bankenunion zunächst das Wirtschaftswachstum in der Euro-Zone weiter belastet. Die neuen Eigenkapitalvorschriften bedeuten, dass Europas Banken künftig mehr Eigenkapital halten müssen. Dies dürfte zum Teil über Kapitalerhöhungen geschehen, zum anderen allerdings auch dadurch, dass die Banken versuchen, die Summe ausstehender Kredite weiter zurückzufahren. Insbesondere in einer Situation schwachen wirtschaftlichen Wachstums bedeutet dies eine zusätzliche Belastung für die Konjunktur und dürfte damit die Erholung in der Euro-Zone weiter verzögern.

## 4. Noch ungelöste Probleme

Tabelle 3 fasst die Analyse der Reformen der Governance-Struktur der Euro-Zone der vergangenen Jahre zusammen. Dabei sind in den Zeilen die in Abschnitt 2 aufgeführten Ursachen der Euro-Zone aufgezählt, in den Spalten die einzelnen Reformmaßnahmen bzw. Maßnahmen zur Krisenbekämpfung. Ein doppeltes Plus bedeutet dabei, dass die entsprechenden Probleme weitgehend angegangen worden sind. Ein einfaches Plus bedeutet, dass die Probleme angegangen worden sind und berechtigte Hoffnung besteht, dass die Maßnahmen ausreichend sind. Ein Fragezeichen bedeutet, dass die Probleme zwar angegangen worden sind, dass aber erhebliche Zweifel bestehen, ob die Lösung ausreichend ist. Ein Minus bedeutet, dass die Gefahr besteht, dass die entsprechende Maßnahme das Problem zumindest kurzfristig eher verschärfen als abmildern dürfte.

Die Probleme klar unsolider Staatsfinanzen, wie sie für das Entstehen der Krise in Griechenland wichtig waren, sind gleich mit einer ganzen Reihe von Reformmaßnahmen angegangen worden, vom Six Pack über den Two Pack bis hin zum Fiskalpakt. Zumindest in der Form, wie sie in Griechenland aufgetreten sind, dürften diese Probleme nicht erneut zu einer tiefen Krise im Euro-Raum führen. Dies heißt allerdings nicht, dass auch das Problem hoher Staatsverschuldung als potenzieller Krisenfaktor in der Euro-Zone bereits entschärft ist. Da in der jetzigen Situation viele Staaten mit hohen Schuldenständen und hohen Defiziten kämpfen, bleibt das Problem noch akut.

Weniger klar sind die Probleme der Boom-Bust-Zyklen angegangen worden. Zwar gibt es Regeln zur Begrenzung makroökonomischer Ungleichgewichte, aber deren asymmetrische und

Tabelle 3:

### Von den Reformen adressierte Ursachen der Euro-Krise

Reformen <span style="float: right;">→</span>	Six Pack	Two Pack	Fiskalpakt	ESM und OMT	Bankenunion
Krisenursachen <span style="float: right;">↓</span>					
Übermäßige Staatsdefizite	++	++	++		
Boom-Bust-Zyklen	?				?
Probleme im Bankensektor					?
Toxische Verbindung zwischen Banken und Staatsfinanzen					?
Selbst-erfüllende Marktpanik				+	
Strukturelles Auseinanderlaufen der Wettbewerbsfähigkeit	?				
Vertrauensverlust durch Wachstumskrise	-	-	-		-

Legende: ++ klar angegangen und höchstwahrscheinlich gelöst; + angegangen und wahrscheinlich gelöst; ? angegangen, aber nicht gelöst;  
- Verschlechterung durch Politikmaßnahme

Quelle: Eigene Zusammenstellung.



diskretionäre Auslegung wirft die Frage auf, wie wirkungsvoll diese Ungleichgewichte (und damit die Boom-Bust-Zyklen) am Ende damit bekämpft werden können. Da auch die EZB bislang im Rahmen der systemischen Finanzaufsicht keine Instrumente zur gezielten Bekämpfung von regionalen Boom-und-Bust-Zyklen an die Hand gegeben bekommen hat, besteht das Risiko, dass solche Zyklen auch erneut auftreten und zu neuen Krisen führen könnten. Diese Bewertung hängt allerdings stark davon ab, worin genau man die Ursachen der beobachteten Immobilienblasen sieht. Stellt man sich auf den Standpunkt, diese Immobilienblasen seien ein Ergebnis des Eintritts der Peripherieländer in eine Währungsunion und des damit verbundenen Rückgangs des Zinsniveaus, so braucht man sich für die Zukunft weniger Sorgen machen, da solch ein Rückgang der Zinsen nicht erneut auftreten wird. Folgt man allerdings der in Abschnitt 2.2 dargestellten These eines konjunkturellen „Superzyklus“, so scheint klar, dass die bisherigen Maßnahmen nicht ausreichen.

Die Bankenunion löst klar eine Reihe der Probleme im Bankensektor der Euro-Zone. So dürfte das Finanzsystem insgesamt stabiler werden und damit das Risiko einer systemischen Bankenkrise sinken. Allerdings dürften aufgrund der Schwachstellen im Bankenabwicklungsmechanismus die Unterschiede in den Finanzierungsbedingungen je nach Standort eines Finanzinstituts weiter bestehen bleiben. Auch wird die Bankenunion kaum systemische Banken Krisen in der Zukunft ganz verhindern können. Insbesondere die Frage nach einer exzessiven Komplexität des Bankensystems ist weder auf europäischer Ebene noch auf nationaler Ebene angegangen worden (Dulien 2013). So sind viele Banken weiter so groß und derart mit anderen Institutionen verflochten und handeln im großen Stil mit hochkomplexen Finanzprodukten, dass eine effektive Risikoeinschätzung und Aufsicht insbesondere beim Auftreten von großer Marktvolatilität weiter kaum möglich erscheint.

Die Bankenunion schwächt die toxische Verbindung zwischen Staatsfinanzen und dem Zustand eines nationalen Bankensystems zu einem Teil ab. Da allerdings immer noch die Möglich-

keit zu nationaler, vorsorglicher Rekapitalisierung bleibt, ist dieses Problem nicht völlig gelöst.

Dagegen ist das Problem sich selbst erfüllender Markterwartungen bezüglich der Zahlungsfähigkeit einzelner Mitgliedsstaaten mit der Kombination der Hilfskredite aus dem ESM und dem OMT-Programm der Europäischen Zentralbank ausreichend angegangen. Ein Risiko bleibt hier allerdings die weiter schwelende Unsicherheit über die Rechtmäßigkeit des OMT-Programms. Sollte sich OMT am Ende als rechtswidrig herausstellen, könnte das Problem sich selbst erfüllender Markterwartungen erneut auftauchen.

Ebenso wie das Problem der Boom-und-Bust-Zyklen scheint mit den bisherigen Reformen das Problem strukturell auseinanderlaufender Wettbewerbsfähigkeiten nicht wirklich angegangen worden zu sein. Auch hier ist problematisch, dass die Verfahren zur Vermeidung und zur Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte asymmetrisch angelegt und mit viel diskretionärem Spielraum versehen sind. Zudem ist hier kritisch, dass beim Six Pack bei den für Wettbewerbsfähigkeit wichtigen Variablen wie den Lohnstückkosten oder dem realen Wechselkurs immer nur eine Veränderung gegenüber einem relativ kurz (drei bis fünf Jahre) zurückliegenden Zeitraum betrachtet wird. Ein strukturelles Auseinanderlaufen kann aber auch ein ernstes Problem sein, wenn die Schwellenwerte für die Veränderung in diesem Zeitfenster zwar nur leicht unterschritten werden, dafür aber die schädlichen Trends über einen längeren Zeitraum anhalten.

Welches Problem all diese Reformen nicht angeht, sondern potenziell noch einmal verschärft ist der Vertrauensverlust der Bevölkerung in das europäische Integrationsprojekt. Folgt man der in Abschnitt 2.7 gemachten Argumentation, dass die EU derzeit Probleme sowohl mit der Input- als auch mit der Output-Legitimation hat, so muss man konstatieren, dass die bisherigen Reformen diese Probleme nicht angehen, da sie kurzfristig das Wirtschaftswachstum eher belasten als stützen und somit eine schnelle Erholung auf den Arbeitsmärkten der Krisenländer verhindern. Die Input-Legitimität der Governance der Euro-Zone hat sich insofern verschlechtert, als dass viele der Entscheidungen in der Euro-Krise vom Rat

(intergouvernemental) getroffen wurden, in dem zwar die einzelnen Staaten repräsentiert sind, die Stimmgewichtung aber nicht proportional zur Bevölkerung erfolgt und als dass die Details der Rettungspakete durch die sogenannte „Troika“ (EZB, EU-Kommission und Internationaler Währungsfonds) ohne eine direkte demokratische Kontrolle durchgesetzt wurden.

Die Bankenunion, bei der eine nicht der demokratischen Kontrolle unterworfenen EZB zunehmend Entscheidungen über die Regulierung und die Abwicklung von Finanzinstituten übernimmt, dürfte die Input-Legitimität noch einmal weiter verschlechtern.

Auf der Seite der Output-Legitimität liegt ein Problem darin, dass auf jeden Fall kurzfristig, möglicherweise auch mittel- und langfristig die neue Governance-Struktur das Wirtschaftswachstum in der Euro-Zone belasten wird. Dies bedeutet, dass auch die Massenarbeitslosigkeit in den Krisenstaaten bestenfalls langsam zurückgehen wird. Schon jetzt ist klar, dass es nicht übermäßig pessimistisch ist, für die Euro-Peripherie von einem „verlorenen Jahrzehnt“ zu sprechen. Viele der Krisenstaaten werden 2018 ein Bruttoinlandsprodukt haben, das nicht höher liegt als 2008; die Arbeitslosigkeit dürfte aller Voraussicht nach in allen Krisenstaaten auch 2018 noch höher liegen als 2008.

In den folgenden Absätzen wird nun skizzenhaft beschrieben, wie die ungelösten Probleme mit weiteren Reformen angegangen werden könnten.

#### 4.1 Nachbesserung der Bankenunion

Eine erste wichtige Reformmaßnahme wäre die Nachbesserung der Europäischen Bankenunion. Wichtig scheint hier zunächst, die Bankenunion so weiterzuentwickeln, dass zum einen die Möglichkeit erhalten bleibt, in einer systemischen Krise von den Bail-In-Verpflichtungen abweichen zu können, gleichzeitig aber zu verhindern, dass Banken in verschiedenen Mitgliedsstaaten im Krisenfall unterschiedlich behandelt würden. Dazu wäre es sinnvoll, die Kompetenz zu außergewöhnlichen öffentlichen Unterstützungszahlungen an Banken ganz auf die europäische Ebene

zu transferieren. Man könnte z.B. die grundsätzliche Möglichkeit etwa einer „vorsorglichen“ Rekapitalisierung in der Richtlinie belassen, würde aber die Entscheidung etwa dem normalen Europäischen Gesetzgebungsverfahren unter Einbeziehung von Europäischem Parlament, Rat und Kommission (mit beratender Stimme der EZB) unterwerfen.

Damit es nach einer solchen Reform aber nicht dazu kommt, dass die europäische Ebene über fiskalische Belastungen der Einzelstaaten entscheiden kann, müssten zudem auf europäischer Ebene ausreichende Finanzmittel für solche Schritte bereit gestellt werden. Ein erster Schritt wäre, hierfür den ESM einzusetzen und etwa eine direkte Kreditlinie des einheitlichen Abwicklungsfonds beim ESM einzuführen. Alternativ könnte man die Frage der zusätzlichen Finanzmittel für den einheitlichen Abwicklungsfonds an die breitere Debatte der Fiskalkapazität koppeln und etwa eine europäische Steuer (etwa auf Unternehmensgewinne) einführen, mit deren Hilfe im Krisenfall der Abwicklungsfonds aufgefüllt werden könnte.

#### 4.2 Transfermechanismen zur Begrenzung nationaler Konjunkturzyklen

Eine zweite wichtige Reformmaßnahme wäre es, die Mechanismen zum Abbau und Verhindern makroökonomischer Ungleichgewichte zu stärken. Folgt man der obigen Argumentation, dass in einer Währungsunion mit unvollständiger Arbeitskräftemobilität verstärkte und verlängerte Konjunkturzyklen aus grundlegenden ökonomischen Überlegungen die Regel werden, so braucht man Instrumente, um diese Zyklen abzdämpfen. Hierbei sollten nicht nur Krisen abgefedert werden, sondern möglichst auch Übertreibungen begrenzt werden.

In diesem Zusammenhang wurde seit Ausbruch der Euro-Krise auch die sogenannte „Fiskalkapazität“ für die Euro-Zone diskutiert, die sich in einer Reihe offizieller Dokumente, insbesondere dem Fahrplan zur Schaffung einer echten Wirtschafts- und Währungsunion der Europäischen Kommission (2012a) wiederfindet. Die meisten Beobachter verstehen unter dieser Fiskalkapazität



Transferzahlungen zwischen den Euro-Staaten, die dafür sorgen, dass die Konjunktur im Boom gebremst und in der Krise angekurbelt wird.

In den vergangenen Jahren sind verschiedene Modelle für eine solche Fiskalkapazität diskutiert worden. Eine Möglichkeit wäre, für die Beschäftigten in den Euro-Staaten eine Basis-Arbeitslosenversicherung einzuführen (Dullien 2014). Hier würden automatische Transfers von boomenden Ländern zu schwächelnden Ländern entstehen, weil erstere höhere Beitragszahlungen leisten würden, während letztere höhere Leistungen aus der Versicherung erhalten würden. Ein zweiter Vorschlag ist, Transferzahlungen zwischen den Ländern an die relative Entwicklung der so genannten Output-Lücke zu koppeln (Enderlein et al. 2013). Länder, deren Wirtschaft besser läuft als der Durchschnitt der Euro-Zone, würden in ein solches System einzahlen, während Länder, deren Wirtschaft schlechter läuft, vorübergehend Zahlungen erhalten würden. Ein dritter, oft diskutierter Vorschlag wäre eine Rückversicherung für die nationalen Arbeitslosenversicherungen, die bei einer außergewöhnlich tiefen Krise in einem Land Hilfszahlungen aus einem europäischen Topf bereitstellen würde (CEPS 2014).

Während die Diskussion um die genaue Ausgestaltung solcher Transfermechanismen noch offen ist (und eine genauere Darstellung den Umfang dieser Studie sprengen würde), scheinen alle vorgeschlagenen Instrumente in der Lage zu sein, einen Beitrag zum Verhindern von nationalen Boom-und-Bust-Zyklen zu leisten. Es wäre deshalb wichtig, diese Diskussion in den kommenden Jahren voranzutreiben und möglichst bis Ende der Amtszeit der neuen Europäischen Kommission einen fertigen Vorschlag auf den Tisch zu legen.

Die insbesondere von der deutschen Regierung unter dem Begriff „Reformverträge“ vorangebrachten Vorschläge, nach denen einzelne Länder Finanzhilfen bei Umsetzung bestimmter Reformen bekommen sollen, sind dagegen nicht geeignet, das Problem von Boom-und-Bust-Zyklen zu lösen oder zu entschärfen und deshalb als alleinige Fiskalkapazität für die Euro-Zone nicht ausreichend.

### 4.3 Expansive (Lohn-)Politik in den Überschussländern

Ein weiteres wichtiges Element zum Abbau und zur Vermeidung von makroökonomischen Ungleichgewichten wäre eine Änderung divergierender Lohnrends innerhalb des Euro-Raums. In den Krisenländern wie Griechenland und Spanien haben sich die Lohnrends mit der tiefen Krise der vergangenen Jahre bereits gedreht. Nach Jahren mit im Vergleich zum Euro-Durchschnitt hohen nominalen Lohnabschlüssen sind die Löhne in diesen Ländern zuletzt deutlich gefallen. Zudem sind in allen Krisenländern Arbeitsmarktreformen auf den Weg gebracht worden, die mittelfristig die Lohnsetzung verändern dürften.

Bislang nicht vollständig angegangen worden ist das Problem einer möglicherweise strukturell nach unten abweichenden Lohnentwicklung insbesondere in Deutschland. Eine Korrektur dieses Trends ist dringend notwendig. Erstens ist es langfristig für die Stabilität der Euro-Zone nicht nachhaltig, wenn die deutschen Lohnstückkosten langsamer wachsen als im Rest der Euro-Zone. Ein permanentes Zurückbleiben der Lohnstückkosten in Deutschland hinter dem Durchschnitt der Euro-Zone führt zu anhaltenden Problemen bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im Rest Europas. Gleichzeitig ist ein Anpassen des Restes der Euro-Zone an den deutschen Trend nicht wünschenswert, solange die Lohnstückkosten in Deutschland strukturell langsamer zulegen als die Zielinflationsrate der EZB von zwei Prozent. Permanente Zuwächse von Lohnstückkosten unterhalb der Zielinflationsrate bedeuten die Gefahr eines dauerhaften Verfehlens des Inflationszieles durch die EZB nach unten, weil aus theoretischen Überlegungen mittel- und langfristige von einer Parallelentwicklung von Lohnstückkosten und Preisen ausgegangen werden muss.

Zweitens kann eine reine Abwärtsanpassung des Preis- und Lohnniveaus in den Krisenländern der Euro-Zone nicht gewünscht sein. Preis- und Lohnsenkungen machen tendenziell die Bedienung der Schulden von Haushalten, Unternehmen und der öffentlichen Hand schwieriger, weil die reale Schuldenlast steigt. Dies führt zu weiteren Problemen im Bankensektor und zu einer dauerhaft gedämpften gesamtwirtschaftlichen Nachfrage.

ge. Nur mit einer Umkehr des nach unten abweichenden Lohnrends in Deutschland ist dieses Problem zu lösen.

Möglicherweise verändern die von der großen Koalition auf den Weg gebrachten Maßnahmen zur Einführung eines gesetzlichen Mindestlohns und zur Stärkung der Tarifverträge bereits die Lohnsetzung in Deutschland, weil sie die Arbeitnehmer\_innen tendenziell wieder gegenüber den Arbeitgebern stärken. Die Frage ist aber, ob diese Stärkung ausreichend für eine Wende im Lohnrend ist. Ist dies nicht der Fall, sollte über weitere Maßnahmen nachgedacht werden.

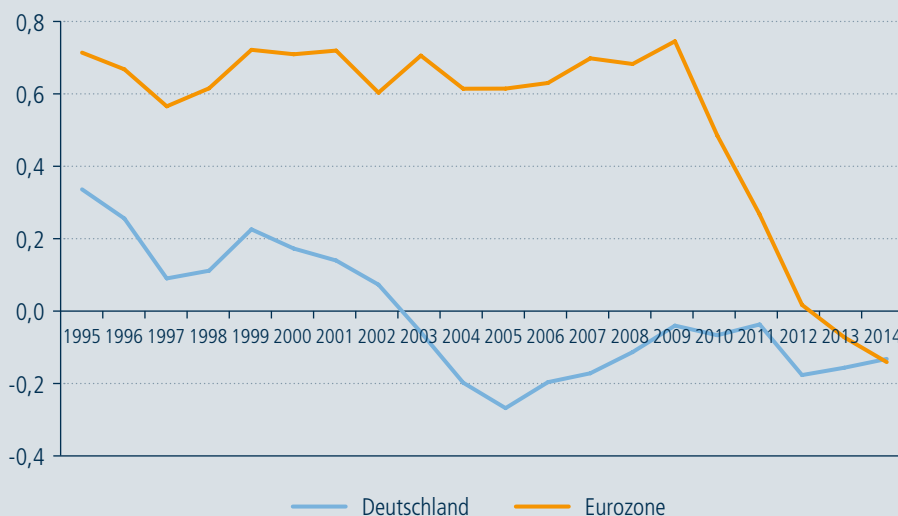
Darüber hinaus wäre es wünschenswert, wenn die Überschussländer mit Hilfe ihrer wirtschaftspolitischen Maßnahmen die inländischen privaten und öffentlichen Investitionen erhöhen würden, weil auch dies zu einem Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse beitragen würde. Hier sollte man darüber nachdenken, die Fiskalregeln so zu interpretieren, dass eine Ausweitung von schuldenfinanzierten öffentlichen Investitionen in Ländern mit großen Leistungsbilanzüberschüssen möglich gemacht wird. Länder wie Deutschland könnten dann kreditfinanziert ihre öffentlichen Investitionen erhöhen, was die deutsche Nachfrage ankurbeln und so zu einem Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte beitragen würde.

#### 4.4 Europäisches Wachstumsprogramm

Um der Wirtschaft der Euro-Zone insgesamt bei der Erholung zu helfen und eine Rückkehr zu einem stabilen Wachstumspfad (und damit einen zügigen Abbau der Arbeitslosigkeit) zu ermöglichen, sind weitere Maßnahmen nötig, vor allem sind die öffentlichen Investitionen wieder anzukurbeln. Die Fiskalregeln der EU ebenso wie die Vorgaben zur Haushaltssanierung durch die ESM-Programme und den IWF haben dazu geführt, dass in den vergangenen Jahren öffentliche Ausgaben in einer Art und Weise gekürzt wurden, die das Wirtschaftswachstum in Europa sowohl von der Angebots- als auch von der Nachfrageseite stark belastet. So wurden unter anderem Ausgaben für öffentliche Investitionen in Infrastruktur ebenso massiv gekürzt wie Bildungsausgaben und öffentliche Ausgaben für Forschung und Entwicklung. Sowohl in Deutschland als auch in der Euro-Zone insgesamt liegen die öffentlichen Nettoinvestitionen (also Bruttoinvestitionen abzüglich Abschreibungen für Abnutzung) nun im negativen Bereich (siehe Abbildung 12). Nach allen Erkenntnissen der neueren Wachstumstheorie sind allerdings gerade diese Ausgaben wichtig für die Effizienz einer Volkswirtschaft, ihren technologischen Fortschritt und mithin für das mittel-

Abbildung 12:

##### Öffentliche Nettoinvestitionen in % des BIP



Quelle: AMECO.

fristige Wachstumspotenzial. Zudem haben die Kürzungen bei den Staatsausgaben ganz direkt das kurzfristige Wirtschaftswachstum belastet, weil die Nachfrage gedämpft wurde.

Ein europäisches Wachstumsprogramm müsste deshalb darauf setzen, diese öffentlichen, produktivitätssteigernden Ausgaben wieder zu erhöhen. Ein solches Programm könnte dabei ruhig über Kredite finanziert werden, solange in solche Projekte investiert wird, bei denen der mittelfristige positive Effekt aus höherem Wirtschaftswachstum und höheren Steuereinnahmen als größer angesehen werden kann als der zusätzliche Schuldendienst. Gleichzeitig muss natürlich bei einem solchen Programm darauf geachtet werden, dass nicht die Schuldentragfähigkeit gerade der hoch verschuldeten Krisenländer gefährdet oder auch nur in Zweifel gezogen wird.

Eine Möglichkeit, diese Problematik zu umgehen, wäre die Organisation dieser Investitionen auf europäischer Ebene. Dies könnte entweder durch einen großen, europäischen Investitionsfonds geschehen, dem erlaubt wird, eigene Kredite aufzunehmen, für die alle EU-Mitglieder gemeinschaftlich haften, oder über eine Konstruktion, bei der etwa die Europäische Investitionsbank auf Antrag der Mitgliedsstaaten Infrastrukturprojekte finanziert, die formal im Eigentum der EIB bleiben und für deren Nutzung die Mitgliedsstaaten eine jährliche Nutzungsgebühr an die EIB zahlen.<sup>10</sup>

Damit ein solches Investitionsprogramm tatsächlich eine spürbare Wirkung auf die europäische Wirtschaft hätte, müsste es ausreichend groß dimensioniert sein. Das Ausgabevolumen sollte dabei mindestens ein Prozent des Euro-Zonen-BIP, also rund 100 Milliarden Euro jährlich ausmachen.

#### 4.5 Demokratische (Re-)Legitimierung der Europäischen Union

Neben der Verbesserung der Output-Legitimation der Europäischen Union durch Überwinden insbesondere der Arbeitsmarktkrise in vielen Euro-Ländern sollte auch über Maßnahmen zur Verbesserung der Input-Legitimation nachgedacht werden. Dazu müsste versucht werden, den Parlamenten wieder stärkere Mitsprache bei den europäischen Fragen zu geben. Da es bei vielen der im Zusammenhang mit der Bankenkrise zu entscheidenden Fragen allerdings wenig praktikabel (und kaum sinnvoll) ist, alle beteiligten nationalen Parlamente stärker einzubinden, sollte überlegt werden, wie das europäische Parlament stärker in Prozesse etwa bei wichtigen Entscheidungen zur Bankenunion eingebunden werden kann. Ebenso wichtig ist, das Parlament entsprechend in die Governance-Strukturen neuer Instrumente einzubinden, etwa bei der Fiskalkapazität oder bei einem europäischen Investitionsfonds.

---

<sup>10</sup> Ein im Detail etwas anderer, aber im Prinzip ähnlicher Vorschlag wurde im September 2014 vom polnischen Finanzminister Mateusz Szczurek gemacht (Szczurek 2014).

## 5. Schlussfolgerungen

---

Mehr als vier Jahre des (fast) permanenten Krisenmanagements in der Euro-Zone und der Verabschiedung von einer Vielzahl von Reformelementen zur Governance-Struktur in der Europäischen Währungsunion sind enorme Fortschritte gemacht worden. Insbesondere die Entschärfung der akuten Euro-Krise kann dabei kaum hoch genug eingestuft werden, die mit der Etablierung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und der Ankündigung des EZB-Präsidenten Mario Draghi, im Notfall unbegrenzt Staatsanleihen von Krisenländern mit ESM-Programm zu kaufen, erreicht worden ist.

Allerdings sind die Reformen bislang noch sehr einseitig auf fiskalische Probleme und Probleme der Finanzaufsicht in der Euro-Zone fokussiert gewesen. Makroökonomische Ungleichgewichte, die ebenfalls eine wichtige Ursache für die Euro-Krise waren, wurden dagegen nur unzureichend angegangen. Zudem haben die bisherigen Maßnahmen zur Krisenbekämpfung das Wirtschaftswachstum in der Euro-Zone eher belastet als angekurbelt, was aus Sicht der Bürger\_innen in Europa die Legitimation der Europäischen Währungsunion und der EU insgesamt geschwächt hat.

Um tatsächlich die Euro-Zone krisenfest zu machen, sind weitere Schritte notwendig, insbesondere bei zwischenstaatlichen Transfers und der Koordinierung der Lohnpolitik in Europa, aber auch bei der Bekämpfung der Arbeitsmarktkrise.

Im Vergleich zu den bislang umgesetzten Reformen mögen die nun noch anstehenden Elemente auf den ersten Blick als weniger wichtig erscheinen. Die Entscheidungsträger sollten aber nicht vergessen, dass eine Kette immer nur so stark ist wie ihr schwächstes Element. Jede Krise ist auch eine Chance, wie ein chinesisches Sprichwort besagt. Sollte nun die Chance verpasst werden, die Struktur der Euro-Zone wirklich krisenfest zu machen, könnte sich dies als Bumerang erweisen: In der jetzigen Krise sind von der Bevölkerung der Mitgliedsstaaten große Opfer in Form von Einkommens- und Beschäftigungsverlusten, aber auch in Form von Souveränitätsverzicht zugunsten der EU abverlangt worden. Sollte sich nun durch das baldige Auftreten einer neuen Krise erweisen, dass diese Opfer unzureichend waren, droht ein neuer Legitimitätsverlust nicht nur der EU, sondern auch der auf nationaler Ebene an den Entscheidungen beteiligten Institutionen und Politiker\_innen.

Weitere Maßnahmen und Reformen an der institutionellen Struktur der Euro-Zone mögen damit heute nicht mehr ganz so drängend sein wie im Sommer 2012, als die Euro-Zone unmittelbar vor dem Auseinanderbrechen stand. Zeit zum Ausruhen sollte man sich aber auch nicht nehmen, sondern die verbleibenden notwendigen Veränderungen in der Amtszeit der neuen EU-Kommission zügig vorantreiben.

## 6. Literaturverzeichnis

---

- Bundesministerium der Finanzen 2011: Das neue EU-Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte, Monatsbericht Dezember, Berlin, S. 46-52.
- CEPS 2014: Cost of Non-Europe of the Absence of an Unemployment Insurance Scheme for the Euro-Area – Simulation Exercise, Studie für das Europäische Parlament, Brüssel.
- Cole, H. L.; Kehoe, T. J. 1996: A Self-fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis, in: Journal of International Economics, 41 (3), S. 309-330.
- Darvas, Z.; Vihriälä, E. 2013: Does the European Semester Deliver the Right Policy Advice?, Bruegel Policy Contribution 2013/12, Brüssel.
- Delpla, J.; Weizsäcker, J. von 2010: The Blue Bond Proposal, Bruegel Policy Brief 2010/03, Brüssel, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/403-the-blue-bond-proposal/> (Zugriff am 12.9.2014).
- Dullien, S. 2010: Ungleichgewichte im Euro-Raum: Akuter Handlungsbedarf auch für Deutschland, WISO Diskurs, Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn.
- Dullien, S. 2012: Reinventing Europe: Explaining the Fiscal Compact, European Council on Foreign Relations, [http://www.ecfr.eu/content/entry/commentary\\_reinventing\\_europe\\_explaining\\_the\\_fiscal\\_compact](http://www.ecfr.eu/content/entry/commentary_reinventing_europe_explaining_the_fiscal_compact) (Zugriff am 11.9.2014).
- Dullien, S. 2013: Umbau der Finanzmärkte: Übermäßiges Vertrauen in Marktrationalität hält an, Wirtschaftsdienst, Sonderheft 2013, S. 23-29.
- Dullien, S. 2014: A European Unemployment Benefit Scheme: How to Provide for More Stability in the Euro Zone, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.
- Dullien, S. 2014a: How to Complete Europe's Banking Union, European Council on Foreign Relations Policy Brief No. 107, London.
- Dullien, S.; Fritsche, U. 2008: Does the Dispersion of Unit Labor Cost in the EMU Imply Long-run Convergence, in: International Economics and Economic Policy, 5 (3), S. 269-295.
- Dullien, S.; Herr, H.; Kellermann, C. 2009: Der gute Kapitalismus, Transcript, Bielefeld.
- Dullien, S.; Schwarzer, D. 2005: Eurozone unter Hochspannung: Die regionalen Konjunkturzyklen in der Währungsunion müssen stabilisiert werden, SWP Aktuell 21, Berlin.
- Enderlein, H. 2004: Nationale Wirtschaftspolitik in der europäischen Währungsunion, Campus: Frankfurt.
- Enderlein, H.; Guttenberg, L.; Spiess, J. 2013: Making One Size Fit All. Designing a Cyclical Adjustment Insurance Fund for the Euro Zone, Notre Europe Policy Paper 61.
- Europäische Kommission 2012: Europäische Kommission – MEMO/12/656: „Auf dem Weg zu einer Bankenunion“, 10. September 2012, abrufbar unter: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-12-656\\_de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-656_de.htm).
- Europäische Kommission 2012a: A Blueprint for a Deep and Genuine Economic and Monetary Union, Brüssel.
- Fratzscher, M. 2013: Es gibt keine Euro-Krise, DIW-Wochenbericht Nr. 15/2013, Berlin.
- Obstfeld, M. 1996: Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features, in: European Economic Review, 40 (3-5), S. 1037-1047.
- Pockrandt, J.; Radde, S. 2012: Reformbedarf in der EU-Bankenregulierung: Solvenz von Banken und Staaten entkoppeln, DIW Wochenbericht Nr. 42/2012, S. 3-10.
- Sachverständigenrat 2010: Jahresgutachten 2010/11: Chancen für einen stabilen Aufschwung, Wiesbaden.
- Shambaugh, J. C. 2012: The Euro's Three Crises, in: Brookings Papers on Economic Activity, 44 (1), S. 157-231.
- Szczurek, M. 2014: Investing for Europe's Future, Keynote Address for the Bruegel Annual Dinner 2014, September 4, Brüssel.
- Torreblanca, J. I.; Leonard, M. 2013: The Continent-wide Rise of Euroscepticism, European Council on Foreign Relations, Policy Memo 79, London.

## Der Autor

---

**Prof. Dr. Sebastian Dullien**

Professor für Allgemeine Volkswirtschaftslehre, insbesondere Internationale Wirtschaft,  
an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW), Berlin





## Neuere Veröffentlichungen der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik

Wirtschaftspolitik

**Thomas Piketty und die wachsende Ungleichheit im Kapitalismus**

WISO direkt

Außenwirtschaft

**Brauchen Investitionen im TTIP Schutz? Überlegungen zum Investitionsschutz im Transatlantischen Freihandelsabkommen**

WISO Diskurs

Außenwirtschaft

**Die Transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft (TTIP): Kann das geplante Abkommen halten, was es verspricht?**

WISO direkt

Außenwirtschaft

**TTIP oder Transatlantische Währungs Kooperation?**

WISO direkt

Nachhaltige Strukturpolitik

**Soziale Innovationspolitik**

WISO Diskurs

Steuerpolitik

**Steuer- und Transferpolitik auf dem Weg in die Sackgasse – eine Analyse der Umverteilungswirkung**

WISO Diskurs

Arbeitskreis Mittelstand

**Modernisierungsoptionen für die handwerkliche Selbstverwaltung**

WISO direkt

Gesprächskreis Verbraucherpolitik

**Chancen und Risiken der Transatlantischen Handels- und Investitionspartnerschaft (TTIP) für die Verbraucherwohlfahrt**

WISO Diskurs

Arbeitskreis Innovative Verkehrspolitik

**Vermeintliche und tatsächliche Wachstums- und Beschäftigungseffekte des Luftverkehrs**

**Eine kritische Würdigung angewandter**

**Berechnungsmethoden**

WISO Diskurs

Arbeitskreis Innovative Verkehrspolitik

**Kommunikationsstrategien zur Beeinflussung von Gesetzesinitiativen**

**Am Beispiel des Luftverkehrssteuergesetzes**

WISO Diskurs

Gesprächskreis Sozialpolitik

**Zwischen Transparenz und Geheimhaltung**

**Was bedeutet TTIP für die Veröffentlichungspraxis klinischer Studien im Arzneimittelbereich?**

WISO direkt

Gesprächskreis Arbeit und Qualifizierung

**Renaissance der Arbeitszeitpolitik: selbstbestimmt, variabel und differenziert**

WISO Diskurs

Arbeitskreis Arbeit-Betrieb-Politik

**Humanisierung der Arbeit braucht Forschung**

WISO direkt

Arbeitskreis Dienstleistungen

**Gesellschaftlich notwendige Dienstleistungen – gestalten und finanzieren**

WISO Diskurs

Gesprächskreis Migration und Integration

**Interkulturelle Öffnung von politischen**

**Organisationen**

WISO direkt

Volltexte dieser Veröffentlichungen finden Sie bei uns im Internet unter

[www.fes.de/wiso](http://www.fes.de/wiso)

