



WISO
DISKURS

08/2017

Jan Prieue

REFORM DER ARCHITEKTUR DER EUROPÄISCHEN WÄHRUNGSUNION

Die schwierige Suche
nach einem neuen Kompass

FRIEDRICH
EBERT 
STIFTUNG

Die Friedrich-Ebert-Stiftung

Die Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) wurde 1925 gegründet und ist die traditionsreichste politische Stiftung Deutschlands. Dem Vermächtnis ihres Namensgebers ist sie bis heute verpflichtet und setzt sich für die Grundwerte der Sozialen Demokratie ein: Freiheit, Gerechtigkeit und Solidarität. Ideell ist sie der Sozialdemokratie und den freien Gewerkschaften verbunden.

Die FES fördert die Soziale Demokratie vor allem durch:

- politische Bildungsarbeit zur Stärkung der Zivilgesellschaft;
- Politikberatung;
- internationale Zusammenarbeit mit Auslandsbüros in über 100 Ländern;
- Begabtenförderung;
- das kollektive Gedächtnis der Sozialen Demokratie mit u. a. Archiv und Bibliothek.

Die Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung

Die Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik verknüpft Analyse und Diskussion an der Schnittstelle von Wissenschaft, Politik, Praxis und Öffentlichkeit, um Antworten auf aktuelle und grundsätzliche Fragen der Wirtschafts- und Sozialpolitik zu geben. Wir bieten wirtschafts- und sozialpolitische Analysen und entwickeln Konzepte, die in einem von uns organisierten Dialog zwischen Wissenschaft, Politik, Praxis und Öffentlichkeit vermittelt werden.

WISO Diskurs

WISO Diskurse sind ausführlichere Expertisen und Studien, die Themen und politische Fragestellungen wissenschaftlich durchleuchten, fundierte politische Handlungsempfehlungen enthalten und einen Beitrag zur wissenschaftlich basierten Politikberatung leisten.

Über den Autor dieser Ausgabe

Dr. rer. pol. Jan Priewe war bis 2014 Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) Berlin. Seitdem ist er Senior Research Fellow am Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung.

Für diese Publikation ist in der FES verantwortlich

Markus Schreyer, Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik, Leiter der Arbeitsbereiche Allgemeine Wirtschafts- und Finanzpolitik sowie Europäische Wirtschafts- und Sozialpolitik.

Jan Prieue

REFORM DER ARCHITEKTUR DER EUROPÄISCHEN WÄHRUNGSUNION

Die schwierige Suche
nach einem neuen Kompass

2	VORWORT
3	KURZFASSUNG
5	1 EINLEITUNG
6	2 MAASTRICHT – EIN VERTRAG MIT VIELEN MÄNGELN
8	3 THEORIEN ÜBER „OPTIMALE WÄHRUNGSRÄUME“ – WENIG HILFREICH
11	4 FÜNF LEHREN AUS DER KRISE IN DER EUROZONE
12	4.1 Divergenz der Inflationsraten
13	4.2 Zu späte und zu zaghafte Reaktion der EZB
15	4.3 Austerität
16	4.4 Mangel an Möglichkeiten für expansive Fiskalpolitik
17	4.5 Schuldenüberhang
18	5 ZENTRALE REFORMBAUSTELLEN
18	5.1 Institutionelle Reformen – Entscheidungsmechanismen verändern
19	5.2 Erweiterte Lender of Last Resort-Funktion der EZB
20	5.3 Schaffung europäischer „Fiskalkapazitäten“
21	5.4 Makroökonomische Ungleichgewichte verhindern und abbauen
22	5.5 Bankenunion vollenden
25	6 SCHLUSSFOLGERUNGEN
27	Abbildungsverzeichnis
28	Literaturverzeichnis

VORWORT

Die Zukunft der Europäischen Währungsunion (EWU) wird gegenwärtig in der Politik und Gesellschaft kontrovers diskutiert. Einige Beobachter_innen sehen den weiteren Fortbestand der EWU äußerst kritisch, da die Mitgliedsländer nicht die Bedingungen eines optimalen Währungsraumes erfüllen würden. Zwar konnten zuletzt in den europäischen Krisenstaaten zumeist wieder höhere Wachstumsraten sowie sinkende Arbeitslosenraten erzielt werden. Dies sei aber im Wesentlichen auf die extrem expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank zurückzuführen, die jedoch nicht nachhaltig und problemadäquat sei, da sie die strukturellen Probleme in den europäischen Krisenstaaten nicht lösen könne. Aufgrund der weiterhin hohen strukturellen Heterogenität der EWU-Mitgliedsländer sollten keine weiteren Integrationsschritte unternommen werden, da dies nur zu dauerhaften Transferzahlungen an die europäischen Krisenstaaten führen würde. Vielmehr sei die EWU über kurz oder lang zum Scheitern verurteilt.

Andere Beobachter_innen glauben dagegen an den Fortbestand der EWU. Allerdings kritisieren sie tief greifende Mängel in deren Ausgestaltung, die für eine langfristige Stabilisierung überwunden werden müssten. Hinsichtlich der notwendigen Schritte gehen die Meinungen jedoch wiederum auseinander. Von einigen wird die Auffassung vertreten, dass die Krise in der Eurozone primär auf Verletzungen des Maastrichter Vertrags durch einzelne EWU-Mitgliedsländer zurückzuführen sei. Daher müssten die bisherigen Reformmaßnahmen, allen voran die Austeritätspolitik und die Strukturereformen, noch konsequenter umgesetzt und die Bestimmungen des Maastrichter Vertrags wieder strikter eingehalten werden. Andere sind dagegen der Meinung, dass die Probleme der Eurozone grundlegenderer Natur sind und eine Rückbesinnung auf die Bestimmungen des Maastrichter Vertrags sowie Strukturereformen nicht ausreichen würden, um die EWU langfristig zu stabilisieren. Vielmehr seien tiefer gehende institutionelle Reformen notwendig, die eine Veränderung wesentlicher Teile der Architektur des Maastrichter Vertrags umfassen.

Vor diesem Hintergrund hat die Friedrich-Ebert-Stiftung einen Forschungsauftrag an Prof. Dr. Jan Priewe, ehemaliger Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) in Berlin, vergeben. Das Ziel

war es zum einen, die Probleme, die der Krise in der Eurozone zugrunde liegen, zu analysieren und die daraus zu ziehenden zentralen Lehren übersichtlich darzustellen. Dabei sollte auch der Frage nachgegangen werden, ob der Euro tatsächlich scheitern muss oder ob die Krise auf eine mangelhafte Ausgestaltung der EWU zurückzuführen ist. Zum anderen sollten auf Basis dieser Analyse zentrale Reformbaustellen identifiziert und die nächsten Reformschritte beschrieben werden, die eine langfristige Stabilisierung der EWU ermöglichen und die am ehesten innerhalb der Gemeinschaft der EWU-Mitgliedsländer konsensfähig erscheinen.

Der Autor identifiziert im Rahmen seiner Studie fünf Probleme, die der Krise in der Eurozone zugrunde liegen. Nur eines davon hat seinen Ausführungen zufolge direkt mit der Gemeinschaftswährung an sich zu tun. Die anderen vier Mängel würden dagegen mit der bisher unzulänglichen institutionellen Ausgestaltung der EWU zusammenhängen, die in fünf Bereichen geändert werden müsste. Dies seien keine Mängel oder Probleme, die es rechtfertigen würden, die gesamte EWU infrage zu stellen. Allerdings wären die notwendigen Korrekturen weitreichend, da sie die dem Vertrag von Maastricht zugrunde liegende Logik betreffen, dessen Regelungen für eine funktionsfähige EWU vollkommen ungeeignet seien. Alle erforderlichen Reformmaßnahmen hätten mit einer stärkeren Integration bzw. mit der Durchsetzung einer politischen Union in Teilbereichen zu tun, jedoch nicht mit einem voll ausgebauten europäischen Föderalstaat.

Eine langfristige Stabilisierung der Eurozone, die im Interesse aller EWU-Mitgliedsländer ist, kann demnach gelingen. Allerdings erfordert dies, dass die Politik die Defizite, Herausforderungen und Zusammenhänge erkennt, über nationale Grenzen hinweg zu Kompromissen und weiteren Integrations-schritten bereit ist und die notwendigen institutionellen Reformen in der EWU angeht. Die vorliegende Studie will einen Beitrag dazu leisten, dass diese schwierige Aufgabe gelingt.

Wir wünschen allen Leser_innen eine interessante und erkenntnisreiche Lektüre!

MARKUS SCHREYER

Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik
Friedrich-Ebert-Stiftung

KURZFASSUNG

Die Kritiker_innen der Europäischen Währungsunion (EWU) teilen sich in drei Lager. Die Vertreter_innen des ersten Lagers halten ihre Gründung für einen schweren Fehler, weil eine Gemeinschaftswährung mit vielen sehr unterschiedlichen Mitgliedsländern den Verlust nationaler Geld- und Wechselkurspolitik nicht kompensieren kann. Das zweite wie auch das dritte Lager kritisieren nicht die Gemeinschaftswährung an sich, sondern Mängel in der Ausgestaltung. Im zweiten Lager glaubt man, dass die eingeschlagenen Reformen richtig waren und jetzt konsequenter umgesetzt werden müssen, wobei der Bankenunion, der strengeren Einhaltung der Fiskalregeln sowie sogenannten Strukturreformen auf nationaler Ebene die größte Bedeutung zukommen. Die Position des dritten Lagers wird hier vertreten: Die Probleme der Eurozone sind grundlegender, sodass tiefer gehende Reformen notwendig sind, die die Veränderung wesentlicher Teile der Architektur des Maastricht-Vertrags umfassen. Die Mitgliedsländer brauchen einen Schub an stärkerer Integration in bestimmten Teilbereichen. In diesem Essay wird nach einem wirtschaftstheoretisch fundierten Kompass für eine ganzheitliche Reform der EWU gesucht, die auch viele Argumente der Kritiker_innen aus dem ersten Lager ernst nimmt.

Zunächst wird die Ausgestaltung der EWU im Maastricht-Vertrag aus der Retrospektive untersucht. Die Grundideen wurden vom damaligen neoliberalen Zeitgeist in Deutschland getragen, denn die wichtigen Architekt_innen kamen aus dem Bundesfinanzministerium und der Bundesbank. Die EWU wurde als eine Art Fortsetzung des europäischen Binnenmarktes verstanden, also als Marktliberalisierung mit einer Währung, die so hart wie die D-Mark im neuen großen Währungsgebiet ist. Eine politische Union, zumindest in wichtigen Teilbereichen, war nicht gewollt. Hinzu kam eine ordnungspolitische Rigidität, die institutionelle Änderungen extrem erschwert, denn die Verträge wurden in Stein gemeißelt. Keynesianische Wirtschaftspolitik war nur in minimaler Dosierung vorgesehen. Spätestens im Jahr 2012, als die EWU wegen der steigenden Zinsspreads am seidenen Faden hing, ist klar geworden, dass die EWU in der jetzigen Form nicht funktioniert, denn es sind nicht nur die internen Probleme einzelner Länder. Aber was genau sind die funktionellen Mängel?

Zunächst werden die Theorien über „optimale Währungsräume“ konsultiert. Die Kritiker_innen des Euro aus dem ersten Lager beziehen sich nur auf die erste Generation dieser Theorien, die zweite und dritte Generation, die die EWU eher unterstützen, wurden ignoriert. Allerdings leiden alle drei Varianten dieser Theoriegruppe an schweren Mängeln, insbesondere was die Ausgestaltung einer Währungsunion betrifft.

Im nächsten Schritt wird die krisenhafte Entwicklung in der Eurozone nach der Finanzkrise 2008–2009 rekapituliert, die für die meisten Mitgliedsländer ein verlorenes Jahrzehnt mit sich brachte, denn das Bruttoinlandsprodukt je Einwohner_in erreichte erst 2016 wieder das Vorkrisenniveau. Im kritischen Rückblick sieht man die Mängel klarer. Fünf kardinale Problemfelder werden diskutiert:

- (1) die Divergenz der Inflationsraten zwischen den EWU-Mitgliedsländern bis 2008, die zu erheblichen Unterschieden in den Preisniveaus und den Realzinsen führte;
- (2) die Schwäche der Geldpolitik der EZB (in Verbindung mit der Krisenpolitik des Europäischen Rates), die die steigenden Zinsspreads 2010–2012, die eine Reihe von Mitgliedsländern an den Rand der Zahlungsunfähigkeit führten, nicht aufhalten konnte;
- (3) die überzogene Austeritätspolitik durch Orientierung auf „Lohnflexibilisierung“ und sehr restriktive Fiskalpolitik, vor allem in den Krisenländern der EWU;
- (4) der Mangel an wirksamer expansiver Fiskalpolitik auf nationaler oder europäischer Ebene, sodass die Eurozone 2012–2014 in eine zweite Rezession nach der Finanzkrise 2008–2009 rutschte und nur mühsam die Wende zum Aufschwung fand;
- (5) die unzulängliche Verminderung des Schuldenüberhangs bei Banken und Unternehmen, die die Wirksamkeit des Finanzsystems mindert und die Realwirtschaft schwächt.

Die Schlussfolgerungen aus den Theorien über optimale Währungsräume und die Lehren aus der krisenhaften Entwicklung seit 2010 führen uns zu fünf zentralen Baustellen der Umgestaltung der Eurozone, bei denen bislang nur auf einer ernsthaft gearbeitet wird:

(1) Notwendig sind institutionelle Reformen bei der Entscheidungsfindung in der Eurozone jenseits intergouvernementaler Regierungsführung, die auch dem Anspruch echter europäischer Demokratie gerecht werden. Derzeit sind Reformen innerhalb des Rahmens der Verträge eng begrenzt, aber Vertragsänderungen kaum möglich. Dies ist Ausdruck einer fehlenden politischen Union.

(2) Die EZB sollte ein vollwertiger Lender of Last Resort werden, wie alle anderen großen Zentralbanken der Welt, welche mit großer Selbstverständlichkeit in der Lage sind, Zahlungsunfähigkeit ihrer Staaten zu verhindern. Als zweitbeste Lösung kämen Eurobonds infrage, deren Ausgestaltung aber viel schwieriger ist.

(3) Neue bzw. andere Fiskalkapazitäten auf nationaler und/oder auf EWU-Ebene sind notwendig, die kontraproduktive, weil prozyklische Fiskalpolitik verhindern und das richtige Maß für expansive Fiskalpolitik in Perioden starker Unterauslastung sowie deflationärer Gefahren ermöglichen.

(4) Zwar hat die EU ein Verfahren gegen makroökonomische Ungleichgewichte, d. h. gegen starke Polarisierung von Überschuss- und Defizitländern (bei der Leistungsbilanz), aber es ist unwirksam und falsch konstruiert: Es fokussiert vorrangig auf Anpassungen in Defizitländern und würdigt die Überschussländer eher als Modell vorbildlicher Wettbewerbsfähigkeit. Die unveränderte Polarisierung bei den Leistungsbilanzen tendiert dazu, die EWU in zwei Blöcke zu spalten. Hier liegt eine Achillesferse der EWU.

(5) Die Bankenunion ist dringend notwendig, aber noch im Anfangsstadium. Die bisherigen Reformen reichen noch nicht aus, systemische Bankenkrise aufzufangen. Immerhin sind hier bereits ernsthafte Fortschritte gemacht worden.

Abschließend werden sieben Reformpakete in groben Zügen skizziert, die am ehesten innerhalb der Gemeinschaft der Euro-Mitgliedsländer konsensfähig erscheinen.

1

EINLEITUNG

Grundlegende Reformen der Architektur der Europäischen Währungsunion (EWU) sind notwendig. Die EWU funktioniert einfach nicht richtig: Bis zum Jahr 2008, als die Finanzkrise ausbrach, gab es zwar in vielen Ländern kräftiges Wachstum mit Verbesserung der Beschäftigung, aber es beruhte zu einem erheblichen Teil auf Immobilienblasen und einem nicht nachhaltigen Kreditboom; nach der Finanzkrise rutschte die Eurozone ab 2012 in eine erneute Rezession, aus der viele Länder nur langsam herauswuchsen. Für die meisten Euro-Mitgliedsländer gab es neun verlorene Jahre in der Periode 2008–2016. In einigen Ländern ist das Niveau von 2008 immer noch nicht erreicht. Deutschland hatte vor 2008 nur wenige gute Jahre, gemessen an Wachstum und Beschäftigung, aber konnte nach 2009 rasch den Rückfall wieder aufholen. Im Jahr 2012 hing die Gemeinschaftswährung am seidenen Faden. Nur durch die Geldpolitik der EZB konnte die Krise überwunden werden, allerdings um den Preis einer Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar mit einem Leistungsbilanzüberschuss der Eurozone, der nicht nachhaltig und schädlich für die Weltwirtschaft ist. Deutschlands starke Entwicklung in den letzten Jahren wäre ohne die neue Geldpolitik nicht möglich gewesen. Allerdings haben die Gegensätze zwischen den Mitgliedsländern zugenommen – wirtschaftliche und soziale Divergenz, statt angestrebter Konvergenz. Die Flüchtlingskrise und der Brexit haben die politischen Divergenzen in der EWU und auch in der EU insgesamt weiter verstärkt.

In der Eurozone gibt es kein kohärentes konsensfähiges Konzept, wie die hohe Arbeitslosigkeit in überschaubaren Zeiträumen abgebaut werden kann, wie die großen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte dezimiert werden können, wie Griechenland endlich entschuldet und auf Wachstumskurs gebracht und wie die EWU krisenfest umgestaltet werden kann, was Rezessionen und Finanzkrisen angeht. Die institutionellen Entscheidungsmechanismen in der Eurozone sind nicht funktional und werden dem Anspruch von europäischer Demokratie nicht gerecht. Immerhin besteht breiter Konsens darüber, dass der Status quo keine gangbare Option mehr ist.

Wenn hier von „Krise in der Eurozone“ die Rede ist, ist die Gesamtheit der Probleme gemeint, die mit der Gemein-

schaftswährung selbst und der Ausgestaltung der Währungsunion verbunden sind und sich in der Entwicklung in den kritischen Jahren 2010–2014 niedergeschlagen haben. Wenn sich die latent anhaltende Krise wieder zuspitzt, kann sie zu einer Existenzkrise der Währung werden.

Einige weitreichende Reformen der Ausgestaltung der EWU wurden schon vor der Finanzkrise begonnen, insbesondere was den Stabilitäts- und Wachstumspakt angeht; bei manchen der Reformen ist fraglich, ob sie in die richtige Richtung gehen. Andere Reformen, wie etwa die europäische Bankenunion, sind noch längst nicht vollendet. Es scheint an einer theoretisch fundierten, kohärenten Gesamtkonzeption für die Herstellung eines „optimalen Währungsraums“ zu mangeln, in dem für jedes Mitgliedsland die Vorteile größer als die Nachteile sind.

Wir suchen hier nach Grundzügen für notwendige Reformen, sozusagen nach einem neuen Kompass, der anzeigt, in welche Richtung die Reise gehen sollte. Dazu wird zunächst die Architektur von Maastricht resümiert, dann werden Theorien optimaler Währungsräume konsultiert und schließlich Lehren aus der Krise in der Eurozone seit 2010 gezogen. In der Retrospektive kann man vieles genauer sehen als ex ante. Es werden fünf wichtige Baustellen für Reformen betrachtet, für die unterschiedliche Lösungsvorschläge diskutiert werden. Abschließend werden einige konkrete Reformvorschläge gemacht, die möglicherweise in vielen Mitgliedsländern der Eurozone Konsens finden könnten, auch wenn sie auf allen Seiten große Kompromissbereitschaft erfordern.

2

MAASTRICHT – EIN VERTRAG MIT VIELEN MÄNGELN

25 Jahre nach Maastricht, wo 1991 die Architektur der Eurozone beschlossen wurde, können wir gut erkennen, wo genau die Mängel der EWU liegen. Die Konstruktion des Euro hat keine robusten und kohärenten theoretischen Grundlagen. Allerdings war nicht die Gemeinschaftswährung an sich der Fehler, sondern die institutionelle Ausgestaltung und das politische Regelwerk der EWU. Im Nachhinein lässt sich feststellen, dass die entscheidenden Mängel in den neoliberalen Grundideen, in der institutionellen Rigidität sowie im minimalistischen Ansatz der institutionellen Ausgestaltung lagen. Diese These wird im Folgenden ausführlich erläutert.

Der Ansatz, der dem konservativen wirtschaftspolitischen Zeitgeist, vor allem in Deutschland, zu Beginn der 1990er Jahre entsprach, beruhte auf drei Grundüberzeugungen. Erstens war es der Glaube, dass Preisstabilität in der Eurozone durch die Kontrolle der Geldmenge mithilfe einer maximal unabhängigen Zentralbank gewährleistet werden kann, die sich lediglich auf dieses eine Ziel fokussiert – und zwar im Durchschnitt der Mitgliedsländer. Zweitens, Wachstum und Beschäftigung hängen mittel- und langfristig allein von Angebotsfaktoren ab, vor allem vom technischen Fortschritt, flexiblen Güter- und Faktormärkten, Freihandel und Wettbewerb auf allen Märkten. Da die hoch konzentrierten Gütermärkte als gegeben hingenommen wurden, lag die Betonung eher auf der Flexibilität der nun grenzüberschreitenden Arbeits- und Finanzmärkte. Mängel der effektiven Nachfrage und damit die Notwendigkeit von expansiver Fiskalpolitik konnten so weitgehend ignoriert werden. Lohnflexibilität sowie Arbeits- und Kapitalmobilität sind dann der Ersatzmechanismus für den Wegfall nominaler Wechselkurse. Drittens war es der Glaube an die wohlstandssteigernde Wirkung ungehinderter Kapitalmobilität in der EWU im Zuge der Herstellung des EU-Binnenmarktes, der Aufhebung restlicher Kapitalverkehrskontrollen und der schrittweisen Deregulierung der Finanzmärkte – und das ohne gemeinsame Bankenregulierung. „Ein Markt, eine Währung“ wurde das Mantra, als wäre die neue Währung nur das letzte Teilstück des EU-Binnenmarktes.

In dieser Sichtweise sind im Prinzip öffentliche Finanzmittel nur wichtig zur Finanzierung öffentlicher Güter, nicht aber zur antizyklischen Stabilisierung von Volkswirtschaften. Keynesianische Fiskalpolitik ist dann unnötig und potenziell schädlich für Preisstabilität. Eine kleine temporäre Dosis Fiskalpolitik mag hilfreich sein, am besten mit automatischen Stabilisatoren, aber begrenzt durch das Drei-Prozent-Limit für Budgetdefizite und die Staatsschuldengrenze von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP); beide Grenzwerte sind bekanntlich willkürlich gesetzt. Auf zentraler europäischer Ebene ist Fiskalpolitik überhaupt nicht vorgesehen.¹ Zu den weiteren Merkmalen der Ausgestaltung der EWU gehört das winzige EU-Budget von gut einem Prozent des BIP, das Verbot der Kreditfinanzierung in diesem Budget und die fehlende politische Union. Daraus folgt, dass die meisten Entscheidungen intergouvernemental gefällt werden und daher Einstimmigkeit erfordern. Dies impliziert, dass die Verträge in Stein gemeißelt sind, weil faktisch sehr schwer zu ändern. Als der Maastricht-Vertrag geschlossen wurde, umfasste die EU gerade zwölf Mitglieder, die allesamt als potenzielle Kandidaten für den Beitritt zur EWU angesehen wurden. Die Erweiterung auf 28 Mitglieder konnte zwar nicht vorhergesehen werden, aber das Problem der Einstimmigkeit und der damit verbundenen institutionellen Starrheit potenzierte sich (zur Genesis der EWU vgl. Schönfelder/Thiel 1996; Tietmeyer 2005; James 2014; Brunnermeier et al. 2016; Thygesen 2016).

In der EWU war nur die Europäische Zentralbank (EZB) als einzige zentrale europäische Institution vorgesehen, jedoch kein politischer Souverän. So war die EWU eher wie früher der Goldstandard (Blütezeit 1870–1914) oder das Regime fester Wechselkurse in der Bretton-Woods-Ära (1944–1973) konzipiert, und nicht unähnlich Ländern wie

¹ Frankreich und einige andere Länder hatten sich dafür in den Verhandlungen zum Maastricht-Vertrag stark gemacht, waren aber unterlegen (vgl. Thygesen 2016: 15).

Panama, die den US-Dollar, also keine eigene Währung, als gesetzliches Zahlungsmittel verwenden (wobei Panama mehr fiskalpolitischen Spielraum als die EWU-Mitglieder hat, weil das Land nicht an den Stabilitäts- und Wachstumspakt oder andere Regelwerke gebunden ist). Fehlende Fiskalunion bedeutet, dass es kein europäisches Finanzministerium gibt, keine Transferunion und kein Beistand von anderen Mitgliedsländern, wenn ein Land in eine Überschuldungssituation gerät oder zahlungsunfähig wird. Es bedeutet auch, dass die EZB keinen offiziellen finanzpolitischen Rückhalt hat wie normale Zentralbanken, etwa wenn das Kapital der EZB erhöht werden muss. Und es gibt keine Kooperation zwischen Geld- und Fiskalpolitik.

Was die Geldpolitik angeht, war nicht nur keine Bankenunion vorgesehen, sondern es wurde auch die Varianz der Inflationsraten in den Mitgliedsländern außer Acht gelassen und bei der Offenmarktpolitik Grenzen für definitive Ankäufe von Wertpapieren („outright operations“) auf Sekundärmärkten gesetzt (strenge Interpretation monetärer Staatsfinanzierung, die die anderen großen Zentralbanken der Welt so nicht kennen). Dies kann zu einer empfindlichen Einschränkung des Instrumentenkastens der Zentralbank führen, die in kritischen Situationen gefährlich werden kann, weil so spekulative Attacken gegen Staatsanleihen einzelner Mitgliedsländer nur schwer abgewehrt werden können.

Im gemeinsamen Binnenmarkt mit Gemeinschaftswährung, aber vielen Nationalstaaten, müssen Märkte und Wettbewerb für nationale Preisstabilität sorgen, ebenso für die Abwehr von nationalen Zahlungsbilanzproblemen.² Es war offenbar die Überzeugung der Architekten von Maastricht, dass Märkte dazu imstande sind und „undisziplinierte“ Länder samt ihrer ganzen Bevölkerung abstrafen können und sollen. Solidarität und Hilfe von anderen Ländern wird dann nur als „Moral Hazard“-Problem wahrgenommen, als Anreiz zum Fehlverhalten. So wurde der Verlust nationaler Geldpolitik in der EWU auch eher als Segen angesehen, weil allzu häufig zu hohe Inflation in verschiedenen Mitgliedsländern toleriert wurde. Der Verlust des nominalen Wechselkurses wurde auch eher als Gewinn begriffen, weil nun der Wettbewerb zwischen den Ländern heftiger wurde und weiche Stabilisatoren wie Abwertungen nicht mehr möglich waren. Langanhaltende Wirtschaftskrisen, ganz zu schweigen von Zahlungsbilanz- und Finanzkrisen, persistente hohe unfreiwillige Arbeitslosigkeit oder Deflation waren jenseits der Vorstellungskraft dessen, was in einer liberalisierten Marktwirtschaft, ausgestattet mit den geschilderten Eigenschaften, passieren kann. Es ist ein eklatanter Mangel an Ordnungspolitik, die eigentlich gerade von Ordoliberalen gefordert wird, der aber die eher neoliberale Konstruktion des Maastricht-

Vertrags kennzeichnet.³ Besonders überraschend ist, dass der Preisstabilität in jedem einzelnen Euroland so wenig Aufmerksamkeit gewidmet wurde.

Diese Grundideen, umgesetzt in praktische Wirtschaftspolitik und festgeschrieben in den europäischen Verträgen, sind kein geeigneter Rahmen für eine blühende europäische Wirtschaft. Eine Währungsunion, basierend auf diesen Ideen, ist großen Risiken ausgesetzt und vom Scheitern oder Dahinsiechen bedroht, wie viele Ökonom_innen, aus den unterschiedlichsten Gründen, von Anfang an gewarnt hatten. Man könnte einwenden, dass manche Initiator_innen der EWU, insbesondere aus Frankreich, aber auch der damalige Bundeskanzler Helmut Kohl, andere Visionen hatten. Kohl hatte noch kurz vor Verabschiedung des Maastricht-Vertrags eine politische Union angemahnt, ohne die die Währungsunion nicht funktionieren könne.⁴ Aber klare Vorstellungen schien er nicht gehabt zu haben. Zweifellos war der Maastricht-Vertrag ein Kompromiss, bei dessen Aushandlung aber besonders deutsche konservative Politiker dominant waren, die sich eigentlich der ordoliberalen Denktradition verpflichtet fühlen (Theo Waigel, Hans Tietmeyer, Helmut Schlesinger, Otmar Issing, Horst Köhler und andere). Man brauchte auch die Zustimmung der britischen Regierung, angeführt von John Major, dem Nachfolger von Margaret Thatcher seit 1990, der am Ende für Großbritannien eine Rücktrittsklausel hinsichtlich des Beitritts zur Währungsunion aushandelte.

² Ein Grund hierfür könnte die Lawson-Doktrin gewesen sein, wonach nur übermäßige staatliche Budgetdefizite ernsthafte Probleme in der Leistungsbilanz eines Landes verursachen können, daher nur diese zu kontrollieren sind, während Defizite, die durch privaten Nettokapitalimport entstehen, marktbestimmt sind und insofern mikroökonomischer Rationalität folgen (vgl. Thygesen 2016: 15). Wenn es zu privatwirtschaftlicher Überschuldung kommt, wird sie durch wettbewerbliche Marktsanktionen bereinigt. Lawson war unter Premierministerin Margaret Thatcher als Chancellor of the Exchequer in Großbritannien insbesondere zuständig für die Deregulierung des Finanzsektors. Die Lawson-Doktrin war ein fataler Irrtum, wie Dutzende von Finanzkrisen in Entwicklungsländern sowie die Krise in der Eurozone verdeutlichen.

³ Der Ordoliberalismus der „Freiburger Schule“ forderte die Einbindung der Märkte in einen gesetzlichen Ordnungsrahmen, der sogenannte Neoliberalismus oder Marktfundamentalismus fordert die Liberalisierung und Deregulierung von allen Märkten und die weitgehende Beschränkung der Staatstätigkeit.

⁴ Auch im sogenannten Werner-Plan für eine europäische Währungsunion von Anfang der 1970er Jahre war eine parallel zur EWU aufzubauende politische Union vorgesehen.

3

THEORIEN ÜBER „OPTIMALE WÄHRUNGS-RÄUME“ – WENIG HILFREICH

Wirtschaftstheoretische Überlegungen zur Frage, unter welchen Bedingungen eine Währungsunion überhaupt funktionieren kann, können möglicherweise aus den Theorien optimaler Währungsräume (OWR) abgeleitet werden. In einem optimalen Währungsraum überwiegen die Vorteile die Nachteile bzw. Kosten, und zwar für alle Mitglieder. Nun gibt es diverse Versionen dieser Theorie mit sehr unterschiedlichen Schlussfolgerungen. Man kann grob drei Generationen der Theorien unterscheiden. Die meisten Fundamentalkritiker_innen des Europrojekts folgen der ersten Generation (OWR I), die vor allem von Robert Mundell (1961) und Ronald McKinnon (1963) vertreten wurde. Demnach kommt es vor allem auf Faktormobilität innerhalb des Währungsraums an, insbesondere auf grenzüberschreitende Arbeitsmobilität, und auf Handelsintegration. Einzelne Mitgliedsländer sollten möglichst wenig asymmetrischen Schocks ausgesetzt sein, die nur diese Länder treffen. Die 50 Staaten der USA erfüllen diese Kriterien weitgehend, aber sicherlich nicht die Mitgliedsländer der EWU, weil hier die großräumige Arbeitsmigration relativ gering ist. Daher ist – in dieser Theorie – die Eurozone eindeutig eine nichtoptimale Währungsunion. Peter Kenen (1969) hat die Theorie modifiziert, indem er die Ähnlichkeit der Wirtschaftsstruktur und das Vorhandensein von Fiskalföderalismus mit Ausgleichszahlungen zwischen den Mitgliedern – und damit indirekt einen gemeinsamen Staat – forderte. Danach wären die jetzigen Mitgliedstaaten noch weniger geeignet für eine Währungsunion.

In der zweiten Generation der Theoriefamilie (OWR II oder Mundell II) argumentierten Mundell (1973) und später McKinnon (2002) und andere, dass auch eine größere Währungsunion optimal sein könne, wenn monetäre Aspekte einbezogen werden. Diese wurden in der ersten Generation vernachlässigt. In einer Währungsunion mit einer harten Gemeinschaftswährung, die in der Tradition der wichtigsten Vorgängerwährung, der DM, steht und insofern die Reputation der Gemeinschaftswährung unterstützt, würden länderspezifische Risikoprämien entfallen, Aktiva und Passiva in den Bilanzen der Unternehmen wären in gleicher Währung

denominiert, ebenso Staatsanleihen, sodass „currency mismatch“ und „original sin“ – in Fremdwährung emittierte Anleihen – entfallen. Die Inflation würde auf das niedrige Niveau des Hartwährungslandes sinken, ebenso die Realzinsen, wodurch Wachstum und Beschäftigung stimuliert würden; das Rating von Staaten in Bezug auf ihre Staatsanleihen durch die Ratingagenturen würde sich verbessern. Kurzum, der gesamte Währungsraum würde von einer qualitativ besseren Währung, verglichen mit der Mehrzahl der Vorgängerwährungen, profitieren. Grenzüberschreitende Finanzmarktintegration würde sich intensivieren, weil Währungsrisiken entfallen. Dadurch könnten die Finanzportfolios stärker diversifiziert und überdies asymmetrische Schocks besser abgepuffert werden. Die monetären Vorteile können die in OWR I erwähnten Nachteile einer größeren und heterogeneren Währungsunion überkompensieren. Mundell hatte folglich seine Meinung um fast 180 Grad gedreht, ähnlich McKinnon. Mundell erhielt 1999 den Nobelpreis, unter anderem wegen seiner Arbeiten zu optimalen Währungsräumen.

Die dritte Generation (OWR III) übernahm zum Teil Argumente von Mundell II, konzentrierte sich aber stärker auf die Handelsintegration. Bei einer stark zunehmenden Handelsverflechtung, wie sie durch eine Gemeinschaftswährung erwartet wurde, würden sich andere Voraussetzungen eines optimalen Währungsraumes, wie sie von OWR I formuliert wurden, „endogen“, also aus der Integrationsdynamik heraus von selbst ergeben. Demnach würden Länder, die heute noch nicht die eigentlichen Voraussetzungen erfüllen, also bei denen die volkswirtschaftlichen Kosten noch größer als die Vorteile sind, früher oder später in eine Nettovorteilsposition hineinrutschen. Zudem hielten die Vertreter_innen dieser Richtung den Verlust von nationaler Geldpolitik und der Option, die eigene Währung auf- oder abzuwerten, für gering. Vielfach hat die Geldpolitik in kleinen offenen Volkswirtschaften wenig Spielraum, und Abwertungen wirken häufig inflationär und vermindern den Anpassungsdruck. Zudem wurde auf (neoliberale) Flexibilisierung der Arbeitsmärkte gesetzt, sprich Lohnsenkung als Ersatz für Abwertung. OWR II

und OWR III hatten starken Einfluss auf die Entstehung der EWU mit einem breiteren Spektrum heterogener Mitgliedsländer.

Die meisten Kritiker_innen des Eurosystems, die die Entscheidung für die Gemeinschaftswährung für einen Fehler halten, haben die zweite und dritte Generation der Theorien optimaler Währungsräume einfach ignoriert. Allerdings haben sich alle drei OWR-Theorien nahezu keine Gedanken über die institutionelle Ausgestaltung einer Währungsunion gemacht. Ebenso wenig wurde die Frage ernsthaft adressiert, ob ein gemeinsamer Staat mit einer supranationalen Regierung nötig ist. Das Verhältnis von Geld- und Fiskalpolitik wurde ebenfalls weitgehend ausgeklammert, und die Frage nach den Ersatzmechanismen für nationale Geld- und Wechselkurspolitik wurde – zumindest aus heutiger Sicht – nicht überzeugend beantwortet. Der Verlust nationaler Geldpolitik hinterlässt ein Vakuum, als käme es nur auf die durchschnittliche Inflationsrate im gesamten Währungsraum an. Die Kritik von OWR II an der Wirksamkeit von Wechselkursanpassungen ist zu pauschal, denn es gibt durchaus Beispiele erfolgreicher Auf- oder Abwertungen, wenn bestimmte Bedingungen gegeben sind. Auch OWR II und OWR III haben die Notwendigkeit gemeinsamer Banken- und Finanzmarktregulierung nicht angesprochen, von wenigen Ausnahmen abgesehen. Insgesamt haben die verschiedenen Theorien zu optimalen Währungsräumen den Politiker_innen nur wenig robuste und zudem sehr unterschiedliche Handlungsleitlinien geben können.

Gleichwohl kann man aus den verschiedenen OWR-Theorien einiges lernen. Vorteile einer Währungsunion, verglichen mit nationalen Währungen, sind vor allem diejenigen, die von der zweiten Generation hervorgehoben wurden. Bei der ersten Generation wurden gar keine Vorteile, sondern nur hohe bzw. geringe Kosten erwähnt. Die erwähnten monetären Vorteile sollten, vor allem wenn die großräumige Arbeitsmobilität so gering wie in der EWU ist, durch fiskalischen Föderalismus ergänzt werden, weil dann asymmetrische Schocks besser absorbiert werden können. Ferner ist fiskalische Stabilisierung, zentral oder auch dezentral, notwendig, um konjunkturelle Nachfrageschwankungen zu dämpfen. Unklar bleibt in OWR II und III, was genau die Ersatzmechanismen für nationale Geldpolitik, einschließlich der Funktion des Lender of Last Resort, die nationale Zentralbanken üblicherweise innehatten (ausführlich siehe weiter unten), und die Ersatzmechanismen für Wechselkurspolitik sein sollten. Beide Fragen werden unzulänglich adressiert. Als mögliche Kandidaten kämen infrage: antizyklische nationale Fiskalpolitik sowie koordinierte Lohnentwicklung zur Unterstützung zentraler Geldpolitik; zentrale Fiskalpolitik auf EWU-Ebene mit temporären oder dauerhaften Transfers sowie mit automatischen Stabilisatoren (wie eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung); die neoliberalen Ersatzmechanismen für Wechselkurse sind interne Abwertung durch Lohnflexibilisierung (sprich: Lohnsenkung relativ zur Produktivität) und „Strukturreformen“ zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit – beides fragwürdige Politiken, was die ökonomische Wirksamkeit und die Nebenwirkungen angeht, abgesehen von den politischen Problemen (siehe weiter unten). Ferner gibt es Risiken von Leistungsbilanzungleichgewichten in Form von anhaltender wirtschaftlicher Divergenz in der EWU, ins-

besondere bei heterogenen Mitgliedsländern. Die Probleme und Risiken wiegen schwerer, wenn ein gemeinsamer Staat mit gemeinsamer Regierung nicht oder nur rudimentär vorhanden ist, da dies mit schlechten Entscheidungsmechanismen verbunden ist.

Manche Risiken einer Gemeinschaftswährung wurden von der ersten Generation der OWR-Theorien besser herausgearbeitet. Das Ausmaß von Risiken hängt sehr stark von der institutionellen Ausgestaltung im Währungsraum ab. Es ist evident, dass sie in einer großen und heterogenen Währungsunion größer als in einer kleinen sind. Eine Währungsunion wie die EWU mit vielen und sehr unterschiedlichen Ländern und schwacher institutioneller Ausdifferenzierung ohne gemeinsamen Staat ist ein gewagtes historisches Experiment, ohne jegliche Vorläufer oder Modelle.

Wenn Politiker_innen, frustriert von den OWR-Theorien, sich der dominierenden Strömung der internationalen Makroökonomik zuwenden, repräsentiert durch das Modell des New Consensus, einer Mischung aus Neoklassik und sogenanntem Neukeynesianismus, lernen sie, dass moderne Zentralbanken hinreichend in der Lage sind, Preisstabilität und Vollbeschäftigung zu gewährleisten. Fiskalpolitik scheint eine untergeordnete Rolle zu spielen und sollte keine Defizite akzeptieren, die weit vom ausgeglichenen Budget entfernt sind. Nur in schweren Rezessionen könnte expansive Fiskalpolitik zum Zuge kommen, sofern der Schuldenstand nicht zu hoch ist. Später kam die Auffassung hinzu, dass kontraktive Fiskalpolitik auch expansive Wirkungen haben könne, wenn dadurch Vertrauen in finanzpolitische Solidität und in die Zentralbank verstärkt werden. Bei fehlenden nominalen Wechselkursen müsse Arbeitsmarktflexibilisierung an deren Stelle treten. Im Übrigen müsse man sich um Leistungsbilanzungleichgewichte keine großen Sorgen machen, denn die damit verbundenen Kapitalströme wären ja Resultat von Vereinbarungen zwischen Gläubiger_innen und Schuldner_innen und insoweit Reflex mikroökonomischer Vernunft. Diese hier holzschnittartig skizzierte Sichtweise bestätigt die im Maastricht-Vertrag gewählte EWU-Konzeption. Es kommt vor allem auf die Geldpolitik an, Fiskalpolitik ist nur in engen Grenzen zulässig, der Verlust von nationaler Geld- und Wechselkurspolitik ist als gering einzuschätzen. Aber die Arbeitsmärkte sollten dereguliert und flexibilisiert werden.

Diese Mainstream-Auffassung wurde von anderen theoretischen Strömungen, vor allem von Keynesianer_innen unterschiedlicher Prägung, und von empirischer Forschung infrage gestellt. Die Kritik geht in die folgende Richtung: Investitionen sind viel weniger zinselastisch und damit viel weniger durch Geldpolitik steuerbar, insbesondere in Phasen der Rezession, als gemeinhin angenommen; Konjunkturzyklen werden stark von Kreditzyklen angetrieben, wobei eine geringe Eigenkapitalausstattung der Geschäftsbanken zu sehr hoher Kreditvergabe und Unterschätzung von Risiken führen kann; der moderne Kapitalismus ist stärker als früher von Finanzmärkten abhängig, die folglich stärkerer Regulierung bedürfen. Fiskalpolitik kann und sollte eine wichtige Rolle spielen, und sie ist besonders wirksam, wenn sie sich auf öffentliche Investitionen konzentriert. Das Gewicht der fiskalischen Stabilisierungspolitik wird umso größer, je höher die Staatsausgaben im Verhältnis zum BIP sind (in den meisten

OECD-Ländern liegen sie bei über 30 Prozent, teilweise über 50 Prozent)⁵. Die These expansiver Wirkungen von fiskalpolitischer Austerität (infolge gestärkten Vertrauens in die Stabilität der Staatsfinanzen und erwarteter geringerer Steuerlasten in der Zukunft) ist nicht haltbar, mit der Ausnahme von kleinen offenen Volkswirtschaften mit eigener Währung. Diese haben eine Abwertungsoption, sodass der expansive Abwertungseffekt den restriktiven Konsolidierungseffekt unter bestimmten Bedingungen übertreffen könnte.

Eine bessere Leitlinie für die Schaffung und institutionelle Ausgestaltung einer Währungsunion als die OWR-Theorien und der wirtschaftstheoretische und -politische Mainstream ist vielleicht der Blick in den Rückspiegel, in dem wir besser als früher erkennen sollten, was wann und warum in der Eurozone nach der Finanzkrise schiefgelaufen ist. Das nachfolgende Narrativ liefert Ideen und Anregungen für politische Reformen der Eurozone und zugleich auch eine Einschätzung, ob eine Währungsunion wie die EWU überhaupt lebensfähig ist. Schließlich ist dies von vielen Ökonom_innen von Beginn an bezweifelt worden, und manche Befürworter_innen haben inzwischen ihre Meinung geändert. Hier soll jedoch überlegt werden, ob und wie die Währungsunion so ausgestaltet werden kann, dass sie endlich ein optimaler Währungsraum in dem Sinne ist, dass die Vorteile die Nachteile deutlich überwiegen.

⁵ Dazu ein Beispiel: In einem Land mit einer Staatsquote von 20 Prozent werden die Staatsausgaben kreditfinanziert um ein Prozent erhöht, sagen wir von 200 auf 202 Milliarden Euro, wodurch das BIP bei einem Multiplikator von 1,5 um 3 Milliarden Euro auf 1.003 Milliarden Euro ansteigen würde. Bei einer Staatsquote von 50 Prozent würden die Staatsausgaben von 500 Milliarden Euro um 5 Milliarden Euro steigen und das BIP beim gleichen Multiplikator um 7,5 Milliarden Euro.

4

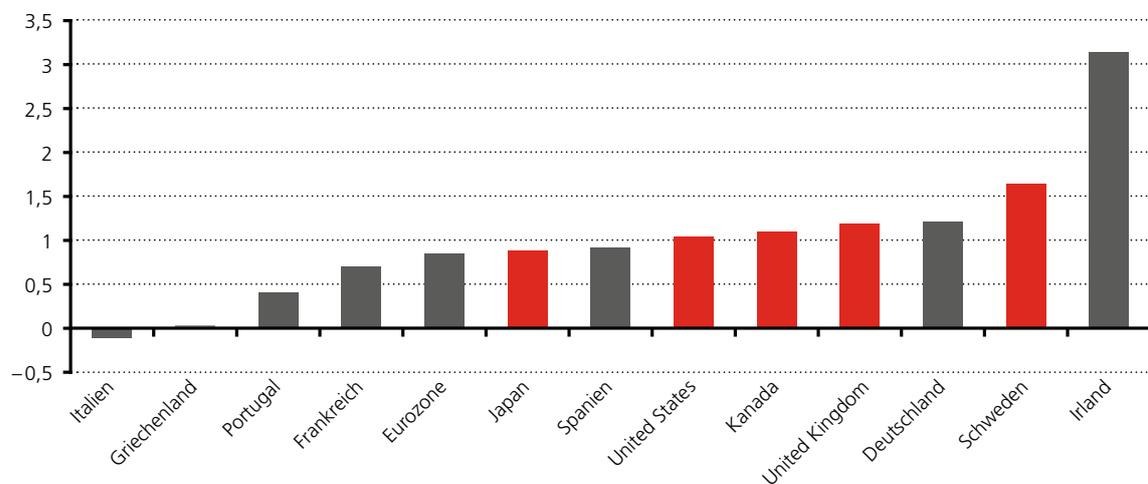
FÜNF LEHREN AUS DER KRISE IN DER EUROZONE

Im Anschluss an die globale Finanzkrise 2008–2009 gerieten Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Zypern und Spanien (GIIPCS) in eine besondere Krise, keine normale Rezession, die auf die anderen Länder der Eurozone ausstrahlte und teilweise bis heute anhält. Wir wissen natürlich nicht, wie die globale Krise 2008–2009 diese Länder getroffen hätte, hätten sie ihre nationale Währung behalten. Der spezifische Charakter der Krise drückte sich in den Zinsaufschlägen (Spreads) auf Staatsanleihen dieser Länder aus, also in der plötzlich stark ansteigenden Differenz zu deutschen Anleihen. Die daraus entstandene Staatsschuldenkrise weitete sich zu einer Bankenkrise aus, da viele Geschäftsbanken Anleihen ihrer Regierung hielten. Der Staatsschuldenkrise lag ein großer Kreditboom – vor allem private Kredite betreffend – zugrunde, verbunden mit anschwellenden Leistungsbilanzungleichgewichten in der EWU. Waren die Leistungsbilanzen noch 1999 weitgehend ausgeglichen, erreichten die Ungleich-

gewichte 2008 ihren Höhepunkt. Danach gingen zwar die Leistungsbilanzdefizite der Krisenländer zurück oder verschwanden sogar, während Deutschland und einige kleinere Länder Leistungsbilanzüberschüsse gegenüber dem Rest der Welt außerhalb der EWU in einer Größenordnung von etwa neun Prozent des BIP in 2016 aufbauten, die man sonst nur von Öl fördernden Ländern kennt.

In der Folge der Krise in der Eurozone wurden die Wachstums- und Beschäftigungserfolge der Vorkrisenperiode 1999–2008 in vielen Euroländern zunichte gemacht, sodass sich für die Eurozone als Ganzes und insbesondere für die Krisenländer (Ausnahme: Irland) ein sehr schwaches Wachstum des BIP je Einwohner_in 1999–2016 im Verhältnis zu anderen Ländern ergab (siehe Abbildung 1). Was aber noch mehr auffällt und damit typisch für die EWU zu sein scheint, ist die Divergenz der Wachstumsraten zwischen den Mitgliedsländern.

Abbildung 1
Durchschnittliches Pro-Kopf-Wachstum des BIP 1999–2016, in %



Quelle: AMECO, Reihe RVGDP, eigene Darstellung. Irlands BIP-Berechnung ist durch Sonderfaktoren verzerrt.⁶

⁶ Irland attrahiert durch niedrige Steuersätze ausländische Unternehmen bzw. Teilfunktionen davon. Dadurch entsteht ein um ca. zehn Prozentpunkte höheres BIP je Einwohner_in im Verhältnis zum Bruttonationaleinkommen je Einwohner_in. In Letzterem sind die hohen Gewinntransfers multinationaler Unternehmen in ihre Hauptsitzländer, vor allem die USA, nicht enthalten. Damit verbunden ist die unterschiedliche Bewertung von Exporten und Importen, sodass sich ein starkes statistisches Wachstum des Exportüberschusses zeigt, der das BIP aufbläht (vgl. Joebges 2017).

Einige zentrale Gründe für die Krise in der Eurozone werden im Folgenden drei Kategorien zugeordnet: (a) Gründe, die direkt mit der Gemeinschaftswährung zu tun haben, d. h. mit dem Verlust nationaler Geldpolitik und Wechselkurse, (b) Gründe, die mit Mängeln der institutionellen Ausgestaltung der Währungsunion und damit verbundenen Fehlern der Politik zu tun haben, und (c) Mängel bzw. Fehler, die innerhalb der EWU-Ordnung hätten vermieden werden können. Zunächst werden fünf zentrale Problemfelder gelistet, die dann den drei Kategorien zugeordnet werden.

4.1 DIVERGENZ DER INFLATIONS RATEN

Ausgangspunkt für den Boom bis zur Finanzkrise 2008 war ein positiver asymmetrischer Schock in den GIIPCS-Ländern, der von den niedrigeren Realzinsen im Vergleich zur Zeit vor der EWU ausging. Die Inflation stieg in diesen Ländern über das Inflationsziel der EZB hinaus, während besonders Deutschland Inflationsraten unter der Zielmarge⁷ hatte. Die einheitlichen Nominalzinsen der EZB führten zur Divergenz der Realzinsen, welche die wirtschaftliche Divergenz dann weiter befeuerten (siehe Abbildung 2).⁸ Hinzu kamen starke kurzfristige Kapitalflüsse aus der nördlichen Ländergruppe ein-

schließlich Frankreich in die südlichen Boom-Länder und Irland, weil die Nominalzinsen am langen Ende in den GIIPCS-Ländern leicht höher ausfielen und der Immobilienboom in mehreren Ländern, vor allem in Spanien und Irland, Kapital anzog, zumal das Wachstum in Deutschland und anderen Ländern schwach war. Im Grunde hatte die Vermögenspreisblase in den späteren europäischen Krisenländern ähnliche Wirkungen wie die in den USA.⁹ Auf diese Weise konnten die niedrigen Zinsen, teilweise Resultat der Gemeinschaftswährung, ihre potenziell produktive Wirkung – in Form einer höheren Investitionsquote – nicht voll entfalten, sodass vorrangig ein (Wohnungs-)Bauboom entstand.¹⁰

Das systemische Problem, teilweise vorhergesehen in der sogenannten Walters-Kritik¹¹ der EWU, hatte zwei Aspekte: Erstens hatten die GIIPCS-Länder ein über die Zielwerte der EZB aufgeblasenes Preisniveau (siehe Abbildung 3), denn die um bis zu zwei Prozentpunkte zu hohe Inflation kumulierte sich, womit die preisliche Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder

⁷ Die Zielmarge von unter, aber nahe zwei Prozent, in mittelfristiger Perspektive wurde erst 2003 von der EZB festgelegt. Vorher galt implizit null Prozent Inflation. Diese wichtige Veränderung fand nicht einhelligen Konsens in der EZB und bei den nationalen Zentralbanken.

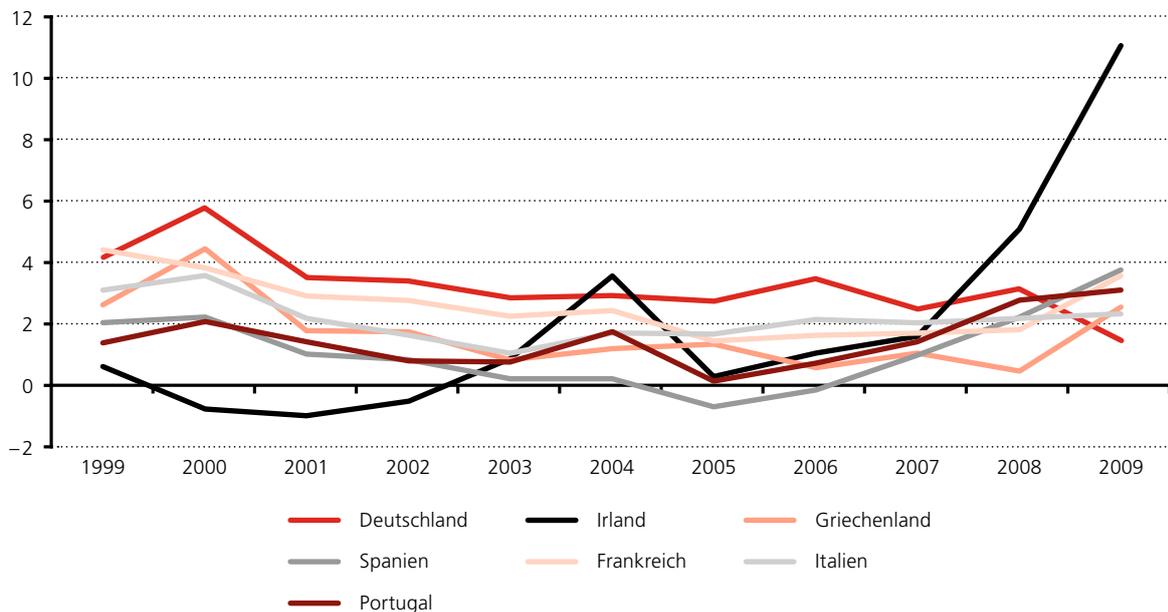
⁸ Von 1999 bis 2008 hatte Deutschland im Durchschnitt die höchsten Realzinsen bei langfristigen Zinsen in der Eurozone, und zwar 2,6 Prozentpunkte höher als in Spanien, gegenüber Irland 2,3, Portugal 2,1, Griechenland 1,8, Italien 1,3 und gegenüber Frankreich 0,9 Prozentpunkte. Hauptgrund waren die unterschiedlichen Inflationsraten (hier BIP-Deflator) aufgrund unterschiedlicher Lohnstückkostenentwicklung. Berechnet mit Daten, die Abbildung 2 zugrunde liegen.

⁹ Kapitalzuflüsse kamen nicht nur von Überschussländern mit Nettokapitalexport (wie Deutschland), sondern als Bruttokapitalstrom auch aus Ländern mit eher ausgeglichener Leistungsbilanz (wie etwa Frankreich).

¹⁰ Obwohl in den Boom-Ländern die Bruttoinvestitionen in Prozent des BIP stark stiegen, besonders stark in Irland, Spanien und Zypern (um fünf bis sechs Prozentpunkte im Zeitraum 1999–2007), blieb der Anteil der Bruttoinvestitionen ohne Bauten nahezu konstant. Dies traf allerdings in Griechenland, Portugal und Italien so nicht zu (berechnet mit der Datenbank AMECO).

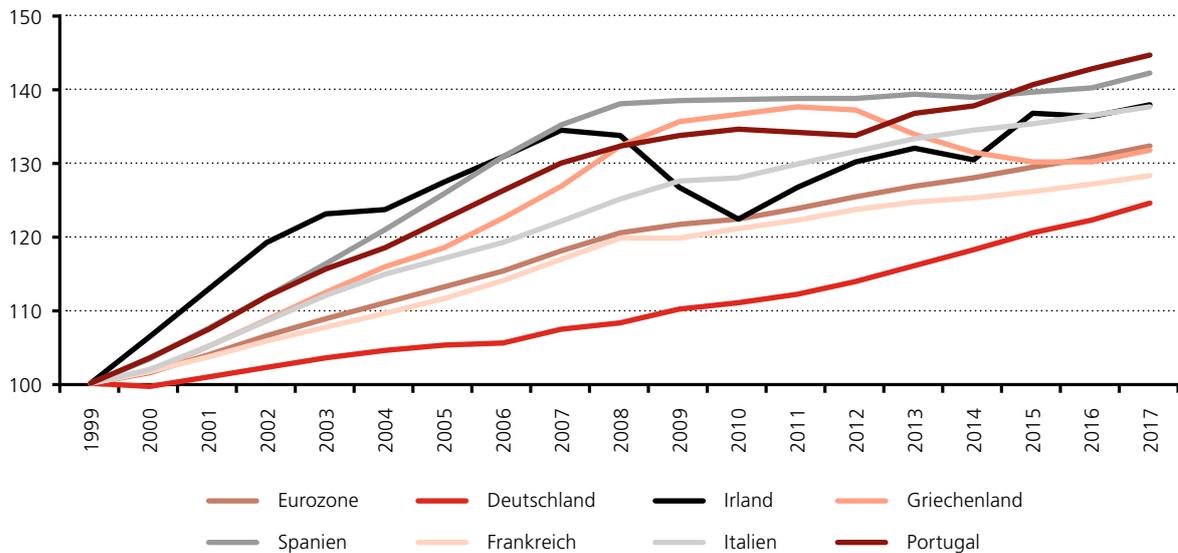
¹¹ Sir Alan Walters war wirtschaftspolitischer Berater von Margaret Thatcher, der die EWU mit dem Verweis auf Folgeprobleme von Nominallohndivergenz in den Mitgliedsländern harsch kritisierte. Er erwartete dadurch Inflationsdifferenzen, die zu unterschiedlichen Realzinsen in der Währungsunion führen würden, sodass die Geldpolitik der EZB konterkariert wird. Der britische Keynesianer Wynne Godley (1992) stimmte Walters zu, trat jedoch im Gegensatz zu Walters für eine politische Union ein. Ein anderer prominenter britischer Keynesianer, Anthony Thirlwall (1998), kritisierte ebenfalls heftig die Konstruktion der EWU.

Abbildung 2
Reale langfristige Zinsen in ausgewählten Ländern 1999–2009, in %



Quelle: AMECO; Reihe ILRV, eigene Darstellung.

Abbildung 3
Divergenz des Preisniveaus (BIP-Deflator) in ausgewählten Ländern 1999–2017 (Schätzung Europäische Kommission für 2017), 1999=100



Quelle: AMECO, Reihe PVGD, eigene Darstellung.

beschädigt wurde. Umgekehrt verhielt es sich in Deutschland und in ein paar anderen europäischen Ländern. Niemand kümmerte sich um die Inflationsdivergenz, denn die EZB war nur für den EWU-Durchschnitt zuständig, der nahe der Zielinflation lag.¹² Die nationalen Zentralbanken waren nicht mehr zuständig und hatten auch keine Instrumente zur nationalen Inflationsbekämpfung. Die einheitliche Geldpolitik der EZB war für die eine Ländergruppe zu weich, für die andere zu hart. Die Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik bei so starken Realzinsdivergenzen (siehe Abbildung 2), sowohl bei den kurzfristigen als auch den langfristigen Zinsen, beeinträchtigt die Wirksamkeit der Geldpolitik massiv (vgl. De Grauwe 2016: 160 ff.).¹³ Man hätte allerdings mit nationaler antizyklischer Fiskalpolitik gegensteuern können oder mit Einkommenspolitik, die nominales Lohnwachstum in den Boom-Ländern bremst, aber das war in der Konstruktion der EWU nicht vorgesehen. Zweitens induzierten die niedrigen Realzinsen und das höhere Wachstum eine zu starke Kreditexpansion der Banken, wie geschildert, und förderten das Ausnutzen unterschiedlicher Regulierungsstandards in den Mitgliedsländern, was wiederum den Kapitalzufluss verstärkte. Deregulierung der Finanzmärkte war ohnehin en vogue, und der Kampf gegen Vermögenspreisblasen galt nicht als Gegenstand der Geldpolitik, der Banken- oder der Kapitalmarktaufsicht.

¹² Das Hauptargument für das Ignorieren der Inflationsunterschiede ist, dass diese auch in anderen großen und mittelgroßen Ländern wie den USA oder Deutschland existieren. Dies stimmt zwar, aber in diesen Ländern gibt es großräumige Arbeitskräftemobilität (Migration oder Fernpendeln) und einen ausgeprägten Fiskalföderalismus. Wer diesem Argument folgt, müsste eigentlich für eine schnelle politische Union mit großen Fiskaltransfers eintreten.

¹³ Berechnungen von nationalen Taylor-Zinsen, also hypothetischen Leitzinsen, die den nationalen Inflations- und Output-Lücken entsprechen, zeigen gravierende Unterschiede (vgl. De Grauwe 2016: 187).

4.2 ZU SPÄTE UND ZU ZAGHAFFE REAKTION DER EZB

Die EZB reagierte zunächst auf die Krise in der Eurozone mit dem Ankauf von Staatsanleihen der GIIPCS-Länder, um die Spreads zum deutschen Bund zu vermindern (das sogenannte SMP-Programm). Jedoch war das Volumen der Ankäufe viel zu klein und zuvor angekündigt. Außerdem wurden die Ankäufe sterilisiert, sodass die einsetzende Panik der Inhabern der Staatsanleihen und erst recht spekulative Attacken auf diese Anleihen nicht verhindert werden konnten. Es kam damit zum berüchtigten plötzlichen Abzug von Kapital (durch Verkauf der Wertpapiere, die zuvor wegen der etwas höheren Nominalzinsen massenhaft nachgefragt wurden) aus den vormaligen Boom-Ländern. Der „sudden stop“ ausländischer Investor_innen ist aus Finanzkrisen in Schwellenländern bekannt als Auslöser von Krisen. Die EZB erhöhte sogar in dieser Phase die Leitzinsen zwei Mal (in 2011), weil Inflation und nicht Deflation befürchtet wurde, im Gegensatz zur US-amerikanischen Notenbank Fed und anderen großen Zentralbanken. Die steigenden Zinsaufschläge mehrerer Länder signalisierten Ansteckungseffekte und die Gefahr von Staatsbankrott, weil die Tilgung von fälligen Anleihen am Markt unter diesen Bedingungen kaum noch möglich erschien. Zahlungsunfähigkeit von Staaten (bezogen auf die Zentralregierung) hat es seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs in OECD-Ländern, die sich in eigener Währung verschulden, nicht mehr gegeben, im Unterschied zu Entwicklungsländern. Unmittelbar nach der Entscheidung der Eurogruppe für einen „haircut“ bei griechischen Staatsanleihen mit Einbeziehung privater Gläubiger_innen (Private Sector Involvement, PSI) sprangen die Zinsaufschläge abermals in die Höhe. Die Entscheidung für den „haircut“ kam erst durch eine Einigung der Regierungschefs von Frankreich und Deutschland zustande, trotz der Warnung der EZB, die die negativen Folgen richtig vorhergesehen hatte (Brunnermeier et al. 2016).

Damit hat der „haircut“ sein eigentliches Ziel, die Teilentschuldung Griechenlands und Beruhigung der Finanzmärkte, nicht erreicht. Vielmehr hat er die Krise durch Ansteckung anderer Länder verschärft.

Als sich die Krise in der Eurozone zuspitzte, sichtbar durch wachsende Zinsaufschläge und Ansteckungsgefahr für Italien – ein Land, das als zu groß gilt, um gerettet werden zu können –, wollte die EZB in größerem Stil mit Ankaufprogrammen von Staatsanleihen kritischer Länder reagieren. Die Deutsche Bundesbank und die Bundesregierung waren jedoch strikt dagegen. Durch einen Vorstoß von Mario Monti, 2011–2013 italienischer Ministerpräsident, bei der US-Regierung und dem IWF, gelang es dem US-Präsidenten Barack Obama, Angela Merkel umzustimmen, sodass sich der EZB-Präsident Mario Draghi 2012 sicher sein konnte, dass mit Zustimmung der deutschen Bundeskanzlerin gerechnet werden konnte. Dies war, so die Darstellung der *Financial Times*, die die Verhandlungen hinter den Kulissen später detailliert beschrieben hat,¹⁴ die Voraussetzung dafür, dass Draghi im Sommer 2012 die berühmten Sätze zur Ankündigung des sogenannten OMT-Programms (Outright Monetary Transactions) sagte, nämlich dass die EZB im Rahmen ihres Mandats alles tun würde, um den Euro zu erhalten, mit dem Zusatz: „And believe me, it will be enough.“ Diese Worte deuteten an, dass die EZB bereit war, Staatsanleihen in großen Volumina aufzukaufen, dessen Umfang vorher nicht angekündigt wird (im Gegensatz zum SMP-Programm von 2010). Nur so kann Panik der Finanzinvestor_innen verhindert werden, wenn die Geldpolitik ihre unbegrenzte „Feuerkraft“ demonstriert, was noch so entschlossene Fiskalpolitik nicht kann. Obwohl das OMT-Programm seither nie angewendet wurde und zum Zeitpunkt von Draghis Rede gar nicht ausgearbeitet war, zudem seitens der Bundesbank und zahlreicher konservativer Ökonom_innen und von ihnen beeinflussten Jurist_innen verfassungsrechtliche Zweifel an der Rechtmäßigkeit bestanden, gingen die Zinsaufschläge sofort zurück. Man kann sagen, dass die EZB in dieser kritischen Situation die Eskalation der Krise in der Eurozone zu einer existenziellen Krise des Euro verhindert hat.

Im Sommer 2012 wurde der European Stability Mechanism (ESM) geschaffen, mit dem notleidende Euro-Mitgliedsländer finanzielle Hilfen durch diesen „Rettungsschirm“, wie er genannt wurde, erhalten konnten, allerdings unter strengen Auflagen (BMF 2017). Die Gründung des ESM wie auch die Ankündigung des OMT-Programms von Draghi hatten erhebliche politische Widerstände vor allem in Deutschland ausgelöst, die sich auf Zweifel an der Vereinbarkeit mit dem deutschen Grundgesetz und dem EU-Recht gründeten, weil vermutet wurde, dass eine verdeckte „monetäre Staatsfinanzierung“ beim OMT-Programm vorliege. Der ESM darf unter bestimmten Bedingungen Staatsanleihen von Programm-

ländern auf dem Sekundärmarkt, aber sogar auch auf dem Primärmarkt aufkaufen – wenn die Kapitalgeber_innen zustimmen. Es war klar, dass sich das OMT-Programm nur auf den Ankauf notleidender Staatsanleihen von Krisenländern auf dem Sekundärmarkt bezieht, wenn diese Länder zugleich in einem Anpassungsprogramm des ESM sind. Damit ist die EZB durch den ESM in ihrer Handlungsfähigkeit empfindlich beschnitten worden (siehe unten).

Die EZB ist insofern kein vollwertiger Lender of Last Resort (LLR) und hat daher nur begrenzte Möglichkeiten, Panikrisen wie die von 2012 abzuwenden. LLR im ursprünglichen Verständnis bedeutet, dass eine Zentralbank alle Liquiditätsbedürfnisse von solventen Geschäftsbanken befriedigen soll, um Liquiditätskrisen von Geschäftsbanken zu verhindern. Zusätzliche Liquidität soll dabei zu einem höheren Zinssatz geliehen werden. Man muss jedoch die LLR-Funktion breiter interpretieren, wenn der gesamte Bankensektor droht, illiquide zu werden, weil zentrale Aktiva, die viele Banken halten, nämlich Staatsanleihen, notleidend werden, wenn sie massenhaft verkauft werden und die Kurse sinken. Dies kann bei Panik unter Investor_innen auftreten oder bei gezielten spekulativen Attacken. In beiden Fällen würden die Kurse für Staatsanleihen weit unter ihren normalen Wert sinken. Wie bereits erwähnt, kann man davon ausgehen, dass alle großen OECD-Zentralbanken in solchen Situationen entsprechend stützend handeln würden, sodass Staatsanleihen stets als sicher gelten.¹⁵ Das Verbot monetärer Staatsfinanzierung gilt auch bei allen diesen Zentralbanken (mit Ausnahme Kanadas), wird aber nicht so eng wie in Deutschland bzw. in Europa interpretiert.¹⁶ Die Glaubwürdigkeit der anderen OECD-Zentralbanken gewährleistet, dass Besitzer_innen von Staatsanleihen dies antizipieren. Allerdings gilt diese Sicherheit nur für Anleihen, die von Zentralstaaten emittiert werden. Da es keinen europäischen Zentralstaat gibt, werden vielfach die Regierungen der Mitgliedsländer als untergeordnete Gebietskörperschaften angesehen, obwohl sie rechtlich Nationalstaaten sind. In diesem Sinne ist die EZB trotz Draghis Intervention noch längst keine normale Zentralbank; für die volle LLR-Funktion fehlt der eindeutige politische und rechtliche Rückhalt.

Dies hat zur Folge, dass steigende Zinsaufschläge, als Ausdruck der wirtschaftlichen Divergenz in der EWU, jederzeit wieder auftreten können. Sie hängen von den Launen der Finanzmärkte ab, ferner von den Beurteilungen der Bonität von Ländern und damit von deren Staatsanleihen durch die Rating-Agenturen. Fällt das Rating unter ein bestimmtes Limit („investment grade“), kann ein Mitgliedsland keine normale Refinanzierung ihrer Geschäftsbanken mehr erhalten und ist somit auf den ESM angewiesen.¹⁷ Ein schlechtes Ra-

¹⁴ Vgl. den detailliert recherchierten Bericht von Peter Spiegel (2014). Dort findet man folgende Kernsätze: „Since the start of the crisis, ECB firefighting power had been politically constrained by Germany. Mr Monti’s idea of the ECB buying bonds of struggling countries had long been seen as the solution to the crisis among policy makers from Washington to Paris.“ Und: „Two years on (d. h. 2014, JP) it is clear the frantic, improvised actions of the final year of the crisis saved the euro ...“. Voraussetzung der Rettungsaktion 2012 war aber auch, dass nach dem Rücktritt (2011) von Axel Weber, damals Präsident der Deutschen Bundesbank, und wenig später von Jürgen Stark, Chefökonom der EZB (Anlass war die Ausweitung des SMP-Programms auf Italien und Spanien), die beiden offenen Positionen durch Benoit Coeuré und Jörg Asmussen ersetzt wurde. Sie unterstützten Draghi.

¹⁵ Die Verfassung der USA gebietet nach Zusatzartikel 14 Abschnitt 4 (von 1868!), dass die Rechtsgültigkeit von gesetzlich genehmigten Verpflichtungen der Bundesregierung nicht infrage gestellt werden darf.

¹⁶ Die US-amerikanische Fed ist der wichtigste Halter von US-Staatsanleihen. Bei der Offenmarktpolitik bevorzugt sie den „endgültigen“ Ankauf bzw. Verkauf von Staatsanleihen gegenüber Repo-Anleihen bzw. Wertpapierpensionsgeschäften, die bei der EZB dominieren.

¹⁷ Mitgliedsländer der Eurozone brauchen mindestens eine Bewertung „investment grade“ für ihre Staatsanleihen, um als Sicherheit bei Offenmarktoperationen bei der EZB akzeptiert zu werden. Die EZB akzeptiert nur die drei großen Rating-Agenturen sowie die kanadische DBRS. Beispielsweise konnte Portugal nur den Gang zum ESM vermeiden, weil die DBRS im Gegensatz zu den anderen drei Agenturen eine ausreichende Note vergeben hatte. Es ist erstaunlich, dass sich die EZB auf Ratings verlässt, die erwiesenermaßen große Mängel haben.

ting von Staatsanleihen gilt automatisch auch für die Unternehmensanleihen in dem Land. Zugleich geraten die Geschäftsbanken des Landes in eine Schieflage. Kapitalflucht und Gefahr von „bank runs“ von Kontoinhaber_innen drohen dann. Banken können dann illiquide werden, wenn die nationalen Notenbanken nicht die Emergency Liquidity Assistance (ELA) in Anspruch nehmen können, eine Art Notfinanzierung seitens der EZB, die deren Zustimmung bedarf und die nur temporär gewährt wird. ELA ist relativ intransparent und wird allgemein als problematische Kreditfazilität angesehen. In der Folge von kombinierten Krisen der Staatsanleihen und der Geschäftsbanken können Letztere insolvent werden, wenn sie nicht rekapitalisiert werden.¹⁸

Häufig hört man, dass Draghis berühmte Sätze im September 2012 ein ausreichender Ersatz für das nie angewendete OMT-Programm waren bzw. sind. Dies kann bezweifelt werden, weil das OMT-Programm an den Rettungsschirm ESM gebunden ist. Der ESM kann bis zu 500 Milliarden Euro Rettungskredite vergeben, um notleidende Staaten oder Banken finanziell zu stützen, wenn diese keinen Marktzugang mehr haben. Voraussetzung ist, dass das Land den Fiskalpakt ratifiziert hat, der die Schuldenbremse vorschreibt, und die Konditionalitäten des ESM einschließlich der Begleitung durch die „Quadrige“ (die Troika aus Europäischer Kommission, EZB und IWF, erweitert um Vertreter_innen des ESM) akzeptiert. Das OMT-Programm kann die EZB also nur anwenden, wenn sie grünes Licht vom ESM bekommt. Entscheidungen des ESM benötigen die Zustimmung derjenigen Länder, die am ESM finanziell beteiligt sind, mit faktischen Vetorechten für Deutschland und Frankreich. Im Fall Deutschlands muss der Bundestag zustimmen. Das Bundesverfassungsgericht hat in seinem Urteil von 2016 restriktive Kriterien benannt, die erfüllt sein müssen, damit Kredite des ESM bzw. des OMT nicht als monetäre Staatsfinanzierung anzusehen sind. Dazu gehört u. a., dass das OMT vorher seitens der EZB nicht angekündigt werden darf, dass ein bestimmtes Aufkaufvolumen festgelegt wird und dass eine Mindestfrist zwischen Emission und Sekundärmarktintervention liegen muss. Das Bundesverfassungsgericht hat für eine Beteiligung der Bundesbank an einem OMT-Programm noch engere Kriterien gesetzt. Alle diese Einschränkungen und die verbleibenden Rechtsunsicherheiten machen die Einsetzbarkeit von OMT-Programmen fragwürdig, auf jeden Fall sehr kompliziert. Hinzu kommt, dass Länder unter dem Rettungsschirm ähnlich wie Griechenland in eine prekäre Situation geraten, die man nur dann als Rettung bezeichnen könnte, wenn die verordneten Struktur-anpassungsprogramme eine positive Wirkung haben; häufig genug haben sie kontraproduktive Wirkungen. Auf jeden Fall ist eine schnelle Rückkehr von Ländern, die sich in einem ESM-Programm befinden, an den Kapitalmarkt kaum zu erwarten, vielmehr wird sie geradezu erschwert. Hinzu kommt, dass der ESM zu klein dimensioniert ist, um größere Länder wie Italien aufzufangen.

Hätte die EZB OMT-Programme – oder andere ähnlich dem SMP-Programm, jedoch mit Ankaufansagen ohne Limit – mit den GIIPCS-Ländern schon 2010 oder 2011 begonnen, ohne all die Restriktionen, die der ESM fordert, wäre höchst-

wahrscheinlich die Investorenpanik in den europäischen Krisenländern ausgeblieben und Zinsaufschläge wären vermindert worden oder gar nicht erst entstanden, weil Zweifel an der Solvenz oder der Qualität der Staatsanleihen als Sicherheit für die Refinanzierung der Geschäftsbanken bei der EZB vermieden worden wären, ebenso wie Zweifel an der Bonität der Banken dieser Länder, die Staatsanleihen ihrer Regierungen hielten. Sicherlich wäre auch die Beurteilungen der Rating-Agenturen ein paar Punkte besser gewesen. Genau dies war die Auffassung in Washington, wo man seit Beginn der Krise in der Eurozone negative Rückwirkungen auf die US- und die Weltwirtschaft im Falle einer Euro-Existenzkrise fürchtete (vgl. Fußnote 14).

Die EZB startete mit ihrem großen Ankaufprogramm¹⁹ (von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren) zur Abwendung von drohenden Deflationsgefahren in der Eurozone (nicht zu verwechseln mit dem SMP- oder dem OMT-Programm) erst 2015, sieben Jahre nach der Fed in den USA – sieht man von kleineren Programmen der EZB für forderungsbesicherte Anleihen wie etwa Pfandbriefe im Jahr 2009 einmal ab. Dieser verspätete Beginn trug zur sogenannten Double-Dip-Rezession 2012–2014 in der Eurozone bei (Bibow 2016), parallel zur kontraktiven Fiskalpolitik. Erwähnt werden muss auch, dass die EZB unter Präsident Jean-Claude Trichet die irische Regierung zwang, die irischen Geschäftsbanken mit Steuergeld zu retten, um die wichtigsten Gläubiger, französische und deutsche Geschäftsbanken, zu schützen. Dies führte in der Folge zu einer Welle starker fiskalischer Austerität in Irland. Als Mitglied der Troika bzw. später der Quadrige war die EZB in die Struktur-anpassungsprogramme operativ eingebunden, obwohl sie dazu als Währungshüterin eigentlich kein Mandat hat.

4.3 AUSTERITÄT

Nachdem viele EWU-Länder, einschließlich Deutschland, nach Ausbruch der globalen Finanzkrise 2008–2009 kurzfristig auf antizyklische Fiskalpolitik umgeschwenkt hatten, wechselten fast alle EWU-Länder im Jahr 2010 zu – sehr unterschiedlich dosierter – Austerität im weiteren Sinne mit drei Elementen: kontraktive Fiskalpolitik, Lohnsenkung durch Maßnahmen zur Flexibilisierung der Arbeitsmärkte und weitere „Strukturreformen“, etwa Rentenreformen, Steuererhöhungen, Dezentralisierung von Lohnvereinbarungen, Kürzungen im Gesundheitswesen etc. Da diese Maßnahmen wachstumsmindernd wirken, was Rating-Agenturen in der Regel zum Downgrading des Länder-Ratings veranlasst, erhöhten sich die Zinszuschläge in den GIIPCS-Ländern. Trotz Niedrigzinspolitik konnte eine Rezession in der EWU insgesamt 2012–2013 nicht vermieden werden. Die Geldpolitik kann nicht expansiv wirken, weil die Kreditnachfrage in einer Finanz- bzw. Verschuldungskrise stagniert oder sinkt und angebotsseitig die Zinsen am langen Ende in der Regel parallel zu den Zinsen auf Staatsanleihen steigen. Die Rezession

¹⁸ Griechenland, ein extremes Beispiel, durchlief seit dem Ausbruch der Krise 2010 drei Wellen der Rekapitalisierung der Geschäftsbanken.

¹⁹ Es handelt sich um das Expanded Asset Purchase Programme (APP), das vier unterschiedliche Programme umfasst (siehe <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>).

wurde im Laufe des Jahres 2014 langsam überwunden, vor allem weil die Fiskalpolitik von einer Reihe von Ländern wieder etwas gelockert wurde (insbesondere in Spanien und Frankreich). Die Lockerung widersprach zwar den Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, wurde aber von der Europäischen Kommission toleriert.

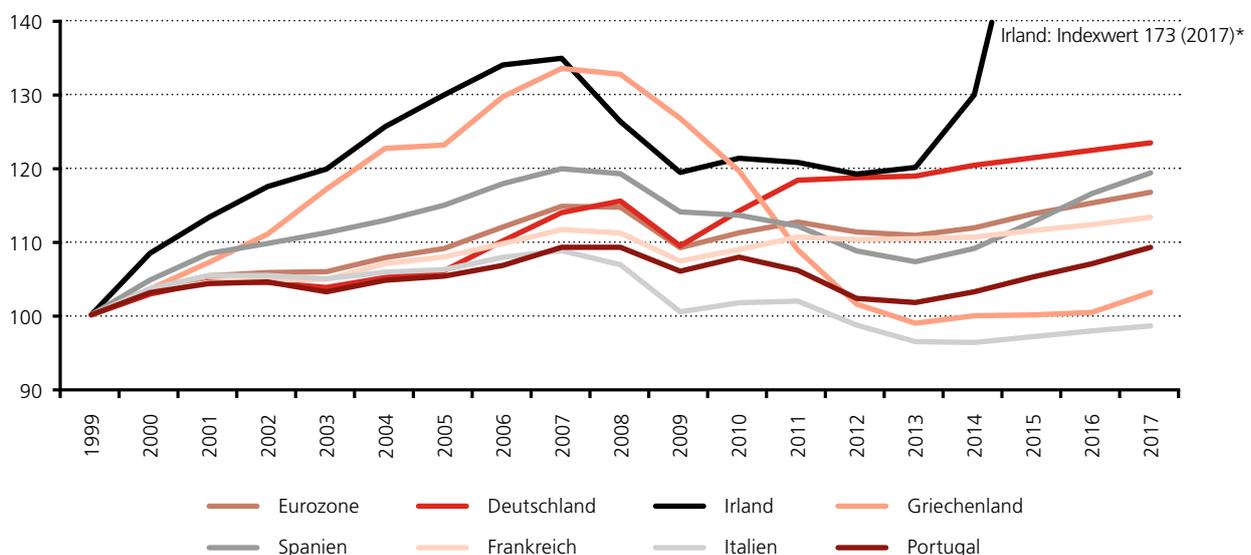
Außerdem wurde die wirtschaftliche Umkehr durch Abwertung des Euro gegenüber anderen Währungen unterstützt, die sich aus der Niedrigzinspolitik und ab 2015 aus den Nebenwirkungen der Wertpapierankäufe ergab, zumal die Fed begann, den Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik anzukündigen. Die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen blieben jedoch unvermindert groß, da die Überschüsse der Eurozone von 3,6 Prozent des EWU-BIP (2016) nahezu ausschließlich von Deutschland, den Niederlanden und Irland erwirtschaftet wurden, während die anderen EWU-Länder ihre Defizite durch komprimierte Importe und teilweise Wiederbelebung der Exporte in die Nähe von null mindern konnten. Fünf europäische Krisenländer, zu denen nun auch Finnland hinzukam, erreichen auch im Jahr 2017 (Prognose der EU-Kommission nach AMECO) das Vorkrisenniveau ihres BIP je Einwohner_in von 2007 oder 2008 noch nicht, also neun bis zehn Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise (Griechenland, Spanien, Italien, Zypern und Finnland). Deutschland schaffte es schon 2010, die Eurozone insgesamt erst 2016. Man kann daher von einem verlorenen Jahrzehnt für die EWU und erst recht für die europäischen Krisenländer sprechen, ganz zu schweigen von Griechenland, wo im Jahr 2017 nahezu 23 Prozent BIP-Einbuße je Einwohner_in gegenüber dem Vorkrisenniveau von 2007 zu verbuchen sind (siehe Abbildung 4). In Griechenland wurde nach allen Indikatoren die härteste Austeritätspolitik betrieben, die je in den letzten Jahrzehnten in einem OECD-Land durchgeführt wurde, wobei zwar das Budgetdefizit bis 2016 verschwand (und ein Primärüberschuss erzielt wurde, also Einnahmen-

überschüsse ohne Zinszahlungen), aber zuvor war die Schuldenstandsquote wegen des geringeren BIP umso stärker angestiegen.

4.4 MANGEL AN MÖGLICHKEITEN FÜR EXPANSIVE FISKALPOLITIK

Die Europäische Kommission forderte von den Mitgliedsländern ein fiskalisches Stimulusprogramm Ende 2008, den sogenannten European Economic Recovery Plan, mit etwa 200 Milliarden Euro für alle EU-Länder, verteilt auf zwei Jahre. Das waren etwa 0,8 Prozent des EU-BIP pro Jahr, etwas mehr in der Gruppe der Euroländer, in denen das BIP 2009 um 4,5 Prozent fiel. Die Kommission erlaubte den Mitgliedsländern, die Drei-Prozent-Regel des Stabilitäts- und Wachstumspaktes notfalls zu brechen. Trotz eines von -2,2 Prozent in 2008 auf -6,3 Prozent steigenden Budgetdefizits in 2009 in der EWU blieb der Fiskalimpuls zu schwach, um den großen Schock der globalen Finanzkrise wirksam abzufedern. Schon ab 2010–2011 wurde allerdings in der EU bzw. der EWU wieder umgeschaltet auf kontraktive Fiskalpolitik. Zwar wurde das Budgetdefizit im Durchschnitt der Eurozone wieder auf -2,1 Prozent im Jahr 2015 gesenkt, aber die Schuldenstandsquote stieg kräftig und die zweite Rezession war da – Resultat der zu frühen Rückkehr zur fiskalpolitischen Restriktion. 2014 wurde der sogenannte European Fund for Strategic Investments (EFSI) bzw. Juncker-Plan initiiert, eine Investitionsoffensive über drei Jahre mit einem über Hebeleffekte anvisierten Volumen von 315 Milliarden Euro. Viel davon war nicht wirklich zusätzliches Geld, sondern ohnehin schon geplant. Zudem war der Plan nicht gezielt auf Länder mit den größten Output-Lücken und der höchsten Arbeitslosigkeit ausgerichtet. Offenbar war weder die EU noch die EWU institutionell oder politisch imstande, eine kräftige expansive,

Abbildung 4
BIP je Einwohner_in in ausgewählten Ländern, 1999=100



Quelle: AMECO, Reihe RVGDP, eigene Darstellung.

*Irlands BIP-Berechnung ist durch Sonderfaktoren verzerrt (vgl. Fußnote 6).

mittelfristig ausgerichtete Fiskalpolitik zu betreiben, obwohl klar war, dass die Geldpolitik mit ihrer Nullzinspolitik nur geringe Wachstumswirkungen entfalten kann, abgesehen von der Nebenwirkung auf den Euro-Außenwert, die expansiv ausfällt.

Für die GIIPCS-Ländergruppe war die explizite oder implizite Leitlinie, auf interne Abwertung zu setzen und durch Senkung der Lohnstückkosten und anderer Kosten die preisliche Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Zu einem gewissen Grad kann dies funktionieren, wie in Spanien, aber es ist ein schmerzhafter und langsamer Weg mit nur wenig positiven Auswirkungen auf die Arbeitsmärkte im Sinne einer Reduzierung der Arbeitslosigkeit, denn dadurch wird auch die Binnennachfrage nach nicht handelbaren Gütern, vornehmlich Dienstleistungen, geschrumpft. Daher muss befürchtet werden, dass die interne Abwertung kontraktive und möglicherweise auch deflationäre Wirkungen hat, wenn sie über einen längeren Zeitraum durchgehalten wird.

4.5 SCHULDENÜBERHANG

In einem EWU-Land, Griechenland, bleibt das Problem einer möglichen Staatsinsolvenz wegen Überschuldung auch noch im Jahr 2017 ungelöst. Das Land wird von seinen Gläubiger_innen im Schwebezustand gelassen, wodurch die Wiederbelebung des Bankensektors und der privaten wie der staatlichen Investitionen gelähmt wird. Der sonstige Schuldenüberhang, vor allem bei den Banken in Portugal, Italien und Spanien, ist ebenfalls noch ungelöst. In der Mehrzahl der europäischen Krisenländer ist der Anteil der notleidenden Kredite am gesamten Kreditbestand im Laufe der Krise auf ein hohes Niveau gestiegen, so besonders in Griechenland, Italien, Portugal und Spanien (vgl. Schäfer 2016, Abbildung 2). Es ist unwahrscheinlich, dass das sogenannte Bail-in-Konzept der Eurogruppe und der Europäischen Kommission, bisher nur in Zypern angewendet, wirklich funktioniert. Es sieht im Falle einer drohenden Bankeninsolvenz eine Haftungskaskade durch sukzessive Einbeziehung der Eigentümer_innen über die Gläubiger_innen bis hin zu Kontoinhaber_innen vor, deren Bankeinlagen größer als 100.000 Euro sind. Es ist zu vermuten, dass Kontoinhaber_innen und andere Gläubiger_innen rechtzeitig der Bank den Rücken kehren, wenn diese in Schieflage gerät. Greift die Haftungskaskade in vollem Umfang, kann sie bis zu acht Prozent der Bilanzsumme der notleidenden Bank betragen (das wären im Fall der Deutschen Bank 126 Milliarden Euro oder über vier Prozent des BIP). Bei einer größeren Finanzkrise hätte dies vermutlich Rückwirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Lage. Mit dem Verursacher- und Haftungsprinzip hat das Konzept wenig zu tun, denn die meisten Besitzer_innen von Bankaktien oder Einlagen haben die Probleme einer Bank nicht verursacht (vgl. auch Schäfer 2016; Stiglitz 2016). Noch steht die Bewährungsprobe aus. Solange sind überschuldete Banken nur begrenzt handlungsfähig, nicht in der Lage zu leben oder zu sterben. Als mögliche Zombie-Banken sind sie nicht stressresistent, nicht in der Lage, am Interbankenmarkt zu agieren und auf das Halten großer Volumina von Liquidität angewiesen. Neue Kreditrisiken werden sie ungern eingehen wollen, sodass sie restriktiv bei der Kreditvergabe werden.

Bislang wurden hier nur die wesentlichen Schwächen und die im Nachhinein erkennbaren Fehler der Politik resümiert. Zwei der fünf untersuchten Mängel, die Fixierung auf Austerität und die Zurückhaltung bei expansiver Fiskalpolitik, beziehen sich auf die Fiskalpolitik und damit auch auf den Policy-Mix von Geld- und Fiskalpolitik. Sie haben ihre Wurzeln im Maastricht-Vertrag, dem Stabilitäts- und Wachstumspakt und nachfolgenden Verträgen, insbesondere dem Europäischen Fiskalpakt von 2012, der den beteiligten Staaten eine gesetzliche Schuldenbremse vorschreibt mit dem Ziel der schrittweisen Senkung des Schuldenstandes auf 60 Prozent des BIP. Die Drei-Prozent-Obergrenze für Budgetdefizite wird für Länder mit einer Schuldenstandsquote über 60 Prozent des BIP vermindert, und die Einhaltung der nationalen Fiskalpolitik wird strenger als zuvor von der Europäischen Kommission überwacht. Die Begründung dieser Politik ist, dass zu laxer Haushaltspolitik die Krise verursacht oder zu ihr beigetragen habe. Unter den OECD-Ländern gibt es kein Land, das eine vergleichbare Fiskalpolitik verfolgt. Die Konzeption beinhaltet, dass im Normalfall keine antizyklische Finanzpolitik betrieben werden kann, was häufig – wie im Extrem in Griechenland – auf prozyklische Fiskalpolitik hinausläuft. Diese Mängel sind der unzulänglichen institutionellen Ausgestaltung der EWU im Maastricht-Vertrag und anderen Vertragswerken geschuldet (Kategorie (b)).

Das Kardinalproblem der Inflationsdivergenz hängt unmittelbar mit der EWU an sich zusammen (Kategorie (a)). Es wäre zu klären, ob Ersatzmechanismen für den Verlust von nationaler Geldpolitik und nationaler Wechselkursanpassung das Problem lösen können (siehe unten). Die Gefahr von staatlicher Illiquidität oder Insolvenz infolge stark steigender Zinsaufschläge, eine der gefährlichsten Achillesfersen des Eurosystems, wie das Jahr 2012 gezeigt hat, hätte durch eine andere Interpretation der Europäischen Verträge, was die Handlungsfreiheit der EZB betrifft, vermieden werden können. Das Problem ist also Kategorie (c) zuzuordnen. Allerdings könnte wegen der sehr unterschiedlichen juristischen Interpretationen eine gesetzliche bzw. vertragliche Klarstellung angezeigt sein. Das Problem des Schuldenüberhangs ist ein Teilproblem der begonnenen Bankenunion, tangiert also die grundlegenden Verträge nicht, ist jedoch ein schwerer Mangel der anfänglichen Ausgestaltung der EWU, also eine Mischung aus Kategorie (b) und (c).

Die Mängel, die hier adressiert wurden, sind offenbar bis auf einen Mangel (Inflationsdivergenz) keine Probleme, die es rechtfertigen würden, die gesamte EWU infrage zu stellen. Allerdings sind die notwendigen Korrekturen weitreichend, da sie die dem Vertrag von Maastricht zugrunde liegende Logik betreffen. Es sind keine kleineren Reformen, die ganz oder überwiegend ohne Vertragsänderungen durchgeführt werden können.

Mittlerweile besteht ein breiter Konsens, dass grundlegende Reformen des Eurosystems notwendig sind, wie sich auch aus einigen offiziellen Dokumenten der Europäischen Kommission bzw. anderer Institutionen entnehmen lässt, z. B. dem Vier- bzw. später dem Fünf-Präsidenten-Bericht (European Commission 2012 und 2015) oder dem jüngsten Bericht der Verhofstadt-Kommission des Europäischen Parlaments (European Parliament 2016). Was sind die wichtigen notwendigen Baustellen für eine grundlegende Reform der EWU?

5

ZENTRALE REFORMBAUSTELLEN

Im Folgenden werden fünf Baustellen beschrieben, die für Reformen der Euro-Architektur zentral sind. Es geht um institutionelle Reformen in die Richtung einer politischen Union, um die Erweiterung der Lender of Last Resort-Funktion (LLR-Funktion) der EZB, um die Schaffung europäischer Fiskalkapazitäten („Fiskalunion“), um eine Politik gegen makroökonomische Ungleichgewichte und um die Bankenunion. Auf detaillierte Vorschläge wird hier verzichtet, aber es werden verschiedene Handlungsoptionen dargestellt. Viele Vorschläge liegen seit Längerem auf dem Tisch, wurden aber von der Politik abgelehnt, insbesondere von der Bundesregierung, die seit der geschwächten Position Frankreichs eine hegemoniale Position erlangt hat. Andere Vorschläge sind auf dem Weg der Implementierung.

5.1 INSTITUTIONELLE REFORMEN – ENTSCHEIDUNGSMECHANISMEN VERÄNDERN

Wie bereits erwähnt, sind die europäischen Institutionen gefangen in einem komplexen Regelwerk von Verträgen, die nur schwer zu verändern sind. Wichtige Entscheidungen bedürfen der Einstimmigkeit der 19 bzw. 28 und in Zukunft 27 EU-Mitgliedsländer. Was die Entscheidungen für die Eurozone angeht, sind alle Institutionen informell oder sie werden von EU-Institutionen gefällt, die auch jene Mitgliedsländer einschließen, die gar nicht der Eurozone angehören. Die informellen Gremien sind der Europäische Rat der 19 Euroländer, die sogenannte Eurogruppe (der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der Euroländer), und die Quadriga, die auch die EZB – die dafür kein rechtliches Mandat hat – und den IWF einbezieht, der auf der Grundlage eines ganz anderen Regelwerks handelt. Die informellen Gremien treffen faktisch weitreichende Entscheidungen. Die Europäische Kommission ist partiell involviert, das Europäische Parlament nur am Rande. Die informellen Gremien arbeiten intransparent, es gibt nicht einmal öffentlich zugängliche Protokolle ihrer Sitzungen. Ihre Mitglieder und Repräsentant_innen sind nur gegenüber ihren nationalen Regierungen und eventuell noch gegenüber ihren nationalen Parlamenten verantwortlich, obwohl sie über wichtige Fragen entscheiden, die andere Länder betreffen.

Wenn Einstimmigkeit erforderlich ist, ist es wahrscheinlich, dass einige wichtige Länder mehr Einfluss als andere, meist kleinere Länder haben, also als *Primus inter Pares* fungieren. Deren Vetorecht ist wichtiger als das der anderen. Hinterzimmer-Diplomatie, Paketdeals und fragwürdige Kompromisse können die Folge sein. Mitgliedsländer werden nicht immer gleichbehandelt. Mitunter brauchen einzelne Mitglieder in den Entscheidungsgremien den Rückhalt ihrer Regierungspartner, ihrer Partei oder ihres Parlaments, während dies in anderen Ländern möglicherweise nicht der Fall ist. Der Zwang zur Einstimmigkeit erzeugt Druck zu Minimalkonsens, Verzögerung und Vertagung von Entscheidungen und fördert die Beschränkung auf kleine, inkrementale Veränderungen, die im Gegensatz zur Mehrheitsmeinung stehen können. Der Zwang zu intergouvernementalem Handeln widerspricht demokratischen Mehrheitsentscheidungen, man ist auf permanente große Koalitionen angewiesen. Dies steht nicht nur im Gegensatz zu parlamentarischer Demokratie, sondern zementiert auch langsame, ineffiziente Entscheidungsverfahren, bei denen nicht selten nationale Interessen wichtiger als europäische sind. Häufig werden auch die strenge Regelbindung und der geringe Spielraum für diskretionäre Entscheidungen kritisiert. Jede demokratisch gewählte Regierung eines Nationalstaates hat mehr Entscheidungsspielräume. Die strenge Regelbindung in der EU bzw. Eurozone ist auch eine Folge mangelnder Staatlichkeit und des Fehlens einer europäischen (oder für den Euroraum zuständigen) Regierung.

Man kann zwar die Beschränkungen intergouvernementalen Handels zeitweilig dadurch umgehen, dass man neue Verträge, möglicherweise mit anderer Zusammensetzung der Vertragspartner, macht, wie etwa beim Schengen-Abkommen, dem Fiskalpakt und dem ESM. Jedoch sind die neuen Verträge abermals in Stein gemeißelt, da sie Einstimmigkeit der Signatarstaaten bei Änderungen verlangen. Sie bringen daher nur kurzfristig Fortschritt.

Die Überwindung der institutionellen Starrheit erfordert Quantensprünge. Erstens erfordert die Eurozone eigene Institutionen, die von den EU-Institutionen abweichen. Zweitens muss die indirekte Demokratie, gewissermaßen die Demokratie zweiten Grades mit dem Europäischen Rat als EU-Regierung, der sich aus den 28 bzw. 27 nationalen Regierungen zusammensetzt, reduziert werden, indem dem Europäischen

Parlament bzw. einem Parlament der Eurozonen-Mitgliedsländer mehr Macht gegeben wird, um eine europäische Regierung bzw. eine Wirtschaftsregierung zu wählen. Drittens sollten mehr Mehrheitsentscheidungen, auch in Schlüsselfragen, ermöglicht werden, insbesondere bei Entscheidungen zur Änderung der europäischen Verträge. Auch in den Mitgliedstaaten können grundlegende Änderungen, etwa im konstitutionellen Recht, mit Zweidrittelmehrheit oder anderen Formen qualifizierter Mehrheit, realisiert werden. Dies wäre ein Riesenschritt auf dem Weg zu mehr europäischer Staatlichkeit, zu mehr Demokratie und zu besseren Entscheidungen. Es mag viele kleine Schritte in diese Richtung geben, aber am Ende ist ein großer Sprung unvermeidbar.

5.2 ERWEITERTE LENDER OF LAST RESORT-FUNKTION DER EZB

Nehmen wir an, die EZB hätte ähnliche Kompetenzen wie die US-amerikanische Fed oder andere große Zentralbanken, um Staatsanleihen der Zentralstaaten der Mitgliedsländer auf dem Sekundärmarkt bedingungslos aufzukaufen, wenn die Zinsaufschläge bestimmte Schwellenwerte erreichen, z. B. 200 Basispunkte. Wie bisher auch könnten die Ankäufe sterilisiert erfolgen, sodass es keine Vergrößerung der Geldmenge gibt. Alle Anleihen der Mitgliedstaaten blieben sicher und würden von allen Marktteilnehmer_innen als sichere Anlagen angesehen (als risikofrei oder mit begrenztem Risiko). Die Pyramide des Finanzvermögens hätte dann eine sichere Basis, so wie in allen anderen OECD-Ländern, insoweit Staatsschulden in nationaler Währung denominiert sind. Nationale Geschäftsbanken könnten problemlos große oder auch kleinere Bestände nationaler Staatsanleihen halten und so auch das verbreitete Home Bias-Problem überwinden (Präferenz für das Halten nationaler Staatsanleihen). Denn sie wissen, dass mit sicheren Staatsanleihen auch die Banken sicherer sind, auch wenn diese mal weniger inländische Anleihen halten. Auch der Interbankenmarkt würde besser funktionieren, weil die Unsicherheit über Liquidität und Solvenz von Geschäftsbanken geringer wird. Die häufig beklagte toxische Verbindung („doom loop“) von überschuldeten Banken und überschuldeten Mitgliedstaaten würde schwächer werden. Spekulative Attacken würden weniger wahrscheinlich, sich selbst erfüllende negative Erwartungen, die zu Panik von Besitzer_innen von Bankeinlagen oder Staatsanleihen führen, würden abgeschreckt bzw. ihre Grundlage verlieren. Plötzliche Rückzüge von ausländischen Vermögensbesitzer_innen werden unwahrscheinlich, Staatsbankrott auf der Ebene der Zentralstaaten wäre nicht mehr möglich, und Ansteckungsgefahren werden Befürchtungen von gestern. Die Notfall-Option ELA würde überflüssig. Im Prinzip kann all dies mit OMT-Programmen – ohne die Verbindung mit dem ESM – erreicht werden.

Was sich wie eine Geschichte anhört, die zu schön erscheint, um wahr zu sein, ist gängige Praxis in allen anderen OECD-Ländern und war es auch in den Ländern, die heute Mitglied der Eurozone sind – bis zu ihrem Beitritt. Die gängigen Gegenargumente sind allesamt nicht haltbar – es würde inflationäre Risiken heraufbeschwören, Moral Hazard in großem Stil verursachen, sodass Mitgliedsländer Anreize hätten, rie-

sige Budgetdefizite zu machen, es ginge nur mit Staatsanleihen von Zentralstaaten wie in den USA, die EZB würde monetäre Staatsfinanzierung betreiben, Marktbewertungen von Anleihen würden künstlich verfälscht usw. Alle Gegenargumente würden auch für die Fed oder die Bank of England und viele andere Zentralbanken gelten. Hier soll nur auf drei Aspekte der Debatte eingegangen werden (vgl. die treffende Kritik von De Grauwe 2013 und 2016: 127 ff., 175 ff., 201 ff.):

- Würde eine Regierung sich bedenkenlos hoch verschulden, wenn sie sicher sein kann, dass der Kurs der Staatsanleihen durch die EZB per Anleihenankauf auf einem Niveau gehalten wird, das größere Zinsspreads nicht zulässt? Wäre es so, dürfte Quantitative Easing (also der Ankauf von Anleihen durch die Zentralbank) niemals und nirgendwo zugelassen werden. Auch bei Anleihen eines Zentralstaates, also etwa der US-Regierung, bestünde ja theoretisch ein Anreiz, sich „uferlos“ zu verschulden. Jedoch wird die Verschuldungsgrenze Jahr für Jahr durch den US-Kongress festgelegt. Es liegt im Ermessen der demokratisch gewählten Abgeordneten, sich exzessiv oder eben vernünftig zu verschulden.
- Die Tatsache, dass es keine zentrale europäische Regierung gibt, kann nicht heißen, dass die EWU-Mitgliedstaaten – sie sind ja immer noch Nationalstaaten – wie US-Bundestaaten oder deutsche Bundesländer zu behandeln sind, also ihre Staatsanleihen nicht Gegenstand von Ankaufprogrammen sein können; denn damit sind sie dem Risiko ausgesetzt, zahlungsunfähig zu werden, wodurch elementare Staatsfunktionen nicht mehr wahrgenommen werden können. Wer sie dennoch den US-Bundestaaten gleichstellen will, muss konsequenterweise für eine starke zentrale europäische Fiskalkapazität eintreten. Beides abzulehnen ist unlogisch.
- Moral Hazard, also die Gefahr „moralischer“ Fehlanreize, sollte durch Regeln bekämpft werden, abgesehen von der Legislative, und nicht durch Handlungsverbote für die Zentralbank. Niemand kommt auf die Idee, die Existenz einer Feuerwehr oder einer Gebäudeversicherung infrage zu stellen, weil sie durch Brandstiftung, Fahrlässigkeit oder Betrug Moral Hazard begünstigen. Fiskalpolitik eines Mitgliedslandes, die Partnern potenziell schadet (etwa weil sie inflationär wirken könnte oder Finanzanleger_innen in Angst versetzt), sollte durch vernünftige Fiskalregeln verhindert werden, die auch sanktionsbewehrt sein sollten. Der entscheidende Punkt in der Diskussion ist, dass selbst dann, wenn Regierungen sich in puncto Budgetdefizite vernünftig (regelkonform) verhalten, Finanzmärkte sich unvernünftig verhalten können, sodass ein „monetärer Souverän“ eingreifen muss, um großen Schaden abzuwenden. Und: Selbst wenn Moral Hazard nicht vollkommen vermieden werden kann, ist dieses Restrisiko mit dem Risiko einer in der EWU möglichen Staateninsolvenz mit Ansteckungsgefahr für andere Länder abzuwägen.

Man mag einwenden, der Begriff des Lender of Last Resort passt nicht für Programme zum Ankauf von Staatsanleihen. In der Tat, es wäre eine stark erweiterte Form, die man auch als ultimative Versicherung von Staatsanleihen bezeichnen könnte oder aber als eine besondere Form von Offenmarktpolitik, die Obergrenzen für langfristige Zinsen setzt. Diese Politik wäre ein öffentliches Gut mit hohen positiven externen Effekten, Ausdruck der Tatsache, dass sie für die Stabilität des Finanzsystems auch in einer Währungsunion ohne föderales Gesamtstaat notwendig ist.

Der ESM kann die LLR-Funktion der EZB nicht gleichwertig ersetzen. Gleichwohl sind andere Funktionen des ESM wie die Unterstützung notleidender Banken durch deren Rekapitalisierung oder ähnliche Aufgaben wichtig. Wird der EZB die LLR-Funktion aus welchen Gründen auch immer verweigert, könnten Eurobonds ersatzweise an ihre Stelle treten. Hierzu liegen verschiedene Vorschläge vor (Brunnermeier 2016: 111 ff.). Die Idee besteht darin, dass ein beträchtlicher Teil nationaler Staatsanleihen der Mitgliedsländer durch Eurobonds ersetzt wird, die gemeinschaftlich von einer zentralen Institution emittiert werden und für die entweder gemeinschaftlich oder nur anteilig gehaftet wird. Sie genießen ein hohes Rating und können problemlos mittels Neuemissionen getilgt werden, sodass keine Prolongationsrisiken bestehen. Die EZB würde sie als Sicherheiten in der Offenmarktpolitik akzeptieren und auch als LLR fungieren. Es würde praktisch so getan werden, als gäbe es ein zentrales europäisches Schatzamt. Jedoch ist das OMT der EZB eigentlich viel besser geeignet, die Funktion von Eurobonds wahrzunehmen.

5.3 SCHAFFUNG EUROPÄISCHER „FISKALKAPAZITÄTEN“

Man braucht eine „Fiskalkapazität“, so der Terminus im Fünf-Präsidenten-Bericht, für antizyklische Fiskalpolitik sowie zur Finanzierung gemeinsamer öffentlicher Güter in der Eurozone (oder in der EU insgesamt). In diesem Bericht nennen offizielle Repräsentant_innen erstmals, dass eine derartige Kapazität notwendig ist; allerdings bleiben die Überlegungen sehr vage. „Antizyklisch“ wird häufig mit Feinsteuerung gleichgesetzt und – in der Tradition von Friedman – abgelehnt, weil sie nicht funktionieren könne wegen verschiedener „lags“, insbesondere wegen Entscheidungs- und Wirkungsverzögerungen. Da Konjunkturzyklen häufig über acht Jahre, mal mehr, mal weniger gehen, geht es eigentlich eher um eine mittelfristige Ausrichtung. Richtig ausgestaltet sind die „lags“ der Fiskalpolitik eher kürzer als die der Geldpolitik, wie insbesondere die expansive Fiskalpolitik in den Jahren 2009–2010 in verschiedenen Ländern, gerade auch in Deutschland, gezeigt hat (vgl. Summers 2008; IMF 2008).²⁰ Wie bereits er-

wähnt, gibt es unter den gegenwärtigen Bedingungen keine zentrale Fiskalkapazität, sieht man von dem winzigen EU-Budget in der Größenordnung von einem Prozent des EU-BIP einmal ab, wobei zudem keine Möglichkeit besteht, EU-Steuern zu erheben oder Schulden aufzunehmen. Der Europäische Fiskalpakt und der Stabilitäts- und Wachstumspakt priorisieren ausgeglichene (strukturelle) Staatshaushalte, gestatten nur wenig fiskalischen Spielraum in expansiver Richtung durch kreditfinanzierte Ausgaben oder Steuersenkung und enthalten keinerlei Verpflichtung, antizyklisch zu handeln. Zentrale automatische Stabilisatoren in der EU gibt es nicht.

Im Prinzip gibt es drei Optionen für Reformen:

(a) Durch Verschiebung von Teilen bisher nationaler Staatsaufgaben, Steuereinnahmen und Staatsausgaben auf die Ebene der Eurozone könnte allmählich ein großes zentrales Budget ähnlich wie in Föderalstaaten geschaffen werden. Dies würde ein europäisches Finanzministerium einschließen. Das zentrale Budget könnte sich auf die Finanzierung zentraler öffentlicher Güter wie etwa Verteidigung, Forschung und Entwicklung, überregionale Verkehrs- und Kommunikationsnetzwerke, Flüchtlingspolitik etc. beschränken, aber auch temporäre Transfers an Mitgliedsländer verteilen wie bei einer europäischen Arbeitslosenversicherung. Würde darüber hinaus eine Kapazität zur Schuldenfinanzierung von Ausgaben geschaffen, könnte auch antizyklische Fiskalpolitik betrieben werden. Diese Option enthält Elemente direkter oder indirekter Umverteilung zwischen den Mitgliedsländern, wie sie in einem föderalen Staat üblich sind. Es sind also Elemente einer Transferunion eingeschlossen, die von den meisten Bürger_innen und Regierungen mit überdurchschnittlichem BIP je Einwohner_in eher abgelehnt werden.

(b) Alternativ könnte man mehr fiskalischen Handlungsspielraum auf nationaler Ebene schaffen, indem die bisherigen Fiskalregeln mit der Drei-Prozent-/60-Prozent-Marge gelockert, also die Konvergenzkriterien des Maastricht-Vertrags geändert werden. Diese Regeln würden durch die Verpflichtung ersetzt werden, antizyklisch Ausgaben- und Einnahmenpolitik zu betreiben, um die Zielinflation der EZB zu erreichen und Output-Lücken, d. h. sowohl Unter- als auch Überauslastungen der Produktionskapazitäten zu schließen.

(c) In einer weiteren Alternative könnte eine zentralisierte europäische Finanzierungskapazität geschaffen werden, ein Europäisches Schatzamt, welches Eurobonds emittiert, um alle Budgetdefizite der Mitgliedsländer zu finanzieren. Einnahmen, Zins- und Tilgungskosten würden proportional auf die Mitgliedsländer verteilt. Die Höhe der Budgetsalden würde zentral im Schatzamt bestimmt, sodass Konsistenz und Kohärenz auf EWU-Ebene gewährleistet werden können.

Bei den Option (b) und (c) sollte eine Fiskalregel hinzukommen, die sich an der „goldenen Regel“ der Finanzierung öffentlicher Nettoinvestitionen durch Kreditaufnahme orientiert und insoweit die Defizitbegrenzung im Fiskalpakt und anderen Regelwerken der EU anders definiert. Darüber hinaus könnte in beiden Optionen eine Art fiskalischer Taylor-Regel angewendet werden, wonach Budgetdefizite oder -überschüsse

²⁰ Allerdings ist die Ausgestaltung und die Wirksamkeit antizyklischer Fiskalpolitik seit jeher strittig. Breiten Konsens finden automatische fiskalische Stabilisatoren sowie expansive Maßnahmen, die „timely, temporary and targeted“ sind, wie sie vom IMF und der Obama-Administration 2008 favorisiert wurden. Darüber hinaus gibt es weitergehende Konzeptionen. Breiten Konsens finden Vorschläge, öffentliche Investitionen grundsätzlich durch Kredite zu finanzieren. Diese Vorschläge lassen sich auch antizyklisch ausgestalten (vgl. Truger 2017).

abhängig sind von der Zielinflation und der Output-Lücke.²¹ Dies läuft auf eine einfache Regel für antizyklische Haushaltspolitik hinaus: Bei negativer Output- und/oder Inflationslücke wird expansiv gegengesteuert, umgekehrt bei positiver Output- und/oder Inflationslücke. Lassen sich die Messprobleme beim Potenzialoutput nicht zufriedenstellend lösen, könnte ein Beschäftigungsziel an die Stelle treten. Bei Zielkonflikten muss eine politische Bewertung diskretionär vorgenommen werden. Die Fiskalpolitik würde so die Geldpolitik der EZB ergänzen und nationale Abweichungen von der Zielinflation würden begrenzt. Geld- und Fiskalpolitik würden kooperativ ausgestaltet.

Die Geldpolitik bliebe die wichtigste Politik zur Inflationsbekämpfung auf der EWU-Ebene, würde aber durch antizyklische Fiskalpolitik auf dezentraler Ebene unterstützt, um auch hier die Zielinflation zu erreichen und um zu schwache oder überhitzte Nachfrage zu dämpfen. Automatische Stabilisatoren könnten bei allen drei Optionen eingesetzt bzw. verstärkt werden. In der Option (c) würden die Fiskalsalden samt Finanzierung zentral den Ländern zugeteilt werden, wobei die Festsetzung diskretionär und nicht nach strengen Obergrenzen erfolgen sollte. Die Schuldenstandsquote würde sich endogen aus den Budgetsalden und dem Wachstumsprozess ergeben, hauptsächlich vom Zinssatz auf Staatsschulden und vom mittelfristigen Wachstumstrend bestimmt. Bei Option (b) müssten Sanktionen für Abweichungen vom antizyklischen Kurs festgelegt werden, wie Zugangssperren zu Strukturfonds, Reduzierung der Zuteilung des Notenbankgewinns, Suspendierung von Stimmrechten im Europäischen Rat, Entlassung von Mitgliedern des Landes in der Europäischen Kommission oder Ähnliches.

Option (a) scheint vom Fünf-Präsidenten-Bericht auf lange Sicht, d. h. bis 2025, präferiert zu werden (European Commission 2015: 15 ff.). Auf EU-Ebene soll eine kohärente Fiskalpolitik geschaffen werden, weil die Mitgliedsländer eventuell überfordert sein könnten. Antizyklische Feinsteuerung wird abgelehnt, aber wie eine Grobsteuerung aussehen könnte, wird offengelassen bzw. einem Fiscal Advisory Board zur Bearbeitung zugewiesen. Überhaupt scheint diese Linie für Fiskalreformen in die Richtung zu gehen, dass Expertenräte über zulässige Defizite entscheiden. Dies würde traditionellen Budgetrechten demokratisch gewählter Parlamente diametral widersprechen.

Option (b) folgt Vorschlägen von Eichengreen/Wyplosz (2016) und Wren-Lewis (2016). Diese Vorschläge würden auch der Walters-Kritik begegnen, wenn es durch sie gelänge, die Inflationsraten der Mitgliedsländer zu nivellieren. Nationale Handlungsspielräume für zentrale Politiken blieben erhalten. Zudem würden nationale Budgetrechte und nationale Verantwortung gestärkt und schwierige fiskalische Umverteilung wie in Variante a) vermieden. Für Option (c) gibt es eine Reihe von Vorschlägen, u. a. von Palley (2017), Bibow

(2013, 2016) und Tabellini (2016), der sich auf verschiedene andere Autor_innen bezieht. Alle drei Optionen erfordern ein Europäisches Finanzministerium, das nationale und zentrale Fiskalpolitiken kontrolliert und beobachtet, vom Europäischen Parlament gewählt und durch den Europäischen Rat bestätigt werden sollte.

Auch in den Optionen (b) und (c) sollte das zentrale EU-Budget langsam etwas ausgeweitet werden, bestimmte Ausgaben, die sich besser auf zentraler Ebene erledigen lassen, sollten hierhin verschoben werden. Zudem sollte die Möglichkeit geschaffen werden, Anleihen zu emittieren und europäische Steuern zu erheben.

Option (a) ist weniger geeignet, wenn die Umverteilung zwischen Mitgliedsländern geringer ausfallen soll als in einer Fiskalunion wie in den USA oder Deutschland. Dabei sind befristete Transfers stabilisierungspolitisch erwünscht (wie bei automatischen Stabilisatoren), nicht aber chronische Fiskaltransfers. Geht es um die Bereitstellung länderübergreifender öffentlicher Güter, dann müsste es um einen größeren Haushalt der EU insgesamt gehen, denn dies betrifft nicht nur die Länder der EWU. Um jedoch die Eurozone mit heterogenen Mitgliedsländern funktionsfähig zu machen, wären die Varianten (b) und (c) wesentlich besser geeignet, weil hier die Fiskalpolitik landesspezifische Probleme adressieren kann – im Gegensatz zur Geldpolitik.

5.4 MAKROÖKONOMISCHE UNGLEICHGEWICHTE VERHINDERN UND ABBAUEN

Makroökonomische Ungleichgewichte, insbesondere in den Leistungsbilanzen, verstärken die Divergenz zwischen den Mitgliedsländern bei Wachstum und Arbeitslosigkeit, Kapitalströmen und der Nettoauslandsverschuldung (der Summe aus staatlichen und privaten Nettoschulden bzw. Nettoforderungen), und in der Folge tragen sie zu Krisenanfälligkeit bei und schwächen das Wachstum und die Beschäftigung in der gesamten EWU.

Leistungsbilanzungleichgewichten sollte nicht mit einem Laissez-faire-Ansatz begegnet werden, vielmehr sollten sie nur als temporäre oder zumindest geringe chronische Salden akzeptiert werden, insoweit sie mit stabilen und langfristig orientierten Nettokapitalflüssen finanziert werden. Eine kritische Marge könnte ein Saldo von plus/minus drei Prozent des BIP sein, wie vom Peterson Institute of International Economics für OECD-Länder vorgeschlagen (Cline 2014, 10). Die Macroeconomic Imbalance Procedure (MIP) der EU nennt Margen von minus vier Prozent für Defizit- und plus sechs Prozent für Überschussländer, die nicht zuletzt durch Interventionen der Bundesregierung asymmetrisch und zudem ohne an den Ursachen ansetzende Sanktionen bei Überschreitung nach oben festgelegt wurden.

Leistungsbilanzdefizite gegenüber Überschussländern innerhalb der EWU erzwingen eine „interne Abwertung“, die das Wachstum dämpft und deflationär wirkt, wenn sie längere Zeit anhält, und sie erhöhen das Risiko plötzlicher Umkehr der Kapitalzuflüsse, was zu Finanzkrisen führen kann. Zudem ist der Außenwert des Euro gegenüber anderen Währungen bei makroökonomischen Ungleichgewichten in der EWU für die eine Ländergruppe zu hoch, für die andere zu

²¹ Die Taylor-Regel ist ursprünglich eine einfache Regel für die Geldpolitik, die den Leitzins an der Inflations- und der Output-Lücke sowie einem Normalzins bei Output-Lücken von null orientiert. Die Output-Lücke ist die Differenz zwischen tatsächlichem und potenziellem Output bei Vollauslastung der Kapazitäten; die Inflationslücke ist die Differenz von tatsächlicher Inflationsrate und Inflationsziel. Man vermutet, dass die Fed dieser Regel mehr oder minder de facto gefolgt ist, von einzelnen Perioden abgesehen.

niedrig. Chronische Ungleichgewichte lassen sich auch als Export bzw. Import von Arbeitslosigkeit verstehen und haben damit politische Sprengkraft für die Überlebensfähigkeit einer Währungsunion.

Die Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der EWU haben im Prinzip drei Ursachen: (a) falsche reale Wechselkurse, sprich ungleiche Kosten- und Preisstrukturen zwischen Mitgliedsländern, vor allem infolge einer divergenten Kostenentwicklung bei Löhnen und anderen Kosten; (b) Wachstumsungleichgewichte der Binnennachfrage, weil die Defizitländer mehr ausgeben, als sie aus eigener Wertschöpfung einnehmen, und die Überschussländer ständig mehr produzieren, als sie an Gütern nachfragen; (c) divergierender Strukturwandel bei Produktion und Absatz handelbarer Güter, vor allem bei Industriegütern, was eine unterschiedliche technologische Entwicklung sowie unterschiedliche Nachfrage- und Einkommenselastizitäten bei handelbaren Waren reflektiert. Alle drei Faktoren wirken zusammen und können sich wechselseitig verstärken.

Folglich gibt es drei Grundrichtungen bei der Korrektur – und auch präventiv bei der Vermeidung – der Ungleichgewichte:

(a) interne Ab- oder Aufwertung durch Kosten- und Preissenkung bzw. -erhöhung; wird die interne Abwertung im Defizitland als problematisch angesehen, sobald die Nominallöhne sinken, bleibt nur interne Aufwertung im Überschussland, vor allem durch steigende Lohnstückkosten. Bei Prävention käme es auf eine koordinierte Lohnstückkostenentwicklung und insoweit auf ähnliche Inflationsraten in allen Mitgliedsländern an, also auf eine Einkommenspolitik, die supranational koordiniert werden müsste. Die Orientierung auf Einhaltung einer „goldenen Regel“ für Lohnsteigerungen – in Höhe der nationalen Produktivitätszuwächse plus der Zielinflation – wäre schon ein großer Schritt nach vorn, auch wenn sich die Preise und die Lohnstückkosten nicht immer vollständig im Gleichschritt entwickeln. Obwohl die Lohnfindung Sache der Tarifparteien ist und bleiben sollte, können Regierungen die Lohnverhandlungssysteme per Gesetz so beeinflussen, dass Tariflöhne flächendeckend gezahlt werden; der Staat kann auch Tariflöhne im öffentlichen Sektor sowie gesetzliche Mindestlöhne entsprechend beeinflussen. Häufig genug nehmen Regierungen auch massiv Einfluss auf Lohnbildungsprozesse, jedoch eher durch Schwächung des gewerkschaftlichen Einflusses und Förderung dezentraler oder betrieblicher Lohnfindung unter dem Mantra der „Arbeitsmarktflexibilisierung“;

(b) Stärkung der Inlandsnachfrage durch höhere Fiskaldefizite und Reallohnsteigerungen in den Überschussländern, sodass die Importe steigen, umgekehrt – also Austerität – in den Defizitländern;

(c) Strukturpolitik in Defizitländern, die diesen ermöglicht, mehr zu exportieren oder weniger zu importieren (z. B. Industriepolitik zugunsten von Produkten mit hoher Einkommenselastizität, Diversifizierung der Produktionsstruktur, Technologiepolitik etc.).

Alle drei Varianten sind schwierig, die letzte ist zudem sehr langwierig. Eine problematische vierte Variante wäre die Abwertung des Euro gegenüber anderen Währungen, was den Defizitländern hilft, interne Defizite durch externe Überschüsse zu kompensieren, während die Überschussländer noch größere Überschüsse einfahren. Das Defizitproblem wäre jedoch auf andere Währungsregionen verlagert, im Falle Deutschlands sehr breit gestreut. Diese Variante würde wirtschaftliche Divergenz nicht mindern, aber ihre für die EWU prekärste Form wäre vermieden. Sie schadet jedoch der Weltwirtschaft. Schließlich können Leistungsbilanzungleichgewichte auch durch administrative Maßnahmen als Ultima Ratio abgebaut oder präventiv vermieden werden, etwa durch Export- oder Importabgaben (vgl. Stiglitz 2016: 287 ff.) oder durch Anpassung der Mehrwertsteuersätze, etwa eine Senkung in Überschussländern (von Weizsäcker 2017).

Die Vermeidung von Leistungsbilanzungleichgewichten ist eine Existenzfrage der EWU und jeder Währungsunion, da sie den Verlust des Wechselkursmechanismus kompensieren muss. Präventive Vermeidung würde zugleich helfen, der ebenfalls existenziellen Walters-Kritik zu begegnen, weil Kostendivergenzen von Anfang an im Zaum gehalten würden. Man kann die Aufgabe auch anders formulieren. Die Laissez-faire-Variante, die faktisch in der EU bzw. der Eurozone vorherrscht, verursacht Moral Hazard in großem Ausmaß: Länder haben Anreize im Maastricht-System, Überschüsse zu erwirtschaften; sie werden zunächst weder von Marktmechanismen noch von politischen Regeln sanktioniert, sodass massive negative externe Effekte für andere Länder entstehen, die jedoch das gesamte System untergraben.

5.5 BANKENUNION VOLLENDEN

In der EU ist nach der Finanzkrise 2008–2009 unstrittig, dass das Fehlen einer einheitlichen Bankenaufsicht und von Regelungen zur Bankenabwicklung und Bankenrekapitalisierung ein zentraler Mangel der Architektur der Eurozone und auch der Konstruktion des EU-Binnenmarktes ist (siehe auch European Commission 2015). Auch ohne Währungsunion wären erhebliche Veränderungen in der Bankenaufsicht und der Finanzmarktregulierung nötig gewesen, wie die Reformen in anderen OECD-Ländern zeigen. Die Frage ist nun, ob, inwieweit und wie diese Maßnahmen in der EWU vergemeinschaftet werden müssen. Die 2014 begonnene europäische Bankenunion ist vermutlich das derzeit größte Reformprojekt der EU/EWU, mit dem den offensichtlichen Mängeln der EWU Rechnung getragen werden soll.

In einer Währungsunion mit vollkommener Kapitalverkehrsliberalisierung bedarf es einheitlicher Standards der Bankenaufsicht, die die nationale Segmentierung der Aufsicht überwinden. Die Aufgabe ist eine doppelte: die generell strengere Aufsicht über Banken und Finanzmärkte, die den Problemen des gewachsenen Gewichts des Finanzsektors gegenüber der Realwirtschaft gerecht wird („Finanzialisierung“) sowie die gemeinschaftliche Bewältigung dieser Probleme innerhalb der EWU (und der EU insgesamt). Die wichtigsten Gründe für die Vergemeinschaftung sind die folgenden (vgl. European Commission 2012; De Grauwe 2016: 176 ff.; Schäfer 2016):

- In der EWU hat der wegfallende Wechselkurs und die Durchsetzung eines Binnenmarktes für Kapital zu einer massiven Intensivierung der grenzüberschreitenden Finanzströme geführt. Banken- und Finanzkrisen werden mehr und mehr ein gemeinsames Problem, weil sie negative externe Effekte in anderen Ländern verursachen, die sich zu einer systemischen Krise hochschaukeln können.
- Eine schwere Bankenkrise gefährdet den Interbankenmarkt (und das damit verbundene „Wholesale Banking“), auf dem großvolumige, meist kurzfristige Kredite gehandelt werden und dessen Funktionsfähigkeit stark auf dem Vertrauen in Liquidität und Solvenz anderer Banken beruht. Bei Zweifel an der Solvenz entstehen Liquiditätsprobleme, die dann durch die EZB gelöst werden müssen.
- Hohe Zinszuschläge in Ländern mit Bankenkrisen führen zu Zinsdivergenz in der EWU, die mit gesamtwirtschaftlicher Divergenz bei Wachstum und Beschäftigung verbunden ist. Sie schwächen auch die Wirksamkeit der einheitlichen Geldpolitik der EZB und führen zu einer Fehl-anpassung des Euro-Wechselkurses für einen Teil der Mitgliedsländer.
- Überschuldung von Banken und Staaten führt häufig zu einem toxischen Verbund von zwei Gefährdeten, die sich helfen wollen, aber auf diese Weise gemeinsam tiefer in die Verschuldungsfalle geraten. Dies induziert Zinsaufschläge und zwingt die EZB, als LLR einzuspringen, bzw. Banken und Staaten, den ESM-Rettungsschirm in Anspruch zu nehmen. Banken erhalten ein schlechteres Rating, vermindern ihre Kreditvergabe, verursachen Liquiditätsausfälle, wenn Kontoinhaber_innen ihre Einlagen abziehen. Ein negativer Kreislauf entsteht, der auf die Realwirtschaft überspringt und Panikreaktionen sowie Ansteckungseffekte in anderen Ländern verursachen kann.
- Unterschiedliche Regulierungsstandards führen zu „regulatorischer Arbitrage“ und damit zur Verzerrung des Bankenwettbewerbs, weil laschere Regulierung wie etwa seinerzeit in Irland zu unerwünschten Kapitalströmen und Vorteilen für in Irland tätige Banken führt. Dies gilt vor allem für international tätige Großbanken, die systemische Bedeutung haben, weil sie infolge ihrer Größe und Verflechtung „too big to fail“ und zugleich „too big to be rescued“ sind.
- Ebenso sollte vermieden werden, dass einzelne Regierungen im Interesse „ihrer“ Banken andere Regierungen unter Druck setzen, ihre Banken mit Steuergeld zu retten (wie in Griechenland und Irland geschehen, vor allem zugunsten deutscher und französischer Großbanken).
- Wenn Bankenkrisen nicht verhindert werden können, müssen sie begrenzt und zugleich die Schäden rasch behoben werden, um lang anhaltende Folgewirkungen von Bankenkrisen durch regulatorische Nachsicht, verdeckte Konkursverschleppung, teure staatliche Rekapitalisierung bei gleichzeitiger schwacher Kreditvergabe („Zombie-Banken“) zu verhindern (wie etwa in Japan). Damit stellt

sich die Frage, wer die hohen Kosten der Bankenkrise trägt, insbesondere wenn Banken abgewickelt werden müssen, und wie die Steuerzahler_innen vor Sozialisierung der Verluste geschützt werden können. Bei weiter schwellenden Bankenkrisen entstehen meist negative Auswirkungen auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum und auf die Beschäftigung über einen längeren Zeitraum – also hohe volkswirtschaftliche Folgekosten, die meist höher als die Abwicklungskosten sind.

Die Europäische Bankenunion wurde 2014 mit dem einheitlichen Bankenaufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, SSM) und dem einheitlichen Bankenabwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism, SRM), der einen europäischen Abwicklungsfonds einschließt, begonnen. Parallel wurde eine Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) geschaffen, um die Finanzmarktaufsicht – nicht zu verwechseln mit der direkten Bankenaufsicht der einzelnen Banken seitens der EZB und der nationalen Behörden – zu vereinheitlichen. Unter diesem Dach befinden sich drei Aufsichtsbehörden (für das Bankwesen, für Versicherungen und für das Wertpapierwesen). Ferner wurde der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board, ESRB) etabliert, zuständig für die geplante neue makroprudenzielle Überwachung des Finanzsystems, um Systemrisiken – wie z. B. Finanzblasen – frühzeitig zu erkennen und bekämpfen zu können. Der EZB wurde die Banken- und Finanzmarktaufsicht als zusätzliche Aufgabe zugeordnet; sie ist damit auch für Finanzsystemstabilität zuständig, die jedoch von der Geldpolitik getrennt werden soll. Allerdings bestehen erhebliche Interdependenzen.

Dieses große Reformpaket „Bankenunion“ ist ein Meilenstein der Weiterentwicklung der EWU und der EU insgesamt, aber es bleiben noch viele Aufgaben ungelöst (vgl. Dullien 2014; Schäfer 2016; Schuberth 2017). Dazu gehören unter anderem:

- Der Abwicklungsmechanismus sieht die schon erwähnte Haftungskaskade der Eigentümer_innen von Banken, der Anleihenbesitzer_innen und der Einleger_innen mit Konten über 100.000 Euro vor, die für Verluste bis acht Prozent der Bilanzsumme der Bank aufkommen. Weitere fünf Prozent der Bilanzsumme soll der bankenfinanzierte Abwicklungsfonds zahlen. Größere Verluste soll der nationale Staat übernehmen. Für die Abwicklung von Großbanken reicht dies nicht, ebenso wenig für systemische Krisen. Bei der Haftung für die Altlasten der Finanzkrise gibt es bereits erhebliche Probleme mit der Anwendung der Haftungskaskade, weshalb der nach wie vor große Schuldenüberhang in einigen Ländern noch ungelöst ist (z. B. in Italien). Eine gemeinschaftliche Beteiligung der Euroländer ist nicht vorgesehen, zumal es keine Fiskalunion gibt.
- Eine dritte Säule der Bankenunion soll die europäische Einlagensicherung (European Deposit Insurance System, EDIS) werden (neben Aufsicht und Abwicklung). Insbesondere die deutsche Bundesregierung dringt auf nationalstaatliche Haftung bei einheitlichen Regelungen, lehnt also eine Vergemeinschaftung in diesem Bereich ab. Eine

Mithaftung der Spareinlagen über 100.000 Euro dürfte allerdings zu Umschichtungen zwischen Banken und Mitgliedsländern führen und im Krisenfall die Kapitalflucht anfeuern, mit schädlichen Rückwirkungen auf die betroffenen Banken.

- Die wichtige makroprudenzielle Aufsicht, die in nationalstaatlicher Regie, aber durch die EZB bzw. den ESRB koordiniert sein soll, ist noch im konzeptionellen Stadium (vgl. Buch et al. 2016).
- Die Durchsetzung eines Trennbankensystems ist nicht vorgesehen; die sogenannten Schattenbanken, ausgenommen Versicherungen, unterliegen weiterhin keiner Regulierung, obwohl sie an Bedeutung gewinnen.

Die EZB wird mit der Übernahme der Bankenaufsicht und mit dem Mandat für Finanzsystemstabilität zu einem noch größeren Machtzentrum, jedoch ist die Bankenaufsicht traditionell und zu Recht eine politische Aufgabe der Finanzministerien. Mithin muss die Frage der Unabhängigkeit der EZB eigentlich neu gestellt werden. Die Zuordnung der neuen Aufgabe zur EZB drückt das Fehlen eines europäischen Finanzministers bzw. einer Finanzministerin aus und damit den fortbestehenden Mangel an Staatlichkeit der EWU (Währung ohne politischen Souverän). Alle Entscheidungen über die Gestaltung der Bankenunion unterliegen den Restriktionen der intergouvernementalen Entscheidungsmechanismen. Allerdings dürften mit dem Brexit die Interessengegensätze zwischen den Mitgliedsländern etwas geringer werden. Das Grundproblem der neuen Bankenunion ist jedoch, dass sie noch nicht geeignet ist, systemischen Krisen präventiv zu begegnen bzw. sie mit Abwicklung von Banken und Folgekosten (Schuldenüberhang, unzulängliche Kreditvergabe von Banken mit Altlasten) so aufzufangen, dass sie das Wachstum und die Beschäftigung nicht auf längere Zeit belasten. Zudem sind die Altlasten der Krisen 2008–2009 sowie der nachfolgenden Rezession in der Eurozone noch längst nicht bewältigt.

6

SCHLUSSFOLGERUNGEN

Wir haben nach konzeptionellen Leitlinien für die Reform der EWU gesucht. Nach der ursprünglichen Theorie des optimalen Währungsraums und der darauf aufbauenden Fundamental- kritik des Euro war die EWU von Anfang an zum Scheitern verurteilt, weil es keine funktionsfähigen Ersatzmechanismen für den Wegfall der nationalen Geldpolitik und des nominalen Wechselkurses sowie keine politische Union gibt. Nach der zweiten und dritten Generation der Theorien des optimalen Währungsraums können unter bestimmten Bedingungen die Vorteile eines gemeinsamen Währungsraumes die Nachteile überwiegen. Daraus könnte man schließen, es hängt eben von der institutionellen Ausgestaltung der Währungsunion ab, eine Frage, die von allen Theorien des optimalen Währungsraums gar nicht oder nur am Rande gestellt wurde. Die Maastricht-Ausstattung weist erhebliche Mängel auf und ist so nicht zukunftsfähig. Aus den Erfahrungen mit der EWU und besonders mit der Krise in der Eurozone kann man viel über die notwendige Ausgestaltung lernen.

Wir hatten auf fünf Probleme geschaut, die der Krise in der Eurozone zugrunde liegen. Nur eines davon hat direkt mit der Gemeinschaftswährung an sich zu tun, nämlich die Ähnlichkeit der Inflationsraten in den Mitgliedsländern, die für die Wirksamkeit der einheitlichen Geldpolitik in der EWU nötig ist, weil sonst adverse Differentiale der Realzinsen entstehen. Diese verursachen die Gefahr chronischer Polarisierung von Überschuss- und Defizitländern, die nur durch sehr mühsame Anpassungsprozesse verschiedenster Art überwunden werden kann. Die anderen vier Mängel – zu späte und zu zaghafte Reaktion der EZB, prozyklische Austerität, schwache Optionen für expansive Fiskalpolitik, unzulängliche Bewältigung des Schuldenüberhangs – hängen mit der Ausgestaltung der EWU zusammen, die in fünf Bereichen geändert werden sollte. Alle haben mit der Durchsetzung einer politischen Union in Teilbereichen zu tun, jedoch nicht mit einem voll ausgebauten europäischen Föderalstaat.

Die oft diskutierte soziale Dimension Europas haben wir hier nicht direkt angesprochen, jedoch indirekt durch den Verweis auf das Beschäftigungsziel, auf krisenvermeidende Makropolitik und auf die Bedeutung von Lohnkoordination sowie das Ziel der Konvergenz der ökonomischen Entwicklung in den Mitgliedstaaten. Aus rein ökonomischer Sicht bedarf

eine Währungsunion keiner Vergemeinschaftung der Sozialpolitik, sie kann subsidiär in den Mitgliedstaaten verbleiben. Allerdings ist eine Währungsunion kein „rein ökonomisches“ Projekt. Daher sind gemeinsame sozialstaatliche Vorstellungen mit Mindeststandards ein wichtiges Element für ein „soziales Europa“. Diese Baustelle wurde hier ausgeklammert.

Die Reformoptionen, die am ehesten durchsetzbar erscheinen, um einige wesentliche Fortschritte in der EWU zu erzielen, sind die folgenden:

- (1) Nutzung der im Statut der EZB gegebenen Möglichkeiten, OMT-Programme ohne komplizierte Vorbedingungen gegenüber allen Mitgliedsländern zu nutzen, sodass Krisen infolge hoher Zinsaufschläge nicht mehr auftreten können (die oben erwähnten Vorschläge von Monti und der Obama-Administration bzw. Draghi). Wird darüber kein Konsens erzielt, dann wäre die Einführung von Eurobonds eine Alternative. Eine weitere kleine Regeländerung im Entscheidungsbereich der EZB wäre, die Beurteilung der Qualität von nationalen Staatsanleihen als Sicherheiten für Refinanzierungsoperationen der EZB nicht länger von der Beurteilung einer der Rating-Agenturen abhängig zu machen. Die Bewertung sollte allein Entscheidung der EZB sein.
- (2) Budgetdefizite sollten für den Normalfall dahingehend zugelassen werden, dass investitionsorientierte Neuverschuldung zusätzlich zum strukturellen Defizit möglich wird. Diese Komponente kann auch antizyklisch ausgestaltet werden. Zudem sollte eine stärkere Nutzung automatischer Stabilisatoren auf zentraler oder dezentraler Ebene ermöglicht werden.
- (3) Antizyklische Fiskalpolitik auf Ebene der Mitgliedsländer, um Inflation und Deflation sowie Output-Lücken ergänzend zur EZB-Politik zu mindern. Die starke Heterogenität der EWU erfordert den ergänzenden, landesspezifischen Einsatz der Fiskalpolitik; Lohnkoordination entsprechend einer Regel mit produktivitätsorientierten Lohnzuwächsen in allen Mitgliedstaaten wäre zudem sehr hilfreich. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt sollte daher neu verhandelt werden.

(4) Vorziehen der im Fünf-Präsidenten-Report für 2025 vorgesehenen zentralen Fiskalkapazität. Dies könnte in Form einer Verschuldungsoption in Höhe von maximal einem Prozent des EU-BIP im EU-Haushalt geschehen, mit antizyklischer Verwendung für strategische öffentliche Investitionen. Der Schuldendienst ist durch eine EU-weite Steuer zu finanzieren, über deren Ausgestaltung das EU-Parlament entscheidet.

(5) Verminderung der makroökonomischen Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen der Mitgliedstaaten durch einen symmetrischen Ansatz, der Defizitländer nicht in die Deflation führt, dafür in Überschussländern verstärkte expansive Fiskal- und Lohnpolitik einfordert, die mit vorübergehender Inflation über der Zielinflation der EZB hinaus verbunden sein kann. Auch der Fünf-Präsidenten-Report von 2015 fordert die Einbeziehung von Überschussländern.

(6) Fortführung der noch ausstehenden Reformen der Bankenunion, insbesondere Schaffung einer gemeinschaftlichen Einlagensicherung sowie Vergrößerung des Volumens des Banken-Abwicklungsfonds und Nutzung des ESM zur Finanzierung der Bankenabwicklung. Der ESM könnte auch zur Finanzierung von Teilen des Schuldenüberhangs genutzt werden.

(7) Restrukturierung der griechischen Staatsschulden, indem der ESM die Forderungen der EZB und des IWF ablöst und in langfristige Kredite umwandelt; Griechenland zahlt die Zinsen, die dem ESM durch die Ablösung entstehen. Auf Tilgung wird für einen längeren Zeitraum verzichtet. Griechenland kehrt sobald wie möglich an den Kapitalmarkt zurück.

Vermutlich gibt es in der EWU sehr breite Zustimmung zu Reformen dieser Art, mit Ausnahme der Regierungen der Überschussländer. Kurzum, die deutsche Bundesregierung muss mehr Kompromissbereitschaft zeigen, und zwar im wohlverstandenen eigenen Interesse. Weitergehende substanzielle Reformen sind notwendig, insbesondere bei der großen Baustelle institutioneller Reformen im Bereich der Entscheidungsmechanismen.

Abbildungsverzeichnis

- 11 Abbildung 1
Durchschnittliches Pro-Kopf-Wachstum des BIP 1999–2016, in %
- 12 Abbildung 2
Reale langfristige Zinsen in ausgewählten Ländern 1999–2009, in %
- 13 Abbildung 3
Divergenz des Preisniveaus (BIP-Deflator) in ausgewählten Ländern 1999–2017, 1999 = 100
- 16 Abbildung 4
BIP je Einwohner_in in ausgewählten Ländern, 1999 = 100

Literaturverzeichnis

- AMECO 2017: European Commission: Macro-Economic Database AMECO, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco_en (13.6.2017).
- Bibow, Jörg 2013: Lost at Sea: The Euro Needs a Euro Treasury, IMK-Study 35, Düsseldorf, <http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/PDF/SP227.pdf> (13.6.2017).
- Bibow, Jörg 2016: Der verspätete Aktivismus der AZB: Zwischen Hoffnung und Verzweiflung, Friedrich-Ebert-Stiftung, WISO Diskurs 26 (2016), <http://library.fes.de/pdf-files/wiso/13043.pdf> (13.6.2017).
- Bundesministerium der Finanzen (BMF) 2017: Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM), http://www.bundesfinanzministerium.de/Web/DE/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euroraums/Stabilitaetsmechanismen/EU_Stabilitaetsmechanismus_ESM/eu_stabilitaetsmechanismus_esm.html (13.6.2017).
- Brunnermeier, Markus K.; James, Harold; Landau, Jean-Pierre 2016: The Euro and the Battle of Ideas, Princeton; Oxford.
- Buch, Claudia M.; Reich, Jens; Weigert, Benjamin 2016: Makroprudenzielle Politik, in: Wirtschaftsdienst 96 (8), S. 557–562.
- Cline, William R. 2014: Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, Mai 2014, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief PB 14–16, Washington D.C.
- De Grauwe, Paul 2013: The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets, in: CESifo Economic Studies 59 (3), S. 520–535.
- De Grauwe, Paul 2016: Economics of Monetary Union, 11. Auflage, Oxford.
- Dullien, Sebastian 2014: How to Complete Europe's Banking Union, European Council on Foreign Relations, Policy Brief, Juni, London; New York.
- Eichengreen, Barry; Wyplosz, Charles 2016: Minimal Conditions for the Survival of the Euro, in: Intereconomics 51 (1), S. 24–28.
- European Commission 2012: The Four Presidents' Report: Towards a Genuine Economic and Monetary Union, Brüssel, 5.12.2012, http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf (13.6.2017).
- European Commission 2015: Completing Europe's Economic and Monetary Union: The Five Presidents' Report, https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf (13.6.2017).
- European Parliament 2016: Committee on Constitutional Affairs, Draft Report of the Committee on Constitutional Affairs „On Possible Evolutions of and Adjustments to the Current Institutional Set-up of the European Union“, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A8-2016-0390+0+DOC+XML+V0//EN> (13.6.2017).
- Godley, Wynne 1992: Maastricht and All That, in: London Review of Books 14 (19), S. 3–4.
- Herr, Hansjörg; Prieue, Jan; Watt, Andrew (Hrsg.) 2017: Saving the Euro: Redesigning Euro Area Economic Governance, Social Europe Publishing, <https://www.socialeurope.eu/book-series/books/> (23.6.2017).
- International Monetary Fund (IMF) 2008: Fiscal Policy as a Countercyclical Tool, in: International Monetary Fund, World Economic Outlook, October, Chapter 5, Washington D.C.
- James, Harold 2014: Making the European Monetary Union, Harvard.
- Joebges, Heike 2017: Crisis Recovery in a Country with a High Presence of Foreign Owned Companies: The Case of Ireland, IMK Working Paper 175. Düsseldorf, https://www.boeckler.de/imk_5279.htm?produkt=HBS-006504&chunk=1&jahr= (13.6.2017).
- Kenen, Peter 1969: The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, in: Mundell, Robert A.; Swoboda, Alexander K. (Hrsg.): Monetary Problems of the International Economy, Chicago, S. 41–60.
- McKinnon, Ronald I. 1963: Optimum Currency Areas, in: American Economic Review 53 (4), S. 717–724.
- McKinnon, Ronald I. 2002: Optimum Currency Areas and the European Experience, in: Economics of Transition 10 (2), S. 343–364.
- Mundell, Robert A. 1961: A Theory of Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, 51 (4), S. 657–665.
- Mundell, Robert A. 1973: Uncommon Arguments for Common Currencies, in: Johnson, Harry G.; Swoboda, Alexander K. (Hrsg.): The Economics of Common Currencies, London, S. 114–132.
- Palley, Thomas 2017: Fixing the Euro's Original Sins: The Monetary – Fiscal Architecture and Monetary Policy Conduct, in: Herr, Hansjörg; Prieue, Jan; Watt, Andrew (Hrsg.): Saving the Euro: Redesigning Euro Area Economic Governance, Social Europe Publishing, <https://www.socialeurope.eu/book-series/books/> (23.6.2017).
- Prieue, Jan 2017: From the Maastricht Treaty to the Euro Crisis: Exploring Guidelines for Reform of the Euro System, in: Herr, Hansjörg; Prieue, Jan; Watt, Andrew (Hrsg.): Saving the Euro: Redesigning Euro Area Economic Governance, Social Europe Publishing, <https://www.socialeurope.eu/book-series/books/> (23.6.2017).
- Schäfer, Dorothea 2016: Regulierung der EU-Finanzmärkte, in: Wirtschaftsdienst 96 (8), S. 563–570.
- Schönfelder, Wilhelm; Thiel, Elke 1996: Ein Markt, eine Währung: Die Verhandlungen zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, 2. Auflage, Baden-Baden.
- Schuberth, Helene 2017: European Monetary Union Architecture and Governance of Finance, in: Herr, Hansjörg; Prieue, Jan; Watt, Andrew (Hrsg.): Saving the Euro: Redesigning Euro Area Economic Governance, Social Europe Publishing, <https://www.socialeurope.eu/book-series/books/> (23.6.2017).
- Spiegel, Peter 2014: „If the Euro Falls, Europe Falls“, Financial Times, 15.5.2014.
- Stiglitz, Joseph E. 2016: The Euro: How a Common Currency Threatens the Future of Europe, New York; London.
- Summers, Lawrence H. 2008: Fiscal Stimulus Issues, Testimony before the Joint Economic Committee, January 16, http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2012/10/1-16-08_Fiscal_Stimulus_Issues.pdf (13.6.2017).
- Tabellini, Guido 2016: Building Common Fiscal Policy in the Eurozone, in: Baldwin, Richard; Giavazzi, Francesco (Hrsg.): How to Fix Europe's Monetary Union: Views of Leading Economists, London, S. 117–131.
- Thirlwall, Anthony 1998: The Folly of the Euro, in: Window on Work (4), https://www.unich.it/docenti/bagnai/blog/Folly_of_the_euro.pdf (13.6.2017).
- Thygesen, Niels 2016: Why Did Europe Decide to Move to a Single Currency 25 Years Ago?, in: Intereconomics 51 (1), S. 11–16.
- Tietmeyer, Hans 2005: Herausforderung Euro: Wie es zum Euro kam und was er für Deutschlands Zukunft bedeutet, München; Wien.
- Truger, Achim 2017: The Golden Rule of Public Investment as a Least Common Denominator to Achieve a Fiscal Stimulus in the Euro Area, in: Herr, Hansjörg; Prieue, Jan; Watt, Andrew (Hrsg.): Saving the Euro: Redesigning Euro Area Economic Governance, Social Europe Publishing, <https://www.socialeurope.eu/book-series/books/> (23.6.2017).
- Von Weizsäcker, Carl Christian 2017: Interview bei Spiegel Online (28.1.2017), <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/handel-wie-deutschland-seine-importe-rasch-steigern-koennte-a-1131912.html> (13.6.2017).
- Wren-Lewis, Simon 2016: The Eurozone's Flaws are not Intrinsic, in: Intereconomics 51 (1), S. 20–24.

Impressum:

© 2017

Friedrich-Ebert-Stiftung

Herausgeberin: Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik
Godesberger Allee 149, 53175 Bonn
Fax 0228 883 9202, www.fes.de/wiso

Bestellungen/Kontakt: wiso-news@fes.de

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung. Eine gewerbliche Nutzung der von der FES herausgegebenen Medien ist ohne schriftliche Zustimmung durch die FES nicht gestattet.

ISBN: 978-3-95861-842-8

Titelmotiv: © dpa Picture Alliance
Gestaltungskonzept: www.stetzer.net
Layout: www.pellens.de
Druck: www.bub-bonn.de

Der verspätete Aktivismus der EZB: Zwischen Hoffnung und Verzweiflung
WISO Diskurs – 25/2016

**Reform der EU-Finanzpolitik:
Die Goldene Regel für öffentliche Investitionen**
WISO direkt – 35/2015

Die Euro-Währungsunion benötigt ein Euro-Schatzamt zum Überleben
WISO direkt – 34/2015

Geld- und Fiskalpolitik in der Eurozone: Kreislaufschwäche beheben
WISO direkt – 2015

Griechische Depression – wenn die Chefärzte versagen
WISO direkt – 2015

**Die griechische Schuldendebatte und das Mantra von den
„notwendigen Strukturreformen“**
WISO direkt – 2015

**Die Euro-Zone nach vier Jahren Krisenmanagement und
Ad-Hoc-Reformen: Was bleibt zu tun?**
WISO Diskurs – 2014

**Die Europäische Bankenunion: Risiken auf dem Weg zu einer stabileren
Finanzarchitektur im Euroraum**
WISO direkt – 2014

Zur Problematik der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse
WISO direkt – 2014

**Anti-Krisenpolitik: Die Europäische Zentralbank im Kreuzfeuer
der deutschen Öffentlichkeit**
WISO direkt – 2014

**Eine Europäische Arbeitslosenversicherung als Stabilisator
für die Euro-Zone**
WISO direkt – 2014

**Die Eurokrise im Spiegel der Potenzialschätzungen:
Lehren für eine alternative Wirtschaftspolitik?**
WISO Diskurs – 2014

Europäische Wettbewerbsdesorientierung
WISO direkt – 2013

**Money for Nothing and the Risks for Free?
Zu Erfolgen und Risiken der EZB-Geldpolitik in der Eurokrise**
WISO Diskurs – 2013

