

Notwendige Bedingung für das Überleben der Eurozone: konsequente Demokratisierung

Hans-Jörg Beilharz (h-j.beilharz@iubh.de)

IUBH Internationale Hochschule

11. Mai 2018

Mit der Einführung des Euro am 1. Januar 1999 in 12 Staaten der Europäischen Union wurde das wirtschaftliche und politische Projekt der „Einigung Europas“ auf seine vorläufig letzte Stufe gehoben. Es hatte im Jahre 1952 – auch in der Absicht künftige Kriege in Europa zu vermeiden – mit der Gründung der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl begonnen (Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Luxemburg, Niederlande). Es folgte eine immer tiefergehende Zusammenarbeit und führte schließlich über den Vertrag von Maastricht 1992 zur heutigen EU mit 28 Mitgliedern. Die gemeinsame Währung wurde und wird nicht nur als logischer Schritt hin zu einem vollständig integrierten Binnenmarkt gesehen, sondern auch als Katalysator für die politische Einigung Europas.

Diese Funktion als Beschleuniger der politischen Einigung scheint seit dem Ausbruch der Eurokrise im Jahre 2010 nicht nur fraglich, sondern sogar in ihr Gegenteil verkehrt. Denn in Politik und Wissenschaft herrscht heftiger Streit darüber, wie die Eurozone für die Zukunft krisenfest gemacht und eine gedeihliche wirtschaftliche Entwicklung sichergestellt werden soll.

Der vorliegende Artikel gibt einen Überblick zur Geschichte der Eurokrise, ihren unmittelbaren Ursachen und den bisher ergriffenen Maßnahmen zur Stabilisierung des Währungsraums. Er beleuchtet die gegenwärtige Situation und die immensen Risiken, die nach wie vor bestehen. Er diskutiert und kategorisiert die Reformvorschläge und weist ihre grundlegenden Unterschiede auf.

In einem Zukunftsszenario wird ausgeführt, dass dauerhafte und strukturell bedingte Ungleichgewichte zwischen den Euro-Kernstaaten und den Euro-Südsaaten wahrscheinlich sind. Deshalb ist der Währungsraum auf Finanztransfers und Haftungsübernahmen zugunsten der Euro-Südstaaten angewiesen, wenn er ökonomisch überleben will. Allerdings sind einseitige Transfers nur dann langfristig politisch tragbar, wenn sie unmittelbar demokratisch legitimiert werden. Andernfalls könnte das gesamte Projekt der europäischen Einigung am Konflikt über den Währungsraum zugrunde gehen.

Inhalt

1.	Der Verlauf der Eurokrise bis 2012	1
2.	Die unmittelbaren Krisenursachen	3
3.	Die bisherigen Maßnahmen zur Stabilisierung der Eurozone	5
4.	Die gegenwärtige Situation in der Eurozone	9
5.	Die Risiken für die Eurozone	10
6.	Die Zukunft der Eurozone	12
6.1	Die tieferen Krisenursachen	12
6.2	Vorschläge zur langfristigen Stabilisierung der Eurozone	14
6.2.1	Weitere Integration der Produkt-, Arbeits- und Kapitalmärkte	15
6.2.4	Gemeinsame Fiskalpolitik.....	22
6.2.5	Gemeinsame Finanzinstrumente	24
6.2.4	Die „deutsche Sichtweise“	26
6.3	Bewertung der Vorschläge zur Stabilisierung der Eurozone	30
6.4	Ein wahrscheinliches Szenario.....	31
6.4.1	Vorüberlegungen	31
6.4.2	Beschreibung des Szenarios	34
6.4.3	Politökonomische Bedingungen für das Überleben der Eurozone	35
7.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen.....	38
	Literaturverzeichnis	43

1. Der Verlauf der Eurokrise bis 2012

In den ersten Jahren des Euro schienen sich die Vorteile einer gemeinsamen Währung in den späteren Krisen-Staaten Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien (GIIPS) zu verwirklichen. Durch die einheitliche Währung hatten Investoren und Exporteure die Sicherheit, dass ihre Einnahmen und Gewinne nicht mehr durch Wechselkursschwankungen gefährdet wurden. Des Weiteren galt die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihrer Verpflichtung zur Sicherung der Preisstabilität als glaubwürdige Garantin niedriger Inflationsraten.

Tatsächlich sanken die Inflationsraten und auch die Zinssätze für die Staatsanleihen der GIIPS-Staaten. Letztere näherten sich dem tiefen deutschen Niveau an. Das war ein Zeichen dafür, dass die Banken und andere Investoren eine Verringerung der Risiken in diesen Ländern vermuteten. Entsprechend flossen größere Mengen Kapital in Form von Krediten aus den „Euro-Kernstaaten“ (z.B. Deutschland, Frankreich, Niederlande) in die GIIPS.

Diese Kapitalströme wurden über die Zeit problematisch, da erhebliche Teile der Kredite nicht zur Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Produktivität genutzt wurden, sondern für staatlichen Konsum und zum Immobilienbau (Baldwin & Giavazzi, 2015). Steigende Löhne und Gehälter verminderten die Wettbewerbsfähigkeit der exportorientierten Sektoren. Die erhöhte Nachfrage wurde über Importe aus den Euro-Kernstaaten befriedigt. Es bauten sich größere Außenhandelsungleichgewichte auf mit Überschüssen in den Kernstaaten und Defiziten in den GIIPS. Die privaten und staatlichen Auslandsschulden der GIIPS wuchsen schließlich auf nicht tragfähige Höhen. Dies offenbarte der Ausbruch der globalen Finanzkrise, die gleichzeitig der Auslöser der Eurokrise war. Seit dem Jahre 2008, in dem auch die Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers stattfand, stiegen die Zinssätze und damit die Risikoaufschläge für die GIIPS im Vergleich zu den deutschen wieder kräftig an: Die Investoren zogen zunehmend die Zahlungsfähigkeit der GIIPS-Staaten in Zweifel. Die Kapitalströme aus den Kernstaaten kamen zum Erliegen und Griechenland war das erste Land, das seinen Staatshaushalt nicht mehr über die Verschuldung auf den freien Kapitalmärkten finanzieren konnte. Im Mai 2010 erhielt Griechenland das erste Rettungspaket

(Greek Loan Facility) in Form bilateraler Kredite der anderen Eurostaaten. Die Finanzhilfen beliefen sich damals auf rd. 80 Mrd. Euro (Europäische Kommission, 2018a).

Damit hatten die Regierungen der Eurozone eigentlich gegen die so genannte „No-Bail-Out“-Klausel des Maastricht-Vertrages verstoßen, die vorsieht, dass kein Euroland für die Schulden eines anderen Eurolandes haften darf. Diese Regelung soll vermeiden, dass sich ein Staat auf Kosten der Gemeinschaft zu sehr verschuldet im Vertrauen darauf, dass die anderen ihn im Notfall finanziell unterstützen. Aber genau hierfür haben sich die Euro-Regierungschefs im Jahre 2010 entschieden. Für diesen Verstoß gab es vermutlich zwei Beweggründe: Zum einen das politische Ziel, den Euroraum nicht auseinanderbrechen zu lassen, und zum anderen die Befürchtung von so genannten Ansteckungseffekten, d.h. dass ein Zahlungsausfall Griechenlands die kreditgebenden Geschäftsbanken in anderen Eurostaaten zu Fall bringen könnte. Hier wären v.a. auch deutsche und französische Banken betroffen gewesen (Baldwin & Giavazzi, 2015).

Denn von Anfang an war die Eurokrise nicht nur eine Verschuldungskrise von privaten Haushalten, Firmen und Staaten, sondern auch eine Bankenkrise, die durch die enge Verflechtung von Banken und Staaten verstärkt wurde. Die Staaten sind bzw. waren darauf angewiesen, dass die Banken ihnen Kredite geben, in dem sie ihre Staatsanleihen aufkaufen. Und andererseits brauchten etliche Banken, die im Vorlauf zur globalen Finanzkrise zu viele notleidende Kredite angehäuft hatten, staatliche Unterstützung, um ihren Kollaps und damit auch den Kollaps des gesamten Finanzsystems zu vermeiden. Aus dieser wechselseitigen Abhängigkeit entwickelte sich ein Teufelskreis: Die Banken konnten die Staaten nicht mehr unterstützen und die Staaten nicht mehr die Banken.

Staatliche Bankenrettungen waren es auch, die Irland im Jahre 2011 (85 Mrd. Euro; Europäische Kommission, 2018b) und Spanien 2012 (100 Mrd. Euro; Europäische Kommission, 2018c) unter die europäischen Rettungsschirme getrieben haben. Im Jahr vor dem Beginn der globalen Finanzkrise 2007 waren deren Schulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt mit 23,6 % in Irland und 38,9 % in Spanien noch auf niedrigem Niveau (IWF, 2017). Mit dem Platzen der Immobilienblasen in beiden

Ländern gerieten die dortigen Bankensysteme in eine Schieflage. Sie wurden indirekt über die Euro-Rettungsschirme von den anderen Eurostaaten gestützt, da Spanien und Irland allein überfordert gewesen wären.

Aus der Gruppe der GIIPS erhielt schließlich Portugal im Jahre 2011 noch Unterstützung in Höhe von 78 Mrd. Euro (Europäische Kommission, 2018d). Lediglich Italien hat es geschafft, ohne ein direktes Rettungsprogramm auszukommen, wohl auch deshalb, weil es im Vergleich zu den anderen GIIPS-Staaten nur ein geringes Außenhandelsdefizit aufwies und ausländische Gläubiger eine geringere Rolle spielten (Baldwin & Giavazzi, 2015).

Es hat sich gezeigt, dass das Krisenmanagement der Euroregierungen inklusive der Rettungsschirme, die sie ins Leben gerufen haben, nicht ausreichend war, um die Lage auf den Finanzmärkten endgültig zu beruhigen. Die Zinsen auf Staatsanleihen der GIIPS-Staaten und damit die Kosten für die Refinanzierung ihrer Schulden blieben auf einem gefährlich hohen Niveau. Die Lage entspannte sich erst als der Präsident der EZB, Mario Draghi, im Juli 2012 in einer Rede verkündete, dass die EZB alles tun werde, um den Euroraum zu retten („whatever it takes“). Dies beruhigte die Investoren, da sie nun wussten, dass die Notenbank bereit ist, unbegrenzt Staatsanleihen der Euroländer aufzukaufen und diese somit nicht mehr ausfallen können.

2. Die unmittelbaren Krisenursachen

Neben den grundsätzlichen Problemen einer Währungsunion, die zu Krisen führen können, lassen sich einige Eurozonen-spezifische, unmittelbare Krisenursachen identifizieren (die grundsätzlichen Probleme werden im Abschnitt 6.1 diskutiert):

1. Eine unzureichende Bankenregulierung und die enge Verflechtung von Banken und Staaten

Die bestehenden nationalen Bankenregulierungen haben offensichtlich nicht ausgereicht, ein Übergreifen der US-Finanzkrise auf Europa zu verhindern. Insbesondere war die Eigenkapitalausstattung des Bankensektors zu gering. Mit höherem Eigenkapital hätten die Banken mehr Kreditausfälle

kompensieren und damit ihre Zahlungsfähigkeit besser absichern können. Darüber hinaus halten viele europäische Banken nach wie vor große Mengen von Staatsanleihen ihres eigenen Landes, was zu dem oben beschriebenen Teufelskreis aus Banken- und Staatsschuldenkrise geführt hat (siehe Abschnitt 1). Dazu beigetragen hat die Regelung, dass Banken Staatsanleihen als risikofrei einstufen dürfen – gleichgültig wie hoch das tatsächliche Ausfallrisiko eines Landes ist (Meyland & Schäfer, 2017).

2. Die Unglaubwürdigkeit der No-Bail-Out-Vorschrift des Maastricht-Vertrages

Mit dem Beginn des Euros verschwanden die „Risikoaufschläge“ auf die Staatsanleihen der GIIPS-Staaten im Vergleich zu Deutschland. Deutschland ist derjenige Staat der Eurozone, dem die Investoren die geringste Wahrscheinlichkeit zuordnen, die fälligen Anleihen nicht zurückzahlen zu können. Vor der Einführung des Euros waren Investoren nur dann bereit z.B. eine spanische Staatsanleihe zu kaufen, wenn das gegenüber Deutschland erhöhte Ausfallrisiko mit einem höheren Zinssatz, dem Risikoaufschlag, kompensiert wurde. Wäre die No-Bail-Out-Regelung glaubwürdig gewesen, d.h. hätten die Finanzakteure tatsächlich geglaubt, dass kein Eurostaat für die Schulden eines anderen haftet, hätten sie auch nach Einführung des Euro Risikoaufschläge für die GIIPS-Staaten verlangt. Dies war aber nicht der Fall – sie haben zu Recht vermutet, dass die Euroregierungen das Auseinanderbrechen des Währungsraums unter allen Umständen vermeiden würden, weil die politischen und finanziellen Kosten hierfür zu hoch wären. Durch das Verschwinden der Risikoaufschläge konnten sich die GIIPS-Staaten zu geringen Kosten verschulden, was das Entstehen einer nicht tragfähigen Verschuldung maßgeblich unterstützt hat.

3. Das Nicht-Einhalten vertraglicher Regelungen zur Schuldenbegrenzung

Die No-Bail-Out-Vorschrift ist nicht die einzige vertragliche Regelung, die nicht eingehalten wurde. Für Haushaltsdisziplin sollte der Stabilitäts- und Wachstumspakt sorgen, der eine Staatsverschuldung von maximal 60 % und ein Haushaltsdefizit von maximal 3 % des BIP vorsieht. Bis einschließlich

2007, dem letzten Jahr vor der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise, haben die heutigen 19 Eurostaaten 35 Mal gegen die 3 %-Defizitregelung verstoßen. Und die Staatschuldenquote von maximal 60 % wurde in jenem Jahr immer noch von 7 Staaten überschritten (ifo Institut, 2016).

4. *Das Fehlen eines Krisenmechanismus*

Es gab keine Vereinbarungen, was im Falle eines drohenden Staatsbankrotts hätte unternommen werden sollen. Denkbar wäre z.B. die Installation einer Finanzkapazität für kurzfristige Liquiditätshilfemaßnahmen gewesen oder die Einleitung eines geordneten Staatsinsolvenzverfahrens. Ein solches Verfahren würde von vornherein festlegen, wann und inwieweit die Gläubiger an der Wiederherstellung der Zahlungsfähigkeit beteiligt und unter welchen Bedingungen zusätzliche Finanzhilfen zur Verfügung gestellt würden. Ein definierter Krisenmechanismus hätte durch das Herstellen von Vorhersehbarkeit dazu beitragen können, die Verunsicherung in Politik und Märkten zu reduzieren.

3. Die bisherigen Maßnahmen zur Stabilisierung der Eurozone

Die Krisenerfahrungen haben die Eurostaaten veranlasst, eine Reihe neuer Institutionen zu schaffen, die zumindest teilweise die oben beschriebenen Krisenursachen berücksichtigen:

1. *Die Verschärfung der fiskalischen Regeln*

Um in Zukunft die nicht-tragfähige Verschuldung eines Staates zu vermeiden, wurden zusätzliche Vorschriften zur Haushaltsführung geschaffen. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt wurde Ende 2011 durch weitere Gesetze verschärft, z.B. dadurch, dass bei Nichteinhalten Strafverfahren mit monetären Sanktionen möglich sind. Der 2012 neu vereinbarte „Fiskalpakt“ sieht ein jährliches strukturelles Defizit von maximal 0,5% des BIP vor sowie die Verankerung dieses Haushaltsziels in nationales Recht. Strukturelles Defizit

bedeutet hierbei, dass das tatsächlich gemessene Defizit um Konjunktur- und Einmaleffekte bereinigt wird. Und im Rahmen des „Europäischen Semesters“ müssen die Staaten seit 2011 ihre Haushalte der Europäischen Kommission zur Prüfung vorlegen, die gegebenenfalls Empfehlungen für Verbesserungen ausspricht (BMF, 2017a).

2. Die Installation des dauerhaften Euro-Rettungsschirms ESM

Wie bereits in Abschnitt 1, der den Verlauf der Eurokrise beschreibt, erwähnt, haben die Euroregierungen unmittelbar in die Finanzmärkte eingegriffen, in dem sie den verschuldeten Staaten Finanzhilfen gewährt haben. Während das erste Griechenland-Rettungspaket noch aus bilateralen Krediten bestand, wurden alle weiteren Kredite und Bürgschaften fast ausschließlich über Finanzierungseinrichtungen zur Verfügung gestellt, die von den Eurostaaten gemeinsam getragen werden (einen kleineren Beitrag leistet auch der Internationale Währungsfonds IWF). Von 2010 bis 2013 handelte es sich dabei um die temporären Rettungsschirme EFSM (Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus) und EFSF (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität). Seit 2013 werden Finanzhilfen nur noch über den dauerhaften Rettungsschirm ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus) abgewickelt, der mit einem Stammkapital von rd. 705 Mrd. Euro und einer Kreditvergabekapazität von 500 Mrd. Euro ausgestattet ist. Sobald Finanzhilfen aus dem ESM beansprucht werden, müssen gleichzeitig wirtschaftspolitische Auflagen zur Schuldenkonsolidierung umgesetzt werden (BMF, 2017b). Der ESM soll helfen, Panikreaktionen von Investoren künftig zu vermeiden, da diese nun damit rechnen können, dass ein Staat und damit auch ihre Investitionen durch den Fonds gestützt werden.

3. Die Schaffung einer Europäischen Bankenunion

Um die Stabilität des Bankensystems zu erhöhen, hat die EZB die zentrale Bankenaufsicht übernommen. Beispielsweise überwacht sie die Einhaltung der Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen oder kann bei Fehlverhalten die Geschäftsaktivitäten einschränken. Ergänzt wird die Aufsicht durch einen einheitlichen Abwicklungsmechanismus für zahlungsunfähige Banken, der

auch eine Beteiligung von Eignern und Gläubigern („Bail-In“) vorsieht (BMF, 2017c). Insgesamt sollen die Risiken für die Steuerzahler verringert und das Übergreifen einer Bankeninsolvenz auf das gesamte Finanzsystem verhindert werden.

Die zentrale Rolle bei der bisherigen Stabilisierung der Eurozone übernehmen allerdings nicht die von den Regierungen neu geschaffenen Institutionen sondern die EZB mit ihren Aufkäufen von Staatsanleihen und mit ihrem so genannten Target-Zahlungssystem (siehe unten).

Wie bereits in Abschnitt 1 beschrieben, hat EZB-Präsident Mario Draghi im Jahre 2012 mit einer Rede, in der er bekannt gab, dass die EZB zur Not unbegrenzt Staatsanleihen aufkauft, die unmittelbare Finanzierungskrise der GIIPS-Staaten beendet. Damit hat sie die ihr ursprünglich vom Maastricht-Vertrag nicht zugeordnete Rolle des „Lender of last resort“ übernommen. Der Lender of last resort ist der „letzte Rettungsanker“, der im Falle einer Finanzmarktkrise mit praktisch unbegrenzten Mitteln den Zusammenbruch des Finanzsystems bzw. die Zahlungsunfähigkeit eines Staates verhindern soll. Diese Funktion wurde im September 2012 institutionalisiert, in dem der EZB-Rat die Möglichkeit von „OMTs“ (= Outright Monetary Transactions) beschlossen hat. Dieses Instrument sieht vor, dass die EZB unbegrenzt Staatsanleihen eines Staates aufkaufen kann, wenn dieser zuvor ein ESM-Programm beantragt und damit den entsprechenden makroökonomischen Konsolidierungsaufgaben zugestimmt hat (EZB, 2012). Obwohl bisher noch kein Land von diesem Instrument Gebrauch gemacht hat, trägt seine bloße Existenz entscheidend zur Beruhigung der Finanzmärkte bei.

Neben der Ankündigung möglicher OMTs sorgt die EZB durch tatsächliche, permanente Aufkäufe von Anleihen für niedrige Zinsen auf den Kapitalmärkten. Dies entlastet die Staatshaushalte der Euroländer, weil die Belastungen durch Zinszahlungen sinken. Damit konnte zumindest bis heute zusammen mit den Krediten aus den Rettungsschirmen die Schuldentragfähigkeit der GIIPS-Staaten gesichert werden. Insgesamt hält die EZB Anleihen von Eurostaaten und Unternehmen im Wert von 2.400 Mrd. Euro (EZB, 2018a; Stand: 30. April), die im Rahmen so genannter „Outright operations“ erworben wurden. Den größten Anteil

mit 1.969 Mrd. Euro macht das „Public sector purchase programme“ aus, bei dem Staatsanleihen der Eurostaaten im Verhältnis zum Anteil der Staaten am EZB-Eigenkapital aufgekauft werden (EZB, 2018a). Zum Vergleich: Das BIP Deutschlands betrug im Jahre 2016 3.144 Mrd. Euro und das gesamte Steueraufkommen war 706 Mrd. Euro (Statistisches Bundesamt, 2018a, 2018b).

Eine wesentliche Rolle bei der Stabilisierung der GIIPS-Staaten spielt darüber hinaus das Target-System der EZB, über das der Zahlungsverkehr zwischen den Eurostaaten abgewickelt wird.

Überweisungen zwischen den Geschäftsbanken zweier Eurostaaten werden mit der EZB als Mittlerin über die jeweiligen nationalen Notenbanken abgewickelt. Überweist z.B. ein Italiener im Rahmen eines Warenkaufs über seine Geschäftsbank Geld nach Deutschland, wird das Konto dieser Geschäftsbank bei der italienischen Notenbank mit dem entsprechenden Betrag belastet. Die italienische Notenbank veranlasst sodann über Target, dass das Geld von der Bundesbank an die Geschäftsbank des deutschen Warenlieferanten ausbezahlt wird. Dadurch entstehen eine Forderung der Bundesbank gegenüber der EZB und gleichzeitig eine Verbindlichkeit der italienischen Notenbank gegenüber der EZB. Target-Forderungen und -Verbindlichkeiten können durch alle denkbaren grenzüberschreitenden Transaktionen ausgelöst werden, z.B. auch durch Wertpapierkäufe und -verkäufe oder Kreditzahlungen.

Bis zum Ausbruch der Eurokrise war dieser Mechanismus unproblematisch, da in der Regel auch Geldmittel in die Gegenrichtung, also in obigem Fall von der Deutschen Bundesbank zur italienischen Notenbank, geflossen sind. Dies geschah oftmals in Gestalt privater Kredite, also z.B. eines Kredites, den eine deutsche Geschäftsbank dem italienischen Käufer gewährt hat. Damit haben sich die Forderungen und Verbindlichkeiten der Notenbanken – die so genannten Target-Salden – gegenüber der EZB wieder ausgeglichen.

Mit dem Ausbruch der Krise allerdings versiegte der Kapitalfluss von den Eurozonen-Kernstaaten in die GIIPS-Staaten schlagartig. Somit wurden Kredite für Importe nicht mehr von privater Seite übernommen, sondern vom Eurosystem gewährt, das damit auch die Ausfallrisiken übernimmt (Sinn & Wollmershäuser, 2012).

Des Weiteren resultieren die Target-Salden aus der Kapitalflucht von GIIPS-Staaten in die Kernstaaten sowie aus den Staatsanleihen-Aufkäufe der GIIPS-Notenbanken im Rahmen der EZB-Programme (Deutsche Bundesbank, 2017).

Insgesamt trägt das Target-System somit zur Stabilisierung der Eurozone bei: Es hilft Leistungs- und Kapitalbilanzungleichgewichte zu überbrücken, ohne dass zusätzliche Euro-Rettungsschirme aktiviert werden müssten.

Über die Zeit haben sich folgende Forderungen bzw. Verbindlichkeiten aufgebaut: Ende März 2018 sind die drei Länder mit den größten Target-Forderungen bzw. - Risikoübernahmen Deutschland (923,5 Mrd. Euro), Luxemburg (196,8 Mrd. Euro) und die Niederlande (112,4 Mrd. Euro). Die drei Staaten mit den größten Target-Verbindlichkeiten sind Italien (442,5 Mrd. Euro), Spanien (381,4 Mrd. Euro) und Portugal (82,9 Mrd. Euro) (EZB, 2018b).

Ein grundsätzliches Problem ergibt sich daraus, dass die Target-Verbindlichkeiten nicht mit Vermögengegenständen abgesichert werden, die von den entsprechenden Notenbanken hinterlegt werden müssten (z.B. Gold). Die Nichtbesicherung wird spätestens dann relevant, wenn ein Staat mit negativem Target-Saldo aus dem Euroverbund austritt. Dann besteht die Gefahr, dass dieses Land seine Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem nicht mehr bedient und die Verluste von den verbleibenden Notenbanken bzw. deren Staaten übernommen werden müssen.

4. Die gegenwärtige Situation in der Eurozone

Der Euroraum erholte sich bisher im Vergleich zu anderen entwickelten Volkswirtschaften wie den USA nur langsam von der Folgen der globalen Finanzkrise (Europäische Kommission, 2017a). Allerdings lag das reale (inflationsbereinigte) Wirtschaftswachstum 2017 mit 2,4 % auf dem höchsten Wert seit dem Jahr 2007 (Europäische Kommission, 2018e).

Die zuletzt positive Entwicklung sollte aber nicht darüber hinweg täuschen, dass weiterhin erhebliche Unterschiede in der Wettbewerbsfähigkeit zwischen den Staaten bestehen. Laut einer im Dezember 2017 von der EZB selbst veröffentlichten Studie

konnten die südeuropäischen Euroländer seit Einführung der gemeinsamen Währung 1999 den Abstand ihres realen Pro-Kopf-Einkommens zum EU-Durchschnitt nicht verringern (del Hoyo, Dorrucchi, Heinz & Muzikarova, 2017).

Bis auf Irland, wo sich die Lage seit 2012 spürbar gebessert hat, bleibt die ökonomische und finanzielle Situation in den GIIPS-Staaten kritisch. Beispielsweise sind die Arbeitslosenquoten 2017 außer in Irland noch überall auf hohem bis sehr hohem Niveau, was vor allem in sozialer und politischer Hinsicht problematisch ist: In Griechenland sind es 22,3 %, in Italien 11,4 %, in Portugal 9,7 % und in Spanien 17,1 % (zum Vergleich: Deutschland 3,8 %) (IWF, 2017). Ein besonders gravierendes soziales und politisches Problem ergibt sich aus der hohen Jugendarbeitslosigkeit: Griechenland 38,4 %, Italien 28,4 %, Portugal 20,8 % und Spanien 33,3 %, (Deutschland 6,2 %) (der 15-29-Jährigen im Jahre 2016, Eurostat, 2018). Die Staatsverschuldung hat sich im gleichen Zeitraum in keinem der südeuropäischen GIIPS verringert. Sie ist überall bis auf Portugal gestiegen: In Griechenland betrug sie 2017 180 % des BIP, in Italien 133 %, in Spanien 99 % und in Portugal ist sie mit 126 % praktisch unverändert (Deutschland 65 %) (IWF, 2017).

5. Die Risiken für die Eurozone

Ein Teil der Staatsschulden von Griechenland, Irland, Portugal und Spanien ergeben sich aus den von den Eurostaaten und dem IWF zur Verfügung gestellten Rettungsschirmen (siehe Abschnitt 3). Im Januar 2018 betrugen die ausstehenden Finanzhilfen insgesamt 366,4 Mrd. Euro. Der größte Anteil hiervon ist Griechenland zuzurechnen mit 232,7 Mrd. Euro (128,5 % des BIP von 2017), dann Portugal 54,8 Mrd. Euro (28,3 %), Irland 40,2 Mrd. Euro (13,9 %), Spanien 31,7 Mrd. Euro (2,7 %) und schließlich Zypern 7 Mrd. Euro (37,4 %; das Land erlebte im Jahre 2013 eine Bankenkrise). Die drei größten Haftungsanteile an den Rettungsschirmen tragen Deutschland mit 96,5 Mrd. Euro, Frankreich mit 73,3 Mrd. Euro und Italien mit 63,9 Mrd. Euro (alle Angaben zu Finanzhilfen und Haftungsanteilen: ifo Institut, 2018). Die durchschnittliche Laufzeit der gewährten Kredite beträgt für Spanien 12,5 Jahre (ESM), für Irland und Portugal 20,8 Jahre (EFSF) und für Griechenland 32,5 Jahre (EFSF) und 30,2 Jahre (ESM) (BMF, 2017d). Ausstehende Finanzhilfen sind ein

Risiko, weil sie erstens die Schulden der unterstützten Staaten erhöhen und weil sie zweitens bei Ausfall die Gläubigerstaaten finanziell und politisch belasten.

Ein weiterer Risikofaktor bleibt die oben beschriebene wechselseitige Abhängigkeit von Staaten und Bankensystem: Die Banken einiger europäischer Staaten halten nach wie vor in großem Umfang Staatsanleihen ihres Heimatlandes. Unter den größeren Ländern ist insbesondere Italien gefährdet. Die italienischen Banken könnten durch höhere Zinsen in Bedrängnis gebracht werden: Der Wert der von ihnen gehaltenen italienischen Anleihen könnte in einem kritischen Ausmaß sinken und damit beispielsweise ihre Fähigkeit beeinträchtigen, sich kurzfristig Liquidität zu beschaffen (Bénassy-Quéré & Giavazzi, 2017; Meyland & Schäfer, 2017).

Hier zeigt sich die stabilisierende Wirkung der Staatsanleihen-Aufkäufe der EZB, die das Zinsniveau senken. Andererseits entsteht eine gefährliche Abhängigkeit von der Zentralbank. Sollte die EZB einmal gezwungen sein, das Aufkauf-Programm zu beenden – etwa weil die Inflationsrate durch ihre expansive Geldpolitik und eine anziehende Konjunktur über die Zielmarke von 2 % steigt – könnte dies beispielsweise den italienischen Staat und den italienischen Bankensektor entsprechend destabilisieren.

Eine so genannte Zinswende nach oben könnte weiterhin den Nicht-Banken-Sektor in Schwierigkeiten bringen, da der Erfolg von Unternehmen auch vom Zugang zu günstigen Krediten abhängt. Das gilt umso mehr, wenn die Unternehmen bereits durch Altschulden aus Zeiten der Finanzkrise belastet sind. Einen kritischen Anteil von Unternehmen, die durch eine Zinswende gefährdet würden, weisen laut einer Studie von Wissenschaftlern des IW Köln Griechenland (9,4 % der Unternehmen), Italien (8,5 %), Frankreich (5,7 %) und Spanien (5,1 %) auf (zum Vergleich: Deutschland: 0,7 %) (Bendel, Demary & Voigtländer, 2017).

Altschulden sind es auch, die von den Unternehmen negativ auf die Banken zurückwirken. In den von der EZB beaufsichtigten „signifikanten“ Banken der Eurozone befinden sich auch rund 10 Jahre nach dem Beginn der globalen Finanzkrise immer noch notleidende Kredite – so genannte „Non-performing loans“ (NPLs) – im Wert von rd. 759 Mrd. Euro. NPLs sind Kredite, die seit mehr als 90 Tagen überfällig sind oder bei denen der Kreditnehmer seinen

Zahlungsverpflichtungen wahrscheinlich nicht mehr vollständig nachkommen kann (EZB, 2017). Auch hier weist Italien unter den drei großen Ländern des Euroraums die höchste Quote auf mit 11,9 % NPLs in Relation zu allen Bankkrediten (Frankreich 3,2 %, Deutschland 2,0 %). In absoluten Zahlen sind dies in Italien NPLs im Wert von rd. 196 Mrd. Euro. In den restlichen GIIPS-Staaten sind die Quoten 46,6% für Griechenland, 18,1 % Portugal, 12,2 % Irland und 4,8% Spanien (alle Zahlenangaben zu NPLs beziehen sich auf das 3. Quartal 2017: EZB, 2018c).

Neben einem Anstieg der Inflation birgt die Niedrigzinspolitik der EZB ein weiteres Risiko: Da sich mit Finanzinvestitionen in relativ sichere Anlagen wie deutsche Staatsanleihen fast keine Renditen erwirtschaften lassen, weichen Investoren in andere Vermögensklassen wie Aktien oder Immobilien aus. Das zeigt sich u.a. in steigenden Immobilienpreisen wie sie sich gegenwärtig in Deutschland und in größerem Ausmaß auch in anderen Euroländern beobachten lassen, etwa in Belgien oder in den Niederlanden (Sachverständigenrat, 2017). Fließt zu viel Kapital in eine Anlageklasse, können sich so genannte „Vermögenspreisblasen“ bilden, bei denen sich die Marktpreise zunehmend vom tatsächlichen Wert des Anlageobjektes nach oben entfernen. Am Ende des Prozesses kommt es zu einer drastischen Wertberichtigung: Die Vermögenspreisblase platzt und Investoren, die zu überhöhten Preisen gekauft haben, geraten in finanzielle Schwierigkeiten. Beispielsweise war eine der Ursachen der globalen Finanzkrise 2007 das Platzen einer Immobilienpreisblase in den USA.

6. Die Zukunft der Eurozone

6.1 Die tieferen Krisenursachen

Eine Diskussion über eine langfristige Stabilisierung der Eurozone sollte bei den tieferen Ursachen ihrer Instabilität ansetzen, um nachhaltige Lösungen aufweisen zu können.

Um bestmöglich auf außergewöhnliche Ereignisse reagieren zu können, muss eine Volkswirtschaft ihre Geldpolitik auf ihre Fiskalpolitik (Steuer- und Ausgabenpolitik) abstimmen können. Beispielsweise führte die Deutsche Einheit 1990 zu stark

steigenden Staatsausgaben Westdeutschlands und einem Wirtschaftsboom, der zu hoher Inflation führte. Entsprechend erhöhte die Bundesbank die Zinssätze, um einer Überhitzung der Wirtschaft entgegenzuwirken und Preisstabilität zu gewährleisten (Krugman, Obstfeld & Melitz, 2018). Eine solche maßgeschneiderte Geldpolitik ist in der Eurozone nicht möglich, da der Währungsraum über 19 Volkswirtschaften mit potenziell unterschiedlichen Konjunkturverläufen und national unterschiedlich geprägten Fiskalpolitiken verfügt.

Ein Land, das einer Währungsunion beitrifft, verzichtet also auf die stabilisierenden Effekte einer eigenständigen Geldpolitik. Insbesondere verzichtet es im Falle einer Finanz- und Staatsschuldenkrise auf die Möglichkeit, den Finanzsektor mit den unbegrenzten Mitteln der eigenen Zentralbank zu unterstützen (Lender of last resort) oder die Staatsanleihen über hohe Inflationsraten real zu entwerten und damit die Schuldenlast zu mindern.

Eine Volkswirtschaft ohne Zentralbank verzichtet weiterhin auf eine eigenständige Währungspolitik. Leidet ein eigenständiges Land beispielsweise an einer Exportschwäche, könnte es seinen Exportsektor durch eine Abwertung der eigenen Währung unterstützen, weil dann seine Produkte im Ausland günstiger würden. Befindet sich das Land hingegen in einer Währungsunion, ist das nicht mehr ohne Weiteres möglich, da andere Mitgliedsländer eventuell keine Exportschwäche aufweisen und die höheren Importpreise vermeiden möchten, die mit einer Abwertung der gemeinsamen Währung verbunden wären.

Andererseits muss es Gründe geben, warum sich Länder dafür entscheiden, einen gemeinsamen Währungsraum zu bilden. Im Falle der Eurozone gibt es den politischen Grund, mit einer Währungsunion die Einigung Europas entscheidend voranzutreiben. Es gibt aber auch wirtschaftliche Vorteile.

Die wirtschaftlichen Vorteile für ein Land, das einem einheitlichen Währungsraum beitrifft, ergeben sich vor allen Dingen aus der Beseitigung von Wechselkursschwankungen. Umtauschkosten entfallen und Investoren sowie Exporteure und Importeure sind nicht mehr mit den kostenträchtigen Risiken schwankender Wechselkurse konfrontiert. Verbraucher können die Preise der Produkte in verschiedenen Ländern direkt vergleichen – der Wettbewerb steigt mit

seinen positiven Wirkungen auf Preise und Qualität. Entsprechend ist der Nutzen eines Landes aus dem Beitritt zu einer Währungsunion umso höher, je offener dessen Volkswirtschaft ist, d.h. desto mehr Handel und Kapitalaustausch mit den anderen Ländern der Union stattfindet.

Aus ökonomischer Perspektive resultiert die Eurokrise somit aus den Nachteilen des Verzichts auf eine eigenständige Geld- und Währungspolitik, die nicht durch die Vorteile einer gemeinsamen Währung (über-)kompensiert werden.

6.2 Vorschläge zur langfristigen Stabilisierung der Eurozone

Die oben beschriebenen Vorteile und Nachteile für ein Land, das einer Währungsunion beiträgt, werden in der so genannten „Theorie der Optimalen Währungsräume“ näher analysiert. Sie wurde in einer Reihe von Literaturbeiträgen verschiedener Autoren entwickelt, an deren Anfang der wegweisende Artikel des kanadischen Ökonomen Mundell aus dem Jahre 1961 steht.

Gemäß der Theorie der Optimalen Währungsräume gibt es im Wesentlichen eine Bedingung, die erfüllt sein muss, damit die Vorteile die Nachteile überwiegen und somit eine Währungsunion stabil sein kann: Die Produkt-, Arbeits- und Kapitalmärkte müssen möglichst gut funktionieren und über Ländergrenzen hinweg verbunden (integriert) sein. Darüber hinaus sollte es zum Ausgleich unterschiedlicher wirtschaftlicher Entwicklungen fiskalische Transfers zwischen den Regionen geben können (Kenen, 1969).

An diesen Erkenntnissen orientiert sich auch die gegenwärtige wissenschaftliche und politische Diskussion darüber, wie im Euroraum künftig krisenhafte Zuspitzungen vermieden und die Konvergenz der wirtschaftlichen Lebensbedingungen (z.B. reales Pro-Kopf-Einkommen) vorangetrieben werden können.

Im folgenden Abschnitt 6.2.1 wird der Integrationsgrad von Produkt-, Arbeits-, und Kapitalmärkten diskutiert. Die Vorschläge in Abschnitt 6.2.2. „Gemeinsame Fiskalpolitik“ und 6.2.3 „Gemeinsame Finanzinstrumente“ setzen entweder direkt bei den oben erwähnten fiskalischen Transfers an oder fordern – eng damit

zusammenhängend – eine gemeinsame Haftung der Mitgliedsländer. Abschnitt 6.2.4. befasst sich mit der so genannten „deutschen Sichtweise“, die fiskalische Transfers und gemeinsame Haftung kritisch sieht und stattdessen die finanzielle Eigenverantwortung der Staaten betont.

6.2.1 Weitere Integration der Produkt-, Arbeits- und Kapitalmärkte

Wie die folgenden Überlegungen zeigen, sind Funktionsfähigkeit und Integrationsgrad der Produkt-, Arbeits- und Kapitalmärkte nicht hoch genug und es deutet auch wenig darauf hin, dass sich dies kurz- bis mittelfristig ändern wird. Ein wesentlicher Grund hierfür sind die großen Unterschiede in der Qualität der Institutionen zwischen den Kern- und Euro-Südstaaten.

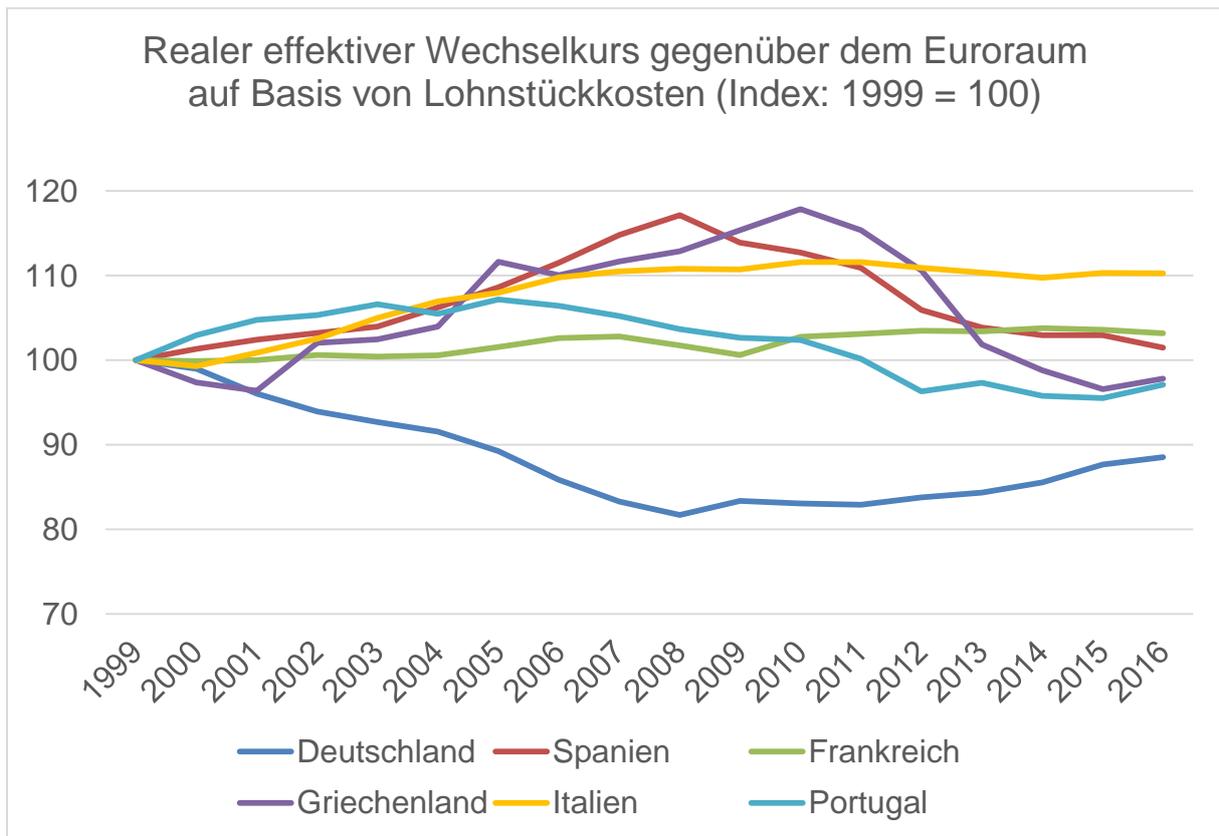
Funktionierende und integrierte Produktmärkte bedeutet vor allem, dass die Länder der Eurozone untereinander eine hohe Handelsintensität aufweisen sollten. Dies kann einem von einer Rezession betroffenen Land helfen, da es schon durch leichte Preissenkungen einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den anderen Mitgliedern des Währungsraums erhält und so seinen Exportsektor stärken kann. Die Frage, ob die Handelsintensität innerhalb des Euroraums bereits so ausgeprägt ist, dass sie in dieser Hinsicht als optimaler Währungsraum gelten kann, ist bisher nicht klar zu beantworten (Krugman, Obstfeld & Melitz, 2018). Sie ist zu verneinen, wenn man dem Dienstleistungssektor und den Märkten für Energie, Transport und Telekommunikation eine hohe Bedeutung beimisst. Denn diese Märkte sind immer noch stark fragmentiert (Micossi, 2016).

Hinsichtlich der Arbeitsmärkte könnten die volkswirtschaftlichen Kosten hoher Arbeitslosigkeit in Südeuropa durch hohe Arbeitsmobilität reduziert werden. Arbeitslose aus dem Süden könnten in die Kernstaaten umziehen und dort offene Arbeitsstellen besetzen. Dieser ausgleichende Effekt bleibt in der Realität der Eurozone allerdings begrenzt, u.a. aufgrund kultureller und sprachlicher Barrieren. Er ist auch spürbar geringer als in den USA, dem Währungsraum, der üblicherweise zum Vergleich herangezogen wird (Beyer & Smets, 2015).

Eine andere Möglichkeit des Ausgleichs ergäbe sich aus einer Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit der Krisenstaaten durch eine Absenkung ihrer so genannten Lohnstückkosten (Lohnniveau relativ zur Produktivität), d.h. einer Euro-internen „realen Abwertung“ der Süd- gegenüber den Kernstaaten. Hier gab es zuletzt Fortschritte in Griechenland, Portugal und Spanien, jedoch bleiben weiterhin spürbare Differenzen in der Wettbewerbsfähigkeit bestehen (siehe Abbildung 1: Eine Absenkung des Index bedeutet eine Abwertung und damit erhöhte Wettbewerbsfähigkeit).

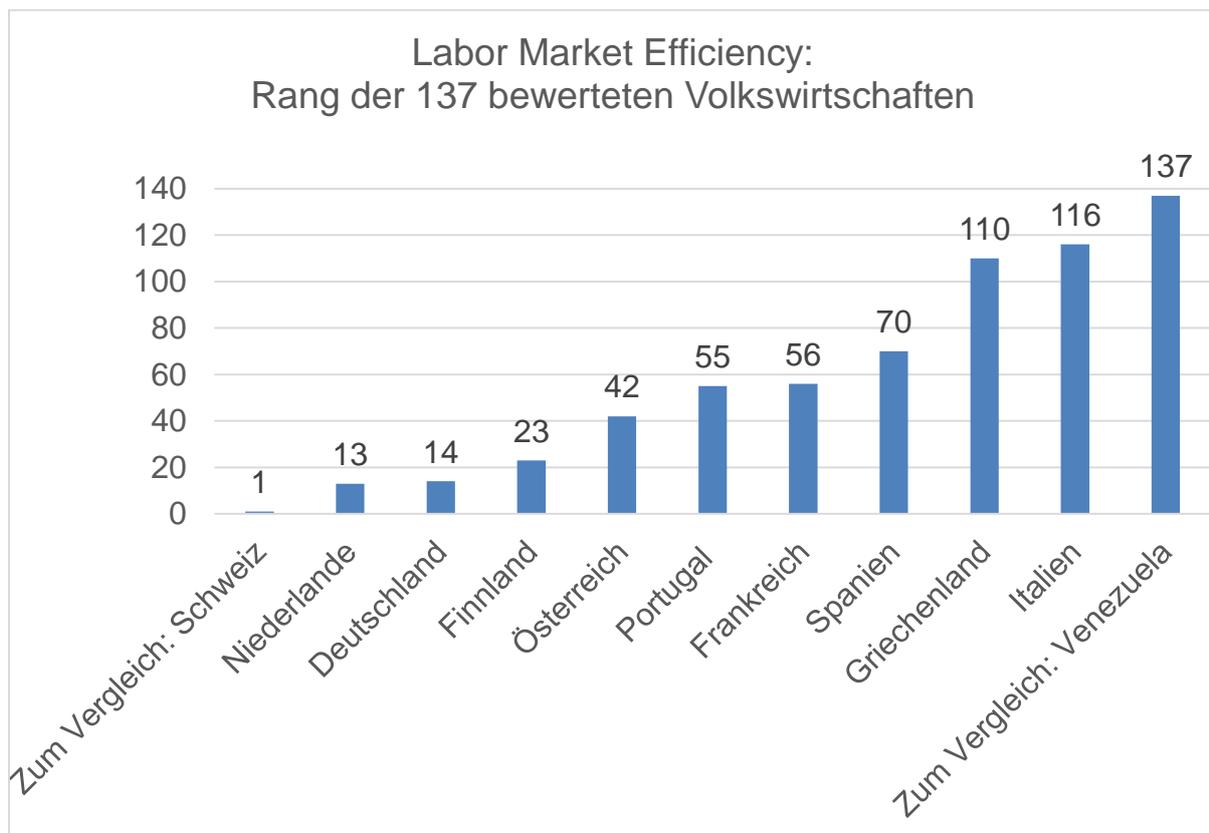
Insgesamt leiden die südeuropäischen Arbeitsmärkte an vergleichsweiser Ineffizienz, wie z.B. Daten des World Economic Forum nahelegen (siehe Abbildung 2). In dessen „Global Competitiveness Report“ wird einmal im Jahr weltweit die Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften anhand von 12 verschiedenen Dimensionen miteinander verglichen. Die hier aufgeführte Dimension „Labor Market Efficiency“ beinhaltet z.B. die Flexibilität der Lohnsetzung, die Fähigkeit von Arbeitgebern und Arbeitnehmern miteinander zu kooperieren und die Verhältnismäßigkeit von Produktivität und Bezahlung.

Abbildung 1



Quelle: Europäische Zentralbank: ECB Real harmonised competitiveness indicator (HCI) unit labor costs in total economy (ULCT) deflated of the national currency against, Euro area 19 currencies excluding the national currency; Darstellung durch Verfasser

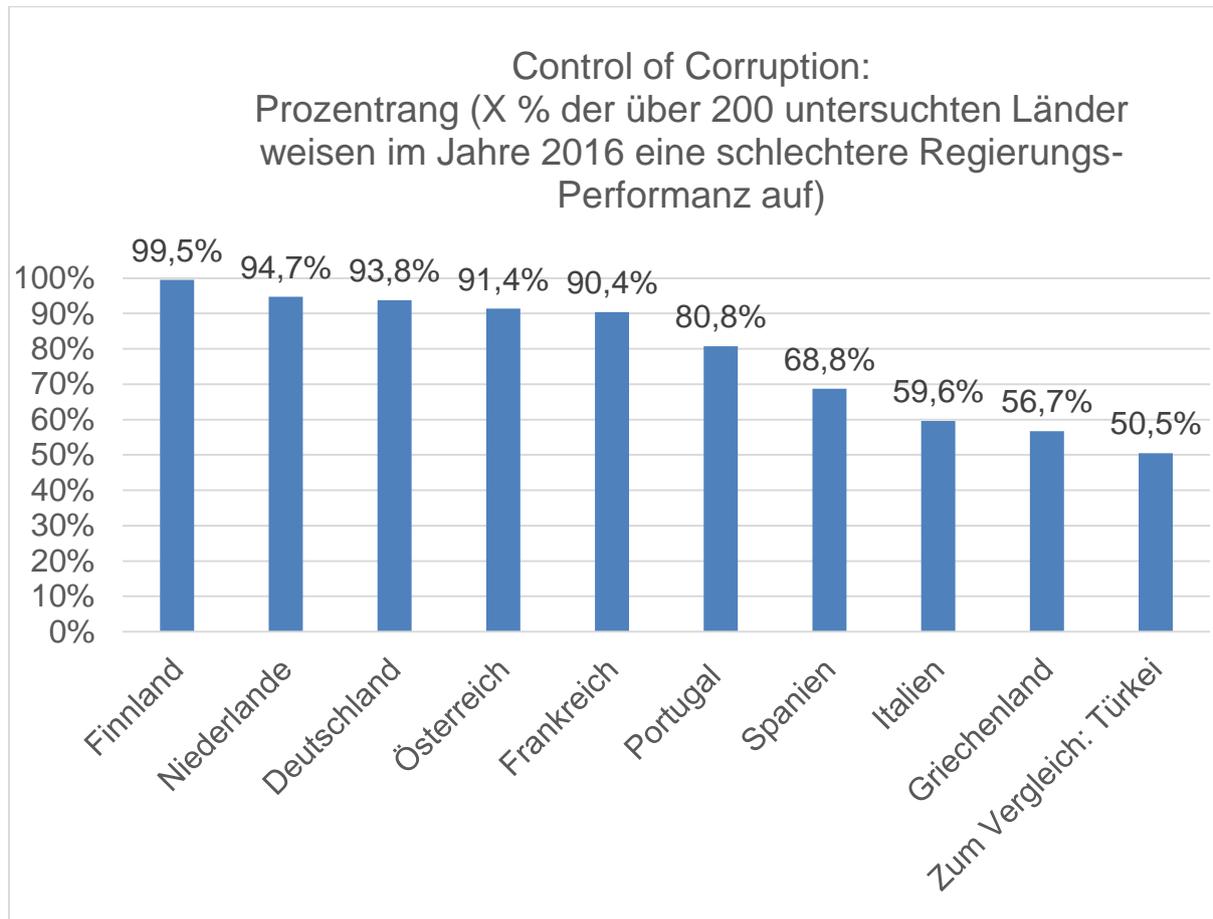
Abbildung 2



Quelle: World Economic Forum (2017): The Global Competitiveness Report 2017-2018; Darstellung durch Verfasser

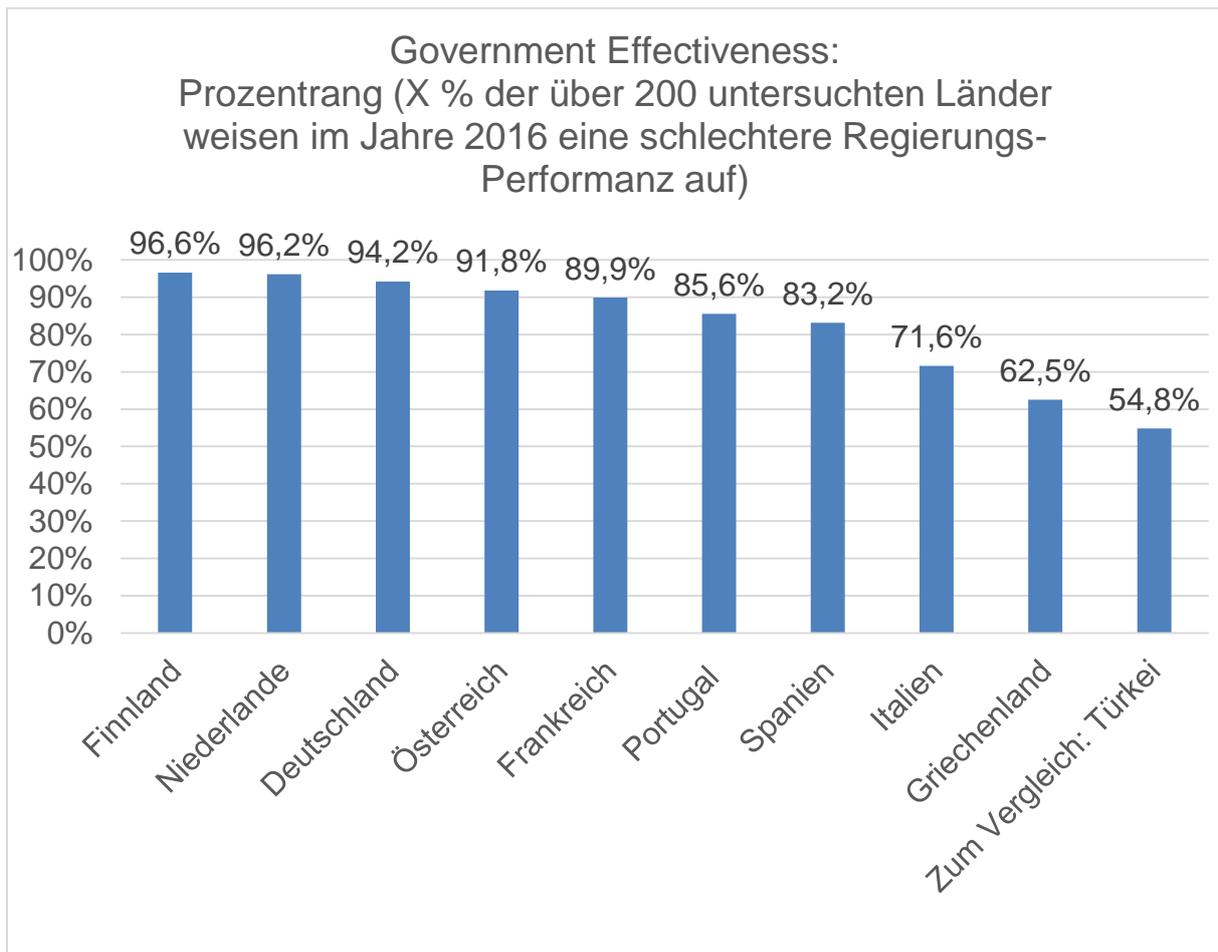
Die Daten des Global Competitiveness Report beruhen zwar im Wesentlichen auf in Fragebögen abzugebenden Einschätzungen, die subjektiv verzerrt sein können, decken sich aber mit anderen Erhebungen und Untersuchungen in der Hinsicht, dass die Euro-Südstaaten in vielen Bereichen gravierende institutionelle Mängel aufweisen (Mängel in Organisationen sowie Regel- und Gesetzssystemen). Abbildung 3 und Abbildung 4 zeigen beispielsweise zwei „Governance Indicators“ der Weltbank. Der Indikator „Control of Corruption“ zeigt an, inwieweit es einer Regierung gelingt bzw. inwieweit sie willens ist, Korruption unter Kontrolle zu halten und der Indikator „Government Effectiveness“ stellt u.a. auf die Qualität öffentlicher Dienstleistungen ab oder die Glaubwürdigkeit der Regierung, angekündigte Maßnahmen auch wirklich umzusetzen.

Abbildung 3



Quelle: The World Bank: The Worldwide Governance Indicators (2017 Update);
Darstellung durch Verfasser

Abbildung 4



Quelle: The World Bank: The Worldwide Governance Indicators (2017 Update);
Darstellung durch Verfasser

Dysfunktionale Institutionen dürften auch ein Grund sein, warum die Kapitalmärkte nicht hinreichend integriert sind und damit nicht wesentlich die Kosten einer fehlenden eigenständigen Geld- und Währungspolitik senken können. Gäbe es beispielsweise keine erhöhten Risiken aus unvorhersehbarer Lohnsetzung oder Korruption, wären Firmen und Banken aus den Kernstaaten womöglich eher bereit gewesen, bereits nach Abflauen der akuten Krise im Jahre 2012 wieder in den Euro-Südstaaten zu investieren.

Die Angleichung der institutionellen Performanz der Euro-Südstaaten an die Kernstaaten dürfte deshalb eine wichtige Voraussetzung für die weitere Integration der europäischen Märkte sein. Allerdings steht eine Verbesserungen der Institutionen

bisher weder im Fokus der politischen noch der wissenschaftlichen Diskussion. Dies ist bemerkenswert, da die Euro-Südsaaten in dieser Hinsicht seit der Euro-Einführung keine Fortschritte gemacht haben, und zwar trotz des zwischenzeitlichen Booms der Jahre 2002 bis 2007 (Papaioannou, 2016). Weiterhin ist es generell schwierig, (ökonomische) Institutionen innerhalb absehbarer Zeiträume weiterzuentwickeln, da sie das Ergebnis der politischen Machtverteilung in einer Gesellschaft sind und die Beharrungskräfte politischer Macht als sehr ausgeprägt gelten können (Acemoglu & Robinson, 2008).

Vergleichsweise unabhängig von der Performanz nationaler Einrichtungen ist hingegen die 2014 neu geschaffene Europäische Bankenunion (siehe Abschnitt 3). Durch diese Unabhängigkeit kann sie einen wesentlichen Beitrag zur Kapitalmarktintegration leisten. Vor allem der einheitliche Abwicklungsmechanismus für insolvente Banken ist von Bedeutung, da er EU-weit die Beteiligung von Eignern und Gläubigern vorsieht (Bail-In). Idealerweise setzt er dadurch mehr Anreize zu risikoadäquatem Management, so dass nicht mehr die Steuerzahler für eine Rettung aufkommen müssen.

In Wissenschaft und Politik werden darüber hinausgehende Vorschläge diskutiert, die zu einer „Vollendung der Europäischen Bankenunion“ führen sollen.

Der deutsche Sachverständigenrat beispielsweise hält höhere Eigenkapitalanforderungen und eine Beendigung der Privilegierung von Staatsanleihen für notwendig. Auch für diese sollen die Banken zukünftig Risikokapital hinterlegen müssen (Sachverständigenrat, 2017). Eine Umsetzung dieser weitergehenden Vorschriften wäre vorteilhaft, da dadurch die Immunität der Banken gegenüber faulen Krediten erhöht und ein Teufelskreis aus Banken- und Staatsschuldenkrise weniger wahrscheinlich wird. Allerdings wird die Umsetzung dieser Forderung politisch schwierig sein, da sie die Interessen von Banken und Staaten unmittelbar berührt: Den Banken würden zusätzliche Kosten aus höheren Eigenkapitalanforderungen entstehen und etliche Euroländer sind immer noch auf die Finanzierung durch ihre Bankensysteme angewiesen.

Des Weiteren hat die Europäische Kommission 2015 in ihrem „Bericht der fünf Präsidenten“ (Juncker, 2015) die Schaffung einer europäischen Einlagensicherung

vorgeschlagen (European Deposit Insurance System – EDIS) und kurze Zeit später auch einen entsprechenden Verordnungsentwurf vorgelegt. Die Kommission argumentiert, dass ein länderübergreifender Pool stärker diversifiziert und finanzkräftiger sei als nur national organisierte Einlagensicherungen. Deshalb sei er langfristig kostengünstiger und biete einen besseren Schutz bei weiteren Finanzkrisen (Juncker, 2015). Von deutscher Seite wird der Vorschlag stark kritisiert, z.B. vom Sachverständigenrat oder der Deutschen Bundesbank (Sachverständigenrat, 2017; Deutsche Bundesbank, 2015): Die Integration der Finanzmärkte sei noch zu gering und die Risiken zwischen den Ländern variierten noch zu stark. Es müssten erst weitere Schritte der Risikoreduktion stattfinden wie die Abschaffung der Privilegierung von Staatsanleihen. Ansonsten bestünde die Gefahr eines so genannten „Moralischen Risikos“ (Moral Hazard), d.h. dass einzelne Banken zu hohe Risiken eingehen in dem Wissen, zur Not von den Bankkunden auch anderer Länder unterstützt zu werden.

Grundsätzlich können der einheitliche Abwicklungsmechanismus mit der Beteiligung von Eignern und Gläubigern und einer Erhöhung des Eigen- bzw. Risikokapitals als Maßnahmen interpretiert werden, die Funktionsfähigkeit des Finanz- bzw. Kapitalmarktes zu verbessern: Wenn Eigner und Gläubiger von Banken damit rechnen müssen, bei zu risikofreudigen Entscheidungen stärker in Haftung genommen zu werden, werden sie risikoadäquate Zinssätze bei der Kreditvergabe verlangen. Dadurch signalisieren die Zinssätze den „richtigen“ Risikopreis an die Kreditnehmer und verhindern die übermäßige Kreditaufnahme.

6.2.4 Gemeinsame Fiskalpolitik

In der Realität einer Währungsunion werden auch integrierte Produkt-, Kapital- und Arbeitsmärkte vermutlich niemals so gut funktionieren, dass es nicht auch immer Branchen und Regionen geben wird, die von wirtschaftlichen Entwicklungen unterschiedlich stark betroffen werden („asymmetrische wirtschaftliche Schocks“). Dies zeigt ein Blick auf föderal organisierte Nationen, die man als einheitlichen Währungsraum der sie konstituierenden Bundesstaaten auffassen kann wie z.B. die USA und Kanada, aber auch Deutschland oder Brasilien. Deshalb gibt es in der Regel fiskalische Ausgleichsmechanismen, die ein zu starkes Auseinanderdriften der

wirtschaftlichen Verhältnisse und damit politische Instabilität verhindern sollen. So verfügen die meisten föderalen Staaten über eine vom Zentralstaat organisierte Arbeitslosenversicherung, die bei asymmetrischen Schocks zu Zahlungsströmen von Regionen mit geringer zu Regionen mit hoher Arbeitslosigkeit führt, und damit letztere wirtschaftlich und finanziell stabilisiert (Allard et al., 2013). Ein weiteres Beispiel ist der deutsche Länderfinanzausgleich, der für „gleichwertige Lebensverhältnisse“ im gesamten Bundesgebiet sorgen soll (Deutscher Bundestag, 2014).

Vorstellungen gemeinsamer Fiskalpolitik entsprechen z.B. die vor Kurzem geäußerten Vorschläge des französischen Präsidenten Emmanuel Macron (Rede an der Sorbonne: „Initiative für Europa“) oder der Europäischen Kommission („Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion“) (Macron, 2017; Europäische Kommission, 2017b).

Emmanuel Macron schlägt einen gemeinsamen Eurozonen-Haushalt vor, der beispielsweise über eine harmonisierte Körperschaftssteuer finanziert werden soll. An dessen Spitze soll ein Eurozonen-Finanzminister stehen und es soll eine „anspruchsvolle parlamentarische Kontrolle auf europäischer Ebene“ stattfinden (Macron, 2017, S. 12, Übersetzung der Französischen Botschaft Berlin). Der Euro-Finanzminister soll mit seinen Mitteln asymmetrische wirtschaftliche Schocks abfedern, aber auch konjunkturunabhängige Investitionsprogramme vornehmen können (z.B. in den „ökologischen Wandel“).

Die Europäische Kommission hält darüber hinaus eine europäische Arbeitslosenrückversicherungsregelung für denkbar, d.h. einen europäischen „Rückversicherungsfonds“, der die nationalen Arbeitslosenversicherungen unterstützt. Sie merkt allerdings auch an, dass solche Regelungen „wahrscheinlich ein gewisses Maß an vorheriger Konvergenz der Arbeitsmarktpolitik und der Merkmale des Arbeitsmarktes voraussetzen“ (Europäische Kommission, 2017b, S. 26).

Der Hintergrund ist, dass ansonsten die Gefahr dauerhafter Transfers zwischen Ländern mit besser funktionierenden und Ländern mit schlechter funktionierenden Arbeitsmärkten besteht, da letztere in der Regel dauerhaft höhere

Arbeitslosenquoten aufweisen. Dies würde die Anreize für die Durchführung von Arbeitsmarktreformen vermindern (Moralisches Risiko). Die Kommission weist deshalb in ihrem Papier darauf hin, dass gemeinsame Mittel den Staaten nur dann bereitgestellt werden sollen, wenn diese sich an die gemeinsamen Regeln solider Haushalts- und Wirtschaftspolitik halten. Dauerhafte Transfers sollen vermieden und Moral-Hazard-Risiken minimiert werden. In der Kommunikation wird normalerweise auch nicht der Begriff „fiskalische Transfers“ benutzt, sondern man spricht beispielsweise von „Fiskalkapazitäten“ oder „Risikoteilung“. Eine länderübergreifende Arbeitslosenversicherung kann als ein Instrument der Risikoteilung angesehen werden, wenn man davon ausgeht, dass erhöhte Arbeitslosenquoten die Folge negativer konjunktureller Schocks sind, die die Mitgliedsstaaten nur zufällig (nicht strukturbedingt) treffen. Über längere Zeiträume würden sich deshalb Zahlungen und Leistungen eines Landes ausgleichen. In diesem Falle würde es keine dauerhaften Transfers aus den Kernstaaten in die Euro-Südstaaten geben.

6.2.5 Gemeinsame Finanzinstrumente

Etliche Vorschläge aus Politik und Wissenschaft sehen die Ergänzung der gemeinsamen Fiskalpolitik durch gemeinsame Finanzinstrumente vor, die unterschiedliche Grade der gemeinsamen Haftung vorsehen. Dadurch sollen mögliche Staatsinsolvenzen mit eventuellem Austritt aus dem Euroraum vermieden werden. Es wird argumentiert, dass ohne diese Instrumente Staatsinsolvenz-Risiken aufgrund der Mängel der Eurozone bestehen blieben, selbst wenn die Krisenstaaten zwischenzeitlich ihre Haushalte in den Griff bekämen und Elemente gemeinsamer Fiskalpolitik tatsächlich eingeführt würden (Bofinger, 2016).

Ein solches Finanzinstrument sind die schon lange diskutierten Eurobonds, bei denen die Eurostaaten gemeinsam Schulden am Kapitalmarkt aufnehmen und somit auch gemeinsam haften würden. Allerdings wäre dies ein ziemlich offensichtlicher Verstoß gegen die No-Bail-Out-Vorschrift des Maastricht-Vertrages, die trotz allem bis heute noch nicht offiziell gestrichen wurde.

Ein anderer, oft diskutierter Vorschlag sieht die Schaffung einer „europäischen sicheren Anlage“ vor (genannt Sovereign Bond-Backed Securities oder European Safe Bonds – ESBies), bei der keine direkte gemeinsame Haftung erfolgen soll.

ESBies werden z.B. von der Europäischen Kommission (2017b) vorgeschlagen oder von einer Gruppe renommierter französischer und deutscher Ökonomen, die sich zum Ziel gesetzt haben, die stark unterschiedlichen Sichtweisen zu Eurozonen-Reformen von Franzosen und Deutschen zusammenzuführen (Bénassy-Quéré, et al., 2018) (zur Diskussion der Sichtweisen siehe Abschnitte 6.2.4. „Die `deutsche Sichtweise´“ und 6.3 „Bewertung der Vorschläge zur Stabilisierung der Eurozone“).

Eine europäische sichere Anlage ist eine Anleihe, die durch europäische Staatsanleihen hinterlegt wird. ESBies sollen in eine sichere Senior- und eine weniger sicherer Junior-Tranche unterteilt werden. Als Anleihen, die durch Anleihen hinterlegt werden, die wiederum durch mehr oder weniger sichere Steuereinnahmen hinterlegt werden, kann man ESBies auch als hybrides Finanzinstrument bezeichnen. Idealerweise sind die sicheren Tranchen mindestens so sicher wie deutsche Bundesanleihen, würden aber in größeren Stückzahlen zur Verfügung stehen (höhere Liquidität). Man erhofft sich davon eine bessere Diversifikation der Bankenbilanzen und damit ein Aufweichen des Banken-Staaten-Nexus sowie mehr geldpolitische Flexibilität der EZB. Diese könnte ESBies beispielsweise aufkaufen und damit ihre Geldpolitik gestalten, ohne in die Gefahr zu geraten, direkte Staatsfinanzierung zu betreiben.

Allerdings gibt es Zweifel an der Krisenfestigkeit des Instruments, geäußert z.B. vom Chefökonom des Bundesfinanzministeriums Ludger Schuknecht (Schuknecht & Holle, 2017) oder vom IW Köln (Demary & Matthes, 2017). Es ist wahrscheinlich, dass bei einer Finanzkrise zumindest die Nachfrage nach den Junior-Tranchen versiegen und am Ende eine gesamtschuldnerische Haftung eintreten würde (Schuknecht & Holle, 2017: „Eurobonds through the back door“). Abgesehen davon war die Komplexität und Undurchsichtigkeit hybrider Finanzinstrumente eine der Gründe für die globale Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und folgende.

Und schließlich könnte sich die Europäische Kommission in Anlehnung an den Internationalen Währungsfonds (IWF) die Bildung eines „Europäischen Währungsfonds“ (EWF) vorstellen. Dieser würde auf dem ESM aufbauen, jedoch mit größerer Finanzkraft und höherem rechtlichen Institutionalierungsgrad ausgestattet. Zu den Funktionen des EWF sollen „die bestehenden Liquiditätshilfemaßnahmen an

die Mitgliedsstaaten“ zählen, aber auch „die künftige gemeinsame Letztsicherung der Bankenunion“ (Europäische Kommission, 2017b, S. 29).

Diese Ausführung der Kommission zum EWF ist bemerkenswert, da zumindest in der Wissenschaft die Meinung vorherrscht, dass die finanzielle Letztsicherungsfunktion (Lender of last resort) – sei es für Banken oder Staaten – nur von der EZB übernommen werden kann, da allein sie über prinzipiell unbegrenzte Finanzmittel verfügt. Selbst eine Finanzkapazität mit großem Volumen wie ein EWF kann dies nicht, da sie begrenzt ist. Deshalb war die EZB das zentrale Element, das im Jahre 2012 durch die Rede Mario Draghis und später durch die Einführung des OMT-Programms die akute Phase der Eurokrise beendet hat (Baldwin & Giavazzi, 2015).

Die Letztsicherungsfunktion der EZB (oder jeder anderen Zentralbank) ergibt sich aus der Logik schuldengetriebener Finanzkrisen: Wenn ein Halter von Staatsanleihen befürchtet, dass ein Staat aufgrund hoher Verschuldung und/oder einer systemgefährdenden Bankenkrise seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen kann, wird er versuchen, seine Anleihen so schnell wie möglich zu verkaufen. Da viele Investoren gleichzeitig diese Überlegung tätigen und verkaufen, steigen die Zinssätze. Wenn die Zinssätze aber steigen, steigen die staatlichen Verschuldungskosten und das Problem verschärft sich, da nun weitere Investoren auch das Vertrauen verlieren und verkaufen oder erst gar keine Anleihen mehr kaufen wollen. Der Staat wird vom Kapitalmarkt abgeschnitten und kann sich deshalb nicht mehr selbst refinanzieren. Diesem Teufelskreis kann nur durch das Versprechen Einhalt geboten werden, dass jedem Investor jederzeit seine verbrieften finanziellen Forderungen erfüllt werden. Und die einzige Institution, die dieses Versprechen ohne jede Zweifel und gegen jede Finanzmarktspekulation abgeben kann, ist die EZB, weil nur sie unbegrenzte Finanzmittel zur Verfügung hat.

6.2.4 Die „deutsche Sichtweise“

Barry Eichengreen (University of California) und Charles Wyplosz (Graduate Institute Geneva) haben in einem Aufsatz von 2017 diejenigen Meinungen zur Eurozonen-Stabilisierung als „German view“ bezeichnet, die ein zu hohes Maß „fiskalischer Flexibilität“ der Mitgliedsstaaten für gefährlich halten. Allerdings ist der Begriff insofern irreführend, als diese Ansichten auch von vielen Wissenschaftlern und

Politikern außerhalb Deutschlands vertreten werden. Andererseits hat er seine Berechtigung, da Deutschlands Interessen aufgrund seiner Größe eine zentrale Rolle in der politischen Diskussion spielen. Ein repräsentatives Beispiel für die „deutsche Sichtweise“ sind die Ausführungen (einer Mehrheit) des deutschen Sachverständigenrates in seinen Jahresgutachten oder in anderen darauf bezogenen Schriften (z.B. Feld, Schmidt, Schnabel & Wieland, 2017).

Ein zu hohes Maß fiskalischer Flexibilität der Mitgliedstaaten ist gefährlich, weil dadurch möglicherweise Anreize zur Überschuldung gesetzt werden (Moralisches Risiko). Eine Regierung könnte z.B., um ihre Macht zu sichern, allzu schmerzhaft Arbeitsmarktreformen unterlassen, somit eine höhere Arbeitslosenquote als nötig zulassen und zur Finanzierung der Arbeitslosenunterstützung die Verschuldung erhöhen (oder nicht reduzieren). Sie geht dabei ein relativ geringes Risiko ein, da sie weiß, dass die EZB letztlich, um die Eurozone zu retten, ihre Staatsanleihen aufkaufen und damit die Zusatzschulden finanzieren wird. Die negativen Konsequenzen einer sehr lockeren Geldpolitik, z.B. höhere Inflation oder Vermögenspreisblasen, tragen aber alle Staaten des Euroraums und nicht nur der Verursacher.

Deshalb – so die deutsche Sichtweise – sollten strenge Haushaltsregeln vereinbart und auf der Eurozonen-Ebene regelmäßig überprüft und Verstöße sanktioniert werden (z.B. Fiskalpakt, Europäisches Semester). Das häufig vorgebrachte Gegenargument ist, dass diese so genannte Austeritätspolitik (strenge Sparpolitik) den Euro-Südsaaten den fiskalischen Spielraum nehme, um das dringend benötigte Wirtschaftswachstum herbeizuführen und damit auch die Möglichkeit, ihre Schulden nachhaltig zu reduzieren. In diesem Sinne wären zumindest zu strenge Haushaltsregeln nicht Teil der Lösung, sondern ein Teil des Problems.

Bei näherer Betrachtung der bisherigen Geschichte der Fiskalregeln zeigt sich allerdings, dass sowohl Forderung als auch Gegen-Forderung in der Praxis von geringer Relevanz sind: Die Vorschriften werden trotz Sanktionsandrohung regelmäßig nicht eingehalten und die Bindungswirkung verpufft deshalb weitestgehend (z.B. Fuest & Becker, 2017). Der wesentliche Grund hierfür ist die Souveränität der Mitgliedstaaten. Die Regierungen und Parlamente fühlen sich ihrem

Volk bzw. den Wählern weit mehr verpflichtet als relativ abstrakten Euro-Regelwerken. Es gibt letztlich keine Institution, die souveräne Staaten zur Einhaltung der Verträge zwingen kann. Die Budgethoheit liegt nach wie vor bei den nationalen Parlamenten.

Den Vertretern der deutschen Sichtweise – zumindest den Wissenschaftlern – ist die Souveränitäts-Problematik durchaus bewusst. Entsprechend werden die Haushaltsregeln nicht als alleinige, sondern als ergänzende Maßnahmen in einer Reihe von Maßnahmen angesehen, die dafür sorgen sollen, dass ein Staat erst gar nicht in Finanzprobleme gerät und, falls dies doch passiert, die anderen für diesen nicht haften müssen, um die Eurozone zu retten. Dieser Art politischer Erpressbarkeit kann entgegengewirkt werden, wenn es gelingt, die ursprüngliche No-Bail-Out-Vorschrift des Maastricht-Vertrages wiederzubeleben und zwar so, dass sie künftig glaubwürdig ist.

Ein wichtiges Element der No-Bail-Out-Vorschrift Glaubwürdigkeit zu verleihen, ist die Einführung eines Staatsinsolvenzverfahrens. Dieses Verfahren würde statt eines Bail-Out des verschuldeten Staates durch die Steuerzahler anderer Eurostaaten ein Bail-In der Gläubiger dieses Staates vorsehen, also ein Verzicht der Halter von Staatsanleihen auf einen Teil ihrer Forderungen.

Der Vorteil der Möglichkeit einer Staatsinsolvenz wäre, dass die Käufer von Anleihen das Ausfallrisiko eines Staates von vornherein sorgfältiger einschätzen. Die Zinsen wären somit eher risikoadäquat und die Wahrscheinlichkeit einer Überschuldung wie in der Boom-Phase 2002-2007 wäre reduziert. Natürlich gäbe es auch Risiken: Eine Insolvenz könnte absichtlich herbeigeführt werden (Moralisches Risiko) und allein die Ankündigung des Verfahrens könnte die Finanzmärkte derart verunsichern, dass es in der Praxis nicht weiter verfolgt würde und damit doch wieder nicht glaubwürdig wäre. Allerdings gibt es Autoren, die der Auffassung sind, dass bei geeigneter Gestaltung die Risiken spürbar begrenzt werden könnten (Busch & Matthes, 2015).

Ein weiterer Schritt zur Vermeidung staatlicher Finanzprobleme wird in der Vollendung der Bankenunion gesehen (siehe Abschnitt 6.2.1), da diese idealerweise die Finanzprobleme des Bankensystems von denen des Staates entkoppeln würde. Allerdings soll eine gemeinsame Einlagensicherung, und damit die Haftung aller

Euro-Sparer für die Gläubiger und Eigentümer einer insolventen Bank, erst dann erfolgen, wenn Insolvenzen im Rahmen der Bankenunion unabhängig von den staatlichen Entscheidungen des jeweiligen Heimatlandes abgewickelt werden können. Auch hier soll das Moralische Risiko minimiert werden.

Und schließlich werden alle Maßnahmen und Institutionen kritisch beurteilt oder gänzlich abgelehnt, die von vornherein eine Vergemeinschaftung von Finanzrisiken vorsehen. Dazu gehören die Vorschläge zu einer gemeinsamen Fiskalpolitik wie die eines gemeinsamen Finanzministers oder einer europäischen Arbeitslosenversicherung, aber auch alle gemeinsamen Finanzinstrumente wie z.B. Eurobonds, die über einen klar begrenzten Krisenmechanismus (z.B. ESM) mit strikten Vorgaben hinausgehen. Im Sinne des Verzichts auf gemeinsame Finanzinstrumente sollten die Staatsanleihen-Aufkäufe der EZB alsbald beendet und das OMT-Programm ersatzlos gestrichen werden. Für die Zukunft sollte der EZB der Kauf von Staatsanleihen am besten ganz untersagt werden.

Im Kern setzt die deutsche Sichtweise bei der realpolitischen Erkenntnis an, dass kein Land in EU oder Eurozone bereit ist, seine Budgethoheit an supranationale Institutionen abzugeben. Deshalb würde eine Vergemeinschaftung von Finanzrisiken zu einer Trennung von „Haftung und Kontrolle“ (Sachverständigenrat, 2017, S. 40) führen: Ein Staat hat aufgrund seiner Budgethoheit die Letztkontrolle über seine Ausgaben, könnte aber die Haftung im Falle eines Misserfolges seiner Ausgabenpolitik auf die Gemeinschaft abwälzen. Dieses Moralische Risiko reduziert die Anreize, die wirtschaftlichen Strukturen des Staates zu verbessern und somit langfristig eine aus sich heraus stabile Währungsunion zu erreichen.

Deshalb sollte das leitende Prinzip bei der Weiterentwicklung des Währungsraums „die Einheit von Haftung und Kontrolle“ sein. Bezogen auf die Idee eines gemeinsamen Finanzministers würde das beispielsweise bedeuten, dass die Parlamente aller Eurostaaten ihre Budgethoheit an ein Eurozonen-Parlament abgeben, das somit die Steuern und Ausgaben für alle Staaten des Euroraums bestimmen und den europäischen Finanzminister einsetzen würde. Der Vorschlag des französischen Präsidenten Macron, der zur Finanzierung eines Eurozonen-Haushaltes lediglich eine gemeinsame Körperschaftssteuer vorschlägt, ohne die

eigentliche Budgethoheit der Einzelstaaten abzuschaffen, würde gegen dieses Prinzip verstoßen. Denn in diesem Falle hätte der europäische Finanzminister nur eingeschränkte Kontrolle über die Verwendung seiner Mittel in den Einzelstaaten. Für die Misserfolge einzelner Maßnahmen aber müssten auch diejenigen Eurostaaten aufkommen, die von den Maßnahmen nicht profitiert haben.

6.3 Bewertung der Vorschläge zur Stabilisierung der Eurozone

Der deutschen Sichtweise ist aus Sicht des Verfassers zuzustimmen, da nur die Einheit von Haftung und Kontrolle genügend Anreize für eine strukturelle Konvergenz der Euro-Staaten an den Euro-Kern schaffen könnte.

Sobald über Finanzmittel ohne Letztverantwortung verfügt werden kann, besteht die Gefahr, dass diese zu leichtsinnig und somit nicht effizient eingesetzt werden. Diese Erkenntnis reflektiert einen allgemeingültigen Wesenszug menschlichen Verhaltens. Dieser ist unabhängig von Nationalität oder Kultur und insofern geht es bei dieser Feststellung auch nicht darum, südeuropäischen Politikern und Entscheidungsträgern spezifische charakterliche Schwächen zu unterstellen.

Verschärft wird diese Problematik durch die demokratischen Entscheidungsprozesse souveräner Staaten: Selbst wenn ein Regierungschef als Person sein Bestes gibt um z.B. vom ESM vorgegebene Reformen, die für seine Bürger schmerzhaft sind, umzusetzen, könnte er genau deshalb bei den nächsten Wahlen sein Amt verlieren. Die Nachfolgeregierung wird möglicherweise dem Wählerauftrag entsprechen und die Reformbemühungen abschwächen.

Der Weg aus dieser negativen Dynamik bestünde natürlich nicht in der Einschränkung demokratischer Entscheidungsprozesse. Der Ausweg bestünde – wie im letzten Abschnitt beschrieben – in der Aufgabe der Budgethoheit der Mitgliedsstaaten und der Übertragung der Kontrolle an ein von allen Euro-Bürgern gewähltes Parlament. Allerdings müsste es weiterhin Regelungen dahingehend geben, dass dauerhafte, anreizschädliche Transfers von bevölkerungsärmeren, aber finanzstärkeren Ländergruppen zu bevölkerungsreicheren, aber finanzschwächeren Ländergruppen gegen den Willen der ersteren ausgeschlossen werden könnten.

Dies könnte man z.B. durch Sperrminoritäten erreichen. Zur Illustration dieser Problematik sei hier die die Bevölkerungsverteilung in der Eurozone genannt, wobei Frankreich den Euro-Südstaaten zugerechnet wird, da seine politischen Präferenzen in der Regel mit denen Südeuropas übereinstimmen: Kernstaaten (Deutschland, Finnland, Luxemburg, Niederlande, Österreich) 115 Mio.; Südstaaten (Frankreich, Griechenland, Italien, Malta, Portugal, Spanien, Zypern) 194 Mio.; die übrigen sieben Staaten 30 Mio. (IWF, 2017).

6.4 Ein wahrscheinliches Szenario

6.4.1 Vorüberlegungen

Aus Sicht des Verfassers ist die Eurozone kein optimaler Währungsraum und sie wird es in absehbaren Zeiträumen auch nicht werden.

Der wesentliche Grund sind die institutionellen Mängel der Euro-Südstaaten im Vergleich zu den Kernstaaten verbunden mit der Tatsache, dass Institutionen als das Ergebnis der politischen Machtverteilung starke Beharrungskräfte aufweisen. An diesem Grundtatbestand werden auch die elaboriertesten Finanz- und Fiskaltechniken nichts ändern.

Da die Eurozone kein optimaler Währungsraum ist, ist sie zum Überleben nicht nur auf Risikoteilung hinsichtlich asymmetrischer Schocks, sondern auch auf dauerhafte Finanztransfers und Haftungsübernahmen angewiesen. Der eigentliche Grund, warum der Euroraum die akute Krisenphase 2010-2012 überlebt hat und auch bis jetzt nicht auseinandergebrochen ist, sind das Target-Überweisungssystem, die dauernden Aufkäufe von Anleihen durch die EZB und das OMT-Programm der EZB.

Vor diesem Hintergrund und unter der Annahme, dass die wesentlichen politischen Akteure den Austritt eines Landes unter allen Umständen vermeiden möchten, ist die Durchsetzung der deutschen Sichtweise kaum mehr möglich: Die Kernstaaten haben insgesamt eine schlechter Verhandlungsposition als die Euro-Südstaaten

Für die schlechtere Verhandlungsposition der Kernstaaten, die allesamt auch Gläubigerstaaten sind, gibt es konkret folgende Gründe:

1. Da es in der Realität schwierig ist, bei Finanzproblemen zwischen dem Anteil nicht kontrollierbarer äußerer Einflüsse und dem Anteil mangelhafter Regierungsführung zu unterscheiden, geraten die Gläubigerstaaten argumentativ leicht in die Defensive.

Eine Regierung wird in der Regel behaupten, Finanzprobleme allenfalls „ein Stück weit“, aber im Wesentlichen nicht selbst verursacht zu haben. Zumal die Strukturängel der Eurozone immer als negative äußere Einflüsse geltend gemacht werden können. Ob diese Mängel im Einzelfall tatsächlich mehr wiegen als mangelnde Regierungsarbeit, ist freilich eine andere Frage.

Eine gemeinschaftliche Haftung bei nicht kontrollierbaren äußeren Einflüssen wäre prinzipiell unbedenklich, da in diesem Falle die Einheit von Haftung und Kontrolle nicht verletzt werden würde (die Regierung kann das Ereignis ja nicht kontrollieren). Das Problem des Moralischen Risikos im hier diskutierten Sinne stellt sich nicht.

Würde ein Land beispielsweise von einem verheerenden Erdbeben getroffen und geriete allein dadurch in Finanznöte, sollte ihm, wenn nötig, tatsächlich über den ESM gesamtschuldnerisch geholfen werden. Alle Euro-Mitgliedsländer hätten daran ein Interesse, da ein Austritt des Landes oder ein daraus resultierender Zusammenbruch des Währungsraums mit erheblichen Kosten für jedes Mitglied verbunden wäre. Wenn das Land ansonsten keine strukturellen Defizite aufweist, könnte es die Kredite nach erfolgreichem Wiederaufbau zurückzahlen.

Hingegen war beispielsweise im Falle der griechischen Finanzprobleme der Auslöser auch ein äußeres Ereignis, nämlich die von den USA ausgehende globale Finanzkrise. Jedoch deuten die durchgehend schlechten Performanz-Werte ökonomisch relevanter Institutionen (siehe Abschnitt 6.2.1) auf einen signifikanten Anteil mangelnder Regierungsführung hin, der ein hohes Ausmaß Moralischen Risikos erzeugen dürfte.

2. Die Verhandlungen zur Stabilisierung der Eurozone finden im Schatten möglicher Austritte statt. Deshalb sind die Regierungen der Kernstaaten eher zu Zugeständnissen bereit.

Vor allem während der akuten Phase der Eurokrise konnten die Verhandlungsführer der Gläubigerstaaten nicht ausschließen, dass bei Nicht-Erfüllung der Forderungen verschuldeter Staaten diese aus der Eurozone austreten. Zumindest bei einem größeren Land hätte dies schwerwiegende finanzielle Folgen für die verbleibenden Mitgliedsländer. Beispielsweise wäre unklar, in welchem Umfang das austretende Land seinen Target-Verbindlichkeiten nachkommen würde. Weiterhin könnte der Austritt selbst eines kleinen Landes zu einem Domino-Effekt und dem Zusammenbruch der gesamten Eurozone führen. Dann stünden sämtliche Haftungsübernahmen der Gläubigerstaaten zur Disposition. Zu diesen zählen nicht nur die expliziten Haftungsübernahmen durch die Rettungsschirme, sondern auch die impliziten durch die EZB (die abgewickelt werden müsste), also zumindest die gesamten Target-Forderungen (z.B. rd. 907 Mrd. Euro für Deutschland) und mögliche Verluste aus den Anleihen-Aufkaufprogrammen.

Der Austritt eines verschuldeten Landes hätte zwar auch für dieses schwerwiegende Folgen, jedoch hat es möglicherweise aus Sicht der jeweiligen Regierung weniger zu verlieren als die Gläubigerstaaten, da es zum einen Verbindlichkeiten und keine Forderungen hat und zum anderen relativ schmerzhaft politische Zugeständnisse auch beim Verbleib gemacht werden müssten (z.B. ESM-Auflagen zur Schuldenkonsolidierung).

3. In der Regel werden die Wähler der Gläubigerstaaten bei Zugeständnissen ihrer Regierungen kurzfristig nicht negativ betroffen, die Wähler der verschuldeten Staaten hingegen schon. Deshalb sind die Regierungen der Kernstaaten eher zu Zugeständnissen bereit.

Dieser Sachverhalt lässt sich am dauerhaften Euro-Rettungsschirm ESM verdeutlichen. Die Haftungsübernahmen haben für die Steuerzahler der Gläubigerstaaten zunächst keine spürbaren Auswirkungen, da die Hilfgelder vom ESM direkt am Kapitalmarkt aufgenommen (ESM begibt Anleihen) und

nicht von der jeweiligen Regierung überwiesen werden müssen (BMF, 2017e). Andererseits erhalten die verschuldeten Regierungen die Finanzmittel unmittelbar und können damit z.B. Sozialleistungen oder Beamtengehälter bezahlen. Umgekehrt bedeutet dies, dass Sozialleistungsempfänger und Beamte der Schuldenstaaten sofort leiden würden, wenn die Gelder nicht fließen, die Gläubigerstaaten also nicht zum „Zugeständnis ESM“ bereit gewesen wären.

Allerdings ist die Einheit von Haftung und Kontrolle verletzt, da die unterstützten Staaten zwar Reformmaßnahmen zugestimmt haben, deren Umsetzung aber letztlich wegen ihrer Souveränität nicht erzwungen werden kann (siehe Abschnitt 6.2.4). Sind die Reformmaßnahmen unzureichend und der Staat gerät deshalb z.B. in der nächsten Rezession in Zahlungsschwierigkeiten gegenüber dem ESM, könnte dieser direkt Gelder von den Gläubigerstaaten fordern, um wiederum seinen Verpflichtungen gegenüber dem Kapitalmarkt nachkommen zu können. Dann werden die Folgen auch für die Bürger der Gläubigerstaaten spürbar.

Jedoch spielen diese Risiken, die sich eher in der längeren Frist realisieren, für Regierungen im Allgemeinen eine untergeordnete Rolle, da sie meist nur auf die nächsten Wahlen fokussiert sind.

6.4.2 Beschreibung des Szenarios

Aufgrund der Vorüberlegungen hält der Verfasser den Eintritt des im Folgenden beschriebenen Szenarios für wahrscheinlich:

- Das Prinzip der Einheit von Haftung und Kontrolle kann sich nicht durchsetzen. Die Eurozone bewegt sich immer mehr in Richtung gemeinsamer Fiskalpolitik und gemeinsamer Finanzinstrumente, und zwar in kleinen Schritten. Deshalb fällt es den meisten Bürgern und weniger Euro-involvierten Politikern nicht weiter auf. Die Budgethoheit der Einzelstaaten wird grundsätzlich nicht angetastet. Neue Institutionen und Instrumente treten hinzu (z.B. Eurozonen-Haushalt, ESBies) und bereits bestehende werden

ausgebaut (z.B. ESM zum EWF). Die Rechte der EZB (z.B. hinsichtlich des Aufkaufs von Staatsanleihen) bleiben im Wesentlichen unangetastet.

- Da das Prinzip der Einheit von Haftung und Kontrolle nicht umgesetzt wird und Institutionen ein hohes Beharrungsvermögen aufweisen, kommt es zu keiner hinreichenden realwirtschaftlichen Annäherung der Euro-Südsaaten an die Kernstaaten. Die strukturell bedingten Ungleichgewichte werden über dauerhafte Transferzahlungen teilweise kompensiert und aufgrund Moralischen Risikos zu einem gewissen Grad verstetigt.

Strukturell bedingte Ungleichgewichte zwischen Regionen, die trotz Transferzahlungen über lange Zeiträume bestehen bleiben, sind häufig zu beobachten. Ein Beispiel sind die Ungleichgewichte zwischen Nord- und Süditalien. Ein anderes sind die neuen Bundesländer, deren Arbeitsproduktivität im Jahre 2015, also 25 Jahre nach der Gründung eines gesamtdeutschen Währungsraums (Deutsche Einheit 1990), erst 74 % des Westniveaus erreicht hat, wobei die Transferzahlungen vom Westen in die neuen Länder im Zeitraum rd. 70 Mrd. Euro pro Jahr betragen (Westermann, 2015; BMWi, 2017).

6.4.3 Politökonomische Bedingungen für das Überleben der Eurozone

Wenn man davon ausgeht, dass obiges Szenario eintritt und die strukturell bedingten Ungleichgewichte auf Jahrzehnte hinaus bestehen bleiben, lassen sich entsprechende politökonomische Bedingungen für das Überleben des Euros formulieren. Das besondere Augenmerk gilt hierbei den politisch und wirtschaftlich bedeutsamsten Ländern der Eurozone, nämlich Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Spricht sich eines dieser Länder gegen das Verbleiben im Währungsraum aus, bedeutet dies vermutlich das Ende der Eurozone.

Folgende Bedingungen müssen für das Überleben erfüllt werden:

- 1. Die nächste größere Wirtschaftskrise muss ökonomisch und politisch gemeistert werden.**

Entscheidend für das ökonomische Überleben des Euroraums wird die Fähigkeit der EZB sein, die damit einhergehenden finanziellen und konjunkturellen Turbulenzen abzufedern. Um entsprechende geldpolitische Spielräume zu haben, wird es notwendig sein, die expansive Geldpolitik in absehbarer Zeit zu beenden und den Weg zur geldpolitischen Normalität zurückzufinden (z.B. über Leitzinserhöhungen). Dies wiederum erfordert mehrere Jahre der ökonomischen Prosperität in den Euro-Südstaaten (zumindest in Spanien und Italien) sowie ein zeitnahe Abbau der oben genannten Risiken, z.B. des hohen Anteils notleidender Kredite (NPLs) bei den Banken (siehe Abschnitt 5).

Weiterhin wird das politische Überleben davon abhängen, ob die impliziten Rettungsmaßnahmen der EZB durch explizite Rettungsmaßnahmen von ESM bzw. EWF unterstützt werden. Andernfalls wird die entscheidende Rolle der EZB zu offensichtlich, was den Wählerpräferenzen in Deutschland zuwiderlaufen würde. Für die Rettungsmaßnahmen muss es die politische Unterstützung aus den beiden wirtschafts- und finanzstärksten Euroländern, nämlich Frankreich und Deutschland geben. Dies könnte dann problematisch werden, wenn diese selbst erheblich unter der Wirtschaftskrise leiden und die Regierungen teure Rettungsprogramme für andere Länder gegenüber ihren Wählern begründen müssen, obwohl im eigenen Land Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung steigen.

2. Die Wähler in den Kernstaaten müssen mehrheitlich der Überzeugung sein, vom Euro ökonomisch nicht benachteiligt zu werden.

Auch diese Bedingung erfordert eine baldige Rückkehr der EZB zur Normalität.

Andernfalls könnte es politischen Akteuren z.B. gelingen, die unmittelbaren Umverteilungswirkungen der Niedrigzinspolitik der EZB wählerwirksam zu thematisieren. Staatshaushalte und Kreditnehmer profitieren direkt von den niedrigen Zinsen, Vermögenseigner indirekt über steigende Preise ihrer Vermögensgegenstände, z.B. Aktien oder Immobilien. Entsprechend verlieren Sparer und Mieter, also tendenziell mittlere und untere soziale Schichten. Das

könnte die Euro-Unterstützung gefährden, spätestens wenn größere Teile der wahlentscheidenden Mittelschicht ins Rentenalter kommen und nicht über eine Rückverteilung der staatlichen Zinsüberschüsse kompensiert werden (u.U. weil für Euro-Rettungsmaßnahmen gehaftet werden muss).

Beispielsweise summieren sich laut einer Studie der DZ-Bank die Nettozinseinbußen allein der privaten deutschen Haushalte von 2010-2016 auf 199 Mrd. Euro (Nettozinseinbußen = Zinseinbußen der Sparer 344 Mrd. Euro minus Zinersparnis Kreditnehmer 145 Mrd. Euro). Hierbei unterstellt die DZ-Bank als Vergleichszinsniveau das Zinsniveau der Jahre 1998-2009, eines Zeitraums, der „weitgehend frei von besonderen Inflationseignissen und Krisen“ war (DZ-Bank, 2017, S. 3).

Neben einer kurzfristigen Normalisierung der Geldpolitik muss die realwirtschaftliche Entwicklung langfristig, also über Jahrzehnte, positiv verlaufen. Das bedeutet insbesondere hinsichtlich der wahlentscheidenden Mittelschicht, dass deren Nettoeinkommen im Durchschnitt der Jahre hinreichend stark steigen muss. Dies erfordert neben entsprechend hohen Produktivitätssteigerungen, die den Bruttolohn beeinflussen, einen relativ geringen Anstieg der Euro-Transferzahlungen, die zu höheren Steuern und Sozialabgaben führen.

Neben einer kurzfristigen Normalisierung muss es der EZB-Politik auch dauerhaft gelingen, die Inflationsrate nicht substanziell über 2% steigen zu lassen. Andernfalls wird die politische Zustimmung vor allem in Deutschland rapide sinken.

3. Die Wähler in den Euro-Südstaaten müssen mehrheitlich der Überzeugung sein, vom Euro ökonomisch nicht benachteiligt zu werden.

Die Niedrigzinspolitik der EZB benachteiligt auch die unteren und mittleren sozialen Schichten in den Euro-Südstaaten, jedoch dürfte dies dort weniger ins Gewicht fallen, da die politischen Präferenzen dieser Staaten traditionell mit einer expansiven Geldpolitik in Einklang zu bringen sind.

Wichtig für die politische Unterstützung in den Euro-Südstaaten sind baldige Erfolge in der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit, vor allem der hohen Jugendarbeitslosigkeit. Die hohe Arbeitslosigkeit und die schlechte wirtschaftliche Entwicklung seit dem Ausbruch der Krise dürfen nicht zu sehr mit Maßnahmen in Verbindung gebracht werden, von denen die Wähler annehmen, sie seien von Euro-Institutionen „aufgezwungen“ worden (z.B. „Brüsseler Spardiktat“). Zwar halten sich – wie oben erwähnt – die wenigsten Staaten z.B. an die Euro-Fiskalregeln, jedoch kann es für einen politischen Entscheidungsträger verlockend sein, von eigenem Missmanagement durch Verweis auf den Euro abzulenken.

Langfristig muss sich auch in den Euro-Südstaaten – wie in den Kernstaaten – eine positive Nettoeinkommensentwicklung in der Mittelschicht einstellen. Zusätzlich ist vermutlich eine höhere Einkommenssteigerung als in den Kernstaaten erforderlich, um den Eindruck des „Abgehängt-Werdens“ gegenüber dem Kern zu vermeiden.

Aus diesen Überlegungen folgt, dass die Transferzahlungen vom Kern in den Süden so austariert sein müssen, dass den Bürgern im Kern nicht zu viel weggenommen wird, und die Bürger im Süden gleichzeitig genug erhalten, um nicht unzufrieden zu werden.

7. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Die akute Phase der Eurokrise ist seit 2012 vorüber und seit Kurzem zieht die Konjunktur im Euroraum nach Jahren der Stagnation wieder an. Jedoch sollten diese Tatsachen nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Währungsraum nach wie vor ein hoch fragiles Gebilde ist, das ohne die seit 2012 betriebene expansive Geldpolitik der EZB nicht überlebt hätte.

Die politische und wirtschaftliche Diskussion um die langfristige Stabilisierung der Eurozone setzt bei der Erkenntnis an, dass es sich bei ihr nicht um einen optimalen Währungsraum handelt. Das heißt, der Integrationsgrad der Produkt-, Arbeits- und Kapitalmärkte führt nicht zu einem automatischen Ausgleich, wenn einzelne Mitgliedsländer von wirtschaftlichen Ereignissen unterschiedlich stark getroffen

werden. Dadurch steigt beispielsweise das Risiko von Staatsinsolvenzen oder langanhaltenden wirtschaftlichen Problemen wie struktureller Arbeitslosigkeit.

Eine Gruppe von Politikern und Ökonomen – hauptsächlich aus den Kernstaaten der Eurozone (z.B. Deutschland oder Niederlande) – möchten dieses Problem lösen, indem genügend Anreize für die südeuropäischen Krisenstaaten gesetzt werden, sich durch Strukturreformen den Kernstaaten anzunähern. Genügend Anreize könnten nur dadurch gesetzt werden, dass jeder Staat für seine Finanzen selbst verantwortlich bliebe und nicht im Notfall von anderen Staaten gerettet würde (No-Bail-Out).

Die andere Gruppe von Politikern und Ökonomen argumentiert im Sinne der Euro-Südstaaten, dass Finanztransfers und Haftungsübernahmen notwendig seien, da den Staaten durch die Aufgabe ihrer eigenen Geldpolitik ein unverzichtbares wirtschaftspolitisches Instrument genommen worden sei. Außerdem handele es sich nicht um dauerhafte Transfers, sondern lediglich um eine Form der Risikoteilung: Wenn es den Kernstaaten einmal wirtschaftlich schlechter gehe als den Euro-Südstaaten würden Transfers in die Gegenrichtung erfolgen.

Der Verfasser ist der Auffassung, dass sich die zweite, südeuropäische Gruppe Stück für Stück politisch durchsetzen wird. Auch hier ist ein wesentlicher Grund die EZB, die durch ihr Target-Überweisungssystem und Staatsanleihen-Aufkäufe (letztere bisher rd. 2 Billionen Euro) bereits einen Grad an Schulden-Vergemeinschaftung realisiert hat, der eine Auflösung der Währungsunion für die Kernstaaten politisch und ökonomisch teurer machen würde als für die Euro-Südsstaaten. Unter anderem deshalb hat der Süden eine höhere Verhandlungsmacht.

Aufgrund dieser Erwägungen hält der Verfasser ein Zukunftsszenario für wahrscheinlich, bei dem die bestehenden Institutionen zur Haftungsübernahme, insbesondere der ESM, ausgebaut werden und weitere Instrumente hinzutreten werden wie z.B. ein gemeinsamer Euro-Finanzminister, der für Fiskaltransfers zwischen den Staaten zuständig ist. Der Nachteil ist, dass dadurch tatsächlich die Anreize für Strukturreformen spürbar verringert werden und somit die Transfers vom Kern in den Süden von dauerhafter Natur sein werden. Verstärkt wird diese

Verstärkung durch die signifikant schlechtere institutionelle Performanz der Euro-Südstaaten, z.B. bei der Korruptionsbekämpfung.

Wenn man entsprechend dieser Überlegungen davon ausgeht, dass die strukturell bedingten Ungleichgewichte in der Eurozone über Jahrzehnte andauern werden, hängt das Überleben des Euros von sehr vielen Unwägbarkeiten ab. Die Nagelprobe wird die nächste größere Wirtschaftskrise sein, bei der die EZB die Eurozone nur dann stabilisieren kann, wenn sie vorher ihre Geldpolitik normalisiert hat. Weiterhin darf diese Wirtschaftskrise zumindest Deutschland nicht erheblich und nicht über einen längeren Zeitraum treffen. Denn bei steigender Arbeitslosigkeit und einbrechenden Steuereinnahmen werden ESM-Rettungspakete für Südeuropa im Umfang vieler Milliarden Euro den Wählern nur schwer vermittelbar sein.

Abgesehen von einer Wirtschaftskrise hängt das Überleben der Eurozone z.B. auch davon ab, ob es der EZB trotz ihrer expansiven Geldpolitik gelingt, die Inflation niedrig zu halten und ob Südeuropa bald die hohe (Jugend-) Arbeitslosigkeit in den Griff bekommt.

Wenn man der Auffassung ist, dass sich die gerade beschriebenen Risiken mit hoher Wahrscheinlichkeit realisieren, es also z.B. in der nächsten größeren Wirtschaftskrise zu einem unkontrollierten Zusammenbruch des Euros kommt, ist eine baldige und geordnete Auflösung des Währungsraums in Erwägung zu ziehen. Dies wäre zwar für alle beteiligten Länder mit immensen Kosten verbunden, jedoch im Vergleich zu einem unkontrollierten Zusammenbruch das kleinere Übel. Dies gilt vor allem für die darauf folgende politische Zusammenarbeit der Europäer. Eine einvernehmliche Währungs-Scheidung lässt die Türen für die Zusammenarbeit auf allen anderen EU-Ebenen, wie z.B. Energie oder Verteidigung, offen. Die unkontrollierte Alternative mündete wahrscheinlich in einen Rosenkrieg, an dem sogar das gesamte Projekt EU zugrunde gehen könnte.

Allerdings gibt es nach Meinung des Verfassers eine dritte Alternative, neben „kontrollierter Auflösung“ und „Durchwursteln wie bisher und hoffen, dass nichts passiert“. Der dritte Weg wäre die beschleunigte und durchgreifende Demokratisierung der Eurozonen-Institutionen.

Die Demokratisierung des europäischen Projektes ist ein wesentlicher Gedanke, den der französische Präsident Macron in seiner Rede an der Sorbonne entwickelt (Macron, 2017, S.16-17, Übersetzung der Französischen Botschaft Berlin):

Die Gründerväter haben Europa ohne die Bevölkerung erschaffen, weil sie einer aufgeklärten Avant-Garde angehörten, weil man es vielleicht tun konnte, und sie sind vorangeschritten und haben bewiesen, dass es funktionierte. Sie genossen vielleicht ein Vertrauen, das die Regierenden nicht mehr exklusiv besitzen. So ist es. Sie lebten in anderen Zeiten, in denen die Kommunikationsmittel nicht dieselben waren.

Dieses Kapitel zerschellte am demokratischen Zweifel in Europa, den uns das „Nein“ in den französischen und niederländischen Referenden durchleben ließ [Referenden 2005 über eine europäischen Verfassung; Anm. des Verfassers]. Ich denke, dass wir Unrecht hatten, als wir Europa wider die Völker voranbringen wollten. Es gab einen Moment, in dem wir dachten, man müsste unsere Demokratien gewissermaßen umstoßen und Europa trotz allem voranbringen. Das war ein Fehler und dieser Fehler verdoppelte sich durch fehlende Vorschläge. [...]

Das Unaussprechliche auf Deutsch ist der Finanztransfer; das Unaussprechliche auf Französisch ist die Vertragsänderung. Wenn wir langfristig Europa erhalten wollen, werden wir beides brauchen. Ich möchte alle beruhigen, aber haben wir keine Angst mehr vor der europäischen Bevölkerung.

Präsident Macron schlägt hinsichtlich der Demokratisierung europäischer Prozesse „demokratische Konvente“ in allen EU-Staaten vor, bei denen die Bürger die Möglichkeit bekommen sollen, über die Weiterentwicklung von EU bzw. Eurozone zu diskutieren. Des Weiteren möchte er in den nächsten Europawahlen im Jahre 2019 den rein nationalen Sichtweisen durch „europaweite Listen“ entgegenwirken.

Der Verfasser würde allerdings einige Schritte weiter gehen.

Zunächst müssten die Bürger in jedem einzelnen Euro-Mitgliedsland direkt darüber abstimmen können, ob überhaupt Institutionen (bzw. Instrumente wie die ESBies)

implementiert oder ausgeweitet werden, die zu dauerhaften Transfers und Haftungsübernahmen führen können. Falls die Abstimmungen positiv ausfallen, müssten die Institutionen durch ein Eurozonen-Parlament und beigeordnete Elemente wie z.B. Sperrminoritäten, die reichere aber bevölkerungsärmere Staatengruppen schützen, kontrolliert werden. Falls die Abstimmungen negativ ausfallen, müsste über Alternativen bis hin zur geordneten Abwicklung nachgedacht werden.

Denn nur wenn die Eurozonen-Bürger direkt in die Entscheidungsprozesse eingebunden werden, werden sie u.U. bereit sein, kritische Entwicklungen wie hohe Inflation oder dauerhafte Transfers hinzunehmen.

Das Gegenargument für eine solche Vorgehensweise, nämlich dass man den Souverän nicht über umverteilende Institutionen entscheiden lassen solle, etwa weil er deren tieferen Sinn nicht erfassen könne oder nicht langfristig genug dächte, ist unzutreffend und greift im Übrigen zu kurz.

Denn spätestens wenn der Euroraum in eine existentielle Krise gerät, werden sich die dann amtierenden Regierungen für die Existenz und Arbeitsweise der Institutionen vor ihren Bürgern rechtfertigen müssen. Wenn ihnen das nicht überzeugend gelingt, werden sie abgewählt werden und die Eurozone zerbricht erst recht. Nur durch eine konsequente Demokratisierung hat der Währungsraum überhaupt eine Chance, trotz erheblicher struktureller Unterschiede langfristig überleben zu können.

Literaturverzeichnis

- Acemoglu, D., & Robinson, J. (2008). The Role of Institutions in Growth and Development. *Commission on Growth and Development Working Paper*, No 10. Washington: The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank.
- Allard, C., Brooks, P. K., Bluedorn, J. C., Bornhorst, F., Christopherson, K., Ohnsorge, F., & Poghosyan, T. (2013). Toward a Fiscal Union for the Euro Area. *IMF Staff Discussion Note*, September 2013. Washington: International Monetary Fund.
- Baldwin, R., & Giavazzi, F. (2015). Introduction. In Baldwin, R., & Giavazzi, F. (Hrsg.), *The Eurozone Crisis - A Consensus View of the Causes and a Few Possible Remedies* (S.18-62). London: CEPR Press.
- Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., ... Zettelmeyer, J. (2018). Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform, *CEPR Policy Insight*, No. 91.
- Bénassy-Quéré, A., & Giavazzi, F. (2017). Introduction. In Bénassy-Quéré, A., & Giavazzi, F. (Hrsg.), *Europe's Political Spring – Fixing the Eurozone and Beyond* (S. 1-16). London: CEPR Press.
- Bendel, D., Demary, M., & Voigtländer, M. (2017). Business financing in Europe: How will higher interest rates affect companies' financial situation? *IW-Report*, 28/2017. Köln: Institut der deutschen Wirtschaft Köln.
- Beyer, R. C. M., & Smets, F. (2015). Labour market adjustments in Europe and the US: How different? *ECB Working Paper Series*, No 1767 / March 2015. Frankfurt: European Central Bank.

- BMF. (2017a). Haushaltspolitische Überwachung der EU. *Auf den Punkt. Informationen aus dem Bundesfinanzministerium*. Stand: August 2017. Berlin: Bundesministerium der Finanzen. Abgerufen am 11. Mai 2018 von https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/2017-08-25-auf-den-punkt-1-neue-haushaltspolueberwachung.pdf?__blob=publicationFile&v=13
- BMF. (2017b). Europäischer Stabilitätsmechanismus. *Auf den Punkt. Informationen aus dem Bundesfinanzministerium*. Stand: August 2017. Berlin: Bundesministerium der Finanzen. Abgerufen am 11. Mai 2018 von https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/2017-08-24-auf-den-punkt-4-europaeische-stabilitaetsmechanismen.pdf?__blob=publicationFile&v=13
- BMF. (2017c). Finanzmarktregulierung. *Auf den Punkt. Informationen aus dem Bundesfinanzministerium*. Stand: August 2017 Berlin: Bundesministerium der Finanzen. Abgerufen am 11. Mai 2018 von https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/2012-08-13-auf-den-punkt-3-finanzmarktregulierung.pdf?__blob=publicationFile&v=13
- BMF. (2017d). *EFSF/ESM – Überblick über die europäischen Finanzhilfen*. Stand: 31. Oktober 2017. Berlin: Bundesministerium der Finanzen.
- BMF. (2017e). *Fragen und Antworten zum Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)*. Stand: 1. August 2017. Berlin: Bundesministerium der Finanzen. Abgerufen am 13. Februar 2018 von <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/FAQ/2012-08-16-esm-faq.html>
- BMWi. (2017). *Jahresbericht der Bundesregierung zum Stand der Deutschen Einheit 2017*. Berlin: Bundesministerium für Wirtschaft und Energie.

- Bofinger, P. (2016). The way forward: Coping with the insolvency risk of member states and giving teeth to the European Semester. In Baldwin, R., & Giavazzi, F. (Hrsg.), *How to fix Europe's monetary union – Views of leading economists* (S.227-239). London: CEPR Press.
- Busch, B., & Matthes, J. (2015). Regeln für Staatsinsolvenzen im Euroraum. *IW Analysen*, Nr. 104. Köln: Institut der deutschen Wirtschaft Köln.
- del Hoyo, J. L. D., Dorrucchi, E., Heinz, F. F., & Muzikarova, S. (2017). Real convergence in the euro area: a long-term perspective. *ECB Occasional Paper Series*, No 203 / December 2017. Frankfurt: European Central Bank.
- Demary, M., & Matthes, J. (2017). An Evaluation of Sovereign-backed Securities (SBSs): Potentials, Risks and Political Relevance for EMU Reform. *IW policy paper*, 12/2017. Köln: Institut der deutschen Wirtschaft Köln.
- Deutsche Bundesbank. (2015). *Monatsbericht*, Dezember 2015, 67. Jahrgang Nr. 12. Frankfurt: Deutsche Bundesbank.
- Deutsche Bundesbank. (2017). *Monatsbericht*, Dezember 2017, 69. Jahrgang Nr. 12. Frankfurt: Deutsche Bundesbank.
- Deutscher Bundestag. (2014). *Wenn Länder über den Finanzausgleich streiten*. Berlin: Deutscher Bundestag. Abgerufen am 12. Februar 2018 von https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2014/48187044_kw09_grundgesetz_107/214144
- Draghi, M. (2012). *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012*. Frankfurt: European Central Bank. Abgerufen am 8. Februar 2018 von <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- DZ-Bank. (2017). Konjunktur – Weiter wachsende Zinseinbußen privater Haushalte in Deutschland. *Eine Research-Publikation der DZ BANK AG*, 19.4.2017. Frankfurt: DZ Bank AG.

Eichengreen, B., & Wyplosz, C. (2017). Europe's fiscal conundrum. In Bénassy-Quéré, A., & Giavazzi, F. (Hrsg.), *Europe's Political Spring – Fixing the Eurozone and Beyond* (S. 61-68). London: CEPR Press.

Europäische Kommission. (2017a). European Economic Forecast – Autumn 2017. *Institutional Paper*, 063 | November 2017. European Commission. doi:10.2765/786061.

Europäische Kommission. (2017b). *Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion*. European Commission.

Europäische Kommission (2018a). *Financial Assistance to Greece*. European Commission. Abgerufen am 8. Februar 2018 von https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-greece_en#first-programme-for-greece

Europäische Kommission (2018b). *Financial Assistance to Ireland*. European Commission. Abgerufen am 8. Februar 2018 von https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-ireland_en

Europäische Kommission (2018c). *Financial Assistance to Spain*. European Commission. Abgerufen am 8. Februar 2018 von https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-spain_en

Europäische Kommission (2018d). *Financial Assistance to Portugal*. European Commission. Abgerufen am 8. Februar 2018 von https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-portugal_en

- Europäische Kommission. (2018e). European Economic Forecast – Winter 2018 (Interim). *Institutional Paper*, 073 | February 2018. European Commission. doi:10.2765/812608.
- EZB. (2012). *Technical features of Outright Monetary Transactions*. Press Release. Frankfurt: European Central Bank. Abgerufen am 10. Februar 2018 von https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html
- EZB. (2017). *Guidance to banks on non-performing loans*. Frankfurt: European Central Bank.
- EZB. (2018a). *Asset purchase programmes*. Frankfurt: European Central Bank. Abgerufen am 11. Mai 2018 von <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>
- EZB. (2018b). *TARGET balances of participating NCBs*. Frankfurt: European Central Bank. Abgerufen am 11. Mai 2018 von https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/target_balances/html/index.en.html
- EZB. (2018c). *Supervisory Banking Statistics – Third quarter 2017*. Frankfurt: European Central Bank.
- Feld, L. P., Schmidt, C. M., Schnabel, I., & Wieland, V. (2017). Die Balance zwischen Eigenverantwortung und gemeinschaftlichem Handeln für ein starkes Europa. *Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 97. Jahrgang, Heft 7, S. 477-483. doi: 10.1007/s10273-017-2164-8.
- Fuest, C. & Becker, J. (2017). *Unfähig zur Selbstbindung*. München: ifo Institut. Abgerufen am 13. Februar 2018 von <http://www.cesifo-group.de/de/w/3woWhM6Pp>
- IWF. (2017). *World Economic Outlook Database* October 2017. Washington: International Monetary Fund.
- ifo Institut. (2016). *EU-Staaten rissen Defizit-Kriterium in 165 Fällen*. München: ifo Institut. Abgerufen am 10. Februar 2018 von <http://www.ifo.de/de/w/4FPBKdvr>

- ifo institut. (2018). *Die Finanzhilfen für Euroländer und der Haftungsanteil Deutschlands*. München: ifo Institut. Abgerufen am 12. Februar 2018 von <http://www.cesifo-group.de/de/w/49yXDK29e>
- Juncker, J.-C. (2015). *Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden*. Europäische Kommission.
- Kenen, P. (1969). The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. In Mundell, R. & Swoboda, A. (Hrsg.), *Monetary Problems of the International Economy* (S.41-60). Chicago: University of Chicago Press.
- Krugman, P. R., Obstfeld, M., & Melitz, M. J. (2018). *International Economics – Theory & Policy* (Eleventh Edition). Harlow: Pearson.
- Macron, E. (2017). *Rede von Staatspräsident Macron an der Sorbonne – Initiative für Europa*. Berlin: Französische Botschaft. Abgerufen am 12. Februar 2018 von <https://de.ambafrance.org/Initiative-fur-Europa-Die-Rede-von-Staatsprasident-Macron-im-Wortlaut>
- Meyland, D., & Schäfer, D. (2017). Risikogewichtung für EU-Staatsanleihen: Herausforderung für italienische Banken. *DIW Wochenbericht*, Nr. 28 2017, 575-582. Berlin: DIW Berlin - Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e. V.
- Micossi, S. (2016). Balance-of-payments adjustment in the Eurozone. In Baldwin, R., & Giavazzi, F. (Hrsg.), *How to fix Europe's monetary union – Views of leading economists* (S.188-206). London: CEPR Press.
- Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657-665.
- Papaioannou, E. (2016). Needed: A European institutional union. In Baldwin, R., & Giavazzi, F. (Hrsg.), *How to fix Europe's monetary union – Views of leading economists* (S.207-226). London: CEPR Press.

Sachverständigenrat. (2017). Für eine zukunftsorientierte Wirtschaftspolitik. *Jahresgutachten 2017/18*. Wiesbaden: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Schuknecht, L., & Holle, L. (2017). No safety with “European Safe Bonds”. *Letter from the Chief Economist*. Bundesministerium der Finanzen. Abgerufen am 13. Februar 2018 von <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Featured/letter-from-the-chief-economist/2017-11-23-European-Safe-Bonds.html>

Sinn, H.-W., & Wollmershäuser, T. (2012). TARGET loans, current account balances and capital flows: The ECB's rescue facility. *International Tax and Public Finance*, 19(4), 468-508.

Statistisches Bundesamt. (2018a). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Inlandsprodukt*. Wiesbaden: Statistisches Bundesamt. Abgerufen am 10. Februar 2018 von <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/VGR/Inlandsprodukt/Tabellen/Gesamtwirtschaft.html>

Statistisches Bundesamt. (2018b). *Öffentliche Finanzen & Steuern*. Wiesbaden: Statistisches Bundesamt. Abgerufen am 10. Februar 2018 von <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesellschaftStaat/OeffentlicheFinanzenSteuern/Steuern/Steuerhaushalt/Steuerhaushalt.html#Tabellen>

Westermann, F. (2015). Wird die Fiskalunion zur Wiedervereinigung Redux? *ifo Schnelldienst* 20/2015, 68. Jahrgang, 29. Oktober 2015. München: ifo Institut.