

Wege aus der Schulden- und Vertrauenskrise in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion

Mehrere Länder der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) befinden sich gegenwärtig in einer Schulden- und Vertrauenskrise. Griechenland droht die Zahlungsunfähigkeit, und auch andere Länder haben einen so hohen Schuldenstand⁴ oder eine so hohe laufende Neuverschuldung⁵, dass die Tragfähigkeit der Schuldenlast in Gefahr geraten kann. Der vorliegende Artikel zeigt, dass die Finanzprobleme der Mitgliedsstaaten zu einer Glaubwürdigkeitskrise der wirtschaftspolitischen Institutionen der Europäischen Union geführt haben.⁶ Es wird dargelegt, dass ein Scheitern der im Mai ergriffenen Stabilisierungsmaßnahmen zumindest im Fall Griechenlands nicht unwahrscheinlich ist. Schließlich wird ausgeführt, dass ein solches Scheitern die Gelegenheit für einen dringend erforderlichen Richtungswechsel bei der Ausgestaltung der wirtschaftspolitischen Institutionen in der Europäischen Union gäbe.

Europäische Institutionen haben Bewährungsprobe nicht bestanden

Mit den Schuldenkrisen einiger Mitgliedsstaaten ist zugleich auch die Wirtschafts- und Währungsunion selbst in eine Krise geraten.⁷ Dazu hat der politische Umgang mit der Schuldenkrise wesentlich beigetragen. So hat die Europäische Zentralbank (EZB) im Mai 2010 damit begonnen, Anleihen von Mitgliedsstaaten der EWWU zu kaufen. Sie begründet diesen Schritt mit der beeinträchtigten Funktionsfähigkeit der Staatsanleihenmärkte. Griechenland sei von der marktmäßigen Liquiditätszufuhr abgeschnitten, und dieses Problem drohe

auf andere Staaten und auch auf andere Finanzmarktsegmente überzuschwappen.⁸ Zwar versucht die EZB, die durch den Aufkauf von Staatsanleihen in Umlauf gebrachte Liquidität durch geeignete geldpolitische Maßnahmen wieder zurückzuführen; aber die Glaubwürdigkeit der EZB, als unabhängige Zentralbank in erster Linie Preisstabilität zu gewährleisten und einer Monetisierung oder inflationsbedingten Entwertung der Staatsschulden zu widerstehen, wurde durch den beginnenden Ankauf von Staatsanleihen beschädigt. Die Sorge, dass die Schuldenkrise auf die Dauer zu einer sinkenden Kaufkraft des Euro führen könne, war bereits vor dem Beginn des Ankaufs in der jüngsten Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und gegenüber einem Korb handelsgewichteter internationaler Währungen offenbar geworden – auch wenn das Ausmaß dieser Abwertung an sich nicht als bedrohlich oder problematisch einzustufen ist.⁹

Zudem offenbart die Schuldenkrise das Versagen des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP). Der SWP hat die Aufgabe, politischen Druck auf die EZB zu verhindern, unsolide nationale Finanzpolitik durch lockere Geldpolitik zu akkomodieren – und zwar unabhängig davon, ob ein nationales Defizit Ergebnis bewusster politischer Entscheidungen oder Folge unvorhergesehener widriger Umstände ist. Dies ist sowohl insofern fehlgeschlagen, als der Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht dazu geführt hat, die Neuverschuldung in den Mitgliedsstaaten der EWWU effektiv zu beschränken, als auch insofern, als sich die Kriterien des SWP nicht als hinreichende Indikatoren für die Früherkennung aufkommender finanzieller Notlagen erwiesen haben. In den Jahren vor der Krise wurde die Neuverschuldungsgrenze von 3% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt von mehreren Ländern über Jahre hinweg nicht eingehalten (vgl. Abbildung 2).

Und unter den Staaten, gegen die es in der vergangenen Dekade zu Defizitverfahren kam (Portugal, Deutschland, Frankreich, Griechenland, die Niederlande und Italien), sind gegenwärtig zwar einige tatsächlich in Bedrängnis, andere aber nicht. Auch waren zwei wichtige jetzige Defizitstaaten,

⁴ Für Italien betrug er im Jahr 2009 etwa 115% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (vgl. Abbildung 1).

⁵ Sie betrug zum Beispiel für Irland und Spanien im Jahr 2009 jeweils über 10% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (vgl. Abbildung 2).

⁶ Vor einer solchen Entwicklung wurde schon gewarnt in DIETRICH, D.; LINDNER, A.: Spannungen im Euroraum unter dem Druck der Weltfinanzkrise, in: IWH, Wirtschaft im Wandel, Themenheft: Weltfinanzkrise, März 2009, S. 38.

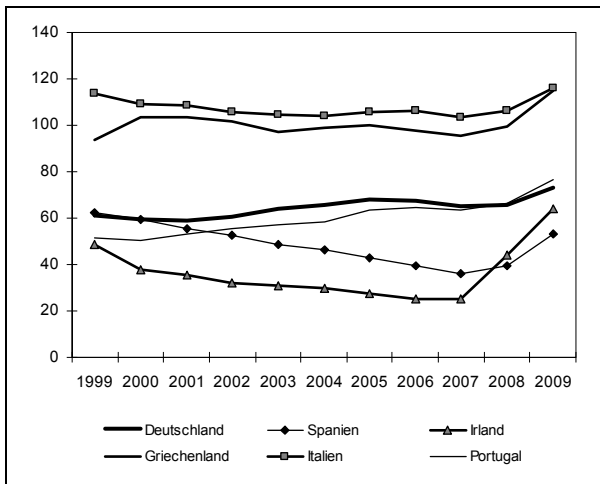
⁷ Eine internationale Befragung von Spitzenmanagern durch die Economist Intelligence Unit vom Mai dieses Jahres ergab, dass knapp die Hälfte der Befragten mit einer Wahrscheinlichkeit von mindestens 50% damit rechnet, dass mindestens ein Mitgliedsstaat die Währungsunion in den nächsten drei Jahren verlässt (vgl. <https://www.rbccm.com/about/file-516462.pdf>, Seite 5).

⁸ EZB: Die Entwicklung an den Finanzmärkten Anfang Mai, Kasten 3 im Monatsbericht Juni 2010.

⁹ Der Euro hat im Mai 2010 gegenüber den 21 wichtigsten Handelspartnern im Vorjahresvergleich um etwa 7% abgewertet (Quelle: EZB Monatsbericht Juni 2010).

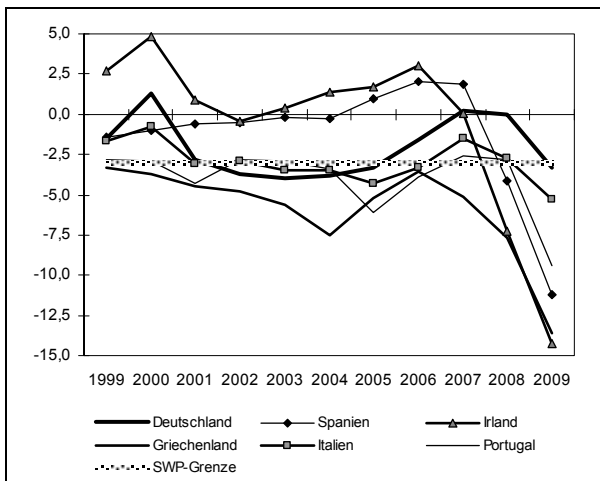
nämlich Irland und Spanien, vor der Finanzkrise nicht mit dem Pakt in Konflikt geraten. Dort haben Immobilienbooms sogar zu mehrjährigen Budgetüberschüssen geführt.¹⁰ Der SWP leidet also nicht nur an mangelnder Durchsetzbarkeit, sondern auch an mangelnder Zielgenauigkeit.

Abbildung 1:
Öffentlicher Schuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in ausgewählten Mitgliedsstaaten des Euro-Währungsgebietes
- in % -



Quelle: Eurostat; Berechnungen und Darstellung des IWH.

Abbildung 2:
Öffentliches Budgetdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in ausgewählten Mitgliedsstaaten des Euro-Währungsgebietes
- in % -



Quelle: Eurostat; Berechnungen und Darstellung des IWH.

¹⁰ Auch die konjunkturbereinigten Salden waren nach damaliger Auffassung im Plus. Vgl. EUROPEAN COMMISSION: Economic Forecast Autumn 2007, in: European Economy, No. 7/2007, Table 40.

Die Schulden- und Vertrauenskrise zeigt einmal mehr, dass sich kurz- und langfristige wirtschaftliche Ziele widersprechen können. Um zu verhindern, dass die Finanzierungsprobleme Griechenlands kurzfristig zu gravierenden Belastungen für Banken und Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet und zu einer Ansteckung von Volkswirtschaften mit ähnlichen Problemen führen, schien es notwendig, einen ungeordneten und plötzlichen Zahlungsausfall Griechenlands durch Kredite der übrigen Euroländer zu verhindern. Daher verkündeten die Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebietes, dass Griechenland kurzfristig 80 Mrd. Euro (plus 30 Mrd. Euro vom Internationalen Währungsfonds) zur Verfügung gestellt würden, um die Finanzmarktstabilität im Euro-Währungsgebiet zu wahren.¹¹ Der darüber hinaus beschlossene Finanzstabilisierungsmechanismus,¹² der Mitgliedsstaaten des Euro-Währungsgebietes umfassenden finanziellen Beistand im Falle von Zahlungsschwierigkeiten in Aussicht stellt, ist jedoch nicht geeignet, das Vertrauen in den Euro langfristig zu stärken. Der Mechanismus sieht vor, dass Mitgliedsstaaten finanziellen Beistand bis zu 60 Mrd. Euro von der Europäischen Kommission erhalten und darüber hinaus Bürgschaften bis zu einem Volumen von 440 Mrd. Euro durch eine extra für diesen Zweck geschaffene Zweckgesellschaft gewährt werden können, wenn ein Land aufgrund von „außergewöhnlichen Ereignissen“ in finanzielle Schwierigkeiten gerät.¹³ Die Überschuldung Griechenlands und die mit ihr einhergehende schwierige Lage des Finanzsystems werden vom Rat der Europäischen Union als ein solches außergewöhnliches Ereignis angesehen. Die kurzfristige Stabilisierung des Finanzsystems wurde damit auf Kosten gravierender langfristiger Nachteile für die Stabilität des Euro-Währungsgebietes und der Glaubwürdigkeit der europäischen Wirtschaftspolitik er-

¹¹ Erklärung der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebietes vom 7. Mai 2010, http://www.bundesregierung.de/Content/DE/___Anlagen/2010/2010-05-08-eurozonenerklaerung.property=publicationFile.pdf.

¹² Schlussfolgerungen des Rates (Wirtschaft und Finanzen) vom 9. Mai 2010, http://www.bundesregierung.de/Content/DE/___Anlagen/2010/2010-05-10-beschluesse-eurolaenderfinanzminister.property=publicationFile.pdf.

¹³ Bedingung für den Einsatz der Finanzmittel ist, dass das Empfängerland ein von der Eurogruppe anerkanntes wirtschafts- und finanzpolitisches Stabilitätsprogramm mit dem IWF vereinbart, der dann seinerseits nochmals bis zu 250 Mrd. Euro beisteuern kann.

reicht.¹⁴ Insbesondere besteht die Gefahr, dass die Hilfen den Zwang mindern, strukturelle Anpassungsprozesse in Gang zu setzen, und dass sich finanzielle Ansprüche an die Nettogeblerländer in der Europäischen Union verstetigen.

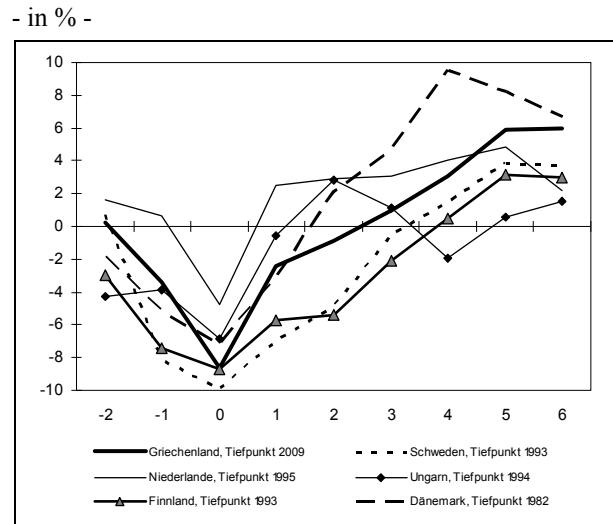
Warum auf mittlere Sicht eine Restrukturierung der griechischen Staatsschulden schwer zu vermeiden sein wird

Mit dem Hilfspaket für Griechenland, dem Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus sowie den Interventionen der EZB auf den Märkten für europäische Staatstitel hat sich die europäische Wirtschaftspolitik Instrumente verschafft, mit deren Hilfe der Zahlungsausfall eines Euroraum-Staates für die nächste Zeit verhindert werden kann. Es wurde Zeit gewonnen, die nun aber von Seiten Griechenlands genutzt werden muss, zumindest einen Teil des verlorenen Vertrauens zurückzugewinnen. Gelingt dies, dann erhält Griechenland im Lauf der nächsten zwei Jahre wieder Zugang zu den Kapitalmärkten und kann einen Zahlungsausfall abwenden.

Es müssen aber auch für den Fall Vorkehrungen getroffen werden, dass dies nicht gelingt. Denn das außerordentlich ehrgeizige griechische Sparprogramm ist möglicherweise politisch nicht durchsetzbar, oder die angestrebte Reduktion der Defizitquoten wird deutlich verfehlt, weil der Sparkurs die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu sehr belastet. Auch die Experten des IWF sahen in ihrem die griechische Bitte um das Kreditabkommen begleitenden Bericht für das Konsolidierungsprogramm hohe Risiken. Es wird in dem Bericht als „beispiellos“¹⁵ beschrieben. Abbildung 3 stellt den Zeitverlauf des von der griechischen Regierung geplanten und dem Hilfspaket zugrunde liegenden gesamtstaatlichen Primärsaldos¹⁶ einigen historischen Beispielen erfolgreicher Konsolidierung ge-

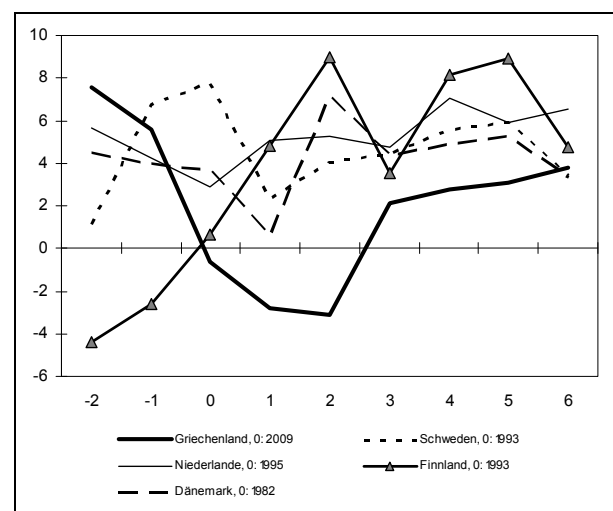
genüber.¹⁷ Auf Grundlage der OECD-Datenbasis, welche von den 1970er Jahren bis in die Gegenwart reicht, wurden alle Fälle ausgesucht, in denen sich der Primärsaldo in Relation zum Brutto-

Abbildung 3: Primärsaldo des Staatshaushalts in Relation zum Bruttoinlandsprodukt: geplanter Konsolidierungspfad Griechenlands im Vergleich zu historischen Pfaden erfolgreicher Konsolidierung



Quellen: OECD Economic Outlook (data stream).

Abbildung 4: Nominaler Produktionszuwachs der Länder aus Abbildung 3 im Verlauf der Konsolidierung



Quellen: OECD Economic Outlook (data stream).

¹⁴ Siehe zur Abwägung von Kosten und Nutzen des finanziellen Beistands für in Schwierigkeiten geratene Länder der Eurozone auch PROJEKTGRUPPE GEMEINSCHAFTS-DIAGNOSE: Erholung setzt sich fort – Risiken bleiben groß, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2010, in: IWH, Wirtschaft im Wandel, Sonderausgabe 1/2010, S. 90 f.

¹⁵ Vgl. IMF: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement, 2010, S. 1.

¹⁶ Der Primärsaldo ist die Differenz zwischen öffentlichen Einnahmen (ohne Nettokreditaufnahme) und öffentlichen Ausgaben abzüglich der Zinszahlungen auf die ausstehenden Staatsschulden.

¹⁷ Datenbasis ist die des OECD Economic Outlook. Dort finden sich Angaben zum Primärsaldo von OECD-Mitgliedsländern ab 1970, für mittelosteuropäische Länder und Deutschland ab den frühen 1990er Jahren. Der Sonderfall des ressourcenreichen Norwegen wird hier ausgeblendet.

inlandsprodukt eines Mitgliedslands innerhalb von drei Jahren um mindestens sieben Prozentpunkte verbesserte; der Konsolidierungsplan für Griechenland sieht eine Verbesserung um 9,6 Prozentpunkte vor. Immerhin haben zwei Länder, nämlich Dänemark in den 1980er Jahren und Schweden in den 1990er Jahren, in etwa so erfolgreich konsolidiert, wie es das griechische Programm vorsieht. Was aber in allen hier betrachteten Fällen erfolgreicher Konsolidierung half, war eine trotz restriktiver Finanzpolitik zügig expandierende nominale Produktion (vgl. Abbildung 4). Sie ließ die öffentlichen Einnahmen rasch wachsen und minderte die relative Zinslast. Dabei profitierten sowohl Dänemark nach 1982 als auch Schweden, die Niederlande, Finnland und Ungarn ab Mitte der 1990er Jahre von der guten internationalen Konjunktur.

Für Griechenland nimmt der IWF dagegen an, dass die Rezession noch bis ins Jahr 2011 andauert und die Erholung auch danach eher schleppend verläuft. Dafür gibt es gute Gründe: Drohende Vertrauenskrisen und durch sie erzwungene Sparprogramme sind ein gesamteuropäisches Phänomen, welches die Konjunktur überall belastet. Ganz besonders trifft das natürlich für Griechenland selbst zu: Der IWF prognostiziert für dieses Jahr eine staatliche Schuldenquote, die mit etwa 130% viel höher liegt als die Schuldenquoten in den fünf angesprochenen Fällen erfolgreicher Konsolidierung.¹⁸ Schließlich ist dem Euroraum-Mitglied Griechenland auch der Weg Dänemarks in den 1980ern und Schwedens in den 1990ern verschlossen, die Stabilisierungskrise durch einen abwertungsbedingten Exportboom abzufedern.

Das Konsolidierungsprogramm Griechenlands darf also in der Tat beispiellos genannt werden. Das bedeutet zwar noch nicht, dass es nicht doch gelingen kann. Eine verantwortungsvolle Wirtschaftspolitik muss sich aber rechtzeitig auf den keinesfalls unwahrscheinlichen Fall vorbereiten, dass es Griechenland in den nächsten Jahren nicht gelingt, sich wieder Zugang zu den Kapitalmärkten zu verschaffen.

Warum eine geordnete Insolvenz Griechenlands auch eine Chance wäre

Kurzfristig wäre mit einem Scheitern des griechischen Konsolidierungsprogramms das Risiko verbunden, dass weitere Euroraum-Staaten mit Finan-

zierungsproblemen sowie Finanzinstitute mit erheblichem Engagement gegenüber dieser Staatengruppe aus Sicht der Finanzmärkte ihre Kreditwürdigkeit verlieren könnten. Gelingt es aber, solche Ansteckungseffekte gering zu halten, böte sich der Wirtschaftspolitik sogar die Chance, mit einer dauerhaften Bewältigung der finanzpolitischen Stabilitätsprobleme einen Schritt voranzukommen. Dafür müsste die griechische Staatsschuld zunächst einmal geordnet restrukturiert werden. Wie auch immer eine solche Umschuldung im Detail aussehen würde, der Barwert der Forderungen gegenüber Griechenland würde sich für die Gläubiger wohl spürbar reduzieren.

Die Chancen einer solchen Lösung liegen in ihren Wirkungen auf zukünftige Entscheidungen über finanzielle Engagements: Finanzinvestoren sähen sich wohl für lange Zeit veranlasst, das Risikoprofil der Schuldnerstaaten in ihr Investitionskalkül einzubeziehen.

Dies mag angesichts der sehr hohen Risikoprämien auf griechische Staatstitel gegenwärtig selbstverständlich erscheinen; würden die Gläubiger aber etwa mit Geldern der Partnerländer vollständig befriedigt, wäre die Perspektive eine vollkommen andere: Es drohten dann Verhältnisse wie in den Jahren vor Ausbruch der Finanzkrise, als Risikoaufschläge zwischen Schuldtiteln verschiedener Euroraumstaaten praktisch verschwunden waren. Gewiss war damals der Risikoappetit der Finanzmärkte generell zu hoch, und die Ursachen dieses Fehlverhaltens können nur durch breit angelegte Anpassungen der Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte beseitigt werden. Eine wichtige Rolle bei der Fehleinschätzung der Risiken spielte aber auch, dass man trotz gegenteiliger vertraglicher Regelungen doch auf den Bail-out eines Staates mit Zahlungsschwierigkeiten durch die Partnerländer vertraute. Jedenfalls fiel das Frühwarnsystem risikoabhängiger Finanzierungskosten aus. Eine spürbare Beteiligung der Gläubiger an einem möglichen Zahlungsausfall würde das Frühwarnsystem wohl dauerhaft wiederherstellen.

Wie Vertrauen und Stabilität im Euro-Währungsgebiet wiederhergestellt werden könnten

Gegenwärtig werden verschiedene Reformen zur Wiedererlangung von Vertrauen und Stabilität im Euro-Währungsgebiet diskutiert. Diese Vorschläge zielen entweder darauf ab, langfristig angelegte Fehlentwicklungen fortan auszuschließen, oder kurzfristige Rettungsmaßnahmen künftig effektiver ergreifen

¹⁸ Deren Schuldenquoten lagen während der Konsolidierungsphasen in ihren Maximalwerten zwischen 66% (Finnland 1996) und 90% (Niederlande 1995).

zu können. Den Diskurs dominieren eine Verschärfung des SWP und die Einsetzung einer europäischen Wirtschaftsregierung.¹⁹ Beiden Vorschlägen gemeinsam ist das Festhalten an der Vorstellung, dass Wirtschaftspolitik, sofern gut durchdacht, allen künftigen Eventualitäten gerecht werden kann – sei es durch Vermeiden künftiger Krisen oder durch Bereitstellung eines Instrumentenkastens für Notfälle.

Allen Eventualitäten bereits im Vorfeld Rechnung zu tragen, wird aber nie möglich sein. Daher wird eine Nachjustierung oder Präzisierung im Stabilitäts- und Wachstumspakt keinen nachhaltigen Ausweg bieten können. Aus institutionenökonomischer Sicht bieten sich unter solchen Umständen drei Möglichkeiten: Es kann erstens vereinbart werden, eine Verhandlungslösung des Konflikts auf den Zeitpunkt seines Eintretens zu verschieben, so wie es im Fall des Beschlusses über den europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus geschah. Zweitens kann vereinbart werden, wem die Entscheidungsbefugnis im Falle einer unvorhergesehenen Notsituation zufallen soll; hierzu würde auch eine europäische Wirtschaftsregierung zählen. Drittens können bereits im Vorfeld Vereinbarungen dahingehend getroffen werden, nach welchem Verfahren im Falle einer Problemlage entschieden werden soll; Beispiel hierfür ist ein geordnetes Verfahren zur Umstrukturierung von Staatsschulden (Insolvenzverfahren für Staaten).

Die *erste Option* birgt vor allem folgendes Risiko: Verhandlungen in einer bedrohlichen Situation sind unter enormem Zeitdruck zu führen. Da durch eine Verzögerung der Einigung auch die stabilen Länder in Mitleidenschaft gezogen werden, haben die instabilen Länder einen Verhandlungsvorteil. Deshalb ist nicht gewährleistet, dass eine der Lage angemessene Lösung gefunden wird. Hinzu kommt, dass unter Zeitdruck nicht alle Entscheidungsalternativen hinreichend gründlich geprüft und demokratisch legitimiert werden können. Die Erwartung eines solchen, für das verschuldete Land recht günstigen Ausgangs dieser Verhandlungen begründet zudem Fehlanreize für die Regierungen aller Mitgliedsstaaten. Denn sie verringert den Druck, bereits im Vorfeld geeignete Maßnahmen zur Vermeidung einer für alle gefährlichen

Verschuldungslage zu ergreifen. Die *zweite Option* beinhaltet, dass Entscheidungen auch gegen den Willen der Bürger getroffen werden könnten, was sich als rechtlich und politisch kaum durchsetzbar herausstellen dürfte. Würde beispielsweise ein Land wie Deutschland (oder eine europäische Wirtschaftsregierung) in der gegenwärtigen Situation das Recht haben, auf den griechischen Staatshaushalt Einfluss zu nehmen und ihn zu überwachen, würde dies das Verhältnis zwischen den Bürgern in Europa bzw. das Vertrauen in die europäischen Institutionen belasten. Dies ist ein Grund für das Scheitern internationaler Abkommen – so lehrt es die jüngste Erfahrung mit der No-Bail-out-Klausel in den Europäischen Verträgen.

Vor diesem Hintergrund gilt es deshalb zwischen dem Setzen der richtigen Anreize und dem Erreichen einer für alle Länder akzeptablen Lösung im Falle einer erneuten Krise abzuwägen. Ein Ausweg aus diesem Dilemma besteht in der *dritten Option*, die eine Regelbindung hinsichtlich des Verfahrens im Umgang mit unvorhergesehenen Ereignissen darstellt. Durch sie kann eine Trennung der Verantwortung für die kurzfristige Lösung einer Notlage und für das Setzen der langfristig richtigen Anreize erreicht werden. Ein geordnetes Verfahren zur Restrukturierung ihrer Schulden bietet den in Zahlungsschwierigkeiten befindlichen Staaten den erforderlichen Anreiz, der Umschuldung und damit der Lösung ihrer Probleme im Krisenfall auch im Gemeinschaftsinteresse schnell zuzustimmen.²⁰ Ein weiterer Vorteil ist, dass nicht vorab definiert werden muss, welche Indikatoren einen Sanktionsmechanismus auslösen sollen. Denn ein solches Verfahren setzt den Finanzmarktteilnehmern den Anreiz, Staaten bei übermäßiger Verschuldung rechtzeitig Sanktionen aufzuerlegen, wenn sie mit einem (Teil-)Ausfall ihrer Forderungen rechnen müssen. Dies erfordert aber, dass die Banken wiederum auch nicht mit einem Bail-out im Falle eines Kreditereignisses rechnen dürfen.

Die hierfür unumgängliche Selbstbindung der Politik erfordert Regeln für das Finanzsystem, die das systemische Risiko, das mit einem Ausfall einzelner Kreditinstitute verbunden ist, auf ein Minimum reduzieren. Hierzu gehören vor allem eine an

¹⁹ Diese beiden Alternativen bestimmten vor allem die Gespräche zwischen Frankreich und Deutschland, die geführt wurden, um Einigkeit über die Neuordnung der Governance-Strukturen in Europa noch vor dem G20-Gipfel in Toronto im Juni 2010 zu erzielen.

²⁰ Ein solches Verfahren für Mitgliedsstaaten der Europäischen Union kann – im Gegensatz zu weltweiten diesbezüglichen Übereinkünften – mit relativ niedrigen rechtlichen Hürden implementiert werden. Zudem wäre – anders als durch eine Reform des SWP – der Vertragsrahmen der Europäischen Union nicht berührt, ja dessen Geltung bezüglich der No-Bail-out-Klausel erst wieder hergestellt.

systemischen Risiken orientierte Regulierung, Aufsicht und Wettbewerbskontrolle im Finanzsektor, die Implementierung eines spezifischen Insolvenzverfahrens für Finanzinstitute und die Gewährleistung einer transparenten Liquiditätspolitik der Zentralbank. Damit käme die europäische Wirtschaftspolitik ihrer zentralen Aufgabe nach, dem Finanzsektor zu helfen, sich auf die Restrukturierung von Staatsschulden vorzubereiten, ohne die Stabilität des Finanzsektors in Europa zu bedrohen.

Fazit

Im Altgriechischen bedeutet Krisis die Entscheidung. Aus dieser Perspektive befindet sich die europäische Wirtschaftspolitik gegenwärtig in einer entscheidenden Phase: Gelingt es, die wirtschaftspolitischen Institutionen so zu reformieren, dass das Vertrauen in die Stabilität von Staatsfinanzen und Finanzmärkten zurückkehrt, oder befinden sich Europäische Union und Euroraum am Beginn einer Periode nachhaltiger Verunsicherung und gesamtwirtschaftlicher Labilität? Eine solche Entwicklung droht, wenn die Wirtschaftspolitik lediglich auf eine Verschärfung der Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zielt, obwohl die alten we-

der politisch durchsetzbar noch zielgenau waren, und obwohl Problemländer gegenwärtig auf immer „flexiblere“ Rettungsaktionen vertrauen dürfen. Die europäische Wirtschaftspolitik muss stattdessen die Konsequenz aus ihrer eigenen Handlungsschwäche ziehen und dezentrale Regelungsmechanismen stärken. So ist eine dauerhafte Disziplinierung der Fiskalpolitik am ehesten mit Hilfe der Finanzmärkte zu erreichen. Voraussetzung dafür ist aber, dass die Investoren die Möglichkeit eines Ausfalls von Staatsschulden in ihr Kalkül mit einbeziehen. Dass ein solcher Fall nicht mit Lehman-ähnlichen Erschütterungen des europäischen Finanzsystems einher ginge, dafür sollte die Einrichtung einer Insolvenzordnung für Mitgliedsstaaten und einer weiteren für systemwichtige Finanzinstitute sorgen – große, aber nicht unlösbare Aufgaben für die europäische Wirtschaftspolitik.

Diemo Dietrich
(Diemo.Dietrich@iwh-halle.de)

Oliver Holtemöller
(Oliver.Holtemoeller@iwh-halle.de)

Axel Lindner
(Axel.Lindner@iwh-halle.de)