



seit 1558

Friedrich-Schiller-Universität Jena

Friedrich-Schiller-Universität Jena · Postfach · D-07740 Jena

Die EWU vor der Rückkehr zur Stabilität: Regeln und Institutionen

Christian Fahrholz, Andreas Freytag und Christoph Ohler

Eine Studie im Auftrag der Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft (INSM)

Februar 2012

Autoren:

- **Prof. Dr. Andreas Freytag** ist seit 2003 Inhaber des Lehrstuhls für Wirtschaftspolitik der Friedrich-Schiller-Universität Jena.
- **Prof. Dr. Christoph Ohler** ist seit 2006 Inhaber des Lehrstuhls für Öffentliches Recht, Europarecht, Völkerrecht und Internationales Wirtschaftsrecht der Friedrich-Schiller-Universität Jena.
- **Dr. Christian Fahrholz** ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik der Friedrich-Schiller-Universität Jena.

Abkürzungsverzeichnis

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
BoE	Bank of England
EFSF	European Financial Stability Facility
EFSM	European Financial Stabilisation Mechanism
ESM	European Stability Mechanism
EU	Europäische Union
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EWU	Europäische Wirtschafts- und Währungsunion
EZB	Europäische Zentralbank
GG	Grundgesetz
GIIPS	Problemländer: Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien
OECD	Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
SVR	Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung
SWP	Stabilitäts- und Wachstumspakt
TARGET	Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System

Inhalt

1. Einführung.....	1
2. Das Ziel: Stabilität wiederherstellen	3
3. Der Verlauf der Krise.....	7
4. Die EWU im Herbst 2011	17
5. Aktuelle Reformen.....	23
6. Ein neuer ganzheitlicher Rahmen	28
7. Fazit	36
Referenzen	a

1. Einführung

Die Staatsschuldenkrise in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWU) macht deutlich, welche Kosten entstehen, wenn eine Wirtschaftsordnung nicht wirksamen, allgemein beachteten Regeln folgt. Es waren Inkonsistenzen im Regelwerk der EWU und das Fehlen effektiver Sanktionen bei Verstößen, die in der Vergangenheit die Lässigkeit im Umgang mit der europäischen Wirtschaftsordnung befördert haben. Im Ergebnis verhinderten die Regeln der EWU nicht, dass viele europäische Mitgliedstaaten eine nicht mehr tragbare Schuldenlast aufbauten. Diese Schuldenlast untergräbt gegenwärtig die Funktionsfähigkeit des Euroraums.

Das geltende Regelwerk hat den einzelnen Mitgliedern zwar kurzfristig ermöglicht, die individuellen Vorteile einer EWU-Mitgliedschaft zu realisieren. Allerdings hat das Regelwerk nicht im gleichen Maße Anreize geschaffen, etwas zu dem gemeinschaftlichen Gut, nämlich der langfristigen Funktionsfähigkeit des Euroraums, beizutragen. Es besteht daher kein Zweifel, dass die gegenwärtige Krise vor allem eine Folge wirtschaftspolitischer Fehlsteuerung ist. Sie ist keine Währungskrise, sondern stellt im Kern eine schwere Vertrauenskrise dar. Das Vertrauen der Bürger und der Marktteilnehmer in die Fähigkeit (und den Willen) der politischen Entscheidungsträger, für nachhaltiges Wirtschaften und die Sicherung des gemeinschaftlichen Währungsraums zu sorgen, ist spürbar gesunken. Daraus kann sich ein Teufelskreis ergeben, denn der Vertrauensverlust bewirkt einen Rückzug der Anleger z.B. aus europäischen Staatsanleihen, wodurch die Kurse für diese Papiere fallen. Als Konsequenz werden die Bilanzen der Banken und anderer großer Investoren geschwächt, die diese Staatsanleihen in ihren Büchern halten. Zusammenbrüche wichtiger Finanzintermediäre könnten eine systemische Krise auslösen, die erneut die öffentlichen Haushalte belasten würde. Die Furcht vor dieser Risikospirale schreckt die Anleger weiter ab.

Das Vertrauen der Bürger und der Märkte in die Solidität europäischer Wirtschaftspolitik wieder herzustellen, ist naturgemäß schwierig. Denn das Versprechen hoher Hilfskredite in Verbindung mit bloßen Ankündigungen, wie sie im Verlaufe der letzten 18 Monate oft zu hören waren, ist nicht glaubwürdig, solange kein überzeugender Reformplan für ein Regelwerk mit wirksamen Sanktionsmechanismen existiert. Für viele Regierungen war die Abwesenheit einer strikten Regelbindung in der Vergangenheit durchaus vorteilhaft, weil

sie damit die Spielräume wahrten, kurzfristig mit diskretionären Politikmaßnahmen auf neue Entwicklungen reagieren zu können. Die Anreize für politische Entscheidungsträger, von einer langfristig nachhaltigen Politik abzuweichen, sind in der Tat immens, insbesondere unmittelbar vor Wahlen. Die Staatsschuldenkrise dürfte genau in derartigen Problemen begründet sein. Insgesamt kann man festhalten, dass Regierungen – nicht zuletzt wegen der recht kurzen Wahlzyklen – einen kurzen Zeithorizont aufweisen und die langfristigen Kosten ihrer Verschuldungspolitik deutlich zu niedrig ansetzen.

Dennoch: Die Vorteile, die sich durch eine Gemeinschaftswährung ergeben, bestehen auch heute fort. Der Euro senkt die Transaktionskosten im gemeinsamen Binnenmarkt, was den Handel befördert, Produktivitätsgewinne begünstigt und auf diese Weise zu mehr Wachstum bzw. Wohlstand in Europa führen kann. In dieser Hinsicht stellt der Euro ein gemeinschaftliches Gut aller an ihm beteiligten EWU-Mitglieder dar. Die fortwährende Sicherung dieser Vorteile in einem sich laufend verändernden wirtschaftlichen Umfeld erfordert jedoch haushaltspolitische Disziplin der Mitgliedstaaten.

Dieser Beitrag hat zum Ziel, Vorschläge für eine stabilitätsgebundene Ordnung mit dem Euro als gemeinsamer Währung zu entwickeln. Dabei ist die Erkenntnis leitend, dass Wohlstand in Europa nur bei dauerhafter monetärer und fiskalischer Stabilität sowie bei Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten ist. Diese Stabilität ist umso schwieriger zu erlangen, je mehr sich die staatlichen, aber auch privaten Akteure auf die Hilfe von außen verlassen. Das bedeutet mit anderen Worten, dass das Prinzip der vollständigen Eigenverantwortung für alle budgetären und wirtschaftspolitischen Entscheidungen wieder Gültigkeit bekommen muss, um die Haftung für ebendiese Entscheidungen sicherzustellen. Zudem wird die europarechtlich geprägte Währungsordnung den Veränderungen, die es bisher im Zuge der Krisenbekämpfung gab, Rechnung tragen und darauf aufbauen müssen. Im Kern schlagen wir folgendes vor: Es gilt,

1. die Disziplinierungsfunktion der Märkte zu stärken,
2. die Tragbarkeitsanalyse für Schuldenstände zu verbessern;
3. den Sanktionsmechanismus des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit durch einen Genehmigungsvorbehalt zu stärken;
4. ein ordentliches Austrittsverfahren für die EWU vorzusehen

5. den Krisenbewältigungsmechanismus des ESM als Instrument zur Wiederherstellung haushaltspolitischer Eigenverantwortung zu handhaben;
6. mit Strukturreformen das Wirtschaftswachstum zu steigern.

2. Das Ziel: Stabilität wiederherstellen

Um das Vertrauen in die Handlungsfähigkeit der EWU wieder herzustellen, muss alles getan werden, um die gesamtwirtschaftliche Stabilität sicherzustellen. Darunter fallen drei verschiedene, aber aufeinander bezogene Konzepte (vgl. Tietje 2011). Zunächst geht es um die fiskalische Stabilität, also um die Nachhaltigkeit der staatlichen Haushaltswirtschaft. Zweitens ist die monetäre Stabilität im Sinne der Preisniveaustabilität bedeutsam. Schließlich muss die Finanzmarktstabilität in den Blick genommen werden. Sie ist gegeben, wenn die Finanzmärkte ordnungsgemäß funktionieren und das Ausscheiden eines Marktteilnehmers wegen Insolvenz nicht das ganze System schädigen kann, indem Kettenreaktionen hervorgerufen werden.

Stabilität in diesem weiten Sinne ist deshalb so wichtig, weil sie sich positiv auf die Erwartungsbildung und damit das Vertrauen der Menschen in die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung auswirkt. Vor allem langfristig wirkende Investitionsentscheidungen hängen maßgeblich davon ab, wie potentielle Investoren die gesamtwirtschaftliche Entwicklung einschließlich der gesetzlichen und makroökonomischen Rahmenbedingungen einschätzen. Erwartet sie fiskalische Instabilität, die entweder zu Steuererhöhungen oder zu Inflation führt, werden Investitionen unterbleiben. Sparer haben ein ähnliches Kalkül. In dieser Hinsicht erhöht Stabilität den Wohlstand.

Der Wert der gesamtwirtschaftlichen Stabilität wird in der Politik offenbar erheblich unterschätzt. Man könnte alternativ formulieren, dass die Kosten fehlender Stabilität zu niedrig angesetzt werden, weil die Diskontrate und damit die Gegenwartspräferenz wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger im Vergleich zu anderen Akteuren zu hoch sind. Deshalb weisen die meisten wirtschaftlich entwickelten Demokratien hohe Staatsschulden bzw. eine entsprechende Gesamtverschuldung auf. „Führend“ sind bisher Japan und die Vereinigten Staaten von Amerika, aber auch die Mitgliedstaaten der Europäischen Union

(EU) haben seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 erhebliche Schuldenzuwächse zu verzeichnen (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1: Öffentliche Defizite bzw. Schuldenstände großer Wirtschaftsnationen als Prozentsatz des BIP

Land	Defizit 2011	Defizit 2012	Schuldenstand 2011	Schuldenstand 2012
Kanada	-5,0	-4,1	87,75	92,77
Frankreich	-5,7	-4,5	98,62	102,35
Deutschland	-1,2	-1,1	86,88	87,34
Italien	-3,6	-1,6	127,74	128,11
Japan	-8,9	-8,9	211,73	219,05
Korea	0,8	1,3	35,52	36,32
Spanien	-6,2	-4,4	74,13	77,23
Schweiz	0,8	0,5	41,99	41,21
Vereinigtes Königreich	-9,4	-8,7	89,95	97,20
Vereinigte Staaten	-10,0	-9,3	97,60	103,64
OECD - Gesamt	-6,6	-5,9	101,62	105,66

(Quelle: OECD)

Staatsschulden sind in diesem Zusammenhang allerdings nicht per se ein Übel. Erstens kann Neuverschuldung in einer Rezession helfen, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stabilisieren. Diese positive Einschätzung setzt aber voraus, dass zum einen die zeitliche Verzögerung zwischen Beginn der Rezession und der effektiven Nachfragesteigerung sehr gering ist und dass zum anderen nach Beendigung der Krise die staatliche Mehrnachfrage zurückgeht und stattdessen konjunkturelle Haushaltsüberschüsse erzielt werden. Die Realität zeigt, dass beide Bedingungen nur sehr selten erfüllt sind. Viel spricht zweitens für das Argument, die zukünftigen Generationen als direkte Nutznießer an der Finanzierung von langfristigen Investitionen z.B. in das Bildungs- und Gesundheitssystem oder in andere Bestandteile öffentlicher Infrastruktur zu beteiligen. Dabei ist aber streng darauf zu achten, nur solche Ausgaben als Investitionen anzusehen, die auch tatsächlich einen langfristigen Nutzen stiften. Solange diese Einschränkungen gelten, bilden Staatsschulden eine sichere und risikolose Vermögensanlage für Sparer in aller Welt. Insofern kann eine moderate staatliche Verschuldung in Industrieländern einen Beitrag zur weltweiten Stabilität und Wohlfahrt leisten. Hohe Neuverschuldung hingegen, die für staatlichen Konsum – z.B. für

eine zu große Beamtenschaft, defizitäre öffentliche Unternehmen, übermäßige Sozialausgaben, unangemessene Verteidigungsausgaben – verwendet wird, wird in der Zukunft keinen Beitrag zu Innovation und Wachstum leisten. Das Potential der öffentlichen Hand, diese Schulden zu bedienen (geschweige diese Schulden zu tilgen), ist gering und sinkt mit steigender Schuldenlast. Hohe Zinslasten und Allokationsverzerrungen durch übermäßige staatliche Unternehmenstätigkeit verringern zudem die Fähigkeit des Staates, seine Kernaufgaben zu bewältigen.¹ Empirische Untersuchungen zeigen überdies, dass hohe Staatsverschuldung gesamtwirtschaftlich teuer werden kann. Erstens ist sie negativ mit wirtschaftlichem Wachstum korreliert, ohne dass die Ursache-Wirkungsbeziehungen dabei vollständig geklärt sind. Was hingegen klar zu sein scheint, ist ein positiver Zusammenhang zwischen der wachstumssteigernden Verwendung von Staatsschulden und der Qualität der politischen und wirtschaftlichen Ordnung. Dieser Zusammenhang gilt zumindest in Entwicklungs- und Schwellenländern mit hinreichend großen institutionellen Unterschieden (Freytag und Paldam 2011). Für Industrieländer zeigen Cecchetti, Mohanty und Zampolli (2011) empirisch, dass es einen Schwellenwert gibt, ab dem Schulden positiv oder negativ auf Wohlstand und Wachstum wirken. Nach ihrer Studie ist der Schwellenwert bei 85 Prozent des BIP erreicht. Danach wirken Schulden wachstumsmindernd und/oder inflationär. Dabei ist die optimale Inflationsrate aus Sicht des Staates, der sich entschulden will, unendlich hoch, zumindest aus theoretischer Sicht (Cagan 1956). Box 1 gibt einen Überblick über die unterschiedlichen Kosten der Inflation.

Box 1: Inflation ist...

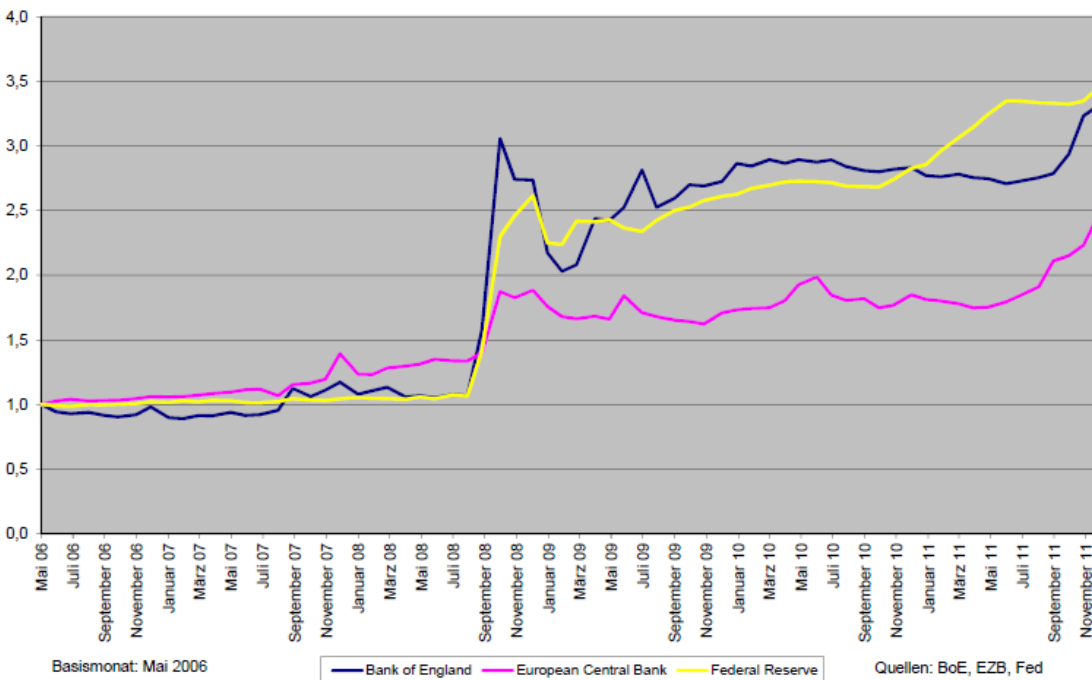
- ungerecht; sie benachteiligt die Sparer und bevorzugt die Schuldner;
- trifft die Mittelschicht;
- fördert Armut;
- schafft die Signalfunktion der Preise ab;
- reduziert beschäftigungswirksame Investitionen;
- zwingt zur Flucht in Sachwerte („Betongold“);
- verändert langfristige Konsummuster bzw. senkt deren Stabilität;
- reduziert den sozialen Frieden, so erlebt in der Weimarer Republik (Kiehling 2000).

¹ Siehe Wirtschaftsrat (2011) für eine aktuelle Analyse der mit wachsender staatlicher Unternehmenstätigkeit verbundenen Probleme.

Wie sich auch zeigt, ist exzessive Staatsverschuldung die Ursache aller Fälle von Hyperinflation in der Geschichte der Weltwirtschaft (Fischer, Sahay und Vegh 2002). Freilich lässt sich aus den historischen Vorkommnissen nicht schlussfolgern, dass sämtliche Fälle hoher Staatsverschuldung in Hyperinflation enden. Empirisch gibt es aber keine Hyperinflation ohne vorhergehende Staatsverschuldung. Der Kreis schließt sich hier, denn Inflation ist negativ mit Wirtschaftswachstum korreliert (Barro 1995).

Nun ist die Gefahr einer Hyperinflation in der EWU wohl derzeit eher gering. Gleichwohl sind im Zuge der Finanzkrise weltweit die Geldmengen in historisch unbekanntem Maße ausgeweitet worden (siehe Grafik 1), so dass die monetäre Stabilität zumindest langfristig unterminiert scheint.

Grafik 1: Bilanzsummen ausgewählter Zentralbanken (Mai 2006 – Dez 2011)



Aber selbst wenn man davon ausgeht, dass die Inflationsraten in den Mitgliedstaaten im einstelligen Bereich bleiben werden, können diese verheerende Wirkungen z.B. auf die Altersvorsorge breiter Schichten haben. Man stelle sich einen Sparer vor, dessen Ersparnisse in Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit zu etwa 3 Prozent Nominalzins und kumulierten Zinseinnahmen angelegt ist. Nach 10 Jahren beträgt der nominale Wert von 100 Euro dann knapp 135 Euro. Gleichzeitig wird eine Inflation von 7 Prozent

angenommen. Dann steigt in diesem Zeitraum der Preis für einen Warenkorb, den man im ersten Jahr für 100 Euro kaufen konnte, auf ca. 196 Euro. Der reale Wert des Vermögens ist auf etwa zwei Drittel des Ausgangswertes gesunken.

Darüber hinaus kann es zu einer systemischen Krise kommen, wenn fiskalische und monetäre Stabilität zu gering sind. Wie oben erwähnt, führt eine steigende staatliche Gesamtverschuldung zu Vertrauensverlusten auf den Finanzmärkten. Der international eng vernetzte Bankensektor wird dadurch insgesamt fragiler, weil die Banken sich auch gegenseitig nicht mehr das nötige Vertrauen entgegenbringen. Zur Vermeidung weiterer Risiken halten Banken sich dann mit ihrem Aktivgeschäft zurück. Die Versorgung der Realwirtschaft mit Krediten ist dann trotz steigender Geldmengen unzureichend. Zugleich werden die Möglichkeiten für Banken reduziert, Erträge aus dem Kreditgeschäft zu erzielen. Insgesamt nehmen Ansteckungsgefahren zwischen den Banken zu, die am Ende Rückwirkungen auf das Wachstum der Realwirtschaft haben.

Die Konsequenz daraus kann nur lauten, alles zu tun, dass das Vertrauen in die Fiskal- und Geldpolitik der EWU wieder steigt. Nicht zuletzt deswegen bemühen sich die europäischen Institutionen mit den nationalen Regierungen ja um eine Lösung der Staatsschuldenkrise. In gleichem Maße bedarf es aber auch neuen Vertrauens der Bürger in die Leistungsfähigkeit der Marktwirtschaft und speziell in die Solidität der Finanzwirtschaft. Dieses Vertrauen hängt maßgeblich von der Glaubwürdigkeit und Qualität der Regeln ab, nach denen Finanzmärkte wirtschaften und Staaten haushalten. Um aber die Grundlagen für eine stabile Ordnung nach der Krise zu schaffen, ist es notwendig, sich den Verlauf der Krise nochmals ins Gedächtnis zu rufen sowie Ursachen und Wirkung klar voneinander zu trennen.

3. Der Verlauf der Krise (Ursachen, Antworten, Feedback-Prozesse, Interdependenzen)

Der Beginn der gegenwärtigen Staatsschuldenkrise ist schwer zu datieren. Vermutlich hat sie ihren Anfang bereits vor vielen Jahren genommen und basiert auf einigen Schwächen in der Konstruktion der EWU. Bei ihrer Gründung standen politische Kalküle im Vordergrund. Ökonomische Überlegungen prägten zwar die Funktionsweise der

geldpolitischen Institutionen und das Verfahren zur Aufnahme von Mitgliedern in die EWU. Vor allem beim Beitrittsverfahren zum Euroraum hatten sie jedoch nur dienende Funktionen und wurden aus politischen Gründen mitunter äußerst großzügig gehandhabt. In der gemeinsamen Wirtschaftspolitik haben ordnungspolitische Vorstellungen dagegen kaum Prägekraft entfaltet. Die wirtschaftspolitischen Vorstellungen klaffen daher zwischen den Mitgliedstaaten nach wie vor weit auseinander, von echter Übereinstimmung kann kaum die Rede sein. Viel ist zu diesen Schwächen geschrieben worden, nicht zuletzt von Kritikern der Europäischen Integration; damals wie heute.

Davon abgesehen sprechen aber starke ökonomische Argumente für die monetäre Integration. Das stärkste Argument ist das Stabilitätsversprechen durch eine unabhängige Notenbank für den gesamten Euroraum mit den Vorteilen der Preisniveaustabilität (siehe Box 1 in Abschnitt 2). Daneben besteht ein weiteres überzeugendes Argument für die Währungsunion darin, dass die Aufgabe des Wechselkurses als Anpassungs- und Wettbewerbsparameter die nationalen Regierungen dazu zwingt, im realwirtschaftlichen Sektor Flexibilität und Wettbewerbsfähigkeit zu steigern. Regierungen können Währungsabwertungen als strategisches Instrument des internationalen Wettbewerbs nicht mehr einsetzen. Dies ist ein Vorteil, weil strategische Abwertungen mit Inflation und dem Verkauf eigener Produkte zu unverhältnismäßig reduzierten Preisen einhergehen. Wettbewerb innerhalb der Währungsunion findet somit im realwirtschaftlichen Bereich und nicht mehr mit Hilfe der Notenpresse statt, wie es der ehemalige Präsident der Landeszentralbank Sachsen und Thüringen, Olaf Sievert, beschrieb (Sievert 1993). Weitere bedeutsame Argumente in diesem Zusammenhang sind die bereits erwähnte Senkung der Transaktionskosten wegen unnötig gewordenem Devisen- und Sortenhandel und die gestiegene Erwartungssicherheit im europäischen Handel mit Gütern und Dienstleistungen, weil das Wechselkursrisiko wegfällt.

Völlig richtig wurde bei Gründung der EWU erkannt, dass die Aufgabe des Wechselkursinstruments fiskalische Stabilität und arbeitsmarktpolitische Flexibilität erfordert. Deswegen wurden die sog. Konvergenzkriterien festgelegt, die den Beitritt der einzelnen EU-Mitglieder steuern sollten. Die Kriterien legen fest, dass das jährliche Budgetdefizit nicht mehr als 3 Prozent des BIP und der Brutto-Gesamtschuldenstand nicht über 60 Prozent des BIP betragen dürfen. Darüber hinaus dürfen Inflationsrate und Zins für

langfristige Staatsanleihen nicht zu stark vom Durchschnitt der drei besten Länder abweichen.

Die zulässigen Aufschläge betragen maximal 1,5 % bei Inflation und 2 % bei Zinsen. Das potentielle EWU-Mitgliedstaat muss seit mindestens zwei Jahren Mitglied im Europäischen Währungssystem sein. Das Stichjahr war 1997. Über den Sinn der Kriterien und vor allem ihre quantitative Festlegung wurde viel gestritten. Fest steht, dass die Kriterien wissenschaftlich nicht festgelegt werden können, sie aber einer inneren Logik folgen und mit den bestehenden Realitäten vor zwanzig Jahren in Einklang standen. Ergänzt wurden diese ex-ante Kriterien mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP), der in der existierenden Währungsunion auf Basis derselben Kriterien fiskalische Instabilitäten ex-post bestrafen und damit idealer Weise ex-ante solches Verhalten der EWU-Mitglieder verhindern wollte. Denn es konnte bereits damals erwartet werden, dass Anstrengungen der Mitglieder zur fiskalischen Disziplin nach dem Beitritt erlahmen würden. Man könnte insoweit von einem Weighing-in-Effekt sprechen (Szapáry 2000). Komplettiert wurde das Regelwerk durch das fiskalische Beistandsverbot (No-Bail-out) des Artikels 125 AEUV und das Verbot der Zentralbankfinanzierung öffentlicher Schulden nach Artikel 123 AEUV.

Leider wurden die Konvergenzkriterien von Anfang an nicht mit dem nötigen Nachdruck angewandt. Als auf Basis der Statistiken des Jahres 1997 geprüft wurde, welche Länder die Kriterien einhalten, zeigte sich, dass sie nur von Finnland, Frankreich und Luxemburg gewahrt wurden (siehe Tabelle 2). Die übrigen Staaten verletzen insbesondere das Schuldenstandkriterium, Griechenland konnte keinen der geforderten Werte einhalten.

Tabelle 2: Konvergenz der EWU-Mitglieder (1997)

	Inflation	Zins	Budgetdefizit	Schuldenstand	EWS
Referenzwert	2.7	7.8	-3	60	Ja
B	1.4	5.7	-2.1	122.2	Ja
D	1.9	5.6	-2.7	61.3	Ja
<i>FIN</i>	1.3	5.9	-0.9	55.8	Ja
<i>F</i>	1.2	5.5	-3	58	Ja
GR	5.2	9.8	-4	108.7	Ja
IRE	1.2	6.2	0.9	66.3	Ja
IT	1.8	6.7	-2.7	121.6	Ja
<i>LUX</i>	1.4	5.6	1.7	6.7	Ja
NED	1.8	5.5	-1.4	72.1	Ja
A	1.1	5.6	-2.5	66.1	Ja
P	1.8	6.2	-2.5	62	Ja
ES	1.8	6.3	-2.6	68.8	Ja

(Quelle: Eurostat)

Es wurde die politische Entscheidung gefällt, die Anstrengungen der anderen potentiellen Mitglieder, die Kriterien einzuhalten, mit der Mitgliedschaft zu honorieren bzw. Sonderbedingungen und -probleme einzelner Länder (wie z.B. die Lasten der deutschen Wiedervereinigung) anzuerkennen. Europarechtlich war das möglich, da Art. 126 AEUV eine Ausnahme zulässt, wenn der Schuldenstand „hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert annähert“. Die Frage war indes, ob diese Voraussetzungen tatsächlich in jedem Einzelfall erfüllt waren. Eine offene Rechtsverletzung fand mit der Weigerung Deutschlands und Frankreichs, Sanktionen gegen sich anzuerkennen, im November 2003 statt. Die anschließende Auseinandersetzung führte zu einer Reform des SWP im Mai 2005. Sie sollte dieses Verhalten nachträglich rechtfertigen, indem die Regeln deutlich verwässert wurden (SVR 2005).

Die fehlende Härte bei den Maastricht-Kriterien und die Weigerung, die Verschuldungsregeln strikt anzuwenden, haben bis zur erwähnten Reform des SWP kaum merklich zu einer Erhöhung der Risikoprämie der EWU als Ganzes beigetragen (Goldbach und Fahrholz 2011). Bis auf Weiteres führte die Aufweichung der Sanktionsregeln daher

nicht dazu, die fiskalische Stabilität zu unterminieren. Im Gegenteil, im Laufe der ersten Dekade des 21. Jahrhunderts verbesserte sich die Situation der europäischen Staatshaushalte zusehends. Die Länder, die seit 2002 beigetreten sind, hatten noch weniger als die Altsassen mit fiskalischen Problemen zu kämpfen. So weist z.B. Estland auch heute noch eine Staatsschuld von unter 10 Prozent des BIP auf. Dennoch zeigen sich heute die Strukturprobleme der meisten EWU-Mitgliedstaaten. Dabei sind nicht nur die heutigen sog. Programmländer (umgangssprachlich die GIIPS) betroffen. Natürlich haben die geplatzten Immobilienblasen in Spanien und Irland, die Bankenkrise in Irland sowie die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit Griechenlands und Portugals, die z.B. an der Entwicklung der Lohnstückkosten im Vergleich des Euroraums (SVR 2010) ersichtlich wird, die deutlichsten Spuren hinterlassen.

Man sollte aber auch die verschleppten Strukturreformen in Italien und selbst in Deutschland (Stichworte sind hier z.B. der Subventionsabbau, die Steuerreform und die sehr geringe Investitionsquote) nicht vernachlässigen. Gerade die deutschen Standortprobleme seit den späten 1990er Jahren trugen zu den hohen deutschen Kapitalexporten bei, die ihre Entsprechung in der hohen Verschuldung der Peripherie fand. Die Finanzmärkte sahen diese Schwächen entweder gar nicht oder zumindest nicht als Problem, denn der Zinsabstand innerhalb des Euroraums verschwand fast vollständig. Anders gewendet: Das Länderrisiko wurde mit dem Währungsrisiko gleichgesetzt.

Dies änderte sich erst, als die Regierung in Griechenland im Januar 2010 einräumte, in erheblichen fiskalischen Schwierigkeiten zu sein und die Statistiken über Jahre hinweg geschönt zu haben. Hinzu kam, dass in den beiden Vorjahren in allen europäischen Staaten aufgrund der internationalen Bankenkrise die Haushaltsdefizite und die Schuldenstände zum Teil erheblich angestiegen waren (siehe Tabelle 3).

Tabelle 3: Anstieg der Schuldenstände 2007 bis 2012 in den Mitgliedstaaten des Euroraums

Mitgliedstaat	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Belgien	84.2	89.6	96.2	96.8	97.0	97.5
Deutschland	64.9	66.3	73.5	83.2	82.4	81.1
Estland	3.7	4.6	7.2	6.6	6.1	6.9
Irland	25.0	44.4	65.6	96.2	112.0	117.9
Griechenland	105.4	110.7	127.1	142.8	157.7	166.1
Spanien	36.1	39.8	53.3	60.1	68.1	71.0
Frankreich	63.9	67.7	78.3	81.7	84.7	86.8
Italien	103.6	106.3	116.1	119.0	120.3	119.8
Luxemburg	6.7	13.6	14.6	18.4	17.2	19.0
Niederlande	45.3	58.2	60.8	62.7	63.9	64.0
Österreich	60.7	63.8	69.6	72.3	73.8	75.4
Portugal	68.3	71.6	83.0	93.0	101.7	107.4
Slowenien	23.1	21.9	35.2	38.0	42.8	46.0
Finnland	35.2	34.1	43.8	48.4	50.6	52.2
Malta	62.0	61.5	67.6	68.0	68.0	67.9
Zypern	58.3	48.3	58.0	60.8	62.3	64.3
Slowakei	29.6	27.8	35.4	41.0	44.8	46.8
Euroraum Gesamt	66.3	70.0	79.4	85.5	87.9	88.7

(Quelle: EU Kommission)²

Die Rating-Agenturen bewerteten daraufhin Griechenland, aber auch Portugal, Spanien, Italien und Irland drastisch herab. Die Finanzmarktteilnehmer reagierten mit der Erhöhung der Zinsforderungen für Griechenland und weitere Länder, die im Zuge der Finanzkrise seit 2008 in Schwierigkeiten geraten waren. Nun zeigte sich auch, dass die laxe Rechtsauffassung im Euroraum die Glaubwürdigkeit und Bindungskraft der Regeln nachhaltig erschütterte. Mit den Beschlüssen vom 11. April 2010, Griechenland mit bilateralen Krediten der Mitgliedstaaten im Umfang von 80 Milliarden zu unterstützen, wurde eine bis dahin nicht in Frage gestellte Grenzlinie überschritten. Noch deutlicher zeigte sich die juristische Spannungslage, als die Euro-Mitgliedstaaten am 9. Mai 2010 beschlossen, gemeinsam mit dem IWF und der EU einen Stabilisierungsmechanismus zu errichten, der ein Volumen von 440 Milliarden Euro erreichen sollte. Die Mitgliedstaaten

² Die Daten unterscheiden sich leicht von den OECD-Daten der Tabelle 1. Da die Ländergruppen beider Tabellen nicht identisch sind, haben wir keine Anpassungen vorgenommen, um die interne Konsistenz der Tabellen zu sichern.

stellten zu diesem Zweck Garantien bereit, die die Refinanzierung von Krediten zugunsten Griechenlands ermöglichen. Rechtlich ist die Bewertung dieser Vorgänge aber keineswegs eindeutig. Am Wortlaut des Artikels 125 AEUV gemessen sind die Hilfen mit dem Bail-out-Verbot nicht vereinbar. Doch bleibt die Frage im Raum, ob das Bail-out-Verbot tatsächlich Hilfen verbietet, wenn die Konsequenz einer unterlassenen Hilfe der Staatsbankrott und in der Folge möglicherweise ein Zusammenbruch der Finanzmärkte wäre.

Zur technischen Abwicklung der Kreditvergabe und der notwendigen Refinanzierung gründeten die Euro-Mitgliedstaaten ein eigenes Unternehmen, die European Financial Stability Facility (EFSF). Sie wird durch ein Finanzierungsprogramm der EU, den European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) und Hilfszusagen des Internationalen Währungsfonds (IWF) ergänzt. Diese Struktur ist als „Rettungsschirm“ im allgemeinen Sprachgebrauch bekannt. Die Hilfsmaßnahmen, die auf Irland und Portugal ausgeweitet werden mussten, waren zunächst zeitlich befristet geplant, denn die EFSF sollte nur bis Juni 2013 tätig sein. Die ursprüngliche Mittelausstattung und die dazu eingesetzten Finanzierungsinstrumente erwiesen sich indes bald als unzureichend. Aufgrund der negativen Reaktion der Kapitalmärkte, die in fortdauernden Finanzierungsschwierigkeiten vor allem Griechenlands, aber auch Spaniens und Italiens zum Ausdruck kamen, wurden weitere Reformschritte vereinbart.

Im Dezember 2010 beschlossen die Euro-Mitgliedstaaten zunächst, die EFSF ab 2013 in einen permanenten Mechanismus, den European Stability Mechanism (ESM) umzuwandeln und mit echtem Eigenkapital anstelle der Garantien auszustatten. Im Juli 2011 wurde das Volumen des Rettungsschirms auf 780 Milliarden Euro erhöht, um eine effektive Ausleihkapazität von 440 Milliarden Euro zu erreichen. Die große Differenz erklärt sich dadurch, dass nur mit einer Übersicherung des Rettungsschirms sein erstklassiges Rating erreicht werden kann. Auch die Finanzierungsgrenze von 780 Milliarden Euro schien vielen Beobachtern bald nicht mehr ausreichend. Die Staats- und Regierungschefs der Euro-Mitgliedstaaten beschlossen daher am 26. Oktober 2011, das Volumen der Hilfsmittel mit einem Hebel deutlich zu erhöhen (siehe Box 2). Inwieweit solche Maßnahmen die Märkte beruhigen und faktisch und rechtlich realisierbar sind, bleibt offen. Bislang ist es jedenfalls noch nicht gelungen, zusätzliches privates oder staatliches Kapital zu mobilisieren.

Box 2: Der Hebel

Unter dem Hebel (engl. leverage) ist die Möglichkeit zu verstehen, dass die EFSF bzw. künftig der ESM am Kapitalmarkt weitere private Mittel mobilisiert. Hierzu gehörte ursprünglich der Vorschlag, ihn mit einer Banklizenz auszustatten, damit er am Kapitalmarkt Einlagen entgegennehmen oder – was die Europäische Kommission zu präferieren schien – sich bei der EZB refinanzieren kann.

Rechtlich scheidet in jedem Fall die Variante aus, der EFSF den Zugang zur EZB zu eröffnen. Damit würden mitgliedstaatliche Haushalte unmittelbar durch die EZB finanziert, was Artikel 123 AEUV strikt verbietet. Hierdurch entstünden massive Inflationsgefahren, die die Stabilität des Euro untergraben würden. Aus dem gleichen Grund wäre dieser Weg in Deutschland auch verfassungsrechtlich durch Artikel 23 und 88 GG versperrt. Das Bundesverfassungsgericht betrachtet die Einhaltung der vertraglichen Regeln für eine Stabilitätsgemeinschaft als Geschäftsgrundlage für die Beteiligung der Bundesrepublik Deutschland an der EWU.

Die Finanzminister des Euroraums haben am 29. November 2011 zwei andere Modelle beschlossen. Sie zielen auf die Begebung von Versicherungszertifikaten an Käufer von Staatsanleihen der Krisenstaaten und auf die Gründung von Zweckgesellschaften, die verschiedene Finanzierungsformen ermöglichen. Bei dem Versicherungsmodell bietet die EFSF einen Versicherungsschutz auf den Zahlungsausfall des Mitgliedstaats in Höhe von 20 bis 30% des Kapitalbetrags einer neu emittierten Staatsanleihe an. Dieses Zertifikat kann später selbständig gehandelt werden. Im zweiten Modell errichtet die EFSF gemeinsam mit privaten Investoren eigenständige Zweckgesellschaften. Das eingezahlte Kapital dieser Zweckgesellschaften soll dann genutzt werden, um Staatsanleihen der hilfsbedürftigen Mitgliedstaaten am Primär- oder Sekundärmarkt zu erwerben. Beide Instrumente sollen private Investoren veranlassen, selbst wieder Risiken zu übernehmen.

Durch diese Hebel erhöht sich nominal die Haftung der Mitgliedstaaten für die EFSF nicht. Die nationalen Bürgschaftsbeträge bleiben ihrem Volumen nach daher unverändert. Jedoch kann die Ausfallwahrscheinlichkeit ansteigen, wenn immer höhere Kreditbeträge für immer mehr Empfänger eingesetzt werden. Hinter der Diskussion um den Nutzen der Hebelung steht die Frage, ob mehr Schulden oder mehr Strukturreformen dazu beitragen, die Krise zu überwinden. Die Antwort hängt zum Teil vom Zeithorizont ab. Kurzfristig kann die Hebelung den Zugang der Krisenstaaten zu den Kapitalmärkten verbessern und damit zu einer Stabilisierung der Situation beitragen. Als langfristige Politik ist die Hebelung dagegen ungeeignet. Die Ursachen der Krise liegen in zu hoher struktureller Verschuldung im öffentlichen und privaten Sektor und vielfach nicht mehr tragbaren Schuldenständen. Die Hebelung kann daher im besten Fall nur Zeit dafür kaufen, damit nationale Haushalts- und Wirtschaftsreformen zielstrebig vorangetrieben werden.

Neben den Hilfsprogrammen der Mitgliedstaaten kauft die EZB im Verbund mit anderen nationalen Zentralbanken den Marktteilnehmern Staatspapiere der Problemländer ab, um die Funktionsfähigkeit der Anleihemärkte zu erhalten und den entsprechenden

geldpolitischen Transmissionskanal zu sichern. Am Ende stellt diese Politik der quasi-fiskalischen Bail-outs aber die Unabhängigkeit der EZB in Frage. Sie beruhigt die Finanzmärkte nur kurzfristig, langfristig droht sie das Vertrauen in die Regelbindung und Stabilitätsorientierung der EZB zu untergraben.

Einmal in Gang gesetzt weckt diese Politik den Hunger nach immer weiteren Hilfsprogrammen, damit die Investoren Risiken abstoßen und die Mitgliedstaaten ihre Anleihen platzieren können. Die disziplinierende Kraft des Marktes lässt damit für die staatlichen Schuldner nach; der vermeintlichen ‚Spekulation‘ (siehe Box 3) kann auf diese Weise nicht entgegen gewirkt werden. Die Deutsche Bundesbank und führende Wirtschaftsforschungsinstitute (Gemeinschaftsdiagnose 2011) forderten deshalb eine Beendigung und Umkehr dieses Weges.

Box 3: Spekulation

Spekulation bedeutet eine Wette auf die unsichere Zukunft. Im Grunde spekuliert jeder Mensch ständig. Im Zusammenhang mit Finanzmärkten wird allerdings gemeinhin darauf abgestellt, dass Finanzanlagen nicht vor einem realwirtschaftlichen Hintergrund getätigt werden, sondern aus kurzfristigem Gewinninteresse. Gute Spekulanten zeichnen sich allerdings dadurch aus, dass sie die Zukunft richtig vorhersagen, also glättend auf die Preise wirken. Besonders leicht fällt die Spekulation gegen marktferne Wechselkurse oder bei politischen Versprechen des Bail-outs.

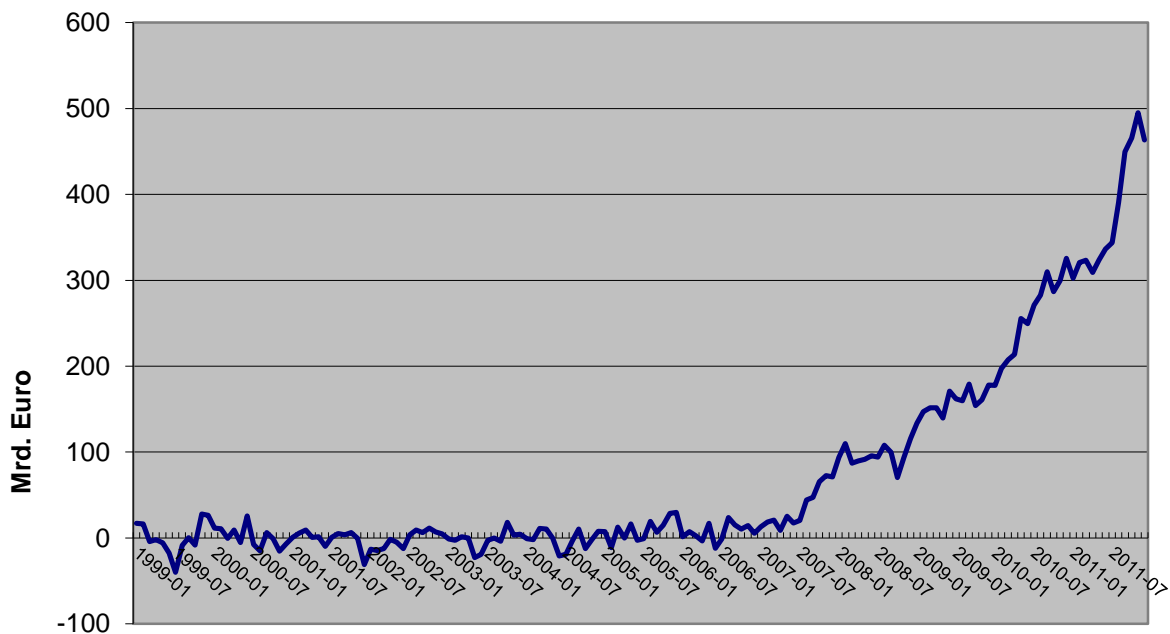
Auch die mangelnde Bereitschaft von wichtigen Investoren, wie Versicherungen, Banken, Pensionsfonds, die Staatsanleihen der Problemländer zu kaufen bzw. länger zu halten, wird gelegentlich als ‚Spekulation‘ bezeichnet.

Hier liegt ein Denkfehler vor, da viele Anleger von Staatspapieren in der Regel in ihrer Funktion als Vermögensverwalter gesetzlich verpflichtet sind, nur ‚sehr gut‘ von den Rating-Agenturen bewertete Papiere zu halten. Sinkt das Rating, ist ein Verkauf quasi gesetzlich notwendig geworden. Das Aufspannen eines Rettungsschirmes gibt überdies einen wirtschaftlichen Anreiz, das Risiko des Portfolios zu verringern und einen möglichst großen Teil der zunehmend unsicher gewordenen Staatsanleihen gegen sichere, liquide Mittel zu tauschen. Die Flucht aus den Staatspapieren ist daher keine Spekulation im klassischen Sinne; sondern eine Reaktion auf politisch gesetzte Fehlanreize. Es mag ‚Spekulanten‘ geben, die von der Abwertung der Staatsanleihen profitieren, doch sind sie nur Symptom, nicht aber Ursache der Krise.

Zu dieser Häufung von ökonomisch und rechtlich problematischen Notfallmaßnahmen kommt eine Fehlkonstruktion innerhalb von TARGET2. Bei TARGET2 handelt es sich um ein Zahlungsverkehrssystem, das von der EZB und den nationalen Zentralbanken des

Eurosystems³ betrieben wird. TARGET2 hat eine doppelte Funktion: Zum einen wickeln nationale Zentralbanken hierüber ihre geldpolitischen Maßnahmen mit den Geschäftsbanken ab. Zum anderen tätigen Geschäftsbanken über TARGET2 ihre grenzüberschreitenden Euro-Überweisungen. Es kann von nationalen Zentralbanken aber auch dazu genutzt werden, Kredite in Anspruch zu nehmen, indem die offenen Positionen gegenüber anderen nationalen Zentralbanken nicht ausgeglichen werden (Fahrholz und Freytag 2011, Sinn und Wollmershäuser 2011). Seit der Finanzkrise im Sommer 2007 ist dies vermehrt geschehen, wie der Entwicklung der TARGET-Salden der Deutschen Bundesbank zu entnehmen ist (siehe Grafik 3).

Grafik 3: TARGET-Salden der Deutschen Bundesbank (Jan 1999 – Dez 2011)



Wirtschaftlich betrachtet, haben sich die nationalen Zentralbanken der Problemländer gegenwärtig mit Hilfe des TARGET2-Systems allein bei der Deutschen Bundesbank mit etwa einer halben Billion Euro zusätzlich verschuldet. Die mit TARGET2 verbundenen

3 Dem Eurosystem gehören die EZB und die Zentralbanken der Mitgliedstaaten an, die den Euro als Währung eingeführt haben.

Risiken trägt das Eurosystem allerdings in seiner Gesamtheit. Hinzu kommen die Forderungsausfälle der Mitgliedstaaten, die zwar am TARGET2 teilnehmen, aber den Euro bisher nicht als Währung eingeführt haben. Käme es zu Verlusten innerhalb des Eurosystems, würden sie anteilig von den nationalen Zentralbanken anhand des Kapitalschlüssels getragen werden, der ihrer Beteiligung an der EZB entspricht.

Die Verlustwahrscheinlichkeit hängt wiederum davon ab, ob die Geschäftsbanken ihre Verbindlichkeiten gegenüber den jeweiligen nationalen Zentralbanken bzw. im TARGET2 erfüllen können. Auch die von den nationalen Zentralbanken entgegengenommenen Sicherheiten spielen bei dieser Risikobewertung eine Rolle. Soweit es sich bei den Sicherheiten z.B. um Anleihen der Problemländer handelt, trägt das Eurosystem das Insolvenzrisiko dieser Mitgliedstaaten.

Fasst man den Verlauf der Krise zusammen, so handelt es sich bei der Staatsschuldenkrise im Euroraum zunächst nicht um eine Krise des Euro. Vielmehr sind es die akut gewordenen Haushaltsprobleme zahlreicher Mitgliedstaaten, die eine weitere Finanzierung auf den Kapitalmärkten erschweren. Diese Haushaltsprobleme haben in erster Linie strukturelle Ursachen, die durch die vorhergehende globale Finanz- und Wirtschaftskrise verschärft und sichtbarer wurden. Ein weiterer ganz entscheidender Faktor war und ist der Umgang mit Regeln innerhalb des Euroraums. Für jeden der hier aufgezählten Rechtskonflikte, insbesondere im Zusammenhang mit den fiskalischen und quasi-fiskalischen Bail-outs, mag es im Einzelfall und auf den Zeitpunkt bezogen nachvollziehbare Gründe gegeben haben. Problematisch werden solche Umdeutungen und dem Geist der Regeln nicht entsprechende Maßnahmen jedoch aufgrund ihrer Fülle und vor allem für den Fall, dass sie in die Zukunft fortgeschrieben werden sollten (Ruffert 2011). Im Zuge einer solchen Strukturkrise in Europa schwindet nicht nur das Vertrauen der Menschen in die Wirtschaftspolitik, sondern droht auch das Vertrauen in die europäische Integration insgesamt nach zu lassen.

4. Die EWU im Herbst 2011

Als Folge der Staatsschuldenkrise bietet sich dem Betrachter im Herbst 2011 ein prekäres Bild. Die internationalen Börsen reagieren sehr volatil; insbesondere Aktienkurse der Banken befinden sich auf niedrigen Ständen. Es machen sich überdies Ängste unter den

Bürgern um ihr Ersparnis breit. Die vorgeschlagenen und umgesetzten Remeduren sind nicht immer nachvollziehbar. Sie decken zwar ein weites Spektrum ab, wirken aber wenig durchdacht und verschärfen insofern die allgemeine Verunsicherung insbesondere in den Finanzmärkten. Eine politische Linie lautet, die Rettungsfazilitäten soweit auszudehnen, dass ‚Spekulant‘ (siehe Box 3) abgeschreckt werden. Dies könnte z.B. durch eigene gemeinschaftliche Anleihen, die sog. Eurobonds (siehe Box 4) geschehen. Andere politische Vorschläge zielen darauf ab, der EZB die Verantwortung für die Entschuldung des Euroraums zu übertragen. Sie soll den Staaten und den Investoren die nicht mehr marktfähigen Anleihen abkaufen. In die gleiche Richtung geht der Vorschlag, das Schuldenproblem durch gezielte Inflationierung zu lösen.

Box 4: Eurobonds

Unter Eurobonds versteht man Anleihen, für die die Mitgliedstaaten der Euro-Gruppe gesamtschuldnerisch haften. Die Emission erfolgt im Auftrag der Mitgliedstaaten durch eine eigenständige Einheit, für deren Verbindlichkeiten alle beteiligten Staaten nach einem bestimmten Schlüssel (Anteil am BIP der EU oder Kapitalanteil an der EZB) gemeinschaftlich haften. Das Ziel ist es, einen großen, liquiden Markt für europäische Anleihen zu schaffen, auf dem sich auch weniger gut bewertete Länder zu einem niedrigeren Zins verschulden können.

Das Bruegel Institut in Brüssel (Delpla und v. Weizsäcker 2011) hat diesen Vorschlag konkretisiert, um die Anreizprobleme für hoch verschuldete Länder mit Strukturproblemen zu reduzieren, die Kritiker sofort diagnostiziert haben: Es wird zwischen blauen und roten Bonds unterschieden. Die blauen Bonds sind die eigentlichen Eurobonds mit gemeinsamer Haftung und gemeinsamen Zinsen. Sie dürfen nur bis zu 60 Prozent des BIP der Mitgliedstaaten begeben werden. Darüber hinaus kann sich ein Land nur mit den roten Bonds allein zum – dann erheblich erhöhten – Marktzins verschulden.

Verschiedene Argumente sprechen gegen diese Art von Haftungsverbund. Zunächst ist zu erwarten, dass die Zinsen nicht niedrig bleiben, wenn die Haftungssumme für die bisher hoch bewerteten Staaten Deutschland und Frankreich weiter zunehmen wird. Dies wurde von einer Rating-Agentur bereits im Sommer 2011 angedeutet, die die Eurobonds wie griechische Anleihen bewerten wollte. Zweitens werden die hohen Haftungssummen Anleger abschrecken. Damit wird die Krise nur perpetuiert. Drittens ist die Vorstellung, es ließe sich das Instrument der Eurobonds auf die Grenze von 60 Prozent des BIP beschränken, wirklichkeitsfremd. Denn sollte z.B. Portugal die „rote Linie“ überschreiten wollen, dürfte sich nach gegenwärtiger Einschätzung der Zins erheblich erhöhen. Dies steigerte den politischen Druck nach einer Steigerung des „blauen Kontingents“. Die jüngsten Erfahrungen legen nahe, dass die Grenze zwischen blau und rot in der EWU dann politisch verhandelbar wäre.

Verfassungsrechtlich ist der Weg zu einer gemeinsamen Verschuldung der Mitgliedstaaten ohnehin verschlossen, gleichgültig ob er supranational oder im Rahmen völkerrechtlicher

Konstruktionen beschränkt wird. In seiner Entscheidung zum Euro-Rettungsschirm vom 7. September 2011 hat das Bundesverfassungsgericht festgestellt, dass das Demokratieprinzip eine Haftungsübernahme verbietet, wenn die Verwirklichung des Haftungsrisikos nicht mehr im Einzelfall vom Deutschen Bundestag kontrolliert werden kann. Unzulässig sind daher pauschale Gewährleistungsübernahmen, die einen Haftungsautomatismus begründen, dessen Verwirklichung von den fiskalischen Dispositionen anderer Mitgliedstaaten abhängt. Angesichts der schwer kalkulierbaren Folgewirkungen würden solche Mechanismen zu irreversiblen, unter Umständen massiven Einschränkungen der nationalen politischen Gestaltungsräume führen. Das wäre nicht nur mit dem Demokratieprinzip, sondern auch mit der Identitätsgarantie des Artikels 79 Abs. 3 GG unvereinbar (Bundesverfassungsgericht 2011).

Sämtliche Vorschläge verkennen, dass die sog. Eurokrise eine strukturelle Zahlungsbilanzkrise und keine konjunkturelle Krise ist, sondern auf einen Mangel an volkswirtschaftlichen Investitionen bei übermäßiger Verschuldung im öffentlichen und privaten Sektor hinweist. Insofern ist die Ausweitung der Staatsverschuldung auch angesichts des allgemeinen Vertrauensverlustes aufgrund eines zu hohen gesamtwirtschaftlichen Verschuldungsgrads nicht zielführend. Man muss eher befürchten, dass sich die Krise perpetuiert, sofern die zur „Rettung“ bereitgestellten Summen sich vervielfachen. Eurobonds können die Kreditwürdigkeit der Kernländer ruinieren, weil die Lasten aus der Gewährleistungsübernahme hoch und daher entsprechend niedrigere Ratings zu erwarten sind. Insgesamt ist zu befürchten, dass die Gesamtverschuldung im Zuge einer Einführung von Eurobonds weiter zunimmt, so dass das Ausfallrisiko für den gesamten Euroraum ansteigen würde. Eine gezielte Inflationierung ist dagegen wirtschaftlich und auch sozialpolitisch nicht hinnehmbar (siehe Box 1). Sie wäre zudem nach geltendem Recht eindeutig verboten.

An dieser Stelle setzt insbesondere die deutsche Bundesregierung auf die Durchsetzung von europäischen Durchgriffsrechten in nationale Haushaltspolitiken, um einer weiteren Verschuldung entgegen wirken zu können. Andere Vorschläge gehen dahin, die Wirtschaftspolitik zu vergemeinschaften (z.B. Soros et al. 2011). Dabei wird richtig argumentiert, dass die nationalen Unterschiede in der Auffassung zu sowie der Durchführung einzelner Bereiche der Wirtschaftspolitik bei einer gemeinsamen Währungsunion gefährlich sein können. Diese müssten harmonisiert werden, um eine zielgerichtete und konsistente Wirtschafts- und Finanzpolitik einschließlich der Geldpolitik

zu garantieren. Auch gelte es, angesichts der Schnellebigkeit der Finanzmärkte sowie der Größe und wirtschaftlichen Stärke anderer Länder – vor allem Chinas und der USA – einen starken wirtschaftspolitischen Block zu formen. Länder, die zu klein sind, so das Argument, könnten weder weltpolitisches Gewicht erlangen noch sich gegebenenfalls gegen ‚Spekulanten‘ zur Wehr setzen.

Gegen den Vorschlag einer weitergehenden Vergemeinschaftung spricht das theoretische und empirische Argument, dass es gerade der Wettbewerb der Wirtschaftssysteme war, der Europa so reich und friedlich hat werden lassen. Außerdem kann man eine ‚spekulative Angriffswelle‘ auf kleine Länder wie Dänemark und die Tschechische Republik nicht feststellen. Dies sollte politischen Entscheidungsträgern in der EWU zu denken geben.

Neben der theoriegeleiteten Argumentation steht eine weitere, eher als moralisch oder als von Staatsräson geleitet zu bezeichnende Stoßrichtung, an die auch das Ansinnen der Einführung von Durchgriffsrechten auf europäischer Ebene, wie z.B. der Einrichtung eines europäischen Sparkommissars, ansetzt. Es sei einfach an der Zeit, weitere Integrationsschritte zu gehen, schließlich bilde Europa traditionell eine Wertegemeinschaft.⁴ Dies erfordere nicht nur ein hohes Maß an Solidarität, sondern erlaube und fordere geradezu eine Übertragung von Souveränität an eine zentrale Instanz. Die Befürworter dieser Argumentation belassen es zumeist bei derart abstrakten Aussagen. Wie schwierig es jedoch ist, eine Harmonisierung allein der Wirtschaftspolitik zu erzielen, zeigt sich an den höchst unterschiedlichen Vorstellungen innerhalb des Euroraums. Bis zur Krise verdeckten die günstigen Finanzierungsbedingungen für alle Mitgliedstaaten die Heterogenität wirtschaftspolitischer Leitbilder, wie Schulden zu verwenden sind.

Damit sind wir beim ersten Problem einer Abtretung von Souveränitätsrechten an europäische Instanzen angelangt. Es ist unabdingbar, dass die beteiligten Länder bzw. ihre Regierungen ein im Grundsatz ähnliches wirtschaftspolitisches Paradigma aufweisen. Die Rolle der Geldpolitik im wirtschaftspolitischen Programm sollte gleich interpretiert werden; das scheint im Grundsatz trotz der Meinungsunterschiede im EZB-Rat noch so zu sein. Aber schon bei der Frage der fiskalischen Stabilitätsorientierung sowie der Arbeitsteilung

⁴ Weede (2012) analysiert dies als das Ergebnis einer nicht rationalen politischen Korrektheit, die eine sachbezogene Debatte verhindere.

zwischen Markt und Staat lassen sich große Unterschiede ausmachen. Auch die Arbeitsmarkt- und die Sozialpolitik behandeln die Mitgliedstaaten aus historischen und kulturellen Gründen höchst verschieden. Diese Differenzen in der Sache können wohl nicht per Ratsbeschluss eingeebnet werden. Der Maastricht-Vertrag hatte hierfür vorgesorgt und mit den Stabilitätskriterien zumindest die Interpretationsspielräume für die einzelnen Regierungen eingeschränkt. Mit dem SWP wurde die Regel, wirtschaftspolitische Konvergenz dauerhaft zu sichern, zu Recht in die Zeit nach der Einführung des Euro übertragen. Genauso diente das Bail-out-Verbot des Artikels 125 AEUV dazu, den Staaten Eigenverantwortung zu belassen und damit für ein generelles Stabilitätsbewusstsein zu sorgen. Diese Versuche sind misslungen.

Das führt zum zweiten grundsätzlichen Problem bei der Einführung gemeinsamer Politiken und damit ähnlich geführter öffentlicher Haushalte. Beides darf nicht so verstanden werden, dass dadurch eine Haftungsgemeinschaft mit klar verteilten Rollen – wer zahlt, wer nimmt? – eingeführt wird. Eine Haftungsgemeinschaft auf laufender Grundlage würde die Errichtung eines Finanzausgleichsystems zugunsten der wirtschaftlich schwächeren Mitgliedstaaten erfordern.

Die bundesstaatlichen Erfahrungen in Deutschland mit der juristischen Komplexität eines Länderfinanzausgleichs und seiner hohen Anfälligkeit für politische Tauschgeschäfte mahnen zu größter Skepsis. Eine Übertragung solcher Modelle auf die wirtschaftlich und politisch deutlich heterogenere EWU erscheint kaum möglich. Haftungsgemeinschaften zwischen inhomogenen Teilnehmern überfordern die Zahler und untergraben ihre Bereitschaft zur Solidarität. Gemeinsame europäische Politik muss daher anreizkompatibel bleiben und Haftungsgemeinschaften vermeiden.

Deshalb fordern die Vertreter der Vergemeinschaftungsidee in nachvollziehbarer Weise starke Durchgriffsrechte der supranationalen europäischen Institutionen auf die nationale Haushaltspolitik. Die Frage bleibt, inwieweit diese Durchgriffsrechte mit dem Demokratieprinzip der nationalen Verfassungen vereinbar ist. Der Haushalt stellt das zu Zahlen geronnene politische System dar. Seine Ansätze spiegeln auf der Einnahmeseite die gesamte Steuerpolitik, auf der Ausgabenseite die Gesamtheit aller Sachpolitiken, angefangen von der Finanzierung der inneren Sicherheit bis hin zu jeder sozialpolitischen

Grundentscheidung wider. Eingriffe in die Haushaltspolitik sind daher zwangsläufig Eingriffe in Sachpolitiken. Verfassungsrechtlich gebietet das Demokratieprinzip, so dass Bundesverfassungsgericht in der Lissabon-Entscheidung, dass der Bundestag noch die Gesamtverantwortung mit ausreichenden politischen Freiräumen für Einnahmen und Ausgaben trägt (Bundesverfassungsgericht 2009).

Bei der politischen Bewertung aller Reformmodelle sind die bisherigen Erfahrungen in der EWU nüchtern zu bedenken und abzuwägen. Die Staatsschuldenkrise hat deutlich gemacht, dass die Mitgliedstaaten des Euroraums durchgängig kein überragendes europäisches Bewusstsein aufweisen. Die hoch verschuldeten Mitgliedstaaten fordern von den weniger verschuldeten Mitgliedern des Euroraums die Übernahme von Haftung einschließlich der Einführung gemeinsamer Staatsschulden z.B. durch die Ausgabe sog. Eurobonds (siehe Box 4). Die für die langfristige Funktionsfähigkeit des Euroraums notwendigen Strukturreformen werden bislang nur zögerlich angegangen. Die vergleichsweise solventen Mitgliedstaaten hingegen sind zunehmend weniger bereit, in die Haftung zu gehen, weil sie um ihren eigenen Wohlstand fürchten. Aus ihrer Perspektive ist eine Aufgabe weiterer Hoheitsrechte vor allem mit wirtschaftlichen Kosten verbunden.

Alle Vertreter des Euroraums scheinen zu solidarischem Verhalten nur dann bereit zu sein, wenn sie selber davon profitieren. Sobald es darum geht, sich zu arrangieren oder gar einzuschränken, sinkt die Bereitschaft zu gemeinschaftlich verantwortlichem Handeln ganz erheblich. Die EU ist noch lange nicht soweit, dass es für die „Vereinigten Staaten von Europa“ reichen würde. So wünschenswert eine auf Solidarität basierende Einigung und Einheitlichkeit auch wäre, im Moment gibt es sie nicht. Die Krise hat die Aussicht darauf eher reduziert. Es wäre naiv und dem weiteren Fortgang der europäischen Idee abträglich, würden die politischen Eliten aus Unverständnis für die Reaktionen in der Bevölkerung, aber auch ohne Berücksichtigung politischer Realitäten, einer tieferen Integration ohne klare nationale Verantwortlichkeiten das Wort reden. Es steht zu befürchten, dass Europa daran eher zerbrechen als wachsen wird. Alle Überlegungen zur Nach-Krisen-Ordnung der EWU und die Bewertung der aktuellen Reformbemühungen werden diese Schwierigkeit zu berücksichtigen haben.

5. Aktuelle Reformen

Six Pack

Auf europäischer Ebene gehört das sog. „Six Pack“, zu den wesentlichen Reformen des Herbstes 2011. Die Änderungen und Ergänzungen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sollen zunächst die Reformen des Jahres 2005 rückgängig machen, als der SWP infolge des Konflikts mit Deutschland und Frankreich aufgeweicht worden war. Weitere Ziele sind, die wirtschaftspolitische Konvergenz zwischen den Mitgliedstaaten zu verbessern und das Entstehen übermäßiger Verschuldung langfristig wirksamer zu bekämpfen. Im präventiven Arm des SWP wird das „Europäische Semester“ eingeführt, in dem die Haushaltsentwürfe der Mitgliedstaaten vor der nationalen parlamentarischen Beratung durch die Kommission und den Rat geprüft werden. Im repressiven Teil des SWP, der sich auf das Verfahren bei einem bereits eingetretenen, übermäßigem Defizit bezieht, wird daher erstmalig das Problem zu hoher Schuldenstände aufgegriffen. Bisher hatten die Kommission und der Rat sich lediglich mit zu hohen Haushaltsdefiziten auseinandergesetzt.

Zur Verbesserung der Haushaltskontrolle auf nationaler Ebene werden die Mitgliedstaaten verpflichtet, numerische Haushaltsregeln für Defizit und Schuldenstand vorzusehen. Die Verankerung von solchen Schuldenbremsen in den nationalen Verfassungen ist zwar grundsätzlich geeignet, exzessive Staatsschuldenstände zukünftig zu vermeiden. Allerdings stellen sie keine hinreichende Bedingung dar, vielmehr ist ihre Wirksamkeit von ihrer Akzeptanz in der politischen Realität abhängig. Zudem birgt dieses Modell die Gefahr, dass die Konzentration auf Zahlenwerte den Blick für elementare wirtschaftliche Zusammenhänge trübt. Hierzu gehört vor allem die Erkenntnis, dass über die Schuldenfähigkeit am Ende nicht die Regierungen und die Parlamente entscheiden, sondern die Investoren, die dem Staat Finanzierungen zur Verfügung stellen sollen.

Box 5: Makroökonomische Überwachung

Da die bisherige, auf die Haushaltsentwicklung bezogene Überwachung als ungenügend angesehen wird, soll der präventive Arm um die makroökonomische Überwachung ergänzt werden. Hier ist es das Ziel, die Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedstaaten zu stärken. Zu diesem Zweck soll die Kommission aussagekräftige Kriterien (das „Scoreboard“) entwickeln, anhand derer die Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedstaaten ermittelt wird. Bessere Wettbewerbsfähigkeit, so die ökonomisch durchaus richtige Vorstellung, sichert langfristig das Wirtschaftswachstum. Damit verbessert sich zugleich die Fähigkeit der Mitgliedstaaten, die bestehenden Schuldenlasten zu tragen. Die neue Verordnung schreibt den Mitgliedstaaten zu recht nicht vor, wie sie die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Wirtschaft herstellen oder verbessern. Sie soll nur „übermäßigen Ungleichgewichten“ vorbeugen, die das ordnungsgemäße Funktionieren der EWU gefährden. Das Problem ist freilich, dass sich keine ökonomisch eindeutigen Faktoren bestimmen lassen, welche Ungleichgewichte in diesem Sinne gefährlich sind bzw. ab welchem Maß sie das Funktionieren der EWU beeinträchtigen. Das Scoreboard-Verfahren droht daher zu einer politischen Scheinveranstaltung zu verkommen. Es berücksichtigt zu wenig, dass es in einer offenen Marktwirtschaft auf die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen auf ihren Märkten ankommt. Die Staaten und auch die EU können Wettbewerbsfähigkeit nicht per Dekret anordnen, sondern durch maßvolle Gesetzgebung nur den allgemeinen Rahmen dafür schaffen, dass Unternehmen erfolgreich wirtschaften.

Automatische Sanktionen

Sonderregeln bestehen für die Mitgliedstaaten des Euroraums, um die haushalts- und wirtschaftspolitische Vorgaben wirksamer durchzusetzen. So kann der Rat Sanktionen in Form von unverzinslichen Einlagen auch bei einer Verletzung des präventiven Arms des SWP und bei übermäßigen Ungleichgewichten im Rahmen der makroökonomischen Überwachung beschließen. Gegenüber anderen Mitgliedstaaten besteht diese Sanktionsmöglichkeit nicht. Der Rat trifft seine Beschlüsse zudem in einem Verfahren, das von den europäischen Verträgen abweicht. Er entscheidet daher nicht mehr nach eigenem Ermessen im Verfahren der qualifizierten Mehrheit. Vielmehr kommen die Sanktionen quasi-automatisch zustande, d.h. der Rat muss sich mit qualifizierter Mehrheit gegen sie entscheiden, um ihr Wirksamwerden zu verhindern. So sinnvoll diese Mechanismen sind, um politische Ausweichmanöver der Mitgliedstaaten im Rat zu verhindern, so sehr sind sie rechtlich höchst problematisch. Der europäische Gesetzgeber hat die neuen Regeln auf Artikel 136 AEUV gestützt, eine Vorschrift, die besonders enge Formen der Zusammenarbeit für die Euro-Mitgliedstaaten ermöglicht. Sie erlaubt aber gerade nicht,

von den allgemeinen vertraglichen Regeln für das Abstimmungsverfahren des Rates abzuweichen und enthält auch keine Rechtsgrundlage für die Einführung neuer Sanktionen.

Fiskalpakt

Vor diesem Hintergrund wird die beabsichtigte Schaffung des neuen Fiskalpakts zwischen den Mitgliedstaaten der EU mit Ausnahme Großbritanniens und Tschechiens verständlich. Ursprünglich sollte dieser Vertrag zwischen allen Mitgliedstaaten geschlossen werden, um die europäischen Verträge, das sog. europäische Primärrecht, zu ändern. Damit wäre im Primärrecht eine wirksame Rechtsgrundlage für die „Six Pack“-Reformen entstanden. Gleichzeitig hätten die europäischen Organe die neuen Verpflichtungen uneingeschränkt gegenüber den Mitgliedstaaten durchsetzen können. Aufgrund der Weigerung Großbritanniens und Tschechiens, den Fiskalpakt mitzutragen, kann der Vertrag lediglich als normaler völkerrechtlicher Vertrag zwischen den 25 Teilnehmern geschlossen werden. Er ist damit zwar rechtlich verbindlich, führt aber nicht zu der notwendigen Anpassung des europäischen Primärrechts. Inhaltlich enthält der Fiskalpakt sinnvolle Regelungen, wie z.B. die Pflicht zur Einführung nationaler Schuldenbremsen und Regelungen über den Abbau übermäßiger Schuldenstände. Diese Regelungen überschneiden sich teilweise mit dem reformierten EU-Sekundärrecht, ohne aber eine hinreichende Rechtsgrundlage für dieses zu schaffen (siehe Box 6). Darüber hinausgehende, echte Reformschritte lässt der Fiskalpakt vermissen.

Box 6: Änderungen der europäischen Verträge

Die beiden Verträge, auf denen die Europäische Union beruht, der EUV und der AEUV, können nur in einem komplizierten Verfahren geändert werden. Dazu gehört grundsätzlich die Einberufung eines Konvents, wovon nur abgesehen werden kann, wenn keine neuen Hoheitsrechte auf die EU übertragen werden. Die formal strenge Beachtung des Verfahrens nach Art. 48 EUV darf von den Mitgliedstaaten nicht umgangen werden, selbst wenn sie einvernehmlich handeln. Verträge, die die Mitgliedstaaten außerhalb dieses Verfahrens abschließen, ändern folglich das Primärrecht nicht und stehen aus dessen Sicht sogar im Rang unter dem gesamten Unionsrecht. Aus diesem Grund kann ein völkerrechtlicher Vertrag wie der Fiskalpakt auch nicht von den Organen der EU durchgesetzt werden. Die Europäische Kommission darf folglich nicht die Pflichten aus dem Fiskalpakt im Wege eines Vertragsverletzungsverfahrens sanktionieren. Dagegen ist es wegen Art. 273 AEUV zulässig, den Europäischen Gerichtshof heranziehen, um Rechtsstreitigkeiten zwischen den Mitgliedstaaten auf der Grundlage des Fiskalpakts zu entscheiden. Ein weiterer Nachteil des Fiskalpakts besteht darin, dass auf seiner Grundlage kein Sekundärrecht erlassen werden kann.

Während die fehlende Änderung des Primärrechts durch den Fiskalpakt aus den genannten Gründen politisch höchst fragwürdig ist, lässt sich für den ESM-Vertrag begründen, warum er außerhalb der europäischen Verträge abgeschlossen wird. Der ESM-Vertrag schafft völlige Neuregelungen, die das bisherige Unionsrecht ergänzen, nicht aber inhaltlich abändern. Der Widerspruch zum Bail-out-Verbot des Art. 125 AEUV wird bereits durch die punktuelle Änderung von Art. 136 AEUV aufgefangen.

Rechtsgrundlage ESM

Ferner ist für das Frühjahr 2012 eine Reform des AEUV vorgesehen, mit der Artikel 136 ergänzt werden soll. Die Mitgliedstaaten schaffen damit eine Rechtsgrundlage für die Errichtung des ESM (siehe Box 6). Zugleich entsteht eine förmliche vertragliche Basis für das punktuelle Abweichen vom Bail-out-Verbot des Artikels 125 AEUV. Parallel hierzu müssen die Euro-Mitgliedstaaten noch den ESM-Vertrag ratifizieren. Anders als der Vorgänger EFSF wird der ESM durch völkerrechtlichen Vertrag errichtet, der der Zustimmung der nationalen Parlamente in den Mitgliedstaaten bedarf. Bestandteil des ESM-Vertrags wird auch die Verpflichtung sein, künftig neue Vertragsbedingungen in die Staatsanleihen aufzunehmen, sog. Collective Action Clauses. Sie sollen im Falle einer Staatsinsolvenz die Umschuldung des Staates erleichtern, indem eine Gläubigerkonferenz einberufen wird, die mit dem Staat verhandelt.

Ökonomisch lösen diese Reformen gemischte Anreize aus. Der dauerhafte ESM bildet eine Einladung, mit Strukturreformen und Haushaltssanierungen, die politisch schwierig durchzusetzen sind, weiter zu warten. Damit würde ein Mangel an haushaltspolitischer Eigenverantwortung prämiert werden. Dagegen steht aber die Verpflichtung im ESM-Vertrag, Vorkehrungen für ein staatliches Insolvenzverfahren zu schaffen. Der ESM-Vertrag stützt dieses Ziel, indem er die Gewährung von Finanzhilfen von der Schuldenfähigkeit und ggf. einer Beteiligung der privaten Gläubiger abhängig macht. Die davon ausgehenden Stabilitätsanreize hängen indes in ihrer Wirkung davon ab, wie im politischen Tagesgeschäft die Mischung aus konditionalen Finanzhilfen und einer Beteiligung des Privatsektors gehandhabt wird.

Vorgezogene Umsetzung von Basel III

Weitere Reformmaßnahmen betreffen die Regulierung des Bankensektors mit dem Ziel, die Finanzmärkte stabiler zu machen. Hierzu sollen die Eigenkapitalanforderungen im Allgemeinen und bei den systemisch relevanten Banken im Besonderen erhöht werden. Nach Vorstellung des Europäischen Rates sollen diese Maßnahmen bereits Mitte 2012 und damit vor Ablauf der international verhandelten Umsetzungsfristen von Basel III erfolgen. Die Reform geschieht allerdings vor dem Hintergrund, dass die nun wahrgenommenen höheren Ausfallrisiken staatlicher Schuldner zu einem wechselseitigen Vertrauensverlust innerhalb der gesamten Bankenbranche geführt haben.

Die Kreditwürdigkeit und damit die zukünftige Zahlungsfähigkeit von Finanzinstituten haben vor allem aufgrund der nunmehr „riskanteren“ Staatsschuldverschreibungen in ihren Portfolios gelitten. Angesichts dieser Unsicherheiten zögern potentielle Investoren, Aktien von Banken zu erwerben. Im weiteren Verlauf droht möglicherweise die Gefahr, dass die für die reale Wirtschaft so bedeutsame Kreditversorgung erschwert wird. Die als Stabilisierungsmaßnahme erklärte politische Absicht, den Banken ab Mitte 2012 wesentlich höhere Eigenkapitalquoten abzuverlangen, ist daher an sich richtig. Allerdings führt sie aktuell zum Verkauf vieler weiterer Vermögensaktiva durch die Finanzinstitute. Aufgrund des wirtschaftlichen Umfelds bleibt dies ihre einzige Möglichkeit, die höhere Eigenkapitalquote zu erreichen, da sie faktisch nicht in Lage sind, Kapitalerhöhungen

durchzuführen. Das in diesem Zusammenhang häufig genannte alternative Instrument einer Zwangskapitalisierung der Banken ist gegenwärtig noch wenig konkret. Die Mittel müssten von den Staaten im Wege weiterer Verschuldung aufgebracht werden. Angesichts der Schwierigkeiten vieler Staaten beim Zugang zu den Kapitalmärkten dürfte aktuell dieser Weg kaum gangbar sein.

6. Ein neuer ganzheitlicher Rahmen

Die bisherigen Reformen gehen teilweise in die richtige Richtung. Sie erreichen aber noch nicht das Ziel, die übermäßige Verschuldung in den Mitgliedstaaten zu bereinigen und zukünftige Verschuldung wirksam zu verhindern. Erforderlich ist zunächst, die bisher beschlossenen Reformen auch auf der Ebene der europäischen Verträge rechtswirksam zu verankern. Dazu muss vor allem der Fiskalpakt langfristig in das europäische Primärrecht überführt werden.

Ökonomisch müssen die Reformen widerspruchsfrei ausgestaltet sein, um die Funktionsfähigkeit des gemeinschaftlichen Währungsraums langfristig zu sichern (vgl. Ohler 2011b). Die damit verbundenen inhaltlichen Anforderungen lauten:

- die Disziplinierungsfunktion der Märkte stärken,
- die Tragbarkeitsanalyse für Schuldenstände verbessern;
- den Sanktionsmechanismus des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit durch einen Genehmigungsvorbehalt stärken;
- ein ordentliches Austrittsverfahren für die EWU vorsehen
- den Krisenbewältigungsmechanismus des ESM als Instrument zur Wiederherstellung haushaltspolitischer Eigenverantwortung handhaben;
- mit Strukturreformen das Wirtschaftswachstum steigern.

Die Disziplinierungsfunktion der Märkte muss gestärkt werden

Trotz nationaler Schuldenbremsen wird bei realistischer Betrachtung der Umgang mit hohen staatlichen Schuldenständen in den nächsten Jahrzehnten zu den wesentlichen Herausforderungen der Haushaltspolitik gehören. Dann kommt es aber darauf an, die

Verschuldungsgrenzen überall dort greifen zu lassen, wo es rechtlich und faktisch möglich ist.

Eine der Aufgaben wird sein, dass die Mitgliedstaaten sachlich ungerechtfertigte Privilegien abbauen, die bislang ihren leichten Zugang zu den Kapitalmärkten sichern. Das wichtigste Privileg bildet die Risikogewichtung von null Prozent im Aufsichtsrecht, wenn Banken, Wertpapierfirmen und Versicherungen Staatsanleihen erwerben. Bei einem Staat, der kurz vor dem Bankrott steht, macht diese Regelung keinen Sinn mehr. Soll das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit wirklich zu einem wirksamen Instrument der Schuldenbekämpfung werden, müssen die Regeln zur Risikogewichtung von Staatsanleihen hiermit verknüpft werden. Das bedeutet, dass die letzte Stufe des Verfahrens (Art. 126 Abs. 11 AEUV) mit einer höheren Risikogewichtung einhergehen muss. Kein anderes Instrument ist geeigneter, die Mitgliedstaaten zu Disziplin in der Haushaltspolitik anzuhalten, da höhere Risikogewichtungen Warnsignale an den Markt senden und typischerweise zu höheren Zinsaufschlägen bei Staatsanleihen führen. Märkte und Staaten können dann schneller die zukünftigen realen Kosten übermäßiger Verschuldung erkennen, d.h. dem Zinssatz für Verschuldung kommt wieder seine originäre ökonomische Funktion als Motivations- und Informationssignal zu.

Rechtlich erfordert diese Sanktion neben einer Ergänzung von Art. 126 Abs. 11 AEUV die Änderung der drei europäischen Richtlinien über die Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute, Wertpapierfirmen und Versicherungsunternehmen. Für Staaten und die Finanzmärkte handelt es sich zweifelsohne um eine scharfe Sanktion, da damit die Staatsanleihen ihren Charakter als „sicherer Hafen“ und Liquiditätsersatz verlieren. Um die Wirkungen auf die Finanzmärkte zu begrenzen, könnte sich die höhere Risikogewichtung auf Neuemissionen beschränken. Sie muss zurückgenommen werden, sobald der Mitgliedstaat wieder seine Stabilitätsverpflichtungen erfüllt.

Die Tragbarkeitsanalyse für Schuldenstände muss verbessert werden

Im Zuge primärrechtlicher Reformen können die vertraglichen Grundlagen dafür geschaffen werden, dass Sanktionsbeschlüsse des Rates quasiautomatisch ergehen. Die notwendigen Änderungen betreffen sowohl Artikel 121 als auch Artikel 126 AEUV, die die

vertraglichen Grundlagen des SWP bilden. Diese Maßnahme erfordert jedoch eine Antwort auf die Frage, welches Maß an Verschuldung überhaupt tragbar ist.

Der numerische Ansatz des Europarechts mit den beiden BIP-Werten für Defizit und Schuldenstand hat zweifelsohne den Vorteil leichter Fassbarkeit. Mit der politischen Fixierung auf das Zahlenwerk ist jedoch das Gefühl für die Wechselwirkungen staatlicher Verschuldung mit anderen wirtschaftlichen Bedingungen verloren gegangen. Zum Beispiel wurde zu wenig beachtet, dass Staaten ihre Gesamtschuld typischerweise nicht abtragen, sondern in die Zukunft weiter wälzen. Technisch spricht man daher von der Revolvierung der Staatsschuld. Selbstverständlich bezahlen die Staaten am Ende der Laufzeit einer Anleihe den Kapitalbetrag an den Gläubiger zurück. Die dafür nötigen Mittel stammen aber nicht aus Steuereinnahmen, sondern aus der Begebung neuer Anleihen. Diese Revolvierung der Staatsschuld gehört zu den wenig beachteten Grundlagen staatlicher Schuldenpolitik. Der tatsächliche jährliche Kapitalbedarf in Gestalt der Bruttoneuverschuldung ist also wesentlich höher als das aktuelle Defizit. Das ist solange hinzunehmen, als die wirtschaftliche Leistungskraft eines Staates mit dem Anstieg des Finanzierungsbedarfs auf den Kapitalmärkten Schritt hält oder sie sogar übertrifft. Unter dieser, aber nur unter dieser Voraussetzung gelingt es Staaten unproblematisch, ihre Anleihen auf dem Kapitalmarkt zu angemessenen Zinsen zu platzieren.

Zwei gegenläufige Entwicklungen, wie sie die jüngste Krise mit sich brachte, können dieses Modell der fortlaufenden Revolvierung staatlicher Schulden aber in den Ruin führen: ein Einbruch der Wirtschaftskraft in einer tiefen Rezession, verbunden mit massiven Steuerausfällen und gleichzeitig ein überproportional hoher Finanzierungsbedarf, z.B. aufgrund der Notwendigkeit, möglicherweise systemisch relevante Banken zu retten. Solche Konstellationen sind ein Weckruf an die Finanzmärkte, die Tragfähigkeit eines staatlichen Finanzierungsmodells zu hinterfragen. Welche Reformkonsequenzen sind hieraus zu ziehen? Rechtlich muss vor allem die Definition übermäßiger Verschuldung in Artikel 126 Abs. 2 AEUV mit ihren Defizit- und Schuldenstandskriterien um die verstärkte Beachtung der Marktseite ergänzt werden. In die Analyse der Kommission nach Art. 126 Abs. 3 AEUV müssen daher das Revolvierungsrisiko und die Abhängigkeit der Schuldendienstfähigkeit von makroökonomischen und demographischen Faktoren

zwingend eingehen. Das erfordert eine entsprechende Klarstellung des Art. 126 Abs. 3 AEUV (für einen Vorschlag siehe Box 7).

Box 7: Schuldentilgungspakt

Der Sachverständigenrat hat in seinem aktuellen Jahresgutachten einen Schuldentilgungspakt vorgeschlagen, mit dessen Hilfe die jenseits der 60% Marke liegenden Schuldenstände abgebaut werden sollen (SVR 2011). Mit Hilfe eines gemeinsamen Fonds der Mitgliedstaaten, für den diese auch gemeinschaftlich haften, soll langfristig die Tragbarkeit der öffentlichen Verschuldung in der EWU wieder hergestellt werden. Die Vergemeinschaftung der Schuldenlast soll durch einen strikten Tilgungsplan flankiert werden, indem alle Mitgliedstaaten sich verpflichten, einen bestimmten Anteil ihrer Steuereinnahmen und Währungsreserven zur Tilgung des Fonds zu verwenden.

Der Grundgedanke des Schuldentilgungspakts, die übermäßige Verschuldung abzubauen, ist zwar richtig. Zweifelhaft ist seine praktische Umsetzung, wenn einzelne Mitgliedstaaten nicht die notwendigen Steuern aufbringen, den Fonds zu bedienen. Die Mitgliedstaaten lagern in den Fonds schrittweise ihre bestehenden Anleiheverbindlichkeiten aus. Da der Fonds trotz der Tilgungen somit regelmäßig refinanziert werden muss, ist er kapitalmarktabhängig. In der Folge müssen die Mitgliedstaaten für den Fonds die Haftung übernehmen, damit dieser überhaupt Zugang zum Kapitalmarkt hat. Am Ende hängen Tilgung des Fonds und die Glaubwürdigkeit der übernommenen Garantien aber ausschließlich von der Fähigkeit und Bereitschaft aller beteiligten Mitgliedstaaten ab, die notwendigen Steuereinnahmen tatsächlich zur Verfügung zu stellen. Das löst möglicherweise Fehlanreize aus und führt zu Haftungsrisiken der Mitgliedstaaten untereinander.

Das Defizitverfahren durch einen Genehmigungsvorbehalt stärken

Sollte es zu einer Reform der europäischen Verträge kommen, wird außerdem eine Rolle spielen, ob das Verbot übermäßiger Verschuldung durch weitere institutionelle Änderungen flankiert werden kann („europäisches Finanzministerium“). Die Schaffung neuer Institutionen geht aber nicht zwingend mit einer Verbesserung der Rechtsdurchsetzung einher, wenn das anwendbare materielle Recht ungenügend ist. Die Schwäche des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit nach Artikel 126 AEUV besteht vielmehr darin, dass die bislang vorgesehenen Sanktionen in Gestalt von Einlagen und Geldbußen weder vorbeugend noch repressiv die erhofften Zwangswirkungen entfalten.

Wir schlagen daher vor, das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit um eine äußerste Sanktion zu erweitern: Führen auch die Geldbußen zu keinem Erfolg, bedarf die Nettokreditaufnahme eines Mitgliedstaats einer Genehmigung durch den Rat. Die Genehmigung setzt voraus, dass der Rat, die Kommission und das Problemland sich auf

ein glaubwürdiges Sanierungsprogramm verständigen. Der Mechanismus entspricht der aktuellen Praxis gegenüber Griechenland, das nur dann Finanzhilfen erhält, wenn es Reformen durchführt. Um zu verhindern, dass ein Mitgliedstaat überhaupt in eine Situation wie Griechenland kommt, soll die Kontrolle erheblich früher, nämlich im Zusammenhang mit dem Defizitverfahren einsetzen. Ein solcher Genehmigungsvorbehalt greift tief in die nationale Haushaltsautonomie ein. Er erstreckt sich aber ausschließlich auf die Nettoneuverschuldung und wäre nur ultima ratio. Seine bloße Existenz würde den Anreiz stärken, auf nationaler Ebene frühzeitig wirtschaftliche Strukturreformen umzusetzen, um nicht unter die Haushaltskontrolle des Rates zu kommen.

Den Austritt eines Mitgliedstaates aus der EWU vertraglich vorsehen

Eine damit zusammenhängende Frage ist, ob den Mitgliedstaaten im Gegenzug die Möglichkeit eröffnet werden soll, aus dem Währungsverband auszutreten. Die Mitgliedstaaten stünden damit frühzeitig vor der Alternative, sich entweder einem strikten Sanierungsprogramm zu unterwerfen oder den gemeinsamen Währungsraum zu verlassen. Konkret bedeutet das, dass ein Mitgliedstaat wählen muss, ob er haushaltspolitisch sanieren will oder ob er sich politische Handlungsspielräume erkaufte, indem er den Euroraum verlässt und eine eigene Währung einführt. Die integrationspolitische Bedeutung eines solchen Mechanismus ist daher erheblich. Auf den ersten Blick mag eine Ausstiegsklausel eine Einladung darstellen, Rückschritte bei der Integration in Kauf zu nehmen.

Für den Mitgliedstaat sind die Kosten eines Austritts allerdings gewaltig. Seine Altschulden in Euro bleiben bestehen, gleichzeitig muss er versuchen, neue Finanzierungsquellen für Anleihen in der neuen Währung zu finden. Da in einer solchen Situation der Wechselkurs einer renationalisierten Währung gegenüber dem Euro abwertet, bedeutet ein Ausstieg aus der EWU eine erhebliche Belastung. Auf der anderen Seite bekommen die stabilitätsorientierten Mitgliedstaaten ein Druckmittel an die Hand, da sie den hoch verschuldeten Mitgliedstaat vor die Wahl stellen können, entweder zu reformieren oder den Währungsraum zu verlassen. Das lässt das Erpressungspotential von Krisenstaaten schwinden, die bislang auf den Fortbestand des Euroraums und das Fehlen eines

Austrittsmechanismus pochen können. Gleichzeitig vermeiden die rechtstreuen, stabilitätsbemühten Mitglieder, für die Kosten wirtschaftspolitischer Fehlsteuerungen und insbesondere haushaltspolitischer Misswirtschaft in anderen Mitgliedstaaten aufkommen zu müssen (Fahrholz und Wójcik 2010, 2011).

Die Verknüpfung von Genehmigungsvorbehalt und Austrittsoption stellt insgesamt klar, dass die Geschäftsgrundlage der EWU tatsächlich auf die Stabilität und Funktionsfähigkeit des Euroraums hin angelegt ist.

ESM als Instrument zur Wiederherstellung haushaltspolitischer Eigenverantwortung handhaben

Damit stellt sich die Frage, welche Funktion langfristig noch der ESM hätte. Der ESM-Vertrag in seiner derzeitigen Fassung fügt sich in das hier vorgeschlagene Reformkonzept ein. Im Wesentlichen ist seine Aufgabe, der Stabilisierung der Finanzmärkte zu dienen. Dabei darf aber weder das Prinzip haushaltspolitischer Eigenverantwortung noch das Prinzip privater Haftung für unternehmerische Entscheidungen ausgehöhlt werden. Das bedeutet vor allem, dass Finanzhilfen nur vergeben werden, wenn der Empfänger Reformbedingungen erfüllt.

Die Finanzmittel des ESM sind in diesem Sinne Hilfe zur Selbsthilfe. Entscheidend ist aber, wie die bestehenden Vorgaben des ESM-Vertrags in der Praxis umgesetzt werden. In dem hier vorgeschlagenen Rahmen hätte der ESM faktisch vor allem die Aufgabe, Hilfe zu leisten, wenn ein Mitgliedstaat trotz Beachtung der europarechtlichen Verschuldungsregeln unvorhergesehen in eine Haushaltsnotlage gerät. Ökonomisch sinnvoll ist auch eine Mittelverwendung, um drohende Zusammenbrüche der Finanzmärkte zu verhindern. Dazu gehören Interventionen auf den Finanzmärkten durch den Kauf von Wertpapieren ebenso wie Rekapitalisierungen einzelner, systemisch relevanter Finanzinstitute. Entscheidend bleibt für die künftige Praxis, dass die gewählte Maßnahme das Stabilisierungsziel mit dem geringsten finanziellen Aufwand und den niedrigsten Kosten für den Wettbewerb und die wirtschaftliche Eigenverantwortung der Empfänger erreicht (vgl. Hau und Lucke (2011) zur Frage der Kosten einer Rekapitalisierung von Banken).

Wenn es um die Rettung und/oder Insolvenz einzelner Mitgliedstaaten geht, wird der Einsatz des ESM auch künftig eine besondere rechtliche und wirtschaftliche Herausforderung sein. Dann sind mehrere Folgeprobleme zu lösen. Zunächst muss nachvollziehbar beantwortet werden, wann ein Staat lediglich illiquide und wann er insolvent ist. So sehr diese Unterscheidung theoretisch sinnvoll ist, so schwierig lässt sie sich praktisch vornehmen, da Staaten ihre verfügbaren Vermögenswerte nicht zu Marktpreisen bewerten und vielfach überhaupt nicht veräußern können, soweit sie der Sicherung wesentlicher staatlicher Funktionen dienen. Staaten nehmen vielmehr Steuern ein, deren Höhe von der Leistungsfähigkeit und Belastbarkeit der eigenen Volkswirtschaft abhängt. Hier zeigt sich, dass BIP, Wirtschaftswachstum und Schuldentragfähigkeit eines Staates miteinander korrelieren.

Ein weiteres, schwieriges Problem im Zusammenhang mit dem ESM bleibt, wie die Beteiligung des privaten Sektors, d.h. der nicht-staatlichen Gläubiger, an einer Umschuldung zu erfolgen hat.

Verfahrensmäßig sollen die oben bereits beschriebenen Collective Action Clauses in den Anleihebedingungen für Abhilfe sorgen und eine geordnete Restrukturierung der Staatsschuld ermöglichen. Die Einführung solcher Bedingungen für neu zu emittierende Schuldverschreibungen parallel zu den bereits begebenen Staatsschulden begünstigt allerdings eine Segmentierung der Staatsanleihenmärkte, die krisenverschärfend wirken kann.

Inhaltlich sind in einer Staatsinsolvenz schwierige Fragen zu lösen: Wer stellt notwendige Übergangskredite bereit, wie wird vermieden, dass die staatliche und gesellschaftliche Ordnung kurzfristig kollabiert, wie werden Ansteckungseffekte auf das Finanzsystem vermieden? Diese Probleme können im Einzelfall von solchem Gewicht sein, dass sie die Leistungsfähigkeit der EWU bei weitem übersteigen. Eine rechtliche Vorbereitung auf solche Situationen ist überwiegend kaum möglich, wenngleich aus den genannten Gründen die Verhinderung eines ungeordneten, chaotisch verlaufenden Bankrotts stets geboten ist. Im Vordergrund sollten stets Lösungen auf der Grundlage echter Verhandlungen zwischen Schuldnerstaat und seinen Gläubigern stehen. Ein Insolvenzverfahren, bei dem der Schuldnerstaat seine Souveränität verliert, muss dagegen

vermieden werden. Ziel der Restrukturierung muss es sein, den Staat haushaltspolitisch rasch wieder handlungsfähig zu machen und die Basis für eine wirtschaftliche Gesundheit zu legen.

Strukturreformen müssen das Wirtschaftswachstum steigern

Die Vorschläge verfolgen das Ziel, die öffentliche Verschuldung in den EWU-Mitgliedstaaten dauerhaft auf ein tragfähiges Niveau zu bringen. Sie würden auf der rechtlich-institutionellen Ebene die eingangs erwähnte Gegenwartspräferenz bzw. Diskontrate wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger auf ein wirksames Maß senken. Auf diese Weise würde Anreize zu nachhaltiger Verschuldung im öffentlichen und auch privaten Sektor geschaffen werden, so dass die Rückkehr zur Stabilität und Funktionsfähigkeit des Euroraums gelingen kann. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass der Teil der Gipfelbeschlüsse vom 31.1. 2012, der sich mit Fragen des Wirtschaftswachstums und der Beschäftigung befasst, keineswegs als wachstumsnotwendige Reform bezeichnet werden kann. Es handelt sich vielmehr um Absichtserklärungen ohne tiefere Bindungskraft. Wirtschaftspolitisch geht es aber um mehr.

Die langfristigen ökonomischen Anpassungsprozesse sind dabei grundsätzlich sehr einfach: Entweder wächst Europa aus seinen Schulden heraus oder es nimmt eine Vermögensentwertung durch Inflation in Kauf. Sollte Wachstum unterbleiben, würde Europa in eine Schulden-Deflations-Spirale geraten (Fisher 1933, Fahrholz und Kern 2009). Wie wir eingangs aber gezeigt haben, drosselt übermäßige staatliche Verschuldung jedoch langfristig das Wirtschaftswachstum.

In der aktuellen Situation, in der bereits zu hohe Schuldenstände herrschen, würde daher allein eine weitere Verschuldung kein selbsttragendes Wirtschaftswachstum auslösen. Vielmehr bildet der Abbau nicht tragfähiger Schuldenstände einen unerlässlichen Beitrag zu künftigem Wirtschaftswachstum. Die eingeschlagenen Wege in den GIIPS-Ländern zur Strukturreform müssen daher fortgeführt, vertieft und, wo nötig, auf andere Länder erweitert werden.

In Deutschland bildet nicht nur die Haushaltspolitik eine große Herausforderung, sondern sind auch Steuerstrukturreformen und Subventionsabbau zur Stärkung des Standortes nötig. Die EU sollte hier eine Wachstumskampagne starten, die nicht mit industriepolitischen Experimenten gleichgesetzt werden darf. Angebotspolitik ist das Gebot der Stunde, wobei die EU und Mitgliedstaaten erkennen müssen, dass Unternehmen nur im Wettbewerb Innovationen schaffen, Arbeitsplätze bereitstellen und langfristig leistungsfähig bleiben.

7. Fazit

Insgesamt mangelt es der Diskussion und den bisherigen Maßnahmen in der EWU an Konsistenz und Kohärenz. Die Bundesregierung hat es zuletzt jedoch geschafft, das Thema Stabilität so fest auf der Agenda zu verankern, dass es vermutlich das weiterhin bestimmende Thema bleibt. Der Fiskalpakt löst allerdings nicht die Aufgabe, die Reformen im europäischen Primärrecht zu verankern. Inhaltlich ist er noch nicht entschlossen genug, um die EWU wirksam gegen künftige Fehlentwicklungen zu wappnen.

Auf Basis dieser Diskussion schlagen wir eine konsistente Ordnung vor, die erstens die Verschuldung in den Mitgliedstaaten abbauen soll, die zweitens auf marktwirtschaftliche und rechtskonforme Instrumente setzt und die drittens strukturelle Reformen der europäischen Wirtschaftspolitik erlaubt. Unser Vorschlag ermöglicht es überdies, ohne Gemeinschaftshaftung und Notenpresse die EWU wiederzubeleben

Referenzen

- Barro, Robert J. (1995), 'Inflation and Economic Growth', Bank of England, Quarterly Bulletin, Bd. 35, S. 166-175.
- Bundesverfassungsgericht (2009), Urteil vom 30.6.2009, BVerfGE 123, S. 267-437.
- Bundesverfassungsgericht (2011), Urteil vom 7. September 2011, URL: www.bverfg.de.
- Cagan, Phillip (1956), 'The Monetary Dynamics of Hyperinflation', in: Milton Friedman (ed.) Studies in the Quantity Theory of Money, The University of Chicago Press, Chicago, London and Toronto, S. 25-117.
- Cecchetti, Stephen G., M.S. Mohanty und Fabrizio Zampolli (2011), The Real Effects of Debt, mimeo: Basel (BIZ).
- Delpla, Jaques und Jakob von Weizsäcker (2011), Eurobonds. Das Blue Bond-Konzept und seine Implikationen, Berlin: Friedrich-Ebert-Stiftung.
- Fahrholz, Christian und Andreas Freytag (2011), Ein Lösungsweg für die europäische Zahlungsbilanzkrise? Mehr Markt wagen!, ifo-Schnelldienst 16/2011, S. 73-78.
- Fahrholz, Christian und Cezary Wójcik (2011), The eurozone needs exit rules, URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7184>, 31. Oktober 2011.
- Fahrholz, Christian und Cezary Wójcik (2010), The Bail-Out! Positive Political Economics of Greek-type Crises in the EMU, CESifo Working Paper Series Nr. 3178.
- Fischer, Stanley, Ratna Sahay and Carlos Vegh (2002), 'Modern Hyper- and High Inflations', Journal of Economic Literature, Bd. XL, S. 837-880.
- Freytag, Andreas und Martin Paldam (2011), Comparing Good and Bad Borrowing - a Study of Twin Cases, mimeo: Aarhus und Jena.
- Gemeinschaftsdiagnose (2011), Europäische Schuldenkrise belastet deutsche Konjunktur, Herbstgutachten, Kiel et al: Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose.
- Goldbach, Roman und Christian Fahrholz (2011), The euro area's common default risk : Evidence on the Commission's impact on European fiscal affairs, European Union Politics, Bd. 12, S. 507-528.
- Hau, Harald und Bernd Lucke (2011), Die Alternative zum Rettungsschirm, Frankfurter Allgemeine Zeitung (Ordnung der Wirtschaft) vom 16. September 2011.
- Kiehling, Hartmut (2000), *Die Bevölkerung in der Hyperinflation 1922/23*, Regensburg, mimeo.
- Ohler, Christoph (2011a), Finanzkrisen als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung, DVBl. 2011, S. 1061-1068.
- Ohler, Christoph (2011b), Die Bewältigung der Schuldenkrise in Europa, Vortrag am 1. November 2011, <http://www.whi-berlin.eu>.
- Ruffert, Matthias (2011), The European Debt Crisis and European Union Law, Common Market Law Review, Bd. 48, S. 1777-1806.

- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2006), Die Chance nutzen - Reformen mutig voranbringen, Jahresgutachten 2005/06, Wiesbaden.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2010), Chancen für einen stabilen Aufschwung, Jahresgutachten 2010/11, Wiesbaden.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), Verantwortung für Europa wahrnehmen, Jahresgutachten 2011/12, Wiesbaden.
- Sievert, Olaf (1993), Geld, das man nicht herstellen kann, in: Bofinger/Collignon/Lipp (Hrsg.), Währungsunion oder Währungschaos?, Gabler, Wiesbaden, S. 13-24.
- Sinn, Hans-Werner and Timo Wollmershäuser (2011), Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB. Ifo Working Paper, Nr. 105. URL: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/IfoWorkingPaper-105.pdf>.
- Soros, George et al. (2011), Der Euro benötigt eine europäische Lösung, offener Brief, <http://www.handelsblatt.com/politik/international/der-euro-benoetigt-eine-europaeische-loesung/4746396.html>.
- Szapáry, György (2000), 'Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries during the Run-Up to EMU', NBH Working Paper 2000/7, Budapest.
- Tietje, Christian (2011), Architektur der Weltfinanzordnung, Halle/S., Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 109.
- Weede, Erich (2012), Ein Vereinigtes Europa der Narren?, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 3. Februar, S. 12.
- Wirtschaftsrat (2011), Mehr Privat für einen starken Staat, Berlin: Wirtschaftsrat der CDU.

Datenquellen

Bank of England, US Federal Reserve System, Europäische Zentralbank
Deutsche Bundesbank
Europäische Kommission
Federal Reserve System
OECD, Eurostat