



Christian Fahrholz\*



Andreas Freytag\*\*

## Ein Lösungsweg für die europäische Zahlungsbilanzkrise? Mehr Markt wagen!

Seit gut zwei Jahren haben sich die Zahlungsbilanzungleichgewichte und Staatsschulden zu einer europäischen Zahlungsbilanzkrise ausgeweitet. Darunter verstehen wir, dass sich zuvor eingegangene Zahlungsverpflichtungen, d.h. die Schulden, eines einzelnen Mitglieds bzw. einer Gruppe von Mitgliedern der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWU) als nicht tragbar erweisen. Diese Krise hat sich nochmals im Anschluss an den Euro-Gipfel Ende Juli 2011 verschärft und harrt nach wie vor einer wirksamen und dauerhaften Lösung.

Zur Klärung: Es muss betont werden, dass weder Staatsschulden noch Leistungsbilanzsalden als solche generell ein Problem darstellen müssen. Ganz im Gegenteil, unter bestimmten Umständen ist es ökonomisch völlig rational, dass sich Unternehmen oder Regierungen verschulden. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Schulden investiv genutzt werden, d.h. wenn Regierungen in Bildung, Gesundheit und Infrastruktur – um nur einige Fälle zu nennen – investieren oder wenn Private ihre Produktionsanlagen modernisieren oder ausweiten. Die Theorie des Schuldenzyklus macht sehr deutlich, dass es teilweise geboten ist, sich zu verschulden, um mit den Erträgen aus den Investitionen, die mit Hilfe der Schulden vorgenommen werden, diese Schulden samt Zins zu bezahlen und den eigenen Wohlstand zu erhöhen. Leider reden wir heute aber nicht über eine so genutzte Verschuldung; die betroffenen Regierungen haben die Schulden vor allem konsumtiv verwendet, weil es sich politisch gelohnt hat, kurzfristige Impulse zu setzen. Die Theorie der Zeitinkonsistenz erklärt dieses Verhalten recht schlüssig.

\* Dr. Christian Fahrholz ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik an der Universität Jena.

\*\* Prof. Dr. Andreas Freytag ist Inhaber des Lehrstuhls für Wirtschaftspolitik an der Universität Jena.

Dieser Beitrag geht kurz auf die Ursachen der Zahlungsbilanzkrise im Euroraum ein, denn nur bei Kenntnis der Ursachen kann eine Problemlösung mit politischen Mitteln herbeigeführt werden. Wir thematisieren unmittelbare Preis- und Mengeneffekte im Zuge einer fortschreitenden ökonomischen Integration europäischer Kern- und Peripherieländer, die die Verschuldungsdynamik im Euroraum ausgelöst haben. Insbesondere behandeln wir in diesem Beitrag institutionelle Konstruktionsfehler der EWU, die die Verschuldungsdynamik begünstigen und eine Lösung der europäischen Zahlungsbilanzkrise erschweren. Im Zuge einer Diskussion institutioneller Schwächen werden die Unzulänglichkeiten des bisherigen europäischen Krisenmanagements deutlich. Wir schließen unsere Diskussion damit, dass alternative Lösungswege beschränkt werden sollten, um die europäische Zahlungsbilanzkrise wirksam und nachhaltig zu lösen. Im Gegensatz zu Teilen der öffentlichen Debatte stellt unser Lösungsweg auf »Mehr Markt wagen!« ab.

### Ursachen der europäischen Zahlungsbilanzkrise 1: Preis- und Mengeneffekte

Die Ursachen der Verschuldungsdynamik im Euroraum, die in eine europäische Zahlungsbilanzkrise gemündet ist, sind vielschichtig. In erster Linie lassen sich Preis- und Mengeneffekte als ökonomische Argumente anführen.

Dass die europäische Zahlungsbilanzkrise vor allem ein Phänomen ist, das an der Peripherie des Euroraums sichtbar wird, ist insbesondere auf die anfänglich beobachtbaren Preiseffekte der ökonomischen Integration zurückzuführen. In diesem Zusammenhang hat die Bildung eines gemeinschaftlichen Währungsraums zu einem außerordentlichen Rückgang der Risikoprämien in der Peripherie geführt. Solch ein Preiseffekt führt zunächst quasi automatisch zu einer Ausweitung des Kreditvolumens in diesen Ländern. Im Falle einer kleinen offenen Volkswirtschaft in einem gemeinschaftlichen Währungsraum führt die dadurch bedingte Überschussnachfrage auf den Gütermärkten zu einer rein mengenmäßigen ökonomischen Anpassung in Form von Leistungsbilanzdefiziten, die in einem gemeinschaftlichen Währungsraum nicht durch einen Wechselkurs-Preisanpassungsmechanismus kompensiert werden kann. Die Ausweitung der Kaufkraft durch die Kredite führt nämlich zu einer Nachfragesteigerung auch bei sog. nicht-handelbaren Gütern, die sich daraufhin verteuern. Dies gilt auch für Vorprodukte der Produzenten der international handelbaren Güter, die aufgrund des Gesetzes des international einheitlichen Preises nicht teurer werden können. Insoweit dieser mit der Überschussnachfrage am Gütermarkt einhergehende Kostendruck auf inländische Anbieter der handelbaren Güter nicht durch Produktivitätsgewinne kompensiert werden kann, führt die entsprechende reale Aufwertung zu sinkender Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen in den Peripherieländern

des Euroraum und damit einem langfristig steigenden Risiko einer Zahlungsbilanzkrise. Dieses Risiko wäre unter flexiblen Wechselkursen kleiner, weil die Abwertung der Währungen von Nettoschuldnerländern den Kapitalzufluss stoppen und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit wenigstens teilweise wieder herstellen würde.

Unter Wettbewerbsbedingungen kann es darüber hinaus zu einer ineffizienten Ausweitung der Kreditmengen kommen. Dieser Effekt kommt zum Tragen, wenn z.B. der Prozyklizität der Vermögenspreisentwicklung in Kontext der Besicherung von Kreditverträgen nicht Rechnung getragen wird. In solch einem Fall besteht eine pekuniäre Externalität im Aggregat der Kreditmenge, die auf einzelwirtschaftlicher Ebene innerhalb des privaten Finanzsektors nicht internalisiert wird (vgl. Lorenzoni 2008). Bei Kreditverträgen handelt es sich um unvollständige Verträge. Insbesondere bei der Finanzierung von Investitionsvorhaben wird irgendeine Form der Besicherung verlangt, um dem Problem der Unsicherheit zukünftiger Rückzahlungen entgegenzuwirken. Da die Zukunft per se unsicher ist, erweist sich manch eine Realinvestition als nicht hinreichend ertragreich, so dass die Rückzahlungsfähigkeit des Kreditnehmers schwindet bzw. Kreditforderungen uneinbringlich werden können. Aufgrund der durch die Kredite genierten Überschussnachfrage kann der Vermögenswert der Besicherungen zunehmen, so dass endogene Kreditzyklen einsetzen. Wird aufgrund eines exogenen Schocks ein hinreichend große Menge an Krediten »faul«, so entsteht womöglich ein Problem im makroökonomischen Aggregat, so dass sich Kreditzyklen in eine deflationäre Phase drehen können. Der Einfluss jedes einzelnen Kreditvertrags auf die Aggregatsgröße ist selbstredend marginal, weshalb der Skaleneffekt durch die Vertragsnehmer unter bestimmbaren Bedingungen nicht hinreichend eingepreist werden kann, so dass es zu der erwähnten pekuniären Externalität kommt, d.h. einem übermäßigen Kreditmengenwachstum. Die Folge ist ein tendenziell zu hoher Verschuldungsgrad in einer Volkswirtschaft. Es ergibt sich also ein Marktversagen.

Übermäßiges Kreditmengenwachstum und entsprechende Verschuldungsdynamiken im Euroraum gehen häufig einher mit einer qualitativen Verschlechterung der Kreditportfolios aus gesamtwirtschaftlicher Sicht. Dies kann z.B. auf verhaltensbedingte Risiken (zu hohe Gegenwartspräferenz, Moral Hazard) zurückgeführt werden. So lässt sich eine exzessive Kreditnachfrage erstens dadurch erklären, dass die Nachfrager – seien es Haushalte, Unternehmen oder auch die öffentliche Hand – den Gegenwartskonsum zu hoch schätzen. Hierfür kann zeitinkonsistentes Verhalten verantwortlich sein. Regierungen wählen und veröffentlichen ein optimales Niveau an Verschuldung für die Zukunft. Nach der Aufnahme der Schulden ist das gewählte Niveau nicht mehr optimal, da die Marktteilnehmer auf die Ankündigung reagieren. Es ist z.B. vor einer Wahl dann aus Sicht der Regie-

rung im späteren Zeitpunkt optimal, sich höher zu verschulden, um z.B. zusätzliche Sozialausgaben zu tätigen und die – wirtschaftspolitisch zumeist uninformierten – Wähler damit auf ihre Seite ziehen. Zweitens kann es möglich sein, dass Regierungen vor dem Hintergrund einer zu erwarteten Rettungsaktion (Bailout) billigend eine nicht nachhaltige Verschuldung in Kauf nehmen. Dies gilt umso mehr, wenn es bereits Beispiele im Euroraum gibt oder Regelungen zur Verhinderung des Moral Hazard sich als schwach herausgestellt haben.

Es sind zwar zunächst die Preis- und Mengeneffekte im Kreditverkehr, die mit der Einführung der Gemeinschaftswährung eine Verschuldungsdynamik in Gang gesetzt haben, die sich gegenwärtig in einer europäischen Zahlungsbilanzkrise manifestiert. Selbstredend gab es mit der Nichtbeistandsklausel und dem Stabilitäts- und Wachstumspakt auch institutionelle Vorkehrungen, die derartigen Entwicklungen Einhalt gebieten sollten. Allerdings haben sich diese Mechanismen als unglaubwürdig und unwirksam herausgestellt. Weitere institutionelle Konstruktionsfehler der EWU haben die derzeitige Entwicklung sogar noch befördert.

## Ursachen der europäischen Zahlungsbilanzkrise 2: Institutionelle Konstruktionsfehler

Abgesehen von den geschilderten Preis- und Mengeneffekten geht die Verschuldungsdynamik im Euroraum auf Spezifika des gemeinschaftlichen Währungsraums zurück. Die Besonderheiten der EWU, die mit ursächlich für die europäische Zahlungsbilanzkrise sind, umfassen erstens eine mangelnde institutionelle Absicherung der Glaubwürdigkeit von Zahlungsverprechen, speziell von Sichteinlagen im Bankensektor, auf europäischer Ebene. Zweitens Konstruktionsfehler im gemeinschaftlichen Zahlungsverkehrssystem und drittens fehlende institutionelle Vorkehrungen für den Fall drohender Zahlungsunfähigkeiten einzelner Euromitglieder.

Zum ersten Aspekt: Dieser betrifft die institutionelle Absicherung von Zahlungsverprechen. Aus unserer Sicht ist ein europäisierter Finanzsektor, d.h. insbesondere der Bankensektor und dessen Einlagengeschäft, vergleichsweise fragiler als dies im nationalen Rahmen der Fall wäre. Der Grund ist, dass auf nationaler Ebene – wenn Einlagensicherungsfonds u.ä. Maßnahmen ausgeschöpft sein sollten – immer noch eine Absicherung aller in Form von Depositen gehaltenen Zahlungsverprechen durch eine Haftung der Steuerzahler garantiert werden kann, so dass sich ein Ansturm auf den Bankensektor (Bank Run) abwenden lässt. Ergänzend bestand vor der Einführung des Euro auf nationaler Ebene mit den jeweiligen Zentralbanken immer ein unmittelbarer Kreditgeber der letzten Hand (Lender of Last Resort (LLR)). Sowohl die institutionelle Absicherung des Einlagengeschäfts

über Zentralbanken, als auch insbesondere über die Steuerzahler, funktioniert auf europäischer Ebene nur indirekt bzw. in relativ unwägbarer Art und Weise (vgl. Congdon 1998). Es ist zugegebenermaßen in einem europäisierten bzw. globalisierten Finanzsektor immer schwieriger, diese Funktionen eines Kreditgebers der letzten Hand zu erfüllen. Dennoch hätte es innerhalb des Euroraums zu diesem Thema zumindest mehr politisches Interesse und ernsthafte Analysen geben müssen. Hätte man sich frühzeitig Gedanken über dieses Problem gemacht, wäre vielleicht ein zweiter Konstruktionsfehler ausgeblieben. Denn interessanterweise hat Neumann (2011) kürzlich darauf hingewiesen, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit für einen Ansturm auf den Bankensektor eines Euromitglieds hoch ist. Sein Argument beruht allerdings darauf, dass das europäische Zahlungsverkehrssystem Target2 die idealen Voraussetzungen für eine Kapitalflucht in andere EWU-Mitgliedsländer bietet und damit einen Ansturm auf den Bankensektor wahrscheinlicher macht.

Aus unserer Sicht repräsentiert das Target2-System folglich den zweiten institutionellen Konstruktionsfehler der EWU. In der von Hans-Werner Sinn initiierten Target2-Debatte haben Fahrholz und Freytag (2011) aufgezeigt, dass das gemeinschaftliche Zahlungsverkehrssystem eine fortgesetzte Finanzierung von Warenimporten ermöglicht. Das Target2-System stellt somit in der Tat eine Art »Kreditersatzpolitik« (vgl. Sinn 2011; Sinn und Wollmershäuser 2011) für eigentlich zahlungsunfähige Euromitglieder. Im Allgemeinen führt ein Ressourcentransfer vermittelt über den privaten Finanzsektor zu einer effizienten Allokation des Kapitals zwischen Kern- und Peripherieländern in Europa; dann ist wie gesagt ein Leistungsbilanzdefizit kein Problem. Das Target2-System erlaubt aber auch nicht-effiziente und nicht geplante Leistungsbilanztransaktionen. Während im Vorlauf zur europäischen Zahlungsbilanzkrise ein fehlender Wechselkurs-Preisanpassungsmechanismus den Aufbau übermäßiger Verschuldung nicht unterbinden konnte, ermöglicht das existierende Target2-System selbst nach Ausfall des privaten Finanzsektors eine weitere Finanzierung nicht wettbewerbsfähiger bzw. nachhaltiger Produktionsstrukturen. Dies hat auch zur Folge, dass die Gesamtverschuldung im Euroraum weiter zunimmt. Zahlungsverprechen bzw. Forderungen werden nun vermehrt in Form von Zentralbankgeld im Eurosystem gehalten. Dass die entsprechenden Veränderungen von Nettovermögenspositionen einmal durch einen wertmäßig äquivalenten Ausgleich saldiert werden, wird mit der durch das Target2-System generierten zusätzlichen Verschuldung bei ohnehin nicht mehr tragbaren Schuldenständen noch unwahrscheinlicher. Diese weitere Verschuldung bringt daher nur eine Verschärfung der europäischen Zahlungsbilanzkrise mit sich.

Die angesprochene Kapitalflucht innerhalb des Euroraums deutet auf einen dritten Missstand hin. Bei den institutionel-

len Vorkehrungen für eine funktionsfähige EWU mangelt es nämlich an glaubwürdigen Regelungen für den Umgang mit Zahlungsbilanzkrisen, d.h. insbesondere Insolvenz- bzw. Ausstiegsregeln für zahlungsunfähige Euromitglieder. Fahrholz und Wójcik (2010) haben darauf hingewiesen, dass klar definierte Regeln für ein (vielleicht auch nur bedingtes bzw. vorübergehendes) Ausscheiden aus dem Euroraum die Opportunitätskosten exzessiver Verschuldung bzw. übermäßigem Kreditmengenwachstum verdeutlichen würden. Anders gewendet: eine zukünftige Zahlungsbilanzkrise könnte dann vermieden werden, weil nur effiziente Leistungsbilanzsalden entstünden. Gleichzeitig würde solch eine institutionelle Vorkehrung dafür sorgen, dass latent zahlungsunfähige Euromitglieder die nach wie vor vorherrschende institutionelle Unsicherheit im Euroraum nicht gegenüber anderen Mitgliedern der EWU ausspielen können. Im Gegensatz zur gegenwärtigen Ausgestaltung der EWU würde bei klar definierten Insolvenz- bzw. Austrittsregeln der Aufbau exzessiver Schuldenstände durch den privaten Finanzsektor verteuert und entsprechend unterbunden werden. Je glaubwürdiger die institutionellen Vorkehrungen eines geordneten Austritts aus einem gemeinschaftlichen Währungsraum, desto geringer das Potenzial für eine europäische Zahlungsbilanzkrise. Aber auch im Nachhinein – d.h. ohne entsprechende Ausstiegsregeln heute – kann ein Ausstieg erwägenswert sein: Ein Ausstieg hätte für das betroffene Land zwar den Nachteil, dass die Schulden in heimischer Währung vermutlich deutlich teurer würden, wenn man davon ausgeht, dass der Ausstieg eine Abwertung der neuen (alten) Währung zur Folge hätte. Der Vorteil läge aber darin, dass die Abwertung die Wettbewerbsfähigkeit der einheimischen Industrie erhöhte.

### Die bisherigen Lösungsversuche: zu schwach und nicht ursachengerecht

Die Analyse in unserem Kurzbeitrag zeigt auf, dass eine Lösung der europäischen Zahlungsbilanzkrise nicht darin bestehen kann, dass immer mehr Zahlungsverprechen, d.h. Schulden, gemacht und wechselseitig garantiert werden. Darauf läuft aber das bisherige Rettungsprogramm, das seit dem Frühjahr 2010 scheinbar eingeführt wird hinaus. Alle Rettungsaktionen, bei denen dieser Lösungsweg beschritten worden ist, haben die europäische Zahlungsbilanzkrise nur weiter verschärft. Wir werfen zunächst einen kurzen Blick auf Lösungsvorschläge in der aktuellen Diskussion, um abschließend einen alternativen Weg für wirksame und effizientere Lösungen aufzuzeigen.

Die gegenwärtige Debatte im Anschluss an den Euro-Gipfel vom 21. Juli 2011 wird bestimmt durch die Themen »Umschuldung« und »Erweiterung der Rettungsschirme«, d.h. der momentanen Europäischen Finanziellen Stabilisierungs-Fazilität (EFSF) und des Europäischen Stabilitäts-Mechanismus

(ESM) ab 2013. Was mit dem neuen Mandat der EFSF, das womöglich sogar präventive Kreditlinien für potentiell zahlungsunfähige Euromitglieder vorsieht, vermeintlich geschaffen worden ist, ist das fiskalpolitische Pendant zu einer geldpolitischen LLR-Funktion. Während jedoch gemäß der Baghot-Regel Interventionen in der Höhe unbegrenzt sein sollten, sind die Mittel der EFSF vom Umfang her begrenzt. So wünschenswert eine Begrenzung der solidarischen Haftung im Euroraum erscheinen mag, so prekär wirkt eine explizite Deckelung auf das Verhalten des privaten Finanzsektors. Denn diese wird nur zu einem Ansturm auf die Mittel des Rettungsschirms führen, da innerhalb des privaten Finanzsektors ein Wettbewerb um die Überwälzung »toxischer« Staatsanleihtitel auf den öffentlichen Sektor besteht, so dass das avisierte Mandat des EFSF die europäische Zahlungsbilanzkrise intensiviert. Es kann somit zu einem Teufelskreis kommen: Eine Ausweitung der Rettungsschirme wird die Banken ermutigen, immer größere Mengen von Staatsanleihen der Peripherie zu übertragen. Diese Krise ist dann perpetuiert, die Peripherieländer können dauerhaft nicht auf den Märkten umschulden, sondern sind von den Zahlungen der sonstigen Euromitglieder abhängig. Lange dürfte dieser Kreislauf nicht gutgehen, denn eine erneute Ausweitung der Rettungsschirme könnte bald dazu führen, dass die Bonität manch bürgender Euromitglieder heruntergestuft wird, so dass womöglich neue Kreditfazilitäten, wie z.B. explizite Eurobonds, geschaffen werden.

Die Idee der auf europäischer Ebene geschaffenen EFSF bzw. des ESM ist gewesen, ein Garantievolumen aufzubringen, das so groß ist, dass der privater Finanzsektor niemals das Vertrauen in die Rückzahlungsfähigkeit eingegangener Zahlungsverpflichtungen einzelner Euromitglieder verliert.<sup>1</sup> Eine hundertprozentige Glaubwürdigkeit gibt es selbstredend nicht und dies gilt in besonderem Maße für die europäische Ebene. Aber auf nationaler Ebene, d.h. im Falle eines durch den Souverän legitimierten Gesetzgebers, sind derartige Garantien politisch relativ einfach durchsetzbar und daher weitgehend glaubwürdig. Die bisher eingegangenen Bürgschaften auf europäischer Ebene laufen zwar auch auf eine entsprechende Haftung der Steuerzahler hinaus. Aber um ein äquivalentes Ausmaß an Glaubwürdigkeit wie im nationalen Rahmen zu gewährleisten, müssten die einzelnen Euro-Mitglieder nicht nur das Recht haben, auf die Steuerzahler in anderen Mitgliedsländern zu zugreifen. Alle müssten auch über die Möglichkeit verfügen, die entsprechenden Steuermittel tatsächlich bei den anderen EWU-Mitgliedern erheben zu können. Dies würde aus dem europäischen Staatenbund einen wirtschaftspolitisch gleichgeschalteten Bundesstaat mit stark zentralisiertem Haushaltsrecht machen. Abgesehen von der Frage, ob ein solcher Einheitsstaat politisch wünschenswert

<sup>1</sup> Fest steht wohl, dass das zur Zeit geplante Volumen der EFSF nicht ausreicht, um dieses Vertrauen zu schaffen – bereits knapp drei Wochen nach den Gipfelbeschlüssen vom 21. Juli gab es auf den Märkten Druck auf die italienischen und spanischen Anleihen.

ist, wäre diese Form der politischen Integration Europas ein ordnungspolitischer Irrweg.<sup>2</sup>

Manch einer mag die Verschärfung der europäischen Zahlungsbilanzkrise auch als Argument für Umschuldungen anführen, da diese die Rettungsschirme scheinbar entlasten. Aufgrund der nach wie vor im privaten Finanzsektor vorhandenen »toxischen« Staatsschuldverschreibungen besteht im Zuge eines solchen Kreditereignisses jedoch eine Ansteckungsgefahr, die die europäische Zahlungsbilanzkrise in ungeahntem Ausmaß verschärfen könnte. Vor allem jedoch setzt eine Umschuldung falsche Anreize für eine neuerliche Verschuldung, die – wie oben kurz dargelegt – weder internalisiert noch im Euroraum bisher wirksam begrenzt werden kann. Wenn es zur Umschuldung kommt (was im Falle Griechenlands immer mehr unausweichlich zu sein scheint), dann sollte der Finanzsektor höchstmöglich beteiligt werden, um zukünftiges Moral Hazard zu vermeiden. Dabei geht es weniger um die Frage einer Bestrafung von Spekulanten als um eine normale Behandlung notleidender Kredite und wertlos gewordener Vermögenswerte, für die der Kreditgeber zu haften hat. In einer Marktwirtschaft ist dies eigentlich eine Selbstverständlichkeit. Zudem könnte eine Umschuldung wenigstens zur Folge haben, dass in der Zukunft Kreditnehmer und Kreditgeber genauer hinsehen.

Unsere Diskussion zeigt auf, dass weder Rettungsschirme noch Umschuldungen das Risiko europäischer Zahlungsbilanzkrisen minimieren. Auch eine Vergemeinschaftung der Schulden, wie sie in Form von Gemeinschaftsanleihen, den sog. Eurobonds angedacht ist, kann das Problem der Verschuldung nicht lösen. Zwar werden dann die individuellen Lasten verschoben, d.h. die Peripherie kann einen Teil der Haftung auf die Kernländer abwälzen, allerdings wird dies die Bereitschaft der Gläubiger, den Staaten des Euroraums, Kredite zu bezahlbarem Zins zu geben, nicht erhöhen. Man darf nicht vergessen, dass die Gläubiger nach wie vor zu einem großen Teil private Kapitalsammelstellen sind. Diese werden auf jeden Fall ihre Vermögen retten wollen. Je größer die potentielle Belastung für die Kernländer wird, desto größer wird auch der Risikoaufschlag sein. Es ist eine Illusion zu glauben, dass sich Peripherieländer mit Hilfe von Eurobonds zu deutschen Zinssätzen verschulden können – eher ist zu erwarten, dass sich Deutschland in Zukunft selbst zu exorbitant hohen Zinssätzen refinanzieren muss.

### **Ein alternativer Lösungsweg für die europäische Zahlungsbilanzkrise**

Immer größere Rettungsschirme bei womöglich wiederkehrenden Schwierigkeiten in Bezug auf drohende Umschul-

<sup>2</sup> Gleiches gilt für Ankäufe von Staatsanleihen durch die EZB. Dies ist mit der Unabhängigkeit einer Zentralbank nicht vereinbar.



dungen einzelner Euromitglieder stellen keine dauerhafte Lösung der europäischen Zahlungsbilanzkrise dar. Die bisherigen Lösungsansätze scheinen eher zu bewirken, dass bis auf weiteres die Häufigkeit und das Ausmaß akuter Zahlungsbilanzkrisen im Euroraum zunehmen. Alternative und nachhaltige Lösungsansätze sollten mindestens folgende Komponenten umfassen: erstens eine Wiedereinsetzung von marktkonformen Preisanpassungsmechanismen sowie die Beseitigung ineffizienter Kreditersatzpolitiken, zweitens die Verständigung über und Durchsetzung von Ausstiegs- bzw. Insolvenzregeln im Euroraum und drittens die Umsetzung der aktuell geforderten Strukturreformen, und dies nicht nur in der Peripherie. Die europäische Zahlungsbilanzkrise heute und das Risiko neuerlicher Krisen lassen sich in der Praxis wohl nur mit einem Katalog von Maßnahmen wirksam angehen. Zentral dürfte nach wie vor der Umgang mit Verschuldung sein, d.h. der Menge an unsicheren Zahlungsverprechen in die Zukunft.

- Bei entsprechenden Maßnahmen zur Wiedereinsetzung von Preisanpassungsmechanismen – wie z.B. in Form von signifikanten Zinsdifferenzialen auf den Staatsanleihenmärkten – ist zu beachten, dass eine ausschließliche Fixierung auf die öffentliche Verschuldung nicht zielführend ist, da im Zuge einer Zahlungsbilanzkrise die Verschuldung im Privatsektor schnell sozialisiert wird (so z.B. insbesondere die Erfahrungen in Irland oder Spanien). Aus ordnungsökonomischer Perspektive wären in dieser Hinsicht weitestgehend marktkonforme Lösungsansätze zu favorisieren. Aus der Theorie des Marktversagens sind verschiedene Instrumente hinsichtlich einer wirksamen Reduzierung von Problemen, hier z.B. dem Problem übermäßiger Verschuldung, bekannt. So könnten politische Entscheidungsträger analog zur Friedman'schen Geldmengenregel exogen ein präferiertes Kreditmengenwachstum fixieren, so dass ein Markt für Verschuldungsrechte zwecks effizienter Allokation von Verschuldung im Euroraum geschaffen werden könnte (vgl. Casella 1999).
- Zudem könnten klar definierte Ausstiegs- und Insolvenzregeln helfen, die ansonsten auftretenden Unwägbarkeiten und Unsicherheiten im privaten Finanzsektor im Zuge einer möglicherweise sich abzeichnenden europäischen Zahlungsbilanzkrise reduzieren. Eingriffe wie z.B. in Form von Rettungsaktionen (Bailouts) und Insolvenzverfahren der öffentlichen Hand sollten explizit und regelgebunden erfolgen. Die Einrichtung expliziter Regeln für den geordneten Austritt aus dem Euroraum könnte helfen, das konstitutive Prinzip der Haftung im Euroraum wieder einzusetzen. Insofern es gelingt, derartige Regeln auf glaubwürdige Art und Weise durchzusetzen, wären allen Akteuren die Opportunitätskosten einer »zu hohen« Gegenwartspräferenz und ähnlicher verhaltensbedingter Risiken im Vorhinein klar. Zudem würde durch ein entsprechende »Verregelung« der Spielraum mancher Eu-

romitglieder eingeschränkt werden, Ihre hauseigenen Verschuldungsprobleme gegenüber anderen Mitgliedern im Euroraum wohl oder übel auszuspielen (vgl. Fahrholz und Wójcik 2010).

- Darüber hinaus lässt sich auf bereits bestehenden Instrumenten aufbauen, damit fiskalische Solidität wieder Einzug in den Euroraum erhält. Die europäischen Regierungschefs könnten sich zu einem Sondergipfel versammeln, der insbesondere eine Reaktivierung und erhebliche Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspakt in Verbindung mit einer ebenfalls verschärften Nichtbeistandsklausel (No-Bailout) zum Gegenstand hat. Vermutlich stellt die Schuldenbremse eine Möglichkeit dar, eine aus Sicht der Finanzmärkte glaubwürdige Selbstbindung politischer Entscheidungsträger durchzusetzen. Als Konsequenz daraus wären dann eine Reihe von Strukturreformen auf nationaler Ebene durchzuführen, um die Wettbewerbsfähigkeit der Industrien zu erhöhen und die Kapitalflüsse wieder stärker von langfristigen Renditeerwägungen treiben zu lassen. Diese schließen neben den bisher genannten fiskalischen Aspekten die Re-Regulierung, den Subventionsabbau und Steuerreformen ein, so dass aus der weiteren Verschuldung kein Problem, sondern ein zukünftiger Wohlfahrtsgewinn erwächst.

Auf diese Weise hätte die europäische Zahlungsbilanzkrise und ihre Zuspitzung Anfang August 2011 wenigstens die positive Wirkung gehabt, »pathologisches Lernen« (Karl Deutsch) zu ermöglichen. In der Geschichte sind Krisen oftmals der Auslöser von wohlfahrtssteigernden Reformen gewesen, so z.B. in England die sog. *Glorious Revolution* (vgl. Pincus und Robinson 2011). Andere Beispiele der jüngeren Vergangenheit sind Großbritannien, Neuseeland und Australien in den 1980ern. Gemeinsam waren diesen Reformen eine stärkere Regelbindung und Einschränkung kurzfristiger Handlungsspielräume. Die Schwäche der derzeitigen Lösungsstrategien gründet in der unzureichenden strategischen Selbstbindung politischer Entscheidungsträger. Bisherige Maßnahmen entspringen zumeist einem situativen politischen Willen. Sollten wir in Europa tatsächlich keinen alternativen Lösungsweg beschreiten, indem politische Steuerungskapazitäten zugunsten marktkonformer Entscheidungsmechanismen zurückgenommen werden, dann erweisen sich die bisherigen Lösungen mehr und mehr als Teil des Problems europäischer Zahlungsbilanzkrisen. Der bisher beschrittene Weg zur Lösung der europäischen Zahlungsbilanzkrise mündet in einer Sackgasse, an deren Ende die Zinsdifferenziale am Staatsanleihenmarkt soweit zurück gehen, dass sich auch das letzte Euromitglied nicht mehr mit Hilfe des privaten Finanzsektors refinanzieren kann. Dies wäre wohl nicht nur einfach das währungstechnische Ende des Euro, sondern ein Fanal in der europäischen Geschichte. Es ist auf jeden Fall zu erwarten, dass die Märkte eine Lösung der europäischen Zahlungsbilanzkrise erzwingen werden. Noch hat die Politik es in der Hand, diese Lösung positiv wirken zu lassen.

## Literatur

- Casella, A. (1999), »Tradable Deficit Permits: Efficient Implementation of the Stability Pact in the European Monetary Union«, Columbia University, New York City, online verfügbar unter: <http://www.columbia.edu/~ac186/permits.pdf>.
- Condogn, T. (1998), »A Maoist Leap Forward? The Single Currency and European Political Union«, Policy Paper, The Selsdon Group, online verfügbar unter: <http://selsdongroup.co.uk/congdon.pdf>.
- Fahrholz, Chr. und A. Freytag (2011), »Realwirtschaftliche Aspekte der gegenwärtigen Krise im Eurosystem: Ursachen, Wirkungen und Reformansätze«, Global Financial Markets Working Paper Nr. 21, online verfügbar unter: <http://www.gfinm.de/images/stories/workingpaper21.pdf>.
- Fahrholz, Chr. und C. Wójcik (2010), »The Bail-Out! Positive Political Economics of Greek-type Crises in the EMU«, CESifo Working Paper, No. 3178, online verfügbar unter: [http://www.ifo.de/DocCIDL/cesifo1\\_wp3178.pdf](http://www.ifo.de/DocCIDL/cesifo1_wp3178.pdf).
- Lorenzoni, G. (2008), »Inefficient Credit Booms«, *Review of Economic Studies* 75(3), 809–833.
- Neumann, M.J.M. (2011), »Notenbankkredite müssen begrenzt werden«, *Börsen-Zeitung*, 14. Juli, online verfügbar unter: <http://www.boersenzeitung.de/index.php?li=1&artid=2011133075>.
- Pincus, St.C.A. und J.A. Robinson (2011), »What Really Happened During the Glorious Revolution – and Why It Matters for Current Fiscal Crises«, *VoxEU*, 7. August, online verfügbar unter: <http://voxeu.org/index.php?q=node/6837>.
- Sinn, H.-W. (2011), »Die riskante Kreditsatzpolitik der EZB«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 4. Mai, online verfügbar unter: <http://www.faz.net/artikel/C30638/target-kredite-die-riskante-kreditsatzpolitik-der-ezb-30335949.html>.
- Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB«, Ifo Working Paper, Nr. 105, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/ifo-WorkingPaper-105.pdf>.