

Eine zentrale vertretende These der Ökonomie lautet: Die Aufhebung von Beschränkungen im Handel und Kapitalverkehr weltweit vermehrt die Wohlfahrt. Internationale Abkommen und Zollunionen verfolgen das Ziel des Freihandels. Auch das europäische Integrationsprojekt basiert mit dem Binnenmarktprogramm und den vertraglich abgesicherten vier Freiheiten, für Handel, Kapital, Personen und Dienstleistungen, auf dieser Grundidee. Im Rahmen der EU wird dies noch durch die Währungsunion ergänzt. Aber an der These der wohlfahrtssteigernden Wirkung des Freihandels gibt es vermehrt Kritik, die sich gegen die verteilungs- und machtpolitischen Konsequenzen wendet und sich auf soziale und ökologische Argumente bezieht. Die Finanz- und Eurokrisen haben zusätzlich die Debatten über die Erweiterung und Vertiefung der EU einschließlich der Europäischen Währungsunion verstärkt. Auch wirft das geplante transatlantische Freihandelsabkommen grundsätzliche Fragen von Grenzen der ökonomischen Integration auf. Zu diesen Themen fand vom 10. bis 12. Juli 2015 eine wissenschaftliche Tagung unter der Leitung von Dr. Wolfgang Quaisser in der Akademie für Politische Bildung Tutzing statt. Einige der dort vorgestellten Vorträge werden hier veröffentlicht.

Das I in TTIP: Den Fokus auf Nicht-Diskriminierung legen!

In dem derzeit verhandelten transatlantischen Handels- und Investitionspartnerschaftsabkommen ist nichts so umstritten wie das vorgesehene Investitionskapitel. Und in diesem sind es wiederum die Investor-Staats-Schiedsgerichte, die seit den 1970er Jahren in den meisten bilateralen Investitionsschutzabkommen vereinbart wurden und die (noch) im derzeit gültigen US-Modell-Vertrag oder in dem zwischen der EU und Kanada ausverhandelten Abkommen auftauchen.

Für die einen sind Investitionsschutzabkommen (ISA) und vor allem die Schiedsgerichte trojanische Pferde, mit denen wirtschaftspolitische Interessen durchgesetzt werden sollen, die ausländischen Kapitalgebern dienen, nicht aber im Sinne des Durchschnittsbürgers sind. Für die anderen sind sie effiziente Instrumente, die ausländische Direktinvestitionen vor staatlicher Willkür schützen und ohne die es westliche Investoren nicht wagen würden, in Ländern mit zweifelhaften Rechtssystemen zu investieren.

In der Tat sind bisher ISAs vor allem mit Ländern der sogenannten Dritten Welt abgeschlossen worden. Der Schutz westlicher Investoren vor Enteignung

stand dabei im Mittelpunkt. Mit dem Nordamerikanischen Freihandelsabkommen (NAFTA) ist erstmals im Jahr 1994 ein ISA zwischen zwei Mitgliedern der OECD vereinbart worden, das den Investoren weitergehende Rechte zubilligte. Für viele Beobachter ist aber nicht verständlich, warum OECD-Staaten überhaupt solche Abkommen brauchen, wo sie doch verlässliche Rechtssysteme haben und wo es mehrere Fälle offensichtlichen Missbrauchs der Vorschriften gab (etwa, wenn der amerikanische Zigarettenhersteller Philip Morris Australien verklagt, weil das Land einheitliche Verpackungen für alle Zigaretten vorschreiben will). Daher der Verdacht, dass es sich um trojanische Pferde zur Durchsetzung einer neoliberalen Agenda (was auch immer das sein mag) handle. Verteidiger des Systems argumentieren mit Recht, dass auch Gerichte westlicher Staaten völkerrechtliche Bestimmungen nicht immer durchsetzen (dürfen) und es keine Garantie gibt, dass sie bei Vorhanden nationaler Dringlichkeit die Interessen ausländischer Investoren nicht als nachrangig behandeln.

Allen ernsthaften Diskussionsteilnehmern ist klar, dass das gegenwärtige System Probleme hat. Erstens: Es existiert ein wahres Dickicht von mehreren Tausend ISAs (Deutschland hat 131), die sich vielfach ähnlich, aber dennoch nicht identisch sind. Daher ist ein multilateraler Ansatz wünschenswert; der Versuch einen solchen Rahmen mit dem Multilateral Agreement on Investment (MAI) zu schaffen, ist



Gabriel Felbermayr*

* Prof. Gabriel Felbermayr, Ph.D., ist Leiter des ifo Zentrums für Außenwirtschaft und Professor für Volkswirtschaftslehre, insb. Außenwirtschaft, an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

allerdings im Jahr 1998 am Widerstand der Zivilgesellschaft und letztlich am Veto Frankreichs gescheitert. Zweitens: Seit dem Vertrag von Maastricht hat die EU die Kompetenz im Bereich ausländischer Direktinvestitionen; die EU-Mitgliedstaaten haben aber gemeinsam etwa 2000 ISAs! Diese sollten langfristig durch einen EU-Standard ersetzt werden. Drittens: Hohe Kapitalexporte Deutschlands und der EU sowie weltweit hohe Bestände von ausländischen Direktinvestitionen (heute mehr als ein Drittel des Welt-BIP; 1990 nicht einmal ein Zehntel), verlangen nach einer internationalen Rechtsordnung, die einerseits Investoren verlässlich durchsetzbare Rechte gibt, andererseits aber auch die legitimen Regulierungsansprüche nationaler Parlamente nicht beschneidet. Und viertens: Das bisherige System wird von den meisten Beobachtern als dringend reformbedürftig eingestuft. Vage definierte Tatbestände und Schutzstandards, intransparente Verfahren und die Gefahr von Interessenskonflikten verlangen nach einem neuen Standard. In der Tat hat die EU-Kommission im Mai Reformvorschläge vorgelegt, und das EU-Parlament hat diese Bestrebungen im Juli gebilligt. Doch dies ging nicht ohne einen Eklat in der europäischen Volksvertretung und vehemente Debatten ab. Weite Teile der Öffentlichkeit sind offenbar nicht überzeugt. Es scheint weiter nicht klar zu sein, ob und in welcher Form internationaler Investitionsschutz in das TTIP-Abkommen eingehen soll.

Das Problem ist, dass ISAs – wie im NAFTA Vertrag angelegt – zwei Ziele gleichzeitig verfolgen: erstens, die Diskriminierung ausländischer Investoren zu verhindern, und, zweitens, Eigentumsrechte zu sichern. Das erste ist ein relatives Ziel, weil es immer auf dem Vergleich mit dem (potenziellen oder wirklichen) inländischen Investor beruht; das zweite ist ein absolutes Ziel und wird in den Verfassungen der allermeisten Länder geschützt – allerdings unter dem Vorbehalt des Gemeinwohls. Bei diesem absoluten Schutzanspruch liegt der Quell des Problems – heute in der TTIP-Debatte und vor beinahe 20 Jahren bei der Verhandlung des MAI: Der völkerrechtliche Schutz von Eigentumstiteln und des wirtschaftlichen Werts von Investitionen könnte mit demokratisch legitimierten Eingriffen in das Eigentumsrecht in Konflikt geraten und Schadensersatzansprüche auslösen, die Inländern nicht zustehen. Dies ist immer dann möglich, wenn die Interpretation von gesetzlichen Regelungen von den im Völkerrecht fixierten Begrifflichkeiten und ihrer Interpretation durch Schiedsgerichte abweicht. Das relative Ziel – Ausländer nicht anders zu behandeln als Inländer – leidet nicht unter diesem Problem.

Die Nicht-Diskriminierung ist ein im Recht der WTO bzw. des GATT bestens bekannt; sie tritt auch unter dem Begriff Inländerbehandlung auf. Sie verbietet, dass ein Land ausländische Investoren gegenüber inländischen diskriminiert, sie bietet aber keinen zusätzlichen Schutz von Eigentumsrechten, als jenen, den die Verfassungen der Länder bereits garantieren.

Für westliche Industriestaaten wäre ein völkerrechtlich vereinbartes Diskriminierungsverbot bei Investitionen, das durchaus über die Standards der WTO hinausgehen sollte, hinreichend. Und falls man wirklich ein multilaterales System des Investitionsschutzes anstrebt, wären dessen Chancen auf Verwirklichung viel höher, wenn man die wenig strittige Nicht-Diskriminierung zum Kern machen würde und nicht auch gleichzeitig die fragwürdige Idee verfolgen würde, mit Hilfe völkerrechtlicher Verträge einen einheitlichen Eigentumsschutz durchzusetzen, der sich über die differenzierten Regelungen und Interpretationen in den einzelnen Staaten hinwegsetzt.

Außerdem könnte man bei einer rigorosen Verfolgung des Nicht-Diskriminierungsprinzips von einer notwendigerweise strittigen Abgrenzung schützenswerter (z.B. ausländische Direktinvestitionen) von weniger schützenswerten Investitionen (Portfolioinvestitionen) absehen.

Dass nicht mit Anwälten besetzte Schiedsgerichte, sondern ein internationaler Gerichtshof mit ständigen unabhängigen Richtern über solchen Vereinbarungen wachen sollte, scheint im Lichte der gegenwärtigen Debatte selbstverständlich.

Selbst wenn der Standard – optimalerweise auf multilateraler Ebene – auf Nicht-Diskriminierung begrenzt wäre, könnten einzelne Entwicklungsländer weiterhin bilaterale Zusatzabkommen mit Industriestaaten verhandeln, die auch den absoluten Schutz des Eigentums zum Inhalt haben. Das kann durchaus in deren Interesse sein, wenn internationale Investoren Zweifel an der Effektivität und Unabhängigkeit der heimischen Rechtsinstanzen haben und den Ländern eine Einschränkung ihrer Regulierungssouveränität weniger schmerzhaft vorkommt als der Verzicht auf ausländische Direktinvestitionen.



Thomas Mayer*

Brauchen wir ein neues Geldsystem?

Üblicherweise werden die Gründe für die Finanzkrise von 2007–2008 in Fehlentwicklungen im Finanzsektor und die Gründe für die Eurokrise seit 2010 in der Überschuldung der Eurostaaten gesucht. Die Frage, ob diese Ereignisse nicht möglicherweise auf systemische Fehler in unserer Geldordnung zurückzuführen sind, wird nicht gestellt. Das ist fatal, denn eine mangelhafte Fehlerdiagnose führt unweigerlich zu Wiederholungsfehlern. Im Folgenden werde ich Fehler in unserem Geldsystem aufzeigen, die meines Erachtens für die Finanz- und Eurokrise ursächlich waren.¹ Dabei komme ich zu dem Schluss, dass die Geldschöpfung durch Kreditvergabe der privaten Banken sowohl die Stabilität unseres Wirtschafts- und Finanzsystems als auch die Lebensfähigkeit der Europäischen Währungsunion bedroht. Daher plädiere ich für die Ablösung des Kreditgelds durch »Aktivgeld«, ein virtuelles Mittel zum Tausch und zur Wertaufbewahrung.

Die Mehrheit in Wissenschaft und Politik sieht dies anders. Da sie die von mir aufgestellte Fehlerdiagnose nicht teilt, lehnt sie auch die von mir vorgeschlagene Fehlerbehebung ab. Sollte jedoch meine Diagnose stimmen, dann wird die von der Mehrheit verfolgte Therapie der Krise fehlschlagen. In diesem Fall werden uns tiefere Finanz- und Wirtschaftskrisen noch bevorstehen.

Was ist Geld und wie entsteht es?

In der wirtschafts- und sozialwissenschaftlichen Literatur lassen sich zwei recht unterschiedliche Vorstellungen von der Natur des Geldes finden. Auf der einen Seite, vornehmlich von den Klassikern der Ökonomie wie Adam Smith, wird Geld als Mittel zum Tausch in der Gegenwart und zur Aufbewahrung von Vermögenswerten zum Tausch in der Zukunft verstanden. Diesem Verständnis zur Folge entsteht Geld, indem

eine Ware durch gesellschaftliche Übereinkunft zum Tauschmittel wird. Als Tauschmittel eignen sich insbesondere Waren, die von hoher physischer Beständigkeit und Homogenität und nur schwer vermehrbar sind. In unserem Kulturkreis sah man diese Voraussetzungen insbesondere für Gold und Silber als erfüllt an. Für den Wert des Geldes spielt der Gebrauchswert der als Geld verwendeten Ware eine geringe Rolle. Worauf es ankommt ist, dass der Nutzer darauf vertrauen kann, dass er für Geld ein von ihm gewünschtes Gut eintauschen kann. Was zählt, ist also der Tauschwert. Geld dieser Art stellt einen Vermögenswert und damit einen Aktivposten in privaten und öffentlichen Bilanzen dar.

Auf der anderen, vornehmlich sozialwissenschaftlichen Seite wird Geld als Maß für Schuld verstanden. Am Anfang aller wirtschaftlichen Beziehungen zwischen Menschen, so sagen die Anthropologen (vgl. Graeber 2011), stehen Geben und Nehmen über die informelle Vergabe von Kredit und Aufnahme von Schuld, und nicht der Tausch. Werden die gesellschaftlichen Beziehungen komplexer, müssen die Kredit- und Schuldbeziehungen formalisiert werden. Als Maß dafür dient Geld. Zur Festlegung des Maßes und der Erfassung der Kreditbeziehungen ist eine zentrale Instanz nötig, der Staat. Geld wird also vom Staat geschaffen. Dies eröffnet ihm die Möglichkeit, Ansprüche auf privat hergestellte Waren und Dienstleistungen auch für sich selbst zu kreieren. Dazu definiert er das von ihm herausgegebene Geld als gesetzliches Zahlungsmittel und verfügt, dass es zur Begleichung einer Schuld angenommen werden muss. Vom Staat als Maß für Schuld geschaffenes Geld stellt ein Finanzinstrument dar und wird auf der staatlichen Bilanz auf der Passivseite geführt.

Die unterschiedlichen Auffassungen von der Natur des Geldes stehen miteinander in Konkurrenz. Liegt das Schwergewicht auf dem Verständnis des Geldes als ein vom Staat herausgegebenes Finanzinstrument, dann leidet darunter möglicherweise das Vertrauen in den Wert des Geldes als Mittel zum Tausch und zur Wertaufbewahrung. Die privaten Geldhalter müssen befürchten, dass der Staat den Tauschwert des Geldes verwässert, weil er sich ohne eigene Leistung eine steigende Zahl von Ansprüchen auf Waren und Dienstleistungen schafft. Umgekehrt steht das Geld nur begrenzt zur Finanzierung des Staates zur Verfügung, wenn der Tauschwert per Konvention durch eine Ware gedeckt ist. Gehen dem Staat die warenbasierten Tauschmittel aus, kann er seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen. Er geht bankrott.

Im Verlauf der Geschichte pendelte die Eigenschaft des Geldes immer wieder zwischen seinem Charakter als privatem Vermögenswert und staatlichem Finanzierungsmittel hin und her. Solange Geld in Form von Münzgeld an Edelmetalle gebunden war, verschafften sich Staaten oft zusätzliche Finanzierungsmittel, indem sie den Edelmetallgehalt der von

* Dr. Thomas Mayer ist Founding Director Flossbach von Storch AG – Research Institute, Köln.

¹ Dabei stütze ich mich auf mein jüngstes Buch (vgl. Mayer 2014).

ihnen herausgegebenen Münzen verringerten. Der durch die Differenz zwischen dem Nennwert und dem Warenwert entstandene Gewinn der staatlichen Geldemission, »Seigniorage« genannt, war oft eine wesentliche Quelle zur Finanzierung von Staatsausgaben.

Die Einführung des aus China stammenden Papiergelds in Europa zu Beginn der Neuzeit eröffnete neue, viel weiter reichende Möglichkeiten zur Staatsfinanzierung. Banken konnten gegen die Einlage von Münzgeld mehr Papiergeld ausgeben, als durch diese gedeckt war, wenn sie davon ausgehen konnten, dass nur ein Teil der Einleger zu einem jeweiligen Zeitpunkt das Papiergeld in ihre ursprüngliche Einlage von Münzgeld zurück tauschen wollten. In diesem Fall konnte ein Teil des eingelegten Münzgelds weiterverliehen werden. Floss das verliehene Münzgeld wieder als Einlage zurück an die Bank, dann konnte dagegen erneut Papiergeld ausgegeben werden. So wurde es möglich, aus einer Münzgeldmenge von, sagen wir, 1 000 Geldeinheiten bei einem Reservesatz von 10% 10 000 Papiergeldeinheiten zu machen. Mit Papiergeld als Surrogat für Münzgeld war es möglich, die Kreditvergabe erheblich auszuweiten und durch diese die umlaufende Geldmenge enorm zu vergrößern. Natürlich machten sich Staaten die neue Kredit- und Geldquelle zu Nutze.

Im Jahr 1664 übernahm der schwedische König die Bank, die als erste in Europa Papiergeld ausgegeben hatte. Sie war in Schwierigkeiten gekommen, als unerwartet viele Einleger das ausgegebene Papiergeld in das eingelegte Münzgeld zurück tauschen wollten. Der König löste das Problem elegant, indem er nach der Übernahme der Bank den Umtausch des Papiergelds in Münzgeld suspendierte und das Papiergeld zum gesetzlichen Zahlungsmittel erklärte. Aus dieser Bank entstand die heutige Schwedische Reichsbank, die für die Ausgabe der schwedischen Krone verantwortlich ist. Drei Jahrzehnte später, im Jahr 1694 vergab der englische König an eine Gruppe von Geschäftsleuten eine Lizenz zur Ausgabe von Papiergeld. Im Gegenzug dafür verschafften ihm die Geschäftsleute einen günstigen Kredit, mit dem er den neunjährigen Krieg von 1688–97 gegen Frankreich finanzieren konnte. Aus dieser Bank wurde die heutige Bank von England.

Mit der Verbreitung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs und der Ablösung des Papiergelds von Gold oder Silber als materieller Grundlage wurden schließlich jegliche Grenzen für die Geldvermehrung aufgehoben. Heute wird Geld dadurch erzeugt, dass Banken gegen die Verpfändung mehr oder weniger werthaltiger Sicherheiten Kredite gewähren und die Kreditsumme dem Kreditnehmer auf dem Girokonto gutschreiben. Das so geschaffene Giral- oder Buchgeld ist das meist genutzte Zahlungsmittel. Wird der Umtausch von Buchgeld in Papiergeld verlangt, stellt die Zentralbank der Bank die gewünschte Menge an Papiergeld leihweise zur Verfügung. Als Sicherheit für die Papiergeldeleihe hinterlegt die Bank den Kredit, mit dem sie das Buchgeld geschaffen hat.

Der Prozess der privaten Geldproduktion durch die Banken wird auf indirekte Weise von der staatlichen Regulierungsbehörde und der staatlichen Zentralbank gesteuert. Die Regulierungsbehörde verlangt, dass die Banken eine Mindestmenge an Eigenkapital zur Kompensation möglicher Kreditausfälle halten. Damit wird das Wachstum der Kreditvergabe an das des Eigenkapitals gebunden. Die Zentralbank wiederum versucht, die Nachfrage nach Krediten und damit das Wachstum der Geldproduktion zu steuern, indem sie den Kreditzins beeinflusst. Diesen Einfluss gewinnt sie dadurch, dass sie die Banken zwingt, bei ihr einen Kredit aufzunehmen und wieder einzulegen. Die Zwangseinlage bemisst sich nach dem von den Banken geschaffenen Buchgeld und wird Mindestreserve genannt. Der von der Zentralbank in Rechnung gestellte Kreditzins bildet die Basis für den Kreditzins zwischen den Banken, zu dem diese Einlagen verleihen oder borgen, die ihnen zugeflossen oder die von ihnen abgewandert sind. Aus den Zinsen auf die Geldleihe unter den Banken bilden sich die Zinsen auf den Kreditmärkten über mehr oder weniger große Zuschläge nach Länge der Laufzeit des Kredits und nach der Qualität des Schuldners.

Unser Geld wird also in einer öffentlich-privaten Partnerschaft produziert. Der Motor der Geldproduktion ist die Erzeugung von Buchgeld durch die Banken über die Vergabe von Krediten. Buchgeld ist privates Schuldgeld der Banken, das diese auf Nachfrage zum Nennwert in öffentliches Papiergeld tauschen. Papiergeld ist eine nicht einlösbare Verbindlichkeit der staatlichen Zentralbank, die eine gewisse Ähnlichkeit mit dem Eigenkapital eines Unternehmens hat: Sein innerer Wert hängt davon ab, zu welchen Bedingungen es in Güter oder Vermögenswerte getauscht werden kann. Da Papier- und Buchgeld über Kreditvergabe erzeugt werden, können beide Geldformen unter der Bezeichnung Kreditgeld zusammengefasst werden. Entsprechend können wir unser Geldsystem als Kreditgeldsystem bezeichnen.

Gibt es ein stabiles Geldsystem?

In unserem Kreditgeldsystem werden Kredit und Geld aus dem Nichts geschaffen.² Dadurch kann sich die Geldwirtschaft von der Realwirtschaft abkoppeln und diese aus dem Gleichgewicht bringen. Wie kann dies geschehen?

Zur Produktion von Konsumgütern sind Kapitalgüter notwendig. Sollen mehr Konsumgüter hergestellt werden, so braucht man dazu mehr oder bessere Kapitalgüter. Damit aber Kapitalgüter hergestellt werden können, muss man zunächst auf einen Teil der Konsumgüterproduktion verzichten. Man muss also sparen. Der Lohn für den Verzicht auf Konsumgüter in der Gegenwart in Form einer größeren Menge davon

² Zwar verlangen Banken bei der Vergabe von Krediten die Verpfändung von Sicherheiten, doch sind ihre Anforderungen an die Qualität der Sicherheiten so variabel, dass die Kreditschöpfung faktisch unbegrenzt möglich ist.

in der Zukunft wird durch den »ursprünglichen Zins« gemessen. Der ursprüngliche Zins setzt den Verzicht auf Konsumgüter in der Gegenwart in Beziehung zu der durch diesen Verzicht möglichen größeren Menge an Konsumgütern in der Zukunft. Dieser Zins muss positiv sein. Denn wäre er negativ, dann würde man ein gleiches Gut lieber morgen als heute haben. Wäre er null, dann wäre es einem egal, ob man das Gut heute oder morgen erhalten würde. Beide Verhaltensweisen widersprechen aber dem Begriff des wirtschaftlichen Handelns, das darauf gerichtet ist, ein Ziel auf dem kürzesten Weg und zu den geringsten Kosten zu erreichen.

Da der ursprüngliche Zins nicht beobachtet werden kann, tappt die Zentralbank bei der Manipulation des Kreditzinses im Dunkeln. Hat sie Glück, entspricht der Kreditzins dem ursprünglichen Zins. Dann werden genauso viele Kredite vergeben, wie Ersparnisse vorhanden sind, um die Kapitalgüterproduktion zu finanzieren, welche die geplante Steigerung der Konsumgüterproduktion zulässt. Die Geldmenge wächst dann im Gleichklang mit der Realwirtschaft und der innere Geldwert von Gütern und Vermögenswerten bleibt stabil.³ Dass die Zentralbank den Zins richtig setzt ist jedoch in etwa so wahrscheinlich, wie wenn ein Schütze mit verbundenen Augen ins Schwarze trifft. Setzt die Zentralbank den Kreditzins fälschlich unter den ursprünglichen Zins, dann werden mehr Kredite zur Kapitalgüterproduktion vergeben, als am Ende durch die Ersparnisse gedeckt sind. Es kommt zunächst zum »Boom« in der Kapitalgüterproduktion. Die Investitionen steigen. Aber da nicht alle Kapitalgüter bis zu ihrer Fertigstellung durch entsprechende Ersparnisse finanziert werden können, kann ein Teil nicht vollendet werden. Preise und Zinsen steigen, bis die Wirtschaft kippt. Dem Boom folgt dann der »Bust«. Im Bust entstehen die finanziellen Schieflagen, wie wir sie während der Finanzkrise von 2007–08 gesehen haben.

Das Kreditgeldsystem ist also eine wesentliche Ursache für die Instabilität der Preise und der Realwirtschaft. Die Voraussetzungen für Stabilität wären daher wesentlich besser, wenn die Schöpfung von Kredit und Geld aus dem Nichts beendet würde.⁴ Dazu müsste den Banken die Fähigkeit zur Geldproduktion über die Kreditvergabe entzogen werden. Was aber könnte an deren Stelle treten?

Grundsätzlich könnte die öffentlich-private Partnerschaft zur Geldproduktion im Kreditgeldsystem dadurch beendet

³ Als inneren Wert des Geldes bezeichnet man die Kaufkraft des Geldes bezogen auf die Menge aller Tauschobjekte. Der äußere Wert des Geldes misst dagegen den Geldwert spezifischer Tauschobjekte.

⁴ Ursprünglich versprach man sich von dem Kreditgeldsystem Flexibilität und Stabilität zugleich. Die Geldschöpfung sollte sich flexibel an die Wirtschaftsentwicklung anpassen, indem Geld über die Vergabe von Handelskrediten geschaffen wurde. Mehr oder weniger Handel sollte zu mehr oder weniger Geld führen, so dass dadurch die Stabilität der Wirtschaft nicht beeinträchtigt wurde. Übersehen wurde dabei aber, dass Banken jede Möglichkeit zur Kreditvergabe, auch wenn diese nicht an Handelsgeschäfte gebunden ist, nutzen würden, um ihren Gewinn aus der Geldschöpfung (»Seigniorage«) zu maximieren. Der Wettlauf um die Kreditvergabe fördert aber den »Boom«; die Flucht aus Kreditrisiken den »Bust«.

werden, dass die Geldproduktion entweder verstaatlicht oder privatisiert wird. Im ersten Fall wäre die staatliche Zentralbank allein für die Entwicklung der Geldmenge verantwortlich. Geld würde von der Zentralbank autonom geschaffen, ohne Vergabe von Krediten. Banken würden zwischen Sparern und Investoren nur noch vermitteln, indem sie Geldeinlagen der Sparer an Investoren verleihen würden. Da sie weder Kredit noch Geld aus dem Nichts schöpfen können, könnten Investitionszyklen vermieden werden, da alle Investitionen zu jeder Zeit durch Ersparnisse gedeckt wären. Für die Abschaffung des Kreditgeldsystems durch Verstaatlichung der Geldproduktion sprach sich schon in den frühen 1930er Jahren des letzten Jahrhunderts eine Gruppe einflussreicher US-Ökonomen aus, die darin die Ursache für den Aktienboom der zwanziger Jahre und die durch den Aktienkrach ausgelöste Depression sahen (vgl. Fisher 1935). In jüngerer Zeit hat eine Gruppe deutscher Ökonomen vor dem Hintergrund der letzten Finanzkrise diesen Vorschlag wieder aufgegriffen und erneuert (vgl. Huber 2013). In diesem Modell würde Buchgeld als privates Schuldgeld der Banken zwar abgeschafft. Da aber alles Geld nun von der Zentralbank aus dem Nichts geschaffenes Geld wäre, bliebe sein Charakter als »Passivgeld« erhalten.

Im zweiten Fall würden private Anbieter das Geld bereitstellen. Im Gold- und Silberstandard wurde das Geldangebot theoretisch von der Produktion der Minen bestimmt. Praktisch wurde es jedoch durch die Teilreservehaltung der Banken über Papier- und Buchgeld flexibilisiert. Verbietet man den Banken die Teilreservehaltung indem man sie zwingt, alle Einlagen durch Gold oder Silber zu decken, wäre die Geldausweitung exogen durch die Förderkapazität der Minen vorgegeben. Natürlich kann die Deckung indirekt erfolgen, indem die Banken Einlagen der Kunden vollständig durch Geldreserven bei der Zentralbank decken und diese wiederum sämtliches Reservegeld durch Gold oder Silber deckt. Da in diesem Modell Geld einen Vermögenswert, oder zumindest einen Anspruch auf einen Vermögenswert darstellt, ist es dem Charakter nach Aktivgeld.

Doch ist Aktivgeld nicht notwendigerweise an eine Ware mit bestimmten Eigenschaften, wie sie Gold oder Silber aufweisen, gebunden. Wie wir im vorherigen Abschnitt gesehen haben bestimmt der Tausch- und nicht der Gebrauchswert den Wert des Geldes. Deshalb ist auch eine virtuelle Form von Aktivgeld denkbar. Dabei wird die Schöpfung von virtuellem Aktivgeld durch die Notwendigkeit, dessen inneren Geldwert zu erhalten, begrenzt.⁵ Gegenwärtig wird virtuelles Aktivgeld durch Kryptogeld geschaffen. Das bekannteste Kryptogeld ist heute Bitcoin.

⁵ Der Erhalt des inneren Werts von materiellem Aktivgeld ergibt sich aus der begrenzten Verfügbarkeit der materiellen Geldunterlage, zum Beispiel der physischen Begrenzung der möglichen Fördermenge von Gold oder Silber.

Bitcoin wurde als Geld geboren, als im Jahr 2010 eine Pizza für die elektronische Buchung einer Zahlung vom Konto des Kunden an das des Bäckers geliefert wurde. Diese Transaktion bildete den Anfang einer lückenlosen, verschlüsselten Kette aller Transaktionen, die bisher stattgefunden haben und je stattfinden werden. Die Kette, Blockchain genannt, kann von jedem mit entsprechender Rechnerkapazität ausgestatteten Teilnehmer an dem Geldsystem nachgeprüft werden. Wer sich die Mühe macht, die Transaktionen zu verifizieren, wird mit einem neu geschaffenen Geldbetrag entschädigt. Auf diese Weise wird nicht nur das Vertrauen in die Akzeptanz des Kryptogelds als Tauschmittel mit jeder Transaktion erneuert, sondern es wird auch die Kryptogeldmenge nach einem festen und nachvollziehbaren Algorithmus ausgeweitet. Kryptogeld ist die Antithese des Papier- und Bankenbuchgelds: es wird dezentral statt zentral erzeugt, es wird nach einer festen Regel statt nach Belieben geschaffen, und es wird zu Geld durch das Vertrauen der Nutzer statt durch staatliches Gesetz. Da es nicht durch Kreditvergabe und Verschuldung geschaffen wird, können mit ihm keine Investitions-, Kredit- und Verschuldungszyklen erzeugt werden.

Für die Zukunft von Kryptogeld spricht die zunehmende Bedeutung des Internethandels und der sozialen Netzwerke. Was hindert global agierende Technologiefirmen daran, eine eigene, global gültige Kryptowährung zur besseren Bindung ihrer Kunden an ihre Dienstleistungen und Produkte herauszugeben? Was hält das Publikum von der Nachfrage nach Kryptowährungen ab, wenn durch diese das Vertrauen in die Kaufkraft des Geldes maximiert und die Kosten des Zahlungsverkehrs minimiert werden?

Noch stehen das Misstrauen der Politik und die Feindschaft der Banken Kryptogeld im Weg. Für die Politik ist das Papier- und Bankenbuchgeld ein wichtiges Gestaltungsinstrument. Die Zentralbank bestimmt die Geldpolitik, die von den Geschäftsbanken umgesetzt wird. Dafür erhalten diese einen Anteil am Gewinn der Geldschöpfung. Beide, Politik und Banken, würden durch Kryptogeld entmachteter. Wenn es das Publikum denn will.

Wie geht es weiter mit dem Euro?

Im Kreditgeldsystem bilden Banken und der Staat eine Symbiose. Mit von den Banken geschaffenem Kreditgeld kann sich der Staat mühelos und schier unbegrenzt verschulden. Dafür überlässt er den Banken einen Anteil am Gewinn aus der Geldschöpfung, der Seigniorage, und er sichert ihr Geschäft ab, indem er Bankeinlagen und (durch die staatliche Zentralbank) die Liquidität des Bankensystems garantiert. Soll das System langfristig überleben darf der Staat allerdings den Verschuldungsbogen nicht überspannen. Sonst schwindet das Vertrauen des Publikums in das Geld als Mittel zum Tausch und zur Wertaufbewahrung. Ohne die

Symbiose von Staat und Banken ist das Kreditgeldsystem langfristig nicht lebensfähig.

Die Europäische Währungsunion wurde als Union souveräner Staaten ohne zentralstaatliche Gewalt gegründet. Auf dieser Grundlage mussten dem Euro wesentliche Charakterzüge von Aktivgeld mitgegeben werden. Dies sollte dadurch erreicht werden, dass die Europäische Zentralbank auf Geldwertstabilität verpflichtet und vor politischer Einflussnahme geschützt wurde. Weder sie noch andere EU-Institutionen oder Staaten sollten EWU-Mitglieder mit zerrütteten Finanzen finanziell unterstützen. Doch wurden diese Charakterzüge durch andere Anlagen gleich wieder untergraben: Für staatliche Insolvenzen wurde nicht vorgesorgt; Austritte aus der EWU von Staaten, die sich zur Mitgliedschaft unfähig erwiesen, waren nicht vorgesehen; und der Euro wurde im Kreditgeldsystem geschaffen.

In seinem ersten Lebensjahrzehnt wurde der schwammige Charakter des Euro nicht getestet, so dass seine Veranlagung unbestimmt blieb. Vor dem Hintergrund der sich während dieser Zeit aufblähenden globalen Kreditblase wurde jede Eurowirtschaft und jeder Eurostaat mit privaten Krediten geflutet. Damit konnten Defizite in den öffentlichen Haushalten und außenwirtschaftlichen Leistungsbilanzen, die wegen eines Mangels an Ausgaben- und Kostendisziplin entstanden, ohne Probleme finanziert werden. Staatsgeld war nicht nötig. Als die Kreditblase jedoch platzte, fiel die private Finanzierung dieser Defizite weg und die EWU drohte mangels Kredit auseinanderzufallen. Der sofortige Zusammenbruch wurde vermieden, indem der ausgetrocknete private Kredit durch Staatskredite ersetzt und die EZB als Kreditgeber der letzten Instanz für Staaten aufgestellt wurde. Damit wurde der Charakter des Euro vom Aktiv- zum Passivgeld, vom Mittel zur Transaktion und Wertaufbewahrung zum Finanzierungsmittel für Staaten verschoben. Ohne Staat als Garant und Beschützer kann der Euro aber langfristig nicht überleben.

In Ermangelung eines Staates für den Euro flochten die Regierungen der Eurostaaten unter maßgeblichem Einfluss Deutschlands Institutionen und Pakte, die in den Mitgliedsländern für Ausgaben- und Kostendisziplin sorgen sollten. Entsprechend seines Ziels, die nationale Souveränität im Hinblick auf die Erfordernisse der Währungsunion einzuschränken, kann man dieses Geflecht einen Schattenstaat für den Euro nennen. Da sich jedoch die EWU-Mitgliedsländer gegen seine Autorität zur Wehr setzten, erwies sich der Schattenstaat als wenig effektiv. So weigerte sich beispielsweise Frankreich, die von der EU-Kommission aufgestellten Ziele für seine künftigen Budgetdefizite zu erfüllen, ohne dass es dafür Konsequenzen zu spüren bekam. Noch dramatischer lehnte sich Griechenland gegen die Auflagen des Schattenstaats auf, obwohl es mit dem Staatsbankrott und Hinauswurf aus der EWU zu rechnen hatte. Aber weder das eine noch das andere geschah.

Obwohl die Regierung Tsipras die Bedingungen der Kreditgeber – und damit des Euroschatenstaats – ablehnte und das Volk diese Ablehnung in einem Referendum unterstützte, brachen die Kreditgeber die Verhandlungen über Finanzhilfen nicht ab. Man einigte sich auf die Aufnahme von Verhandlungen über ein neues Kreditprogramm, obwohl die griechische Regierung ihre Überzeugung äußerte, dass das Programm scheitern würde und sie zur Rückzahlung der Kredite nicht in der Lage wäre. Es war deshalb für den Erhalt eines Rests an Autorität für den Schattenstaat nur konsequent, dass sich der deutsche Finanzminister Schäuble für einen Austritt Griechenlands aus der EWU einsetzte.

Ebenso konsequent war es, dass sich die Staatschefs Frankreichs und Italiens gegen den Austritt Griechenlands stemmten. Ihnen ging es darum, die Unwiderruflichkeit einer Mitgliedschaft in der EWU über alle dort geltenden Regeln zu stellen. Damit wollten sie die Macht des Nationalstaats über die des Euroschatenstaats stellen. Wenn kein Land zu einem Austritt aus der EWU gezwungen werden konnte, dann konnte auch jede im Euroschatenstaat aufgestellte Regel im Notfall gebrochen werden. Frankreich und Italien dürfte es dabei weniger um das Wohl Griechenlands als um ihr eigenes Wohl gegangen sein. Denn wenn jede Regel im Notfall suspendiert werden konnte, dann konnten sie sicher sein, dass ihr wichtigstes Anliegen auf jeden Fall Gehör finden würde: die Unterstützung der EZB bei der Finanzierung ihrer öffentlichen Schuld. Angesichts ihrer exorbitant hohen und weiter steigenden öffentlichen Verschuldung erschien ihnen diese Unterstützung als unabdingbar.

Allerdings wurde mit dem Vorrang der nationalen Souveränität über die Regeln der Keim für den Zerfall der EWU gelegt. Kann jede Regel im Zweifelsfall von einem Mitgliedsland zu seinem Vorteil gebrochen werden, dann können sich Mitgliedsländer gegen die Ausbeutung durch andere Länder nur durch Austritt aus der EWU schützen. In einer Währungsunion souveräner Staaten darf deshalb die Gemeinschaft nicht für die Finanzen einzelner Staaten haftbar gemacht werden. Deshalb müssen Staatsbankrott und Austritt möglich sein. Vertretbar wäre eine geordnete Staatsinsolvenz innerhalb der EWU, die allerdings zum Austritt führen müssten, wenn die umgeschuldete Schuld wieder nicht zurückgezahlt werden könnte.

Europäische Föderalisten und Konföderalisten sind sich weitgehend darüber einig, dass die in der Krise gezimmerte Plattform für die gemeinsame Währung instabil ist. Wird die Plattform nicht weiter entwickelt, sind die Überlebenschancen des Euro gering. Doch gehen die Vorstellungen über die Weiterentwicklung auseinander. Die Föderalisten fordern den Bau eines europäischen Bundesstaats, in den der Euro eingebettet werden soll. Dazu sollen weitere Bereiche nationaler Souveränität an die europäische Ebene übertragen werden. Als ersten Schritt stellt man sich eine eigene

»Fiskalkapazität« für die Eurozone vor. Gemeint ist damit ein durch eine eigene Steuer gespeister Haushalt mit Programmen zum Ausgleich divergierender zyklischer Schwankungen einzelner Volkswirtschaften. Diesen Zweck könnte zum Beispiel eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung für die Eurozone erfüllen. Doch zeigt die historische Erfahrung, dass das Kreditgeldsystem zu seiner Garantie und Absicherung einen starken Zentralstaat braucht. Wo dies nicht der Fall ist, wird die Zentralbank zur Beute nationalstaatlicher Interessen mit der Folge, dass Währung und Währungsunion zerfallen.

Da sie den politischen Willen zur Errichtung eines starken Zentralstaats für den Euroraum nicht sehen, fordern die Konföderalisten die Rückkehr zu dem Maastrichter Prinzip der Einheit von Souveränität und Haftung. Doch ist dies nur möglich, wenn nationalstaatliche Souveränität mit Haftung verbunden wird, die in letzter Konsequenz aus Insolvenz und Austritt aus der EWU bestehen muss. Zur Vermeidung der Rückkehr gemeinsamer Haftung aller EWU-Staaten über den Bankensektor muss aber auch die Kreditgeldschöpfung durch die Banken beendet werden. Denn im Kreditgeldsystem stellt die Schieflage großer Banken immer eine Bedrohung für den Fortbestand des Geldes dar und muss im Notfall mit Steuergeldern korrigiert werden. Die Kreditgeldschöpfung durch die Banken könnte dadurch zunächst eingeschränkt und schließlich beendet werden, dass eine sichere Bankeinlage geschaffen wird, die durch die Hinterlegung von Zentralbankgeld bei der EZB zu 100% gedeckt ist (vgl. Mayer 2013). Die Schaffung einer sicheren Bankeinlage würde nicht nur eine staatliche Einlagenversicherung unnötig machen, sondern auch die Abwicklung insolventer Banken erheblich erleichtern, da die Besitzer von sicheren Bankeinlagen von Bankpleiten nicht betroffen wären.

Fazit

Unser Geld leidet an einer Persönlichkeitsspaltung: Es ist einerseits ein privater Vermögenswert und andererseits ein Finanzierungsinstrument für den Staat. Welche Seite man als Dr. Jekyll und welche man als Mr. Hyde sieht, hängt vom Standpunkt des Betrachters ab. Der private Nutzer fühlt sich von den Manipulationen des Staates bedroht, der Staat lebt mit der Gefahr, dass das von ihm manipulierte Geld von privaten Nutzern nicht mehr akzeptiert wird. Die Persönlichkeitsspaltung des Geldes und seine Herstellung in einer öffentlich-privaten Partnerschaft führen zur Instabilität der wirtschaftlichen Entwicklung und wiederkehrenden Finanzkrisen. Unhaltbar wird dieses Geld, wenn es nicht von einem einzelnen Staat sondern einer Gemeinschaft souveräner Staaten als gemeinsames Geld herausgegeben wird.

In einer stabilen und gerechten Geldordnung kann die Persönlichkeitsspaltung des Geldes nicht bestehen bleiben.

Denkbar ist die Auflösung der öffentlich-privaten Partnerschaft zur Geldproduktion durch die Verstaatlichung oder Privatisierung des Geldes. Für Liberale kann nur die Privatisierung in Frage kommen, denn sowohl in der öffentlich-privaten als auch staatlichen Produktion von Geld wird das Eigentumsrecht des Geldhalters verletzt, weil er der Manipulation des Geldwerts durch Staat und Banken ausgesetzt ist.

Literatur

Fisher, I. (1935), *100% Money*, Adelphi Company, New York.

Graeber, D. (2011), *Debt – The First 5000 Years*, Melville House, New York.

Huber, J. (2013), *Monetäre Modernisierung. Zur Zukunft der Geldordnung: Vollgeld und Monetative*, Metropolis, Marburg.

Mayer, Th. (2013), »A Copernican turn in Banking Union«, *CEPS Policy Brief* No. 297, Juli.

Mayer, Th. (2014), *Die Neue Ordnung des Geldes – Warum wir eine Finanzreform brauchen*, Finanzbuchverlag, München.



Gerhard Illing*

Wege zu einer dauerhaften Stabilisierung der Europäischen Währungsunion

Auch sieben Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise liegen Produktion und Beschäftigung in vielen Ländern des Euroraums trotz allmählicher Stabilisierung immer noch unter dem Niveau des Jahres 2008. Die Durchführung drastischer Anpassungsprogramme zur Haushaltskonsolidierung hat keineswegs neue Aufbruchsstimmung entfacht, sie hat vielmehr zu zunehmenden Spannungen im Euroraum geführt. Die im Vergleich zu anderen Regionen quälend langsame Erholung offenbart gravierende Konstruktionsfehler der Währungsunion.

Dies wirft die Frage auf, welche grundsätzlichen Reformen der institutionellen Ausgestaltung der Währungsunion dauerhaft Stabilität schaffen könnten. Viele internationale Experten sehen in einer verstärkten Integration – durch den Ausbau der Bankenunion und Schritten hin zu einer Fiskalunion – die Voraussetzung für eine tragfähige Basis für den Euroraum. In starkem Kontrast dazu gewinnt in Deutschland derzeit die Vorstellung immer mehr an Einfluss, eine Rückbesinnung auf stärkere Regelbindung sei ausreichend, um sicher zu stellen, dass die Finanzmärkte ihre Disziplinierungsfunktion wirkungsvoll ausüben. So plädiert etwa der Sachverständigenrat im jüngsten Sondergutachten 2015 dafür, mit der Einführung staatlicher Insolvenzordnungen das Konzept eines minimalen fiskalischen Europas (Maastricht 2.0) umzusetzen. Mit dem Fiskalpakt, der Schuldenbremsen und automatische Sanktionen gegen Defizitsünder vorsieht, soll endlich in ganz Europa wirksam haushaltspolitische Disziplin als Verpflichtung zu nachhaltiger Fiskalpolitik durchgesetzt werden. Bei einem wirksamen Ausschluss jeglicher gemeinsamer Haftung für Staatsschulden (der glaubwürdigen Anwendung der No-Bail-out Klausel) könne Fiskal- und Wirtschaftspolitik unter nationaler Souveränität verbleiben. Staaten, die eine falsche Politik betreiben, würden dann be-

* Prof. Dr. Gerhard Illing ist Lehrstuhlinhaber am Seminar für Makroökonomie an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

straft, indem der Markt höhere Zinsen verlangt oder auch die Zugehörigkeit des Landes zur Währungsunion in Frage stellt. Deshalb müsse es als Ultima Ratio auch möglich sein, den Austritt eines Mitgliedstaats aus der Währungsunion zu erzwingen.

Das Vertrauen in das heilsame Wirken der Finanzmärkte erscheint jedoch gerade angesichts der Erfahrungen aus der Finanzkrise als erstaunlich naiv – zumal in Kombination mit der Möglichkeit eines erzwungenen Austritts. Die Vorstellung, den Währungsraum ohne verstärkte Integration allein durch eine Disziplinierung über Finanzmärkte zu stabilisieren, verkennt zentrale Erfahrungen aus einer Vielzahl von Finanz- und Währungskrisen. Die jüngste Finanzkrise hat weltweit starke Skepsis an einer effizienten Disziplinierung durch unregulierte Finanzmärkte geweckt und eindrucksvoll illustriert, dass sich in einem einheitlichen Währungsraum gefährliche, selbstzerstörerische Dynamiken entwickeln können. Dies liegt daran, dass die Handlungen der Finanzmarktakteure in starkem Maß von den Erwartungen über die zukünftigen politischen Rahmenbedingungen getrieben werden. Solange keine stabilen Rahmenbedingungen geschaffen werden, kann Unsicherheit über den politischen Handlungspfad zu unterschiedlichen, sich selbst erfüllenden Gleichgewichten Anlass geben. In Krisenzeiten kann die Flucht in vermeintlich sichere Vermögenswerte eine plötzliche Umkehr der Kapitalströme mit explosiver Dynamik auslösen, die die Investitionsbereitschaft in den betroffenen Regionen zum Erliegen bringt und damit die Stabilität des gesamten Systems in Frage stellt. Dies gilt insbesondere, wenn sich Staaten, Haushalte und Unternehmen kurzfristig verschulden und damit ein erhöhtes Roll-over-Risiko sowie eine hohe Anfälligkeit gegenüber Änderungen in den Refinanzierungsbedingungen bestehen.

Die Anfälligkeit der Kapitalmärkte für solche abrupten Stimmungsumschwünge ist kein neues Phänomen. Die Erfahrung vieler Finanzkrisen – etwa in Lateinamerika in den 1970er Jahren und in der Asienkrise – hat seit langem gezeigt, dass nach einer Liberalisierung der Finanzmärkte unregulierte Kapitalströme eine Blasenbildung auslösen können, die dann plötzlich mit einem abrupten Sudden Stop endet. Angesichts der großen Hoffnungen auf Effizienzgewinne aus der Liberalisierung der Kapitalmärkte wurden mahnende Stimmen aber nicht ernst genommen, die zu einer Absicherung gegen das Risiko der abrupten Umkehr von Kapitalströmen rieten (wie etwa Gourinchas 2002).

Derzeit erweisen sich die Finanzmärkte im Euroraum trotz der Turbulenzen in Griechenland als erfreulich robust. Diese Stabilität ist aber wesentlich bestimmt von der Bereitschaft der Europäischen Zentralbank, durch unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen (wie die Ankündigung des OMT-Programms im Sommer 2012 und das Programm quantitativer Lockerung seit Anfang dieses Jahres) den Fortbestand des

Euro zu sichern und dabei die Durchführung von Strukturpassungen zu erleichtern (vgl. Illing 2015). Diese Maßnahmen schaffen Spielraum für die Umsetzung dringend notwendiger Reformen der Governance-Struktur im Euroraum. Weil sie zwangsläufig mit impliziten fiskalischen Risiken einhergehen, bewegen sie sich jedoch an der Nahtstelle zwischen Geld- und Fiskalpolitik; gerade in Deutschland sind sie genau aus diesem Grund stark umstritten. Ohne expliziten fiskalischen Rückhalt bleibt die Durchschlagskraft zur Stabilisierung im Euroraum eng begrenzt. Sollte die Handlungsfähigkeit der EZB in Zukunft eingeschränkt werden und damit wieder Zweifel an der Bereitschaft aufkommen, den Fortbestand des Euro zu sichern, hätte dies noch schärfere Krisen zur Folge.

Weil Geldpolitik asymmetrische Nachfrageschocks in einer Währungsunion nicht ausgleichen kann, erfordern Schocks, die sich auf verschiedene Regionen unterschiedlich stark auswirken, den Einsatz alternativer Stabilisierungsinstrumente – automatische Stabilisatoren durch eine gemeinsam finanzierte Grundsicherung des Arbeitsplatzrisikos oder eine Stärkung fiskalischer Hoheitsrechte des europäischen Parlaments über einen eigenständigen Etat, gespeist aus Anteilen des Aufkommens von Mehrwert- oder Einkommensteuer. Solche Stabilisatoren lassen einen rezessionsbedingten Anstieg der Staatsdefizite mit entsprechenden Überschüssen in Boomzeiten zu und wirken somit dämpfend auf Konjunkturschwankungen. Zahlreiche angelsächsische Ökonomen ganz unterschiedlicher politischer Ausrichtung – angefangen von Peter Kenen über Martin Feldstein und Milton Friedman bis hin zu Paul Krugman – verwiesen bereits frühzeitig auf die damit verbundenen Herausforderungen. In einer Fallstudie zu den Implikationen eines eventuellen Beitritts Großbritanniens zum gemeinsamen Währungsraum arbeitete etwa Robert Woods (2005) detailliert die Notwendigkeit heraus, aktive stabilisierende Fiskalpolitik als Ausgleich für den Wegfall autonomer Geldpolitik einzusetzen.

In Europa werden Einkommensschocks innerhalb eines Landes zwar stärker abgefedert als in den USA, weil automatische Stabilisatoren hier eine größere Bedeutung haben. Dagegen wirken sich aber Schocks, die verschiedene Staaten im Euroraum asymmetrisch treffen, umso gravierender aus, weil entsprechende Stabilisatoren auf Euroebene kaum greifen. Wie Fuest et. al. (2012) zeigen, könnte ein gemeinsames europäisches Steuer- und Transfersystem eindeutig positive Stabilisierungswirkungen mit sich bringen. Die Stabilisierungsfunktion erfolgt dabei umso effektiver, je stärker sie über zyklische Transfers zwischen unterschiedlich betroffenen Regionen läuft (vgl. Farhi und Werning 2012). So werden etwa in den USA ca. 30% der Steuerausfälle einzelner Bundesstaaten durch automatische Stabilisatoren auf Bundesebene (wie etwa die – durchaus eng begrenzte – Arbeitslosenversicherung auf Bundesebene oder andere Transferprogramme) aufgefangen (vgl. Auerbach 2009). Sozialver-

sicherungen auf Bundesebene sorgen dafür, dass die Finanzierung von Sozialleistungen in einzelnen Bundesstaaten nicht allein am betroffenen Staat hängt. Der Verzicht auf solche Stabilisatoren bewirkt eine prozyklische Verstärkung von Schwankungen, die in einer Destabilisierung des gesamten Währungsraumes münden kann. Solche Destabilisierungskräfte wirken besonders stark, solange die Option eines Austritts aus dem gemeinsamen Währungsraum mit der Gefahr des Zusammenbruchs des lokalen Finanzsystems nicht ausgeschlossen wird.

Der Ruf nach einem Maastricht 2.0 ist motiviert von der Sorge, eine verstärkte Integration würde zwangsläufig den Weg zu dauerhaften einseitigen Transfers zwischen den Ländern ebnen. Es wäre jedoch verfehlt, aus Furcht vor moralischen Risiken auf Absicherungsmechanismen gegen asymmetrische Schocks ganz zu verzichten. Natürlich erfordert die Gestaltung einer effektiven europäischen Fiskalunion einen signifikanten Transfer von Hoheitsrechten auf gemeinsame (teils neu zu schaffende) europäische Institutionen. Umso wichtiger ist es deshalb auch, rechtzeitig anreizkompatible institutionelle Regelungen einzuführen, die sicherstellen, dass die Zentralinstanz nur die Aufgaben übernimmt, die zur Funktionsweise in einem einheitlichen Währungsraum notwendig sind (vgl. etwa die Arbeiten von Marzinotto et al. 2011; Bordo et al. 2011). Gerade für Finanzwissenschaftler sollte es eine spannende Herausforderung sein, anreizkompatible Mechanismen zu entwickeln, die eine effiziente Abwägung zwischen Absicherung und moralischem Risiko ermöglichen.

Angesichts zunehmender Ernüchterung in der Bevölkerung in ganz Europa über die Entwicklung im Euroraum mag es verwegen erscheinen, jetzt ein Mehr an Europa zu fordern. Bei nüchterner Abwägung realistischer Alternativen muss aber klar sein: Eine Strategie zur Krisenbewältigung, die an der Illusion eines minimalen fiskalischen Europa festzuhalten sucht, wird den Anforderungen langfristig stabiler Rahmenbedingungen nicht gerecht. Die aufwendige Krisenpolitik der letzten Jahre zeigt schmerzhaft die hohen Kosten des Fehlens einer Institution, die demokratisch legitimiert ist, fiskalische Risiken einzugehen, Regeln durchzusetzen und Verstöße wirksam zu sanktionieren.

Für eine stabilere Architektur Europas ist es notwendig, den Teufelskreis zwischen nationalen Schulden- und Bankenrisiken zu durchbrechen. Dies erfordert zum einen eine europäische Bankenaufsicht mit weitreichenden Eingriffsrechten, die die Verquickung zwischen Staats- und Bankfinanzen sowie nationalen Regulatoren wirkungsvoll durchbrechen kann. Ein gemeinsamer Währungsraum mit freien Kapitalströmen kann ohne einheitliche europäische Finanzmarktregulierung und Einlagensicherung nicht sinnvoll funktionieren. Zum anderen sind auf fiskalischer Ebene tragfähige einheitliche Strukturen erforderlich, die wirksame automatische Mechanismen zur Stabilisierung asymmetrischer Schocks schaffen.

Ein schrittweises Vorgehen, wie im »Bericht der fünf Präsidenten« (Juncker et al. 2015) vorgeschlagen, kann dazu beitragen, die Wirtschafts- und Währungsunion in mehreren Stufen zu vervollständigen. Zunächst geht es darum, im Rahmen bestehender Verträge die gemeinsame Finanzmarkt- und Bankenunion zu vertiefen und zudem auch Regulierungsarbitrage (etwa zur Steuervermeidung) stärker zu bekämpfen. In einer zweiten Stufe kann dann eine institutionelle Vertiefung erfolgen mit der Abgabe von Souveränitätsrechten an gemeinsame Institutionen – eine stärker demokratisch legitimierte Fiskalunion mit einem eigenständigen Etat auf europäischer Ebene.

Die Bedeutung einer zentralen Fiskalinstanz für eine dauerhaft stabile Währungsunion zeigt sich auch an der Rolle sicherer Anleihen für Finanzmärkte und Geldpolitik. In nahezu allen Geldsystemen moderner Industrieländer nehmen Staatsanleihen, emittiert von der Fiskalbehörde, eine zentrale Funktion ein als sichere Anleihen bei Offenmarktgeschäften der Zentralbank. Sie gelten deshalb als völlig sicher, weil sie in der eigenen Währung ausgegeben werden und durch die Steuerkraft des Gesamtstaates gedeckt sind. So hält etwa die US-amerikanische Notenbank in normalen Zeiten fast ausschließlich Anleihen des Zentralstaates; Anleihen einzelner Bundesstaaten spielen dagegen keinerlei Rolle in der Geldpolitik. Eine eventuelle Insolvenz einzelner Bundesstaaten, die in Konflikt mit den Anforderungen eines ausgeglichenen Budgets geraten, ist für die Geldpolitik deshalb völlig irrelevant. Ein solches Regime kann aber nur dann als Vorbild für glaubwürdige Nicht-Beistandsklauseln dienen, wenn dabei zugleich auch der entscheidenden Bedeutung sicherer Bundesanleihen (US Treasuries) für die Finanzmärkte Rechnung getragen wird.

Weil im Eurosystem bislang vergleichbare Anleihen auf europäischer Ebene fehlen, liegt es im Ermessen der Europäischen Zentralbank, in welchem Ausmaß sie Anleihen verschiedener Eurostaaten als Sicherheiten akzeptiert. Die Liquidität solcher Anleihen und damit deren Marktpreis werden so zwangsläufig von der Politik der EZB mitbestimmt. Rechnen die Finanzmärkte damit, dass die EZB ihre geforderten Abschlüsse für den Einsatz spezifischer regionaler Anleihen als Sicherheiten verändert, so wirkt sich dies unmittelbar auf die am Markt erhobenen Zinsaufschläge aus. An diesem Rückkoppelungsmechanismus ändert sich nichts, wenn die EZB dabei an den Marktpreisen als Richtschnur orientiert: Es ergibt sich unvermeidlich das Problem multipler Gleichgewichte, weil sich die Marktpreise nicht unabhängig von den Erwartungen der Marktteilnehmer über die Höhe der geforderten Abschlüsse bilden können.

Solange in Europa keine den US Treasuries vergleichbaren Anleihen zur Verfügung stehen, lässt sich dieser Feedback Mechanismus nicht vermeiden. Verschiedene Vorschläge (wie etwa die Einführung von European Safe Bonds (ESBies))

– vgl. Brunnermeier et. al. 2011; Corsetti et. al. 2015) versuchen, die Konstruktion liquider sicherer synthetischer Anleihen durch Bündelung und Tranchierung bestehender Anleihen über den Finanzmarkt zu initiieren.

Um die Einführung solcher Anleihen an den Finanzmärkten zu stimulieren, könnte die EZB ankündigen, in Zukunft ab einem bestimmten Zeitpunkt von den Geschäftsbanken nur mehr synthetische Bonds als risikofreie Sicherheiten zu akzeptieren, die sich aus den (BIP gewichteten) Anleihen aller beteiligten Staaten im Eurosystem zusammensetzen. Auf diese Weise könnte sichergestellt werden, dass Banken ein wohl-diversifiziertes Portfolio an Anleihen des gesamten Euroraums halten, um so die fatale Rückkoppelung zwischen der Staatsverschuldung einzelner Nationalstaaten und der Verschuldung des jeweiligen Finanzsektors zu durchbrechen.

Ein solcher Mechanismus würde höhere Stabilität gewährleisten als der Vorschlag, den Geschäftsbanken für das Halten nationaler Staatsanleihen risiko-gewichtete Eigenkapitalanforderungen aufzuerlegen. Solche Risikogewichte, sofern sie nicht sorgfältig konzipiert werden, laufen nämlich Gefahr, zusätzliche prozyklische Rückkoppelungsmechanismen zwischen nationaler Staatsverschuldung und dem Bankensystem zu erzeugen und so eher zur Destabilisierung des Finanzsystems beizutragen. Ein einfaches Beispiel soll dies illustrieren: Gehen wir davon aus, Geschäftsbanken in Deutschland halten für ihre Offenmarktgeschäfte überwiegend die als völlig sicher eingeschätzten Bundesanleihen. Ändert sich nun – etwa aufgrund externer Schocks – abrupt die Einschätzung über die Solvenz solcher Anleihen und steigt damit die geforderte Risikogewichtung stark an, würde sich damit unmittelbar auch die Stabilität des Finanzsystems in Deutschland drastisch verschlechtern – mit entsprechend negativen Auswirkungen wiederum auf die Solvenz des Bundes. Werden den Banken dagegen von vorneherein starke Anreize für ein wohl-diversifiziertes Portfolio im gesamten Euroraum gegeben, erhöht sich dadurch nicht nur die Stabilität des gesamten Finanzsystems, sondern auch die der einzelnen Teilnehmerstaaten.

Wer den Währungsraum dauerhaft stabilisieren will, darf die Augen nicht davor verschließen, dass dazu ein gewisser Transfer nationaler Souveränität auf europäische Ebene unverzichtbar ist. Eine funktionierende Währungsunion mit tiefer finanzieller und handelspolitischer Integration setzt auch eine politische Union mit tragfähigen einheitlichen Strukturen voraus – mit demokratisch legitimierter Zentralregierung, europäischer Bankenaufsicht und europäischer Fiskalpolitik. Ein erster wirksamer Schritt für eine dauerhafte Stabilisierung könnte darin bestehen, dass die EZB im Rahmen von Offenmarktgeschäften als risikofreie Sicherheiten zukünftig nur mehr synthetische Bonds akzeptiert, die sich aus einer repräsentativen Mischung aller Anleihen im Eurosystem zusammensetzen.

Literatur

Auerbach, A.J. (2009), »Implementing the New Fiscal Policy Activism«, *American Economic Review* 99(2), 543–549.

Brunnermeier, M., L. Garicano, P. Lane, M. Pagano, R. Reis, T. Santos, D. Thesmar, S. van Nieuwerburgh und D. Vayanos (2011), *European Safe Bonds (ESBies)*, Euro-nomics Group.

Corsetti, G., L. Feld, P. Lane, L. Reichlin, H. Rey, D. Vayanos und B. Weder di Mauro (2015), »A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt«, *CEPR Report*.

Farhi, E. und I. Werning (2012), »Fiscal Unions«, NBER Working Paper No. 18280, August.

Fuest, C., D. Neumann und A. Peichl (2012), »Fiskalunion in Europa?«, *Ökonomenstimme*, 23. Oktober.

Gourinchas, P.O. (2002), »Comment on Blanchard and Giavazzi, Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?«, *Brookings Papers on Economic Activity* (2), 196–206.

Illing, G. (2015), »Unkonventionelle Geldpolitik – kein Paradigmenwechsel«, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 16(2), 127–150.

Juncker, J.-C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi und M. Schulz (2015), *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Europäische Kommission, Brüssel.

Marzotto, B., A. Sapir und G.B. Wolff (2011), *What Kind of Fiscal Union?* Bruegel Policy Brief 2011/06, Brüssel.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2015), *Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euro-Raum*, Sondergutachten Juli 2015, Wiesbaden.



Jürgen Pfister*

Ist der Tiger gebändigt? Ergebnisse und Probleme der europäischen und globalen Finanzmarktregulierung

Die Finanzkrise hat durch die von ihr mitverursachte tiefe Rezession 2009 und vor allem durch die umfangreichen staatlichen Stützungsmaßnahmen, also den Einsatz von Steuereinnahmen, zu einem nachhaltigen Vertrauensverlust und einer negativen Stimmung gegenüber Banken geführt. In der Öffentlichkeit wird gefragt, warum Banken mit hohen Summen vor der Pleite bewahrt und damit die Eigentümer und Gläubiger vor Verlusten geschützt sowie die Arbeitsplätze der Mitarbeiter gesichert wurden, während die Insolvenz von großen Unternehmen anderer Branchen – etwa der Baukonzern Phillip Holzmann (2002), das Versandhaus Quelle (2009) oder die Drogeriemarktkette Schlecker (2012) – hingenommen wurde. Der Grund hierfür ist in der Rolle der Banken in unserem Wirtschaftssystem, der starken Vernetzung der Banken untereinander sowie der besonderen Eigenschaften der Bankprodukte bzw. Dienstleistungen zu finden. Ein Blick in die aggregierte Bilanz der deutschen Banken verdeutlicht dies am einfachsten. Ende April 2015 verfügten die deutschen Banken über Bargeld und Zentralbankguthaben von 127 Mrd. Euro. Dem standen Kundeneinlagen von 3,4 Billionen Euro gegenüber. Im Fall eines Vertrauensverlustes, eines Bank-run, wären die Banken folglich nicht in der Lage, die Guthaben auszuzahlen, selbst wenn sie in einem solchen Fall zusätzliche Liquidität von der Notenbank beschaffen könnten. Weiterhin hatten die Banken Ende April 2015 anderen Banken Kredite in Höhe von 2,1 Billionen Euro gewährt und verfügten über Einlagen anderer Banken in Höhe von 1,8 Billionen Euro. Dies veranschaulicht die starke Vernetzung der Banken untereinander mit der Gefahr einer Systemkrise, sollte eine größere bzw. stark vernetzte Bank illiquide bzw. insolvent werden (Dominoeffekt). Aus diesen Gründen erklärten Bundeskanzlerin Merkel und der damalige Finanzminister Steinbrück am 5. Oktober 2008: »Wir werden nicht zulassen, dass die

* Dr. Jürgen Pfister ist ehem. Chefvolkswirt und Leiter Investment Research der BayernLB, München.

Schieflage eines Finanzinstitutes zu einer Schieflage des gesamten Systems wird. ... Wir sagen den Sparerinnen und Sparern, dass ihre Einlagen sicher sind.« Die Bankenrettung mit öffentlichen Mitteln geschah also im Interesse gesamtwirtschaftlicher Stabilität. Sie war insoweit auch erfolgreich.

Eine zweite Facette der öffentlichen Debatte um die Finanzkrise und die Bankenrettung ist zum Verständnis der Reaktion der Politik wichtig: Wer war schuld an der Krise? Die überwiegende Antwort lautet: »gierige (Investment)Banker«. Das ist jedoch nur ein Teil der Wahrheit. Einen mindestens ebenso großen Anteil hatten staatliche Stellen in Gestalt der Notenbanken sowie der Regulierer und Aufseher über die Banken. Erstere hatten über längere Zeit zu viel Liquidität bereitgestellt, Letztere hatten vieles, was zur Krise geführt hat, gewusst und abgesehnt. Nur vereinzelt wird dies eingeräumt, etwa von EZB-Präsident Draghi in der Pressekonferenz Anfang Juni 2015 oder vom Vorstandsmitglied der Bundesbank Andreas Dombret. Dass dieses massive Staatsversagen – neben der privaten Verantwortung der Bankenvorstände – von den politisch Verantwortlichen meist verschwiegen wird, hat einen einfachen Grund: Man fürchtet, der Zorn der Wähler könnte nicht nur die Banken treffen, sondern auch sie selbst. Das »schlechte Gewissen« der Politiker führt zugleich zu einer Überreaktion auf die Krise, nach dem Motto: das Versäumte rasch nachholen. Die Gefahr ist nicht gering, dass neben dem Ziel eines stabilen, robusten Finanzsystems das gleichwertige Ziel eines leistungsfähigen Finanzsystems vernachlässigt wird, das Unternehmen und private Haushalte ausreichend mit langfristigen Krediten zu günstigen Bedingungen versorgt und so die übergeordneten Ziele eines angemessenen, stetigen Wachstums und hohen Beschäftigungsstandes unterstützt.

Welche Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems wurden bisher ergriffen, und wie sind deren Erfolgsaussichten zu beurteilen? In Deutschland wurde unmittelbar nach Ausbruch der Krise die Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) mit dem Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin) gegründet. Dieser leistete Rekapitalisierungen einzelner Banken im Umfang von 29,4 Mrd. Euro (Ende 2014: 16,8 Mrd. Euro). Insgesamt beliefen sich die staatlichen Kapitalmaßnahmen in Deutschland 2008 bis 2012 auf 64 Mrd. Euro (ohne Übernahme von Problemkrediten). Zusätzlich gewährte der SoFFin Garantien für Bankanleihen in Höhe von 168 Mrd. Euro, die allerdings nicht in Anspruch genommen und inzwischen vollständig zurückgegeben wurden. Daneben wurden zwei Abwicklungsanstalten, sogenannte Bad Banks, eingerichtet (für HRE und WestLB). Heute ist noch nicht abzuschätzen, wie hoch die unmittelbaren Verluste für die Steuerzahler aus der Bankenrettung letztendlich sein werden. Dazu sind die Verwertung der Vermögenswerte der Bad Banks und die Reprivatisierungserlöse abzuwar-

ten. In jedem Fall werden die Verluste deutlich geringer sein als die insgesamt aufgewendeten Mittel.

Die wichtigsten institutionellen Bausteine der neuen Finanzmarktarchitektur sind drei neue europäische Finanzaufsichtsbehörden – European Banking Authority (EBA) in London, European Insurance and Occupational Pension Authority (EIOPA) in Frankfurt und European Securities and Markets Authority (ESMA) in Paris. Hinzu kommen Regelwerke wie Basel III, makroprudenzielle Aufsicht, verbessertes Liquiditäts- und Risikomanagement der Banken sowie Anpassung der Geschäftsmodelle, Vergütungssysteme, Bankenunion, Gläubigerbeteiligung (Bail-in), Bankenabgabe, Trennbankengesetz und die geplante Finanztransaktionssteuer.

Herzstück der Reformen und am wenigsten umstritten sind die neuen Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften für Banken, kurz: Basel III. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht hat 2010 die dritte Auflage seines Regelwerks verabschiedet, die seit 2014 EU-Recht ist. Im Wesentlichen geht es um mehr Eigenkapital und eine bessere Qualität des Eigenkapitals (Kernkapital) im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva. Weiterhin wird ab 2018 eine einfache Verschuldungsgrenze (Leverage Ratio) eingeführt, nach der das Eigenkapital ins Verhältnis zu den gesamten ungewichteten Aktiva gesetzt wird. Um die Prozyklizität der Regeln zu mildern, werden als zusätzliche Kapitalanforderungen Kapitalerhaltungspuffer und antizyklische Eigenkapitalpuffer eingeführt. Besonders hohe Anforderungen gibt es für systemrelevante Banken. Schließlich werden die Liquiditätsanforderungen verschärft. Ab 2015 gilt die Liquidity Coverage Ratio (LCR), die verlangt, dass eine Bank auch unter ungünstigen Umständen genügend Liquidität vorhalten muss, um Barabflüsse einen Monat lang kompensieren zu können. Ab 2018 gilt zusätzlich eine Net Stable Funding Ratio (NSFR), die vorschreibt, in Abhängigkeit vom Fälligkeitsprofil der Forderungen verstärkt langfristige Finanzierungsquellen vorzuhalten. Dies schränkt die sogenannte Fristentransformation – kurzfristige Einlagen, langfristige Ausleihungen – weiter ein und reduziert die daraus entstehenden Liquiditätsrisiken.

In der wissenschaftlichen Debatte um Basel III bzw. die Eigenkapitalanforderungen wird teilweise kritisiert, die Anforderungen seien immer noch (deutlich) zu niedrig. Wer diesen Standpunkt einnimmt, sollte jedoch auch die Frage beantworten, woher das zusätzliche Eigenkapital kommen soll. Hierfür gibt es nur zwei Quellen, wenn man eine staatliche Rekapitalisierung ausschließt: einbehaltene Gewinne oder Kapitalaufnahme am Markt. Für beides gibt es jedoch enge Grenzen. Die Banken in Deutschland sind strukturell ertragschwach, und es gibt Ansprüche der Aktionäre auf Teilhabe am Gewinn. Die Ausgabe neuer Aktien setzt die Kaufbereitschaft der Anleger voraus und verwässert den Anteil der bisherigen Eigentümer.

Die makroprudenzielle Aufsicht stellt ein neues Instrument dar und ist eine weitere wichtige Lehre aus der Krise. Die alte Vorstellung, Finanzstabilität sei gewährleistet, wenn die Geldpolitik für Preisstabilität sorgt und die Aufsicht die einzelnen Banken überwacht (mikroprudenzielle Aufsicht), ist widerlegt. Als fehlendes Glied mit Fokus auf systemische Risiken bzw. die Finanzstabilität wird die makroprudenzielle Aufsicht eingerichtet. Aufgabe ist die Vermeidung starker finanzieller Zyklen, etwa bei Kreditvolumina oder Vermögenspreisen, mit Blick auf das Finanzsystem als Ganzes. Als neue Institutionen hierfür wurden der Financial Stability Board (FSB) auf Ebene der G20 geschaffen, der European Systemic Risk Board (ESRB) für die EU-Länder und der Ausschuss für Finanzstabilität in Deutschland.

Die makroprudenzielle Aufsicht hat vor allem präventiven Charakter. Es gilt, systemische Risiken im Voraus zu erkennen und abzuwenden und dadurch die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber Schocks zu stärken. Die Aufgabe ist in einem uneinheitlichen Wirtschaftsraum wie der EU bzw. dem Euroraum besonders anspruchsvoll. In der Praxis werden die Empfehlungen bzw. Entscheidungen der makroprudenziellen Aufsicht auf Widerstände stoßen, da sie eingreifen soll, bevor »das Kind in den Brunnen gefallen« ist. Zentrale Instrumente sind die Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften. Im Fall von Immobilienblasen etwa, in der Vergangenheit häufig Ursache von Finanzkrisen, kann die Aufsicht höhere Eigenfinanzierungsmittel der kreditsuchenden Immobilienkäufer verlangen oder ein geringeres Verhältnis des Kredits bzw. der monatlichen Kreditraten zum Einkommen der Käufer. In die Überwachung muss das sogenannte Schattenbankensystem einbezogen werden. Dabei handelt es sich um Finanzintermediäre, die Fristen-, Risiko- und Liquiditätstransformation wie beaufsichtigte Banken betreiben, aber weder Zugang zu Zentralbankliquidität haben noch der staatlichen Einlagensicherung angehören. Dazu zählen in der Regel Hedgefonds, Geldmarktfonds, Investmentfonds und Private-Equity-Firmen. Ein Risiko für das Finanzsystem entsteht vor allem durch die Verflechtung zwischen dem Schattenbankensektor und dem regulierten Finanzsystem, z.B. durch Kredite der Banken an solche Schattenbanken, die damit ihre Finanzkraft vervielfältigen (Hebelung). Der Schattenbankensektor hat als Folge der verschärften Regulierung der Banken sogar noch an Bedeutung gewonnen. Die Summe der Vermögenswerte im Schattenbankensektor wird auf ein Drittel bis die Hälfte der Bilanzsumme des regulierten Bankensystems geschätzt. Für die EU wird von etwa 25 Billionen Euro ausgegangen.

Ein weiteres zentrales Element im Rahmen der Re-Regulierung des Bankensystems in Europa ist die Bankenunion. Nationale Kompetenzen der Bankenaufsicht wurden auf zentrale Institutionen übertragen. Damit sollen in der Währungsunion einheitliche Regeln für die Durchführung der Finanzmarktaufsicht bzw. bei der Sanierung und Abwicklung

von Kreditinstituten gelten. Die drei Bausteine lauten: einheitlicher Bankenaufsichtsmechanismus (SSM) bei der EZB seit November 2014, einheitlicher Bankenabwicklungsmechanismus (SRM) ab 2016 und Harmonisierung oder am Ende gegebenenfalls gar Vergemeinschaftung der Einlagensicherung. Durch ein einheitliches Regelwerk sollen die Finanzstabilität erhöht, Aufsichtsarbitrage vermieden und Wettbewerbsverzerrungen durch Systemrelevanz verhindert werden. Auf die 123 von der EZB direkt beaufsichtigten Banken im Euroraum entfallen 85% der Bilanzsumme, der Rest auf die mehr als 3 000 kleineren Institute, die weiterhin der nationalen Aufsicht unterliegen.

Was sind nun die Erfolge der umfangreichen Aktivitäten, und welche Aufgaben sind noch unerledigt? Zweifellos haben wir heute ein stabileres Finanzsystem als vor der Krise. Die Banken der EU-Länder haben ihr Eigenkapital gegenüber 2008 um mehr als 560 Mrd. Euro aufgestockt. Das Risiko- und Liquiditätsmanagement der Banken wurde erheblich verbessert, und die Geschäftsmodelle wurden zum Teil bereits deutlich angepasst, z.B. durch Verzicht auf ganze Produktlinien wie die Schiffsfinanzierung. Der Markt für die Verbriefung von Krediten muss nun für gute Mittelstandskunden sogar erst wiederbelebt werden. Das Trennbankengesetz verpflichtet die Institute, sogenannte Bankentestamente zu erstellen und risikoreichere Geschäfte vom Einlagengeschäft abzutrennen. Darüber hinaus wurden die Strafbarkeitsregeln für Geschäftsleitungen verschärft. Regulierung und Aufsicht werden durch die Bankenunion deutlich verbessert. Die neuen Vergütungsregeln vermindern die Kurzfristorientierung bzw. den Anreiz, sehr riskante Geschäfte abzuschließen. Schließlich wurde der Verbraucherschutz verbessert.

Eine zentrale Rolle kommt der erweiterten Gläubigerbeteiligung (Bail-in) im Rahmen der sogenannten Haftungskaskade zu. Danach hat private Haftung Vorrang vor Beteiligung der Steuerzahler. Im Einzelnen werden nach dem Eigenkapital auch nachrangiges und sonstiges Fremdkapital am Verlust einer Bank beteiligt sowie große Einlagen (über 100 000 Euro) und die nationale Einlagensicherung. Erst wenn dies nicht ausreicht, greift das öffentliche Sicherheitsnetz, und zwar zunächst der gemeinsame, aus der Bankenabgabe gespeiste Abwicklungsfonds (SRF), dann der öffentliche Haushalt des Landes, in dem die Bank ihren Sitz hat, und im letzten Schritt der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM). Auf diese Weise soll eine Rettung durch die Steuerzahler weitestgehend vermieden werden.

Neben den Erfolgen gibt es aber auch noch große, unerledigte Aufgaben. Dazu zählt zum einen der enge Risikoverbund von Banken und Staaten. Die Banken im Euroraum hielten Ende April 2015 staatliche Wertpapiere, überwiegend ihres Heimatlandes, von 1,9 Billionen Euro und hatten den Staaten darüber hinaus Kredite in Höhe von 1,1 Billionen Euro gewährt. Ein wichtiger Grund für das sehr hohe En-

gagement liegt im Risikogewicht von null für Staatskredite nach Basel II und III sowie in der generellen Ausnahme von den Großkreditgrenzen. Die enge Verflechtung von Staaten und Banken kann die Solvenz des Staates im Falle von Banken Krisen gefährden (z.B. Spanien, Irland), wie umgekehrt auch die Solvenz von Banken im Fall staatlicher Überschuldung (z.B. Griechenland, Zypern). Zum anderen steht eine befriedigende Lösung des Too-big-to-fail-Problems immer noch aus. Die impliziten staatlichen Garantien für sehr große Banken gewähren diesen Vorteile bei der Refinanzierung und im Wettbewerb. Weiterhin ist das Versprechen der Staats- und Regierungschefs (G-20-Treffen in Washington 2008), alle Finanzmärkte, Finanzprodukte und Finanzmarktteilnehmer zu regulieren und zum Gegenstand der Aufsicht zu machen, noch immer unerfüllt. Dass es zur Finanztransaktionssteuer selbst in der EU noch keine Einigung gibt, ist dagegen kein Nachteil. Denn der Beitrag einer solchen Steuer zur Finanzstabilität ist zweifelhaft, und sie wird wie jede Umsatzsteuer und andere indirekten Steuern von den Kunden getragen und nicht von den Banken. Ein weiteres ungelöstes Problem besteht in der sehr schleppenden Konsolidierung im deutschen Bankenmarkt, was zur schwachen Ertragskraft als Basis für die Bildung von Eigenkapital beiträgt.

Fazit: In Reaktion auf die Finanzkrise wurde eine »überaus komplexe Aufsichtsstruktur« (Sachverständigenrat) geschaffen, die von den Betroffenen eher als »Regulierungs-Tsunami« wahrgenommen wird. Insgesamt ist das Bankensystem aber zweifellos sicherer geworden: Mehr und besseres Eigenkapital erhöht die Verlusttragfähigkeit. Durch die Bankenunion sind Risiken besser zu erkennen. Die Möglichkeiten, Banken zu restrukturieren oder abzuwickeln, wurden erweitert. Dennoch trifft die Einschätzung des Sachverständigenrates wohl zu, dass »es letztlich illusorisch ist anzunehmen, dass der Bankensektor in einer systemischen Krise einen nennenswerten Teil der Kosten selbst tragen könnte« (Jahresgutachten 2014/15). Überdies ist der internationale Konsens in Sachen Finanzmarktregulierung brüchig geworden. Schließlich muss bei der Regulierung beachtet werden, dass in Deutschland, wie im Euroraum insgesamt, kleine und mittlere Unternehmen auf Bankkredite angewiesen sind. Die Verfügbarkeit von Krediten mit langen Laufzeiten bzw. Zinsbindungen zu günstigen Konditionen ist somit eine Voraussetzung für Wachstum und Beschäftigung.

Ist der »Tiger« nun gebändigt? Wenn alle Beteiligten – Notenbanken, Regulierer/Aufseher und Banken – ihrer Verantwortung gerecht werden, ist die Gefahr von Krisen zumindest deutlich eingedämmt. Für die Banken in Deutschland bleibt das Umfeld in jedem Fall durch vier große Herausforderungen – Regulierung, Digitalisierung, Niedrigzinsumfeld/Ertragsschwäche, Vertrauensverlust – noch auf Jahre sehr schwierig.



Stephan Klasen*

Der Einfluss von Globalisierung auf globale Ungleichheit, und Ungleichheit und Armut in Entwicklungsländern

Seit Jahren wird im Westen kontrovers über die Auswirkungen der Globalisierung auf Ungleichheit diskutiert. In meinem kurzen Beitrag möchte ich den Blickwinkel in eine andere Richtung lenken und fragen, inwiefern die jüngste Welle der Globalisierung die globale Ungleichheit sowie Ungleichheit und Armut in Entwicklungsländern beeinflusst hat. Da wir in einer Welt von immer noch dramatischen Einkommensunterschieden zwischen armen und reichen Ländern leben, und noch immer ca. 1 Mrd. Menschen mit weniger als 1 US-Dollar pro Kopf pro Tag auskommen müssen, ist es von enormer Bedeutung zu verstehen, inwiefern die immer größeren Verflechtungen in Handel und Kapitalflüsse diese globalen Probleme beeinflussen.

Seit den 1970er Jahren hat eine neue Welle der Globalisierung Entwicklungs- und Schwellenländern erfasst und zu einem enormen Wachstum an Handel mit Industrienationen geführt. Seit den 1980er Jahre kamen dann auch zunehmende Kapitalströme zu, anfangs vor allem von Industrie- in Schwellenländer. Die Ursachen für diese Welle der Globalisierung sind zum einen in fallenden Transport- und Informationskosten zu suchen als auch in Änderungen der Handelspolitik vieler Entwicklungsländer, die vermehrt exportorientierte Handelspolitiken umsetzten, um vor allem auch vermehrt verarbeitete Güter weltweit zu exportieren. Diese Handelspolitiken wurden vor allem in Asien umgesetzt, wobei Japan als Modell Pate stand und bald Südkorea, Taiwan, Singapur und Hongkong sich dieser Politik anschlossen, die später auch dann von Thailand, Indonesien, Malaysia und seit den 1980er Jahren auch von China und Vietnam übernommen wurde. Auch in anderen Teilen der Welt hat man vermehrt auf exportorientierte Politik gesetzt, wobei der Exporterfolg bei verarbeiteten Gütern aus Afrika und Lateinamerika geringer und auf wenige Länder und Güter be-

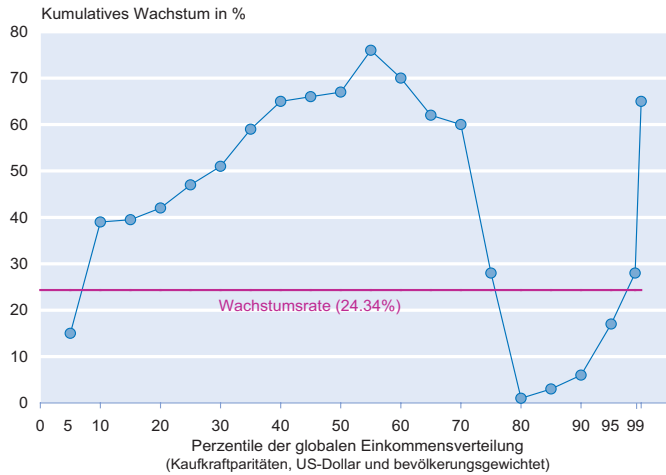
schränkt war. Diese Exporterfolge wurden auch durch die verschiedenen multilateralen Welthandelsrunden im Rahmen des GATT begünstigt, die eine große Marktöffnung vor allem im Bereich Industriegüter durchsetzten. In der Tat ist es wahrscheinlich, dass ohne diese regelgebundene Handelspolitik, die durch GATT und WTO vereinbart wurden die Exporterfolge der Schwellenländern bei Industriegütern am Protektionismus reicher Länder gescheitert wäre.

Klassische Handelsmodelle (wie das von Heckscher-Ohlin) sagen voraus, dass eine solche Handelsliberalisierung dazu führen würde, dass sich die Länder des Südens auf arbeitsintensive Güter und die des Nordens auf kapitalintensive Güter konzentrieren würden. Damit sollte im Süden die wirtschaftliche Ungleichheit abnehmen, da Löhne steigen und Kapitalrenditen fallen, während es im Norden umgekehrt ist, und wir ja auch in der Tat zunehmende Ungleichheit hier beobachtet haben. Darüber hinaus würde man erwarten, dass gerade arme Länder besonders von den neuen Exportchancen profitieren und einen wirtschaftlichen Aufholprozess starten. Gleichzeitig würde man erwarten, dass nur solche Entwicklungsländer davon profitieren, denen der Strukturwandel von Primärgüterexporten auf Exporte von Industriegütern gelingt. Die, die weiterhin nur Primärgüter exportieren, müssen ggf. mit fallenden Erlösen und stark schwankenden Preisen leben.

Haben sich diese Voraussagen bewahrheitet? Wenn man sich die Entwicklung der globalen Ungleichheit in den letzten 20 Jahren anschaut, sieht man in der Tat, dass die globale Ungleichheit, die immer noch sehr groß ist, leicht zurückgegangen ist. Abbildung 1 zeigt eine globale Wachstumsinzidenzkurve, die zeigt, dass von 1988–2008 vor allem das erste bis siebte Dezil der globalen Einkommensverteilung überdurchschnittlich gewachsen ist. Dort befinden sich genau die Bevölkerungen Chinas, Indiens, Indonesiens und der anderen asiatischen Schwellenländer. Die Allerärmsten haben weniger profitiert, die immer noch in Ländern (vor allem in Afrika) wohnen, wo hauptsächlich Primärgüter exportiert werden, und die zudem unter wirtschaftlicher und politischer Instabilität leiden. Die Armen in reichen Ländern (die sich zum großen Teil im 8. Dezil befinden) haben auch wenig profitiert: deren Löhne stagnieren seit Jahrzehnten. Das reichste Prozent hat wiederum sehr gut abgeschnitten, wobei dies die tatsächliche Lage noch unterschätzt, denn viele Formen des Einkommens (vor allem auch Kapitaleinkommen) sind in diesen Daten nur unzureichend erfasst. Noch deutlicher wird der Befund bei globalen Armutszahlen, die in Tabelle 1 abgetragen sind und die internationale Armutslinie von 1,25 US-Dollar pro Kopf und Tag verwenden. Dort sieht man ganz klar: in den Ländern, die eine exportorientierte Handelspolitik betrieben haben, vor allem in den asiatischen Schwellen- und Entwicklungsländern, hat eine historisch beispiellose Armutsreduktion stattgefunden. China sei hier stellvertretend genannt: 1981 lebten in China 84%

* Prof. Stephan Klasen, Ph.D., ist Professor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Entwicklungsökonomik, an der Universität Göttingen.

Abb. 1
Globale Wachstumsinzidenzkurve, 1988–2008



Quelle: Lakner und Milanovic (2013).

der Bevölkerung unter der globalen Armutsgrenze von 1,25 US-Dollar pro Kopf und Tag (kaufkraft- und preisbereinigt). Bis 2008 ist die Rate auf 13% zurückgegangen. Nirgends in der Welt und zu keinem historischen Zeitpunkt hat es schnellere Fortschritte bei der Überwindung von Armut gegeben als in Asien seit den 1970er Jahren. Demgegen-

über sind in Afrika nur mäßige Fortschritte bei der Armutsreduktion festzustellen, und diese Fortschritte datieren aus den 1990er und 2000er Jahren. Obschon es also auch hier Fortschritte gab, sind diese stark abhängig von den weltweiten Rohstoffpreisen. Der Strukturwandel zu einer wettbewerbsfähigen Industriegüterproduktion steht weitgehend noch an. Da es auch bei Primärgütern, vor allem agrarischen, weiterhin erheblichen Protektionismus gibt, hat Afrika auch wenig von der multilateralen Handelsliberalisierung profitiert.

Es ist sehr viel weniger klar, ob steigende Kapitalflüsse zwischen Industrie- und Entwicklungsländern einen Einfluss auf Wachstum und Armutsreduktion hatten. In der Tat sind Länder, die ihren Kapitalmarkt nicht oder

nur für bestimmte Kapitalflüsse geöffnet haben, nicht schlechter und manchmal sogar besser als andere gefahren, die eine umfassende Liberalisierung betrieben und auch erhebliche Kapitalströme zu verzeichnen hatten. Zum Beispiel gelingt es China, trotz Kapitalverkehrskontrollen viele ausländische Direktinvestitionen anzuziehen, während unge-

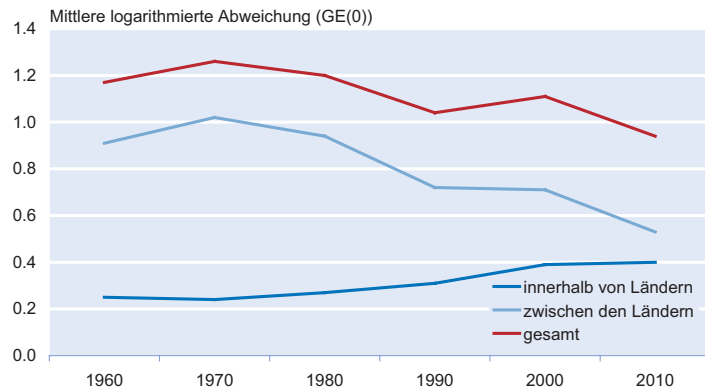
Tab. 1
Bevölkerung unter der Armutsgrenze von 1,25 US-Dollar pro Kopf und Tag

Region	in % der Bevölkerung (Kaufkraftparität von 2005)									
	1981	1984	1987	1990	1993	1996	1999	2002	2005	2008
Ostasien und Pazifik	77,2	65,0	54,1	56,2	50,7	35,9	35,6	27,6	17,1	14,3
China	84,0	69,4	54,0	60,2	53,7	36,4	35,6	28,4	16,3	13,1
Osteuropa und Zentralasien	1,9	1,6	1,5	1,9	2,9	3,9	3,8	2,3	1,3	0,5
Lateinamerika und Karibik	11,9	13,6	12,0	12,2	11,4	11,1	11,9	11,9	8,7	6,5
Mittlere Osten und Nordafrika	9,6	8,0	7,1	5,8	4,8	4,8	5,0	4,2	3,5	2,7
Südafrika	61,1	57,4	55,3	53,8	51,7	48,6	45,1	44,3	39,4	36,0
Subsaharisches Afrika	51,5	55,2	54,4	56,5	59,4	58,1	58,0	55,7	52,3	47,5
Gesamt	52,2	47,1	42,3	43,1	40,9	34,8	34,1	30,8	25,1	22,4
Gesamt ohne China	40,5	39,1	38,1	37,2	36,6	34,3	33,6	31,5	27,8	25,2
Region	Anzahl in Mio. Kaufkraftparität von 2005)									
	1981	1984	1987	1990	1993	1996	1999	2002	2005	2008
Ostasien und Pazifik	1 096,5	970,0	847,6	926,4	870,8	639,7	655,6	523,1	332,1	284,4
China	835,1	719,9	585,7	683,2	632,7	442,8	446,3	363,1	211,9	173,0
Osteuropa und Zentralasien	8,2	6,9	6,8	8,9	13,7	18,2	17,8	10,6	6,3	2,2
Lateinamerika und Karibik	43,3	52,9	49,3	53,4	52,5	53,6	60,1	62,7	47,6	36,8
Mittlere Osten und Nordafrika	16,5	15,1	14,6	13,0	11,5	12,3	13,6	12,0	10,5	8,6
Südafrika	568,4	573,8	593,0	617,3	631,9	630,8	619,5	640,5	598,3	570,9
Subsaharisches Afrika	204,9	239,1	256,8	289,7	330,0	349,4	376,8	390,4	394,9	386,0
Gesamt	1 937,8	1 857,7	1 768,2	1 908,6	1 910,3	1 704,0	1 743,4	1 639,3	1 389,6	1 289,0
Gesamt ohne China	1 102,8	1 137,8	1 182,5	1 225,5	1 277,6	1 261,2	1 297,0	1 276,2	1 177,7	1 116,0

Regionen mit weniger als 50% Erfassungsgrad sind fett gekennzeichnet.

Quelle: Chen und Ravallion (2013).

Abb. 2
Zerlegung der globalen Ungleichheit in Ungleichheit zwischen und innerhalb von Ländern



Quelle: Global Income and Consumption Database.

bremste Kapitalflüsse zu einer riesigen Finanz- und Wirtschaftskrise 1997–1999 in Ost- und Südostasien führten, die dort fast alle Länder mit offenen Kapitalmärkten betraf.

Abbildung 2 zeigt allerdings auch, dass die Ungleichheit innerhalb von Ländern in den letzten Jahrzehnten erheblich zugenommen und jetzt einen stark gestiegenen Anteil an der globalen Ungleichheit hat. Dies ist nicht nur auf steigende Ungleichheit in Industrieländern zurückzuführen, sondern die Ungleichheit hat auch in vielen Entwicklungs- und Schwellenländern, vor allem in Asien und Afrika, erheblich zugenommen. Damit hat sich die Voraussage der klassischen Handelsmodelle, die eine fallende Ungleichheit in armen Ländern prognostizieren würden, nicht bewahrheitet.

Was kann diese steigende Ungleichheit in vielen Entwicklungsländern erklären? Mehrere Faktoren scheinen eine Rolle zu spielen. Zum einen spielt eine steigende regionale und sektorale Ungleichheit eine große Rolle. In China hat beispielsweise vor allem der Industriesektor in den Küstenprovinzen vom Exportboom profitiert, während die agrarisch geprägten westlichen Provinzen deutlich weniger profitiert haben. Eine zweite Erklärung ist, dass in den meisten Entwicklungs- und Schwellenländern die Umverteilung durch den Staat nur unzureichend funktioniert. Steuereinnahmen sind generell gering (als Anteil des Bruttonationaleinkommens), da es schwierig ist, die Landwirtschaft oder den informellen Sektor zu besteuern. Steuerbehörden sind oft schlecht ausgestattet und arbeiten unzulänglich. Auch bei den Ausgaben wird zu wenig umverteilt, und viele staatliche Leistungen begünstigen reichere Bürger in den Städten. Das Beispiel Lateinamerika zeigt allerdings, dass es auch anders geht. Seit Mitte der 1990er Jahre ist es gelungen, die Ungleichheit erheblich (von einem sehr hohen Niveau) zu reduzieren. Größere Steuereinnahmen und eine verbesserte Umverteilung durch den Staat (vor allem auch durch neue Sozialprogramme für die Armen) haben gezeigt, dass auch in Entwicklungs- und Schwellenländern eine bessere Umver-

teilung durch den Staat organisiert werden kann. Eine dritte Erklärung für die steigende Ungleichheit ist, dass sich in vielen Ländern die politischen und wirtschaftlichen Eliten ökonomische Vorteile weiterhin sichern und durch ihre internationale Mobilität auch der Besteuerung häufig entgehen können.

Es zeigt sich also, dass die Globalisierung enorme Chancen für Wachstum und Armutsreduktion in Entwicklungs- und Schwellenländern hat. Die Länder, die diese Chancen durch einen gelungen Strukturwandel hin zu Exporten von Industriegütern genutzt haben, wurden auch durch sehr hohes Wachstum und rapide Armutsreduktion belohnt. Allerdings ist es nicht gelungen, gerade in diesen Ländern eine stark steigende Ungleichheit zu verhindern, die wirtschaftliche und politische Stabilität gefährden können.

Daraus ergeben sich, m.E. nach, zwei zentrale Politikimplikationen: Zum einen muss man den Ländern und Regionen vermehrt Chancen einräumen, die bislang von dem potenziellen Nutzen der Globalisierung bislang wenig profitiert haben. Das betrifft vor allem Länder Afrikas südlich der Sahara, aber auch manche ärmere Länder in Lateinamerika und Asien. Um besser von den Chancen der Globalisierung profitieren zu können, ist zunächst Frieden, Sicherheit und politische Stabilität eine Grundvoraussetzung. Hier gibt es, vor allem in Afrika, noch erheblichen Handlungsspielraum, sowohl für die Länder selbst, aber auch für die internationale Staatengemeinschaft, die hier unterstützen kann. Ebenso kann die Handelspolitik der Industrienationen mehr Anreize für Exporte von verarbeiteten Gütern von armen Ländern fördern. Die EU verspricht zwar mit ihrer Everything but Arms (EBA) Initiative zollfreien Zugang aus den ärmsten Ländern, aber komplizierte und schwer zu erfüllende Herkunftsregeln führen dazu, dass nur manche arme Länder davon profitieren. Da ist tatsächlich die USA mit ihrem Africa Growth and Opportunity Act (AGOA) weitaus großzügiger im Fall von afrikanischen Ländern, und dies hatte auch einen kleinen Exportboom aus Afrika in die USA, vor allem im Bereich Textil und Bekleidung, ausgelöst.

Die zweite zentrale Politikimplikation betrifft Ungleichheit. Entwicklungsländern können sich nicht darauf verlassen, dass die Globalisierung Ungleichheit reduzieren wird, sondern müssen hier aktiv gegen eine steigende Ungleichheit gegensteuern. Dazu gehört Verbesserungen im Steuersystem, mehr Investitionen in Bildung und Gesundheit, vor allem für ärmere Bevölkerungsschichten, und auch ein Eindämmung von Kapitalflucht und massenhafte Steuerhinterziehung von Unternehmen und reichen Individuen. Bei diesem letzten Punkt kann die internationale Staatengemeinschaft

ebenso behilflich sein und nicht nur für mehr Steuertransparenz zwischen reichen Ländern sorgen, sondern auch Entwicklungs- und Schwellenländer in diese Initiativen aktiv integrieren.

Literatur

Chen, S. und M. Ravallion (2013), »More Relatively-poor People in a Less Absolutely-poor World«, *Review of Income and Wealth* 59(1), 1–28.

Klasen, S. (2006), »Armutsreduzierung im Zeitalter der Globalisierung«, in: S. Klasen, J. Müller, M. Stapnians und K. van de Sand (Hrsg.), *Globalisierung und Armut*, Kohlhammer, Stuttgart.

Lahoti, R., A. Jayadev und S. Reddy (2015), »The Global Consumption and Income Project (GCIP): An Introduction and Preliminary Findings«, DESA Working Paper No. 140, United Nations, New York.

Lakner, C. und B. Milanovic (2013), »Global Income Distribution: From the Fall of the Berlin Wall to the Great Recession«, World Bank Policy Research Working Paper No. 6719, The World Bank, Washington DC.



Michael Jakob*

Ökologische Nachhaltigkeit: Grenzen für Wachstum und Globalisierung?

Nachhaltigkeit und Kapitalismus

Seit der industriellen Revolution sind die Weltbevölkerung und das durchschnittliche Pro-Kopf-Einkommen rapide angewachsen. Parallel zu diesen Entwicklungen haben sich der Ressourcenverbrauch, die Nutzung der natürlichen Senken als Deponieraum für Abfallprodukte unseres industriellen Metabolismus sowie der Verlust von Artenvielfalt dramatisch erhöht. Aus dieser Perspektive soll hier am Beispiel des Klimaschutzes diskutiert werden, ob Wirtschaftswachstum und Globalisierung so gestaltet werden können, dass sie die Stabilität des Systems Erde langfristig nicht gefährden.

Steigen die Emissionen von Treibhausgasen (THG) ungehindert weiter wie in der Vergangenheit, könnte die globale Mitteltemperatur bis zum Ende des Jahrhunderts um 4°C oder mehr über dem vorindustriellen Niveau liegen. Eine solche Erwärmung hätte zweifellos gravierende Auswirkungen auf u.a. Wasserverfügbarkeit, Nahrungsmittelsicherheit, Gesundheit, Meeresspiegel, Biodiversität (vgl. IPCC 2015). Um die schwerwiegendsten Folgen des Klimawandels abzuwenden, sind eine baldige und rasche Senkung der globalen THG-Emissionen und eine fast vollständige Dekarbonisierung des globalen Energiesystems spätestens gegen Ende des Jahrhunderts nötig (vgl. IPCC 2015).

Wachstum

Richtig ist, dass das Wirtschaftswachstum einer der Hauptgründe für den Anstieg der Emissionen in den letzten Jahrzehnten ist. Insbesondere das rapide Wirtschaftswachstum in Schwellen- und Entwicklungsländern hat zu einem starken Anstieg des Energieverbrauchs sowie einer verstärkten Nutzung der Kohle als billigen und leicht verfügbaren Energieträger geführt (vgl. Steckel, Edenhofer und Jakob 2015).

* Dr. Michael Jakob ist wissenschaftlicher Mitarbeiter bei dem Mercator Research Institute on Global Commons and Climate Change (MCC), Berlin.

Nicht richtig ist allerdings der Umkehrschluss, dass man zur Emissionsminderung das Wirtschaftswachstum aktiv begrenzen oder sogar für negatives Wachstum sorgen muss. Vertreter einer solchen »Degrowth« Strategie übersehen leicht, dass zwar in den Industrieländern die materiellen Bedürfnisse weitgehend gedeckt sind, weltweit aber Milliarden Menschen in bitterer Armut verharren.

Um diesen eine materielle Absicherung zu ermöglichen, müsste *in einer Welt ohne Wirtschaftswachstum* das momentane Einkommen massiv umverteilt werden (vgl. Jakob und Edenhofer 2014). Wenn jeder Mensch denselben Anteil an der globalen Produktion erhielte, müssten die USA ca. 80% und die EU ca. 70% ihres momentanen Einkommens abgeben. Eine solche Umverteilung wäre wohl politisch kaum durchsetzbar. Außerdem würde sie sehr wahrscheinlich in Industrieländern nicht nur den Luxuskonsum verringern, sondern auch fundamentale Einschnitte für Gesundheit, Bildung und Sozialsystemen bedeuten. Und selbst wenn eine solche globale Umverteilung möglich wäre, würde sie noch keine Emissionen einsparen. Um eine drastische Senkung der Emissionen von etwa 80% zur Hälfte des 21. Jahrhunderts zu erreichen, wie sie z.B. das 2°C-Ziel notwendig machen würde, wäre also selbst ohne Wirtschaftswachstum noch eine fundamentale Transformation des Energiesystems notwendig.

Hinzu kommt, dass ein Absenken der globalen Wirtschaftsleistung um damit 1% Emissionsminderung zu erreichen Vermeidungskosten von etwa 2 000 Euro Tonne CO₂ bedeuten würde¹. Technische Lösungen hingegen sind für einen Bruchteil dieses Betrags verfügbar. Schätzungen des Weltklimarats gehen davon aus, dass das 2°C-Ziel das jährliche Wirtschaftswachstum um nur 0,06 Prozentpunkte pro Jahr verringern würde (vgl. IPCC 2015). Somit wäre es also durch effiziente Klimapolitik möglich, mit einem gegebenen Mitteleinsatz deutlich mehr zu erreichen als mit Degrowth (oder ein gegebenes Ziel könnte zu geringeren Kosten erreicht werden, so dass die gesparten Mittel in andere Bereiche investiert werden können).

Natürlich kann Wirtschaftswachstum kein Ziel an sich sein, sondern nur dazu dienen, andere, gesellschaftliche Ziele zu erreichen (vgl. Edenhofer, Jakob und Steckel 2013). Sich »Wachstumswänge« aufzuerlegen, die aus der Gestaltung von Sozialsystemen und der Scheu vor einer politischen Debatte über Umverteilung resultieren (vgl. Galbraith 1956), ist sicher nicht sinnvoll, insbesondere wenn dadurch gesellschaftlich wünschenswerte Projekte, wie etwa der Klimaschutz, erschwert werden. Andererseits ergibt es aber auch keinen Sinn, das Wachstum gezielt zu beschränken. Vielmehr gilt es, anzuerkennen, dass Klimaschutz einen Preis

hat, der niedriger liegt als die zu erwartenden negative Folgen des Klimawandels. Diesen Preis zu zahlen, lohnt sich also; aber ihn so niedrig wie möglich zu halten, um somit die Wirksamkeit klimapolitischer Maßnahmen zu maximieren, eben auch.

Globalisierung

Parallel zum Wachstum der Weltwirtschaft (von durchschnittlich etwa 2,5% pro Jahr) ist während der letzten Dekade der Welthandel im selben Zeitraum mit der doppelten Rate expandiert (vgl. Abb. 1a). Dies gibt Grund zur Sorge, dass zunehmender internationaler Güterverkehr zu einem deutlichen Anstieg der THG-Emissionen führen könnte. Eine genauere Betrachtung zeigt, dass der Transportsektor zwar für immerhin fast 20% der globalen Emissionen verantwortlich ist, hierbei aber Straßenverkehr, insbesondere Personenverkehr, eine dominante Position einnimmt (vgl. Abb. 1b). Der grenzüberschreitende Schiffsverkehr, über den der Großteil des Welthandels abgewickelt wird, macht weniger als 10% der Transportemissionen aus, und somit in etwa nur 1,5% der globalen Emissionen. Auch wenn Maßnahmen zur Begrenzung dieser Emissionen nötig sein werden, wird sich die Zukunft des Klimas nicht an den Emissionen des Welthandels entscheiden, sondern vielmehr an der Frage, ob es gelingt, die Kohlenutzung im Stromsektor drastisch zu verringern (vgl. Steckel, Edenhofer und Jakob 2015).

Eine weitere Befürchtung betrifft die Verlagerung von Emissionen in Länder, die keine (oder weniger ambitionierte) Klimapolitik betreiben. Einige Studien haben aufgezeigt, dass ein beträchtlicher Anteil der Emissionen, die in der EU und den USA konsumierten Waren zugerechnet werden, in anderen Ländern (insbesondere China) entsteht (vgl. Davis und Caldeira 2010). Allerdings gilt es zu beachten, dass man daraus nicht einfach die Verantwortlichkeit eines Landes für die Emissionen eines anderen ablesen kann. Dies liegt daran, dass z.B. in China nicht nur Emissionen für den Export in die EU generiert werden, sondern durch Importe aus der EU auch Emissionen vermieden werden, die entstünden, wenn China die importierten Produkte stattdessen selbst herstellen würde (vgl. Jakob, Steckel und Edenhofer 2014). Somit ergibt sich der Nettoeffekt des Welthandels auf das Klima aus dem Zusammenspiel zwischen erzeugten und vermiedenen Emissionen. Erste Untersuchungen deuten darauf hin, dass für die EU der letzte Effekt den ersteren überwiegt und somit durch die Integration in die globale Ökonomie sogar Emissionen vermieden werden (vgl. Kander et al. 2015).

Trotz allem bleibt natürlich die Sorge, dass eine Verteuerung energieintensiver Produktion zu einer Abwanderung mancher Industriezweige führen könnte. Empirische Studien finden keinen Beleg, dass die EU-Klimapolitik bisher zu solchen Auslagerungen geführt hat. Dies erklärt sich dadurch, dass

¹ Diese Summe ergibt sich, indem man das globale BIP von ca. 60 Billionen Euro durch die globalen CO₂-Emissionen von etwa 32 Mrd. Tonnen teilt.

Abb. 1a
Wachstum der Weltwirtschaft und des Handels 2005–2013

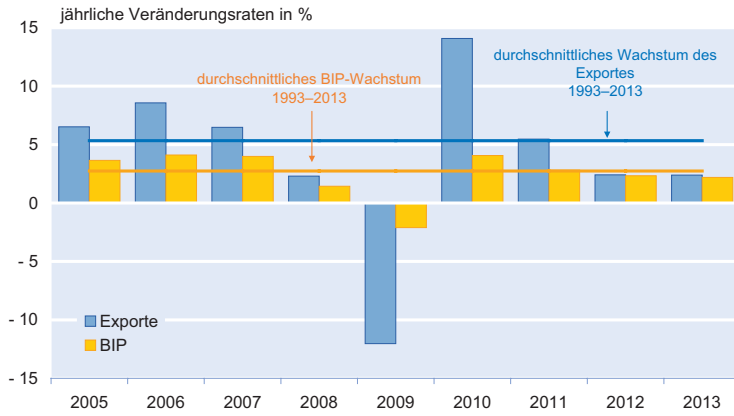
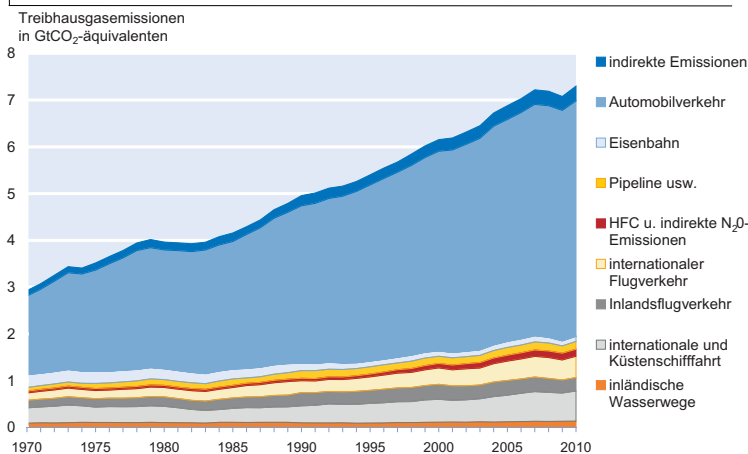


Abb. 1b
Entwicklung der Transportemissionen 1970–2010



Energie für die meisten Industrien relativ geringe Kosten von höchstens 5% der Gesamtkosten ausmacht und der Preis für ein Zertifikat im EU-Emissionshandel mit etwa 7 Euro pro Tonne CO₂ vergleichsweise niedrig liegt. Bei verstärkten Anstrengungen zur Emissionsminderung könnte dieser Preis in der Zukunft aber deutlich höher sein und somit verstärkte Anreize zur Abwanderung liefern. Szenariorechnungen legen nahe, dass zwischen 5% und knapp 20% der in einer Weltregion erbrachten Emissionsminderungen durch Abwanderung zunichte gemacht werden könnten (vgl. Böhringer, Balistreri und Rutherford 2012). Möglichkeiten, um diese sogenannte »Carbon-Leakage« zu verringern, beinhalten gezielte Handelsmaßnahmen (wie etwa Zölle auf besonders energieintensive Güter) oder die Vergabe von Emissionsrechten an bestimmte Industrien (vgl. Jakob, Steckel und Edenhofer 2014).

Somit lässt sich also feststellen, dass Klimaschutz keine Abkehr von einer offenen Volkswirtschaft notwendig macht, son-

dern mit gezielten Einschränkungen des Handels in wenigen ausgewählten Bereichen umzusetzen wäre. Außerdem kann eine global integrierte Wirtschaft auch beträchtliche Vorteile für den Klimaschutz bieten. So könnten energieintensive Güter an Orten produziert werden, in denen Energie mit einer geringen CO₂-Intensität reichlich zur Verfügung steht (beispielsweise in Folge eines hohen Potenzials für Wind- oder Solarenergie). Zusätzlich bietet Handel auch Möglichkeiten für verstärkten Transfer von Technologien und Wissen. Inwiefern diese Vorteile tatsächlich realisiert werden können, wird weitgehend von den Rahmenbedingungen abhängen, in denen internationale Transaktionen stattfinden.

Ein Ordnungsrahmen für eine nachhaltige Marktwirtschaft

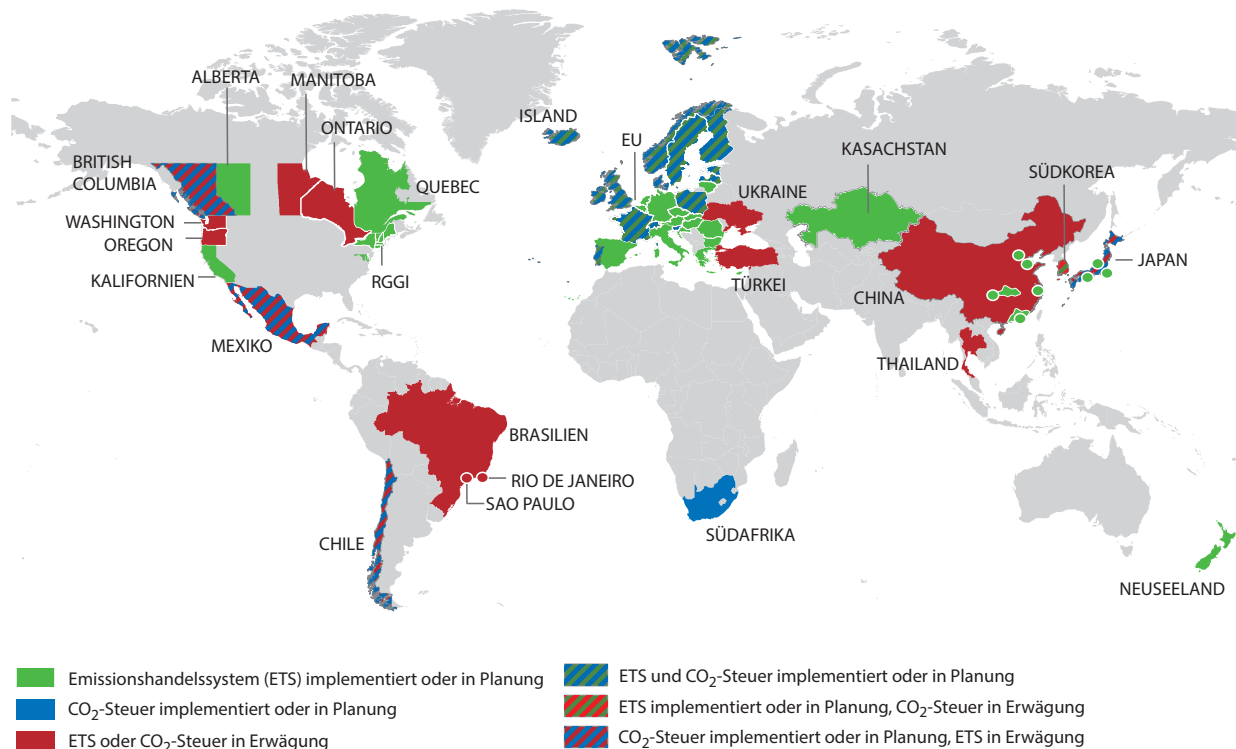
Die Idee einer marktbasierter Umweltpolitik, die einen Ordnungsrahmen für nachhaltiges Wirtschaftswachstum und nachhaltige Globalisierung setzt, entspricht der hinreichend bekannten Internalisierung externer Effekte durch eine Pigou-Steuer. Für den Fall von Treibhausgasemissionen wird dies in der Praxis gewöhnlich durch eine CO₂-Steuer, Emissionshandel oder Mischsysteme (wie beispielsweise Emissionshandel mit Ober- und Untergrenzen der Zertifikatspreise) umgesetzt. Diese preisbasierten Instrumente werden außerdem meist durch weitere Maßnahmen, wie z.B. Subventionen für erneuerbare Energien und Forschung und Ent-

wicklung, Effizienzstandards und Informationskampagnen, flankiert.

In den letzten Jahren hat die CO₂-Bepreisung gewisse Fortschritte zu verzeichnen. Neben der EU haben auch Kalifornien sowie mehrere Bundesstaaten an der Ostküste der USA und Kanada Emissionshandelssysteme eingeführt, und China exploriert in sieben Provinzen verschiedene Ansätze des Emissionshandels (vgl. Abb. 2). Welche von diesen Ansätzen erfolgreich sein werden, hängt nicht allein von der Ausgestaltung der Politikinstrumente, sondern auch von der polit-ökonomischen Durchsetzbarkeit und dem jeweiligen regulatorischen Umfeld und ab.

Die zunehmende Popularität der Emissionsbepreisung erklärt sich nicht nur an ihrem Beitrag zur Vermeidung des Klimawandels, sondern auch daran, dass sie eine effiziente Einnahmequelle ist. Würden in den USA die von der Regierung angenommenen sozialen Kosten von 37 US-Dollar pro

Abb. 2
Emissionsbepreisung weltweit



Quelle: World Bank and Ecofys (2015).

Tonne CO₂ (vgl. Interagency Working Group on Social Cost of Carbon, United States Government 2013) durch eine Steuer (oder Auktionierung von Emissionsrechten) internalisiert, würde dies Einnahmen von etwa 200 Mrd. US-Dollar pro Jahr bedeuten. Diese zusätzlichen Staatseinnahmen würden es ermöglichen, andere Steuern auf Arbeitseinkommen zu senken oder dringend benötigte Investitionen in Bildung, Gesundheit und Infrastrukturmaßnahmen zu fördern (vgl. Edenhofer et al. 2015).

Somit kann eine Klimapolitik, die sich auf marktbasierende Politikinstrumente stützt, nicht nur effizienten Klimaschutz gewährleisten, sondern auch Anreize für die Einführung von CO₂-Preisen liefern. Das bedeutet somit auch, dass Marktwirtschaft dem Klimaschutz nicht entgegenstehen muss. Vielmehr spielen marktbasierende Instrumente, indem sie einen entsprechenden Ordnungsrahmen zu schaffen vermögen, eine zentrale Rolle für die Umsetzung von Klimaschutzpolitiken.

Markt und Moral

Die Technologien um Klimaschutz zu moderaten Kosten zu gewährleisten, sind schon heute vorhanden. Rein eigennützige Motive, wie z.B. die CO₂-Bepreisung als effiziente Einnahmequelle, können einen wichtigen Beitrag zum Einstieg in Klimaschutzmaßnahmen leisten, auf denen später weiter-

führende Maßnahmen auf internationaler Ebene verhandelt werden können. Jedoch kann ambitionierter Klimaschutz nur gelingen, wenn in die Betrachtung der »sozialen Kosten der Emissionen« auch das Wohlergehen von Menschen in anderen Teilen der Welt, sowie von zukünftigen Generationen, Eingang findet. Klimaschutz ist somit ein moralisches Problem, da wir uns fragen müssen, wie wir die Auswirkungen der von uns verursachten Emissionen auf andere Menschen verantworten können und wer für die Kosten der Emissionsminderung aufkommen soll. Diese Frage hat erst kürzlich in die von Papst Franziskus verfasste Enzyklika »Laudato Si« Eingang gefunden². Dort bezeichnet Franziskus die Atmosphäre als Gemeingut und Umwelterstörung als Sünde. Er ruft auf zu einer Gesellschaft, die auf Nächstenliebe basiert und den Klimaschutz aus Respekt vor der Schöpfung und im Hinblick auf das Wohlergehen der Ärmsten der Welt ernst nimmt.

Nicht nur aus Gründen der ökonomischen Effizienz, sondern auch aus ethischer Sicht gibt es gute Gründe für die Bepreisung von THG-Emissionen. So setzt ein Emissionspreis das Verursacherprinzip um, nachdem die Verursacher von Umweltschäden für diese aufkommen müssen. Außerdem würde ein Emissionspreis ökonomische Anreize mit moralischen Prinzipien harmonisieren und Akteure, die sich für Klimaschutz einsetzen wollen, davon befreien, kontinuierlich ge-

² http://w2.vatican.va/content/francesco/de/encyclicals/documents/papa-francesco_20150524_enciclica-laudato-si.html.

gen ihr ökonomisches Eigeninteresse verstoßen zu müssen. Gelegentlich wird unterstellt, dass Märkte eigennütziges Verhalten voraussetzen. Ein genauere Blick offenbart aber, dass dies nicht der Fall ist. Vielmehr führen Märkte – zugegebenermaßen unter einer Reihe restriktiver Annahmen – zu einer besseren Ausgangssituation für alle Teilnehmer, *selbst wenn* sie sich rein eigennützig verhalten. Dies beschränkt jedoch nicht die Möglichkeit, dass die Akteure die Situation ihres Gegenübers in ihr Kalkül mit einbeziehen und z.B. aus Fairnessgesichtspunkten einen höheren Preis als den niedrigsten möglichen bezahlen (vgl. Bruni und Sugden 2013).

Klimaschutz ist selbstverständlich auch ein politisches Problem, da es gilt, den Einfluss mächtiger Partikularinteressen zu begrenzen. Der momentane Wert der fossilen Rohstoffe beträgt in etwa 27 Billionen US-Dollar (vgl. Carbon Tracker and Grantham Institute 2013). Durch stringente Klimapolitik würden diese stark entwertet. Solch eine Politik wäre also nur in einem politischen System durchsetzbar, in dem das Gemeinwohl weitreichenden Schutz gegenüber Partikularinteressen genießt und demokratische Strukturen verhindern, dass Eliten ihren Einfluss nutzen, um marktwirtschaftliche Prinzipien auszuhebeln, Verluste zu sozialisieren und Gemeingüter zu privatisieren.

Dies ist also keine Frage von »Staat vs. Markt«. Notwendigerweise existieren Märkte nie in einem sozialen Vakuum, sondern nur innerhalb des gesellschaftlich und politisch definierten Ordnungsrahmens (vgl. Polyani 1944). Die vorrangige Aufgabe des Staates, und somit aller Individuen, die an der politischen Willensbildung mitwirken, liegt gerade darin, einen Ordnungsrahmen zu entwickeln, der sich am Gemeinwohl orientiert. Innerhalb eines solchen Ordnungsrahmens können Märkte einen wichtigen Beitrag dazu leisten, gesellschaftliche Ziele mit dem geringsten Einsatz von Mitteln zu erreichen. Ist der Rahmen jedoch so gestaltet, dass er Partikularinteressen dient, öffnen sich Tür und Tor für Bereicherung einiger weniger auf Kosten der Allgemeinheit.

Schlussbetrachtungen

Um eine ökologisch nachhaltige Marktwirtschaft zu ermöglichen, besteht das oberste Ziel der Klimapolitik darin, einen Ordnungsrahmen zu schaffen, in dem Preissignale Anreize für die nachhaltige Bewirtschaftung des Gemeingutes Atmosphäre schaffen. Dies kann nur gelingen, wenn eine demokratische Teilhabe am politischen Prozess gewährleistet ist, in der ethische Prinzipien der globalen Verantwortung über Eigennutz triumphieren. Und nur mit einer gesellschaftlichen Debatte darüber, welche gesellschaftlichen Ziele wir uns stecken wollen und welche Mittel dafür als legitim angesehen werden (vgl. Edenhofer und Kowarsch 2015), kann eine Klimapolitik etabliert werden, die im Angesicht der Zwänge politischer Einflussnahme durch

Partikularinteressen und kurzsichtiger Tagespolitik langfristige Bestand haben kann.

Literatur

Böhringer, Chr., E.J. Balistreri und Th.F. Rutherford (2012), »The Role of Border Carbon Adjustment in Unilateral Climate Policy: Overview of an Energy Modeling Forum Study (EMF 29)«, *Energy Economics* 34 (December), 97–110.

Bruni, L. und R. Sugden (2013), »Reclaiming Virtue Ethics for Economics«, *Journal of Economic Perspectives* 27(4), 141–164.

Carbon Tracker, and Grantham Institute (2013), *Unburnable Carbon: Wasted Capital and Stranded Assets*, verfügbar unter: www.carbontracker.org/report/.

Davis, S.J. und K. Caldeira (2010), »Consumption-Based Accounting of CO₂ Emissions«, *Proceedings of the National Academy of Sciences* 107(12), 5687–5692.

Edenhofer, O., M. Jakob, F. Creutzig, Chr. Flachslund, S. Fuss, M. Kowarsch, K. Lessmann, L. Mattauich, J. Siegmeyer und J.Chr. Steckel (2015), »Closing the Emission Price Gap.« *Global Environmental Change* 31 (März), 132–143.

Edenhofer, O., M. Jakob und J.Chr. Steckel (2013), »Wohlstand und Ökologische Nachhaltigkeit – Ein Widerspruch?«, *ifo Schnelldienst* 66(15), 22–25.

Edenhofer, O. und M. Kowarsch (2015), »Cartography of Pathways: A New Model for Environmental Policy Assessments«, *Environmental Science & Policy* 51 (August), 56–64.

Galbraith, J.K. (1956), *The Affluent Society*, Mariner Books, Boston.

Interagency Working Group on Social Cost of Carbon, United States Government (2013), *Technical Support Document: – Technical Update of the Social Cost of Carbon for Regulatory Impact Analysis – Under Executive Order 12866*, verfügbar unter: https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/omb/infocost/social_cost_of_carbon_for_ria_2013_update.pdf.

IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change) (2014), *Mitigation of Climate Change. Contribution of Working Group III to the Fifth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change* (Hrsg. O. Edenhofer, R. Pichs-Madruga, Y. Sokona, E. Farahani, S. Kadner, K. Seyboth, A. Adler, I. Baum, S. Brunner, P. Eickemeier, B. Kriemann, J. Savolainen, S. Schlömer, C. von Stechow, T. Zwickel und J.C. Minx), Cambridge University Press, Cambridge.

IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change) (2015), *Climate Change 2014 Synthesis Report*, verfügbar unter: <http://www.ipcc.ch/report/ar5/syr>.

Jakob, M. und O. Edenhofer (2014), »Green Growth, Degrowth, and the Commons«, *Oxford Review of Economic Policy* 30(3), 447–468.

Jakob, M., J.Chr. Steckel und O. Edenhofer (2014), »Consumption-Versus Production-Based Emission Policies«, *Annual Review of Resource Economics* 6, 297–318.

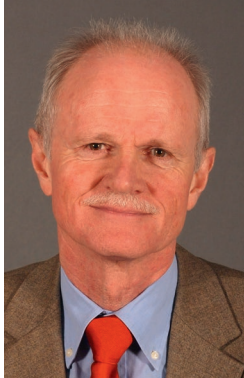
Kander, A., M. Jiborn, D.D. Moran und Th.O. Wiedmann (2015), »National Greenhouse-Gas Accounting for Effective Climate Policy on International Trade«, *Nature Climate Change* 5(5), 431–435.

Polyani, K. (1944), *The Great Transformation*. Beacon Press.

Steckel, J.Chr., O. Edenhofer und M. Jakob (2015), »Drivers for the Renaissance of Coal.« *Proceedings of the National Academy of Sciences* 112(29), E3775 – E3781, 6. Juli.

World Bank und Ecofys (2015), *Carbon Pricing Watch 2015: An Advance Brief from the State and Trends of Carbon Pricing 2015 Report*, verfügbar unter: <http://documents.worldbank.org/curated/en/2015/05/24528977/carbon-pricing-watch-2015-advance-brief-state-trends-carbon-pricing-2015-report-released-late-2015>.

WTO (2014), *World Trade Report*, verfügbar unter: https://www.wto.org/english/res_e/publications_e/wtr14_e.htm.



Heinz-Jürgen Axt*

Vertiefung und Erweiterung: Wo liegen die Grenzen der Europäischen Union?

Integration wird als Mittel verstanden, um die Herausforderung der Globalisierung zu bewältigen.¹ Bezogen auf die europäische Integration lassen sich zwei Thesen formulieren:

- Erweiterung und Vertiefung sind die »klassischen Hebel« zur Selbstbehauptung der Europäischen Union (EU).
- Der Expansion der EU nach außen steht die drohende Erosion im Inneren gegenüber.

Erweiterung und Vertiefung sind die »klassischen Hebel« zur Selbstbehauptung der EU

Die EU von heute unterscheidet sich maßgeblich von der 1957 gegründeten Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG). Das betrifft zunächst die Zahl der Mitgliedstaaten. In bisher sieben Erweiterungen ist deren Zahl von sechs auf 28 erhöht worden. Auch das Niveau der Vergemeinschaftung unterlag im europäischen Integrationsprozess relevanten Veränderungen. Wir sprechen von Vertiefung, wenn neue Politikfelder in die Kompetenz der EU übertragen wurden. Erinnerung sei in diesem Zusammenhang lediglich an die Regional- und Strukturpolitik, die heute neben der Agrarpolitik zur ausgabenintensivsten Gemeinschaftspolitik zählt. Vertiefungseffekte sind auch bei den Institutionen zu beobachten. Dass den Regionen eine eigene Vertretung durch den Ausschuss der Regionen zugestanden wurde, ist neueren Datums. Erst der Maastricht-Vertrag von 1992 hat diesen Ausschuss etabliert. Und wenn es um die rechtlichen Grundlagen der Integration, um die Verträge geht, so sind diese, oft im Abstand weniger Jahre, überarbeitet, aktualisiert und angereichert worden. So hat dann auch erst der Amsterdam-Vertrag von 2004 die Innen-

und Justizpolitik als EU-Kompetenz in die modifizierte Gemeinschaftsmethode überführt.

Wenn es der Logik der europäischen Integration entspricht, dass es einer um Mitgliedstaaten erweiterten und um zusätzliche Kompetenzen vertieften Union eher gelingt, Einfluss auf den Prozess der Globalisierung zu nehmen, dann stellt sich die Frage nach dem Verhältnis von Erweiterung und Vertiefung im historischen Prozess der Integration. Die Erweiterung verlangt, dass die Handlungs- und Entscheidungsfähigkeit der EU an die Zahl der Mitgliedstaaten und deren spezifischen Problemlagen angepasst wird, soll die Erweiterung nicht die Lähmung des Integrationsprozesses bewirken. Eine EU28 kann mit den Entscheidungsmodi und Kompetenzen der EWG6 wohl kaum funktionieren. Es entspräche also einer idealen Konstellation, wenn Erweiterung und Vertiefung »Hand in Hand« gingen. Oder um es anschaulich zu machen, wenn im Koordinatensystem von Erweiterung und Vertiefung die reale Entwicklung einer 45-Grad-Achse entspräche. Wie also sah diese Konstellation in den vergangenen Dekaden aus?

Die 1950er Jahre können als eine *erfolgreiche Gründungsphase* angesehen werden, die allerdings auch die Grenzen des europäischen Integrationsprojekts deutlich markiert haben. 1951 wurde die Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS) gegründet. Die sechs Gründerstaaten etablierten eine sektorale Integration lediglich für zwei Produktgruppen, eben Kohle und Stahl. Diese Beschränkung wurde als unzureichend erachtet, weshalb 1957 die sektorale Beschränkung überwunden und die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) zusammen mit der Europäischen Atomgemeinschaft gegründet wurde. Dass zwölf Jahre nach Kriegsende ehemals verfeindete Staaten sich auf die Integration mit dem Gemeinsamen Markt als Kernelement verständigen konnten, war sicher ein Meilenstein, um der Stimme Europas auch weltweit wieder Gewicht zu verleihen. Allerdings waren schon 1954 enge Grenzen für das Integrationsprojekt gesetzt worden: Das Bemühen, auch eine verteidigungspolitische und politische Integration zu begründen, scheiterte. Das vom französischen Außenministerium initiierte Projekt einer Europäischen Verteidigungsgemeinschaft (EVG) und Europäischen Politischen Gemeinschaft (EPG) wurde zwar in der Bundesrepublik positiv aufgenommen, scheiterte aber am Widerstand national gesinnter Abgeordneter in der Pariser Nationalversammlung. Damit war der Weg zur politischen Integration versperrt. So erfolgreich die Wirtschaftsintegration sich entwickelte, so sehr hinkte ihr politisches Pendant in der Folgezeit nach.

Die 1960er Jahre erwiesen sich als *Krisenjahrzehnt*. Zwar konnte die Zollunion vorzeitig 1968 abgeschlossen werden, doch drei Jahre zuvor hatte die »Krise des leeren Stuhls« die Entscheidungsfähigkeit der EWG blockiert. Weil man sich mit Frankreich nicht über die Preisgestaltung im Agrarmarkt

* Prof. em. Dr. Heinz-Jürgen Axt, Universität Duisburg-Essen.

¹ Kurzfassung des Vortrags auf der Tagung »Globalisierung und regionale Integration« der Akademie der politischen Bildung Tutzing vom 10. bis 12. Juli 2015.

einigen konnte, zog Frankreich seinen Vertreter aus dem Rat zurück. Ein halbes Jahr lang konnte das einzige europäische Legislativorgan keine Entscheidungen mehr treffen. Pikant war dies vor allem deshalb, weil der EWG-Vertrag in Art. 37 verlangte, mit Mehrheit zu entscheiden. Bei dem gegebenen Abstimmungsverhältnis von 5:1 hätte sich Frankreich in der Minderheitsposition dem beugen müssen. Doch Europa tat, was sehr an heutige Praktiken erinnert, und »dehnte«, oder ignorierte die Vertragslage. 1966 wurde der »Luxemburger Kompromiss« geschlossen, der zugestand, dass mit Einstimmigkeit bei »vitalen nationalen Interessen« entschieden werden müsse, auch wenn die Verträge die Mehrheitsentscheidung vorsehen.² Zum Krisenjahrzehnt passt dann auch, dass die Erweiterung der EG durch das Veto Frankreichs blockiert wurde. Sowohl 1963 als auch 1967 scheiterte der Antrag Großbritanniens auf Mitgliedschaft in der EG. Die EG konnte sich weder erweitern, noch wurde sie ihrem Charakter als Rechtsgemeinschaft gerecht.

Die Dekade der 1970er Jahre lässt sich mit den Stichworten *Erweiterung, Solidarität und Legitimität* kennzeichnen. 1973 erfolgte der Beitritt Großbritanniens, Irlands und Dänemarks zur EG.³ Weil insbesondere Irland erhebliche Entwicklungsrückstände gegenüber dem Durchschnitt der Gemeinschaft aufwies, reagierte die Gemeinschaft auf die sich verstärkenden Wohlstandsdisparitäten 1975 mit der Gründung des Europäischen Regionalfonds. Auch wurde die Frage der Legitimität von Entscheidungen der EG verstärkt debattiert. 1979 reagierte die Politik, indem die Abgeordneten des Europäischen Parlaments nicht mehr von den nationalen Parlamenten entsandt, sondern direkt von den Bürgern gewählt wurden.

In den 1980er Jahren wurde die EG zwar *größer*, zugleich jedoch auch (statistisch) ärmer. 1981 traten Griechenland sowie 1986 Spanien und Portugal der EG bei – alle Staaten mit erheblichen Entwicklungsrückständen. Die EG reagierte darauf 1987 mit der Einheitlichen Europäischen Akte (EEA), in der die Politik der »wirtschaftlichen und sozialen Kohäsion« verankert wurde. Art. 130 a-e des EG-Vertrags verpflichteten die Gemeinschaft, den Rückstand der Regionen und benachteiligten Gebiete zu verringern. Schon zuvor hatte sich Griechenland 1984 mit der Androhung eines Vetos auf dem Europäischen Rat von Dublin Finanzzuwendungen der EG durch die Integrierten Mittelmeerprogramme gesichert. 1988 wurde dann die reale Verdoppelung der Mittel der Strukturfonds bis 1992 beschlossen. Erst im Anschluss an die bereits erfolgte Erweiterung erfolgten die für notwendig erachteten Schritte zur Vertiefung des Integrationsprozesses. Mit Blick auf die EEA kann man von *Effizienzgewinnen* sprechen, einigte man sich in der EG doch auf Liberalisierungs- und Deregulierungsaktionen, um bis Ende 1992 den Binnenmarkt zu vollenden. Das Ziel einer Währungsunion wurde verankert, und angesichts der gewachsenen Zahl an Mitgliedstaaten

wurde zur Verbesserung der Entscheidungsfähigkeit das Prinzip der Mehrheitsentscheidung im Rat ausgeweitet.

Als in den 1990er Jahren nach Ende der Blockkonfrontation das Streben der Staaten Ost- und Südosteuropas in die EU unübersehbar wurde, reagierte die Union darauf, indem sie 1993 die »Kopenhagener Kriterien« verabschiedete. Erstmals wurden Beitrittskandidaten vorab die Konditionen verdeutlicht, unter denen eine Aufnahme als möglich erachtet wurde. Die Prozesse von Erweiterung und Vertiefung verliefen insofern also durchaus *kohärent*. Der Vertrag von Maastricht verlangte 1992 freilich von alten wie neuen Mitgliedstaaten die Bereitschaft zur Akzeptanz eines höheren Integrationsniveaus. Die Währungsunion wurde mit konkreten Zieldaten verankert, der EU wurden neue Kompetenzen (Kohäsion, Soziales, Gesundheit, Bildung, Transport, Verbraucherschutz) übertragen. Das Mitentscheidungsverfahren wertete das Parlament gegenüber dem Rat auf. Die Parlamentarisierung der EU schritt voran. 1992 kam es allerdings zur »Post-Maastricht-Krise«: Die Volksbefragung in Dänemark verweigerte dem neuen Vertrag die Zustimmung. Erst mit der Kompromisslösung eines partiellen Verzichts zur Übernahme von Integrationspflichten durch Dänemark, aber auch Großbritannien konnte die Krise beigelegt werden (siehe unten).

Die Dekade seit Beginn des neuen Jahrtausends brachte dann wieder bekannte Muster, verlangte die *Osterweiterung* doch *Nachbesserung bei der Vertiefung*. Der 2003 abgeschlossene Vertrag von Nizza sollte eigentlich die Entscheidungseffizienz der EU sicherstellen, deren Osterweiterung unmittelbar bevorstand. 2004 traten insgesamt acht Staaten Ost- und Südosteuropas sowie Zypern und Malta der EU bei. Doch der Nizza-Vertrag enttäuschte, sah er u.a. eine dreifache Mehrheit im Rat vor und genügte damit dem Verlangen nach zügigen und legitimen Entscheidungsverfahren nicht. Dem entsprach der Verfassungsvertrag von 2004, doch er scheiterte am negativen Ausgang der Referenden in Frankreich und den Niederlanden. Erst 2007 optimierte der Lissabon-Vertrag die Entscheidungsmechanismen und stärkte abermals das Europäische Parlament, aber auch die nationalen Parlamente. Als 2007 Bulgarien und Rumänien in die EU aufgenommen wurden, kam damit zwar die Osterweiterung zum Abschluss, ignorierte die EU aber selbst die wenige Jahre zuvor gesetzten Konditionen. Beide Staaten weisen bis heute erhebliche Defizite bei der Bekämpfung von Korruption und organisierter Kriminalität sowie der Etablierung von Rechtsstaatsprinzipien auf, weshalb sie noch immer einem Monitoring durch die EU unterliegen.

Der Expansion der EU nach außen steht die drohende Erosion im Inneren gegenüber

Wie die obigen Ausführungen belegen, sind Erweiterung und Vertiefung der EU selten Hand in Hand gegangen. Die Ent-

² Vgl. zum majoritätsfeindlichen Verhandlungssystem der EU Axt (2002).

³ Zu den Erweiterungsgrundlagen vgl. Schwarz (2010, S. 29 ff.).

scheidungs- und Handlungsprozeduren sind zumeist nach vollzogener Erweiterung vollzogen worden. Die Vertiefung war eher die Nachsorge als die notwendige Vorbereitung der Erweiterung. Deshalb ist die von EU-Verantwortlichen häufig getroffene Aussage, die Erweiterung sei die erfolgreichste Politik der EU⁴, auch eher ein Euphemismus. Allerdings hat es die EU verstanden, immer wieder mit inkrementalen Schritten dringend erforderliche Anpassungen von Institutionen, Politiken und politischen Steuerungsmechanismen zu unternehmen. Wenn heute daher von Erweiterungsmüdigkeit die Rede ist, dann hat das gerade mit dem geschilderten wenig aufeinander abgestimmten Ablauf von Erweiterung und Vertiefung zu tun.

Wo also liegen die Grenzen der EU? Diese Frage hat eine territoriale und eine funktionale Komponente. Bekanntlich sind die Grenzen der EU im Vertragswerk nicht abschließend und auch nicht geographisch definiert. Art 49 des EU-Vertrags bezieht sich vor allem auf »europäische Werte«, die einzuhalten, die neuen, aber auch die alten Mitglieder verpflichtet sind. Dass die beiden Beitrittsstaaten der Erweiterungsrunde von 2007 auch heute noch einem Monitoring unterliegen, hat die Akzeptanz des Erweiterungsprojekts in der EU nicht gefördert. Andererseits beklagen die Beitrittskandidaten, dass die grundsätzliche Erweiterungszusage des Europäischen Rats von Thessaloniki viel an Glaubwürdigkeit verloren habe. Wenn es um die Erweiterung geht, blockieren sich Erweiterungsmüdigkeit auf Seiten der EU und Reformunwille auf Seiten der Kandidaten.

Die funktionalen Grenzen der Erweiterung werden deutlich, wenn es um die Aushandlung neuer Vertragswerke geht, weshalb die politisch Verantwortlichen in der EU sich erst gar nicht an diese Aufgabe heranwagen, etwa um vertraglich an sich als sinnvoll erscheinende Anpassungen im Bereich der Währungsunion vorzunehmen. Intergouvernementale Vereinbarungen werden bevorzugt. Bislang hat die EU ganz gut mit der Verdrängung der Finalitätsfrage gelebt. Ob die EU in Richtung Föderation oder eher Konföderation steuern soll, wurde offen gelassen. Doch spätestens das in Großbritannien geplante Referendum stellt diese Frage erneut. Das Ziel der »ever closer union« nach Art. 1 des EU-Vertrags steht zur Disposition.

Für manchen ist ein »Europa à la carte« erstrebenswert, so wie dies mit dem Maastricht-Vertrag und den darin verankerten »opt outs« und »opt ins« bereits Gestalt angenommen hat.⁵

Ein »opt-out« wurde Irland und Polen beim Schengen-Vertrag, Dänemark und Polen bei der Währungsunion, Däne-

mark bei der Gemeinsamen Sicherheits- und Verteidigungspolitik und dem Raum der Freiheit, der Sicherheit und des Rechts (RFSR), Großbritannien und Polen bei der Grundrechtscharta und Polen beim Sozialkapitel zugestanden. Beim RFSR haben Irland und Polen ein »opt-in« durchgesetzt. Kritiker wenden gegen diese Form differenzierter Integration ein, dass sie die globale Selbstbehauptung Europas schwäche. Doch ist dies lediglich der Ausdruck der Konsequenzen einer nicht kongruenten Entwicklung von Erweiterung und Vertiefung.

Wenn es um die Zukunft geht, stehen sich zwei alternative Ansätze gegenüber: die Integrations-Orthodoxie und der Pragmatismus. Nach dem ersten Modell gehe es jetzt darum, das nationalstaatliche Denken aufzugeben und die EU zur Politischen Union weiter zu entwickeln. Eigeneinnahmen der EU sollten erhöht werden, damit auf diese Weise Staaten in Not durch einen Stabilitätsfonds Unterstützung zuteil werden könne. Die Vergabe von Mitteln solle in die Verantwortung der EU-Institutionen und nicht der Mitgliedstaaten übertragen werden (vgl. Landfried 2015). Der pragmatische Ansatz setzt dagegen eher darauf, die EU nach dem Prinzip des »europäischen Mehrwerts« zu verschlanken. Die Union soll daher nur das verantworten, was die Mitgliedstaaten weniger gut als die Union leisten können. Bei der Erweiterung ist eine Konsolidierungsphase angesagt, damit die Integration nicht überdehnt wird. Die bereits eingetretene Differenzierung der Integration sei zu akzeptieren. So notwendig die Debatte über diese beiden Ansätze erscheinen mag, die politische Realität liegt wohl eindeutig auf Seiten des pragmatischen Ansatzes.

Literatur

Axt H.-J. (2002), »In der Falle von Interessenverflechtung und Konkordanz: die Erweiterung der EU und die Strukturpolitik«, *Zeitschrift für Politikwissenschaft* 12(1), 51–81.

Busch, B. (2014), »Differenzierte Integration als Modell für die Zukunft der Europäischen Union?«, Köln, verfügbar unter: <http://www.iwkoeln.de/studien/iw-policy-papers/beitrag/berthold-busch-differenzierte-integration-als-modell-fuer-die-zukunft-der-europaeischen-union-190130>, aufgerufen am 21. Juli 2015.

Landfried, Chr. (2015), »Das griechische Referendum ist eine Chance für Europa«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 2. Juli, 9.

Schwarz, O. (2010), *Erweiterung als Überinstrument der Europäischen Union?*, Nomos, Baden-Baden.

⁴ So z.B. Parlamentspräsident Martin Schulz aus Anlass des zehnten Jahrestags der Osterweiterung am 30. April 2014, verfügbar unter: (http://www.europarl.europa.eu/former_ep_presidents/president-schulz/de/press/press_release_speeches/press_release/2014/2014-april/html/schulz-praises-eu-enlargement-on-10th-anniversary, aufgerufen am 21. Juli 2015.

⁵ Zur Diskussion verschiedener Modelle vgl. Busch (2014).



Harold James*

Capital Flows and Domestic and International Order: Trilemmas from Macroeconomics to Political Economy and International Relations**

Policy trade-offs in impossible trinities or trilemmas are intrinsic to responses to globalization. The analysis of a policy trilemma was developed first as a diagnosis of exchange rate problems – namely the incompatibility of free capital flows with monetary policy autonomy and a fixed exchange rate regime. It can, however, be usefully extended into other issues, such as discussions of domestic political institutions and even international relations.

In practice, as scholars investigating the exchange rate trilemma demonstrated, it is empirically hard to determine a pure policy stance in the trilemma. There are varying degrees of commitment to a fixed exchange rate regime, varying degrees of openness to international capital, and varying extents of monetary autonomy (Obstfeld, Shambaugh and Taylor 2005). Policy stances thus fall in the space between the corner positions.

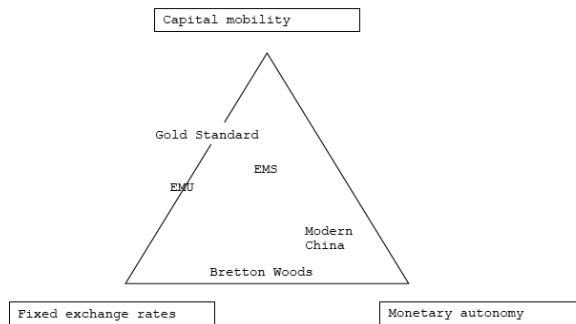
Trilemma 1: The Classic Macroeconomic Trilemma

The first trilemma is undoubtedly the most familiar of the four we examine. Padoa-Schioppa (1982) reformulated Mundell's (1963) proposition as the »inconsistent quartet« of policy objectives by bringing in commercial policy, another central part of the globalization package: free trade, capital mobility, fixed or managed exchange rates, and monetary policy independence. In both the Mundell and the Padoa-Schioppa formulation, the impossible choice provided a rationalization for building a harder or more secure institutional framework for the securing of cross-border in-

* Prof. Harold James, Ph.D., ist Professor of History and International Affairs an der Princeton University.

** This lecture was based on NBER working paper 21017, March 2015, of the same title, written jointly with Michael Bordo of Rutgers University.

Figure 1



tegration, and both were major architects of the process of European monetary union.

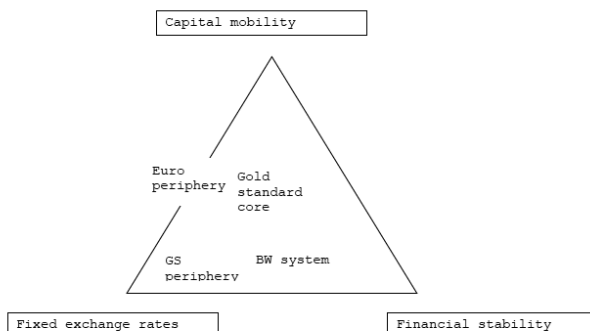
The policy constraint following from free capital movements has recently been posed in a more severe form by Rey (2013), who shows that in a globalized world of free capital movements, monetary policy is limited even with flexible or floating exchange rates. A choice to have a floating exchange rate thus does not give a free pass to monetary policy.

Trilemma 2: The Financial Stability Trilemma

The formulation of the classical macro-economic trilemma says little about the sequencing of policy measures. Opening the capital account in a fixed exchange rate regime is hard to reconcile with financial stability. This logic provides the second trilemma.

The interplay of international capital movements and weak banking system in emerging markets has provided a constant source of major international financial crises. Well known examples include the United States in the 1830s, Argentina in the late nineteenth century, Central Europe in the 1920s, some emerging Asian countries in the 1990s, and Southern Europe in the 2000s. In many, but not all cases, the surge of capital also produced fiscal crises in the aftermath of an over-issue of state debt, driven by bailouts of insolvent banks or by guarantees (explicit or implicit). There was often then an attempt to compensate for financi-

Figure 2



al stability by providing government guarantees, which in the end involved unfulfillable promises and made the financial instability greater.

Trilemma 3: The Political Economy Trilemma

After a period of financial opening, the consequent development of financial imbalances may strain the political system. States (whether they are autocracies or democracies) initially like the benefits that flow from open capital markets. Democracies, in which governments are responsive to short term demands of voters, are also likely to want to set monetary policy independently. They need to work out a trade-off between present monetary autonomy and the ability to attract inflows.

Thus the third trilemma may be formulated as the incompatibility of capital flows, independent monetary policy, and democracy. It poses a severe problem for people who believe that a major area of policy in a modern state should be capable of being decided by a democratic process.

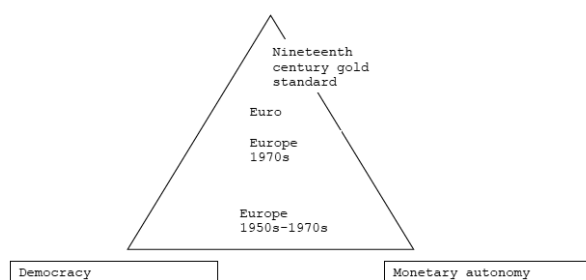
Both policies encounter time consistency problems.

- First, the monetary stimulus will only bring immediate benefits if it is unanticipated.
- If there is an expectation that the behaviour is repeated, agents will build the future into their responses to the stimulus. The stimulus relies on the non-continuation of the policy.
- Second, by contrast, the capital inflows may also bring short term effects, but if they are abruptly curtailed investment projects will be uncompleted and repayment will be problematical.

The benefits rely on the expectation that the flows will continue. But states, especially democratic states, find it hard to commit to policies that will really lock in the institutional basis on which the long term inflows can occur. There is an incentive to derive short run advantages (such as those following from monetary stimulus), and leave longer term problems to successor governments.

When and while the inflows continue, and the financial imbalances build up, the system appears politically attractive

Figure 3



and stable. Indeed, political parties will often make compromises to support governments that can promise the institutional reforms needed to allow the inflow of capital to continue. Warning against the potentially deleterious effects is left to unpopular outsiders, who make Cassandra-like prophecies. The insiders who benefit from the inflows ridicule the Cassandras.

However, when the financial strains appear, and with them the costs of the engagement with openness, political parties no longer wish to be associated with the consequences. In the new circumstances, voters will blame the established parties and flock to anti-system or populist parties. The populists may be left or right. In fact, most anti-system parties try to fuse left and right wing critiques of the »system«. The left wing critique is that the burden of crisis adjustment falls unequally on the poor. The right wing critique emphasizes that the adjustment benefits foreign creditors and derogates national sovereignty. The democratic principle is simply recast as a defence of national sovereignty. This backlash occurred in the Great Depression.

The memory of Depression politics faded with the credit supercycle that emerged slowly in the second half of the twentieth century. The argument then began to resurface again primarily in arguments about the compatibility of globalization with democracy in emerging markets. Rodrik (2000 and 2007) formulated the point in this way as a general argument about the incompatibility of hyperglobalization, democracy and national self-determination: »democracy, national sovereignty and global economic integration are mutually incompatible.« He presented the EU as the best template of a new form of global governance with supranational rulemaking (Rodrik 2011). After the Globe Crisis, the same problems and policy dilemmas appeared in rich industrial countries, and globalization appeared vulnerable again.

Democratic politics can be thought of as evolving two sorts of operation:

- The formulation of laws based on general principles of conduct; and
- Redistribution of resources.

The capacity to redistribute is limited if there is a large cross-border mobility of factors of production. Capital is most obviously mobile, and escapes if rates of capital taxation are too high. The same process, however, may also hold true in the case of taxation of high incomes as such income earners will try to operate in a different national and tax setting. Even the capacity to formulate general laws may be limited, in that incompatible principles in different countries may produce anomalies or loopholes, and possibilities for forum-shopping.

Trilemma 4: The International Relations Trilemma

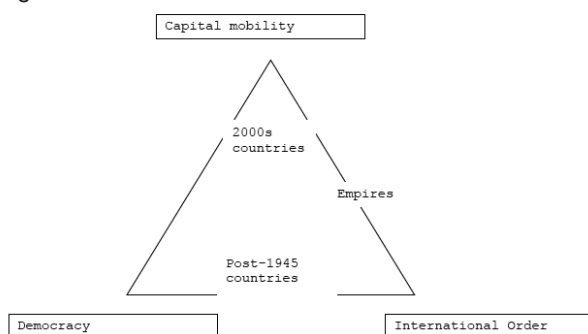
Democracies like 'international order' when it helps them to attract beneficial capital inflows. But both the capital mobility (as we have seen) and the limits imposed by international order narrow the scope for democratic politics.

The tying-hands argument in regard to ensuring that democratic decisions were compatible with a longer term framework of stability was frequently presented in the form of treaties or security arrangements. Often the reassurance that creditors needed in order to convince them to lend was political rather than simply a monetary commitment mechanism (such as participation in the gold standard, an exchange rate mechanism, or the monetary union). Alliance links offered to investors the security that creditor governments would put pressure on banks to continue lending, and hence reduced the likelihood of sudden stops. The search for credibility might lead to a security commitment, and countries would seek ties with powerful creditor countries because of the financial benefits. This kind of argument about the security bulwark that locks in capital movements applies to both democratic and non-democratic regimes.

In addition, in democratic societies the redistributive impulse generated by the political process may – especially when the limits of domestic redistribution become apparent – translate into a wish to redistribute the resources of other countries. The burden of an unpleasant adjustment could conceivably be shifted onto other people – who are outside the national boundary and thus outside the political process. It is this impulse (Let the others pay!) that is restrained by treaties and security commitments. An alliance system, or closer political union (as in modern Europe) helps to restrain destabilizing democratic impulses, in which one country's democratic choices are confronting the voting preferences of other democracies.

The fourth trilemma can thus be formulated as follows: capital flows, democracy, and a stable international political order cannot be reconciled with each other simultaneously.

Figure 4



Concluding Remarks: Trilemmas in Theory and Practice

The four trilemmas may not pose the apparently impossible policy-straitjackets which they seem to represent. In practice, there are always intermediary solutions. In the original macroeconomic version, there is never pure capital mobility, or pure monetary policy autonomy. Some restrictions on capital mobility – even the home preference of investors, or increased macroprudential controls on banking – gives some room for policy manoeuvre. Policy-makers are always making practical trade-offs.

Thinking about a broader concept of democracy in an international setting reduces the political logic of a zero-sum-game mentality in which one country's gains can only be achieved through losses imposed on with others. A larger security umbrella can therefore provide a framework for a system of rules about capital movement and a framework for stability that would limit or circumscribe the destructive capacity of capital mobility fuelled credit booms.

But such grand compacts – of which the best historical example is the 1944-1945 settlement that included Bretton Woods – are hard to achieve without a substantial measure of fear. The equivalent today of the time pressure that existed at the end of the Second World War is an urgent but also uncontrollably global crisis. The sad lesson of Bretton Woods is that things need to be extremely dangerous before a political dynamic of reform develops. It may be that today's world, for all its anxieties, is simply not obviously dangerous enough and that policy-makers are too secure about the permanence of the globalization phenomenon.

References

- Borio, C., H. James and H.S. Shin (2014), »The International Monetary and Financial System: A Capital Account Historical Perspective«, BIS WP 457.
- Mundell, R.A. (1963), »Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates«, *Canadian Journal of Economic and Political Science* 29(4), 475–485.
- Obstfeld, M., J.C. Shambaugh and A.M. Taylor (2005), »The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility«, *The Review of Economics and Statistics* 87(3), 423–438.
- Padoa-Schioppa, T. (1982), »Capital Mobility: Why is the Treaty Not Implemented?«, in: T. Padoa-Schioppa (ed.), *The Road to Monetary Union in Europe*, Oxford: Clarendon Press, Oxford, 26–43.
- Rey, H. (2013), »Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence«, Jackson Hole Presentation, August.
- Rodrik, D. (2000), »How Far Will International Economic Integration Go?«, *Journal of Economic Perspectives* 14(1), 177–186.
- Rodrik, D. (2007), »The Inescapable Trilemma of the World Economy.« http://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/2007/06/the-inescapable.html.
- Rodrik, D. (2011), *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, Norton, New York.