Schriften der Keynes-Gesellschaft Band 8

Für eine bessere gesamteuropäische Wirtschaftspolitik

Herausgegeben von Harald Hagemann
und Jürgen Kromphardt

metropolis

Harald Hagemann, Jürgen Kromphardt (Hg.)
Für eine bessere gesamteuropäische Wirtschaftspolitik

Schriften der Keynes-Gesellschaft

Band 8

Bislang erschienen

7 Jürgen Kromphardt (Hg.): **Weiterentwicklung der Keynes'schen Theorie und empirische Analysen**

6 Jürgen Kromphardt (Hg.): **Zur aktuellen Finanz-, Wirtschafts- und Schuldenkrise**

5 Jürgen Kromphardt (Hg.): **Keynes' *General Theory* nach 75 Jahren**

4 Fritz Helmedag, Jürgen Kromphardt (Hg.): **Nachhaltige Wege aus der Finanz- und Wirtschaftskrise**

3 Günther Chaloupek, Jürgen Kromphardt (Hg.): **Finanzkrise und Divergenzen in der Wirtschaftsentwicklung als Herausforderung für die Europäische Währungsunion**

2 Jürgen Kromphardt, Heinz-Peter Spahn (Hg.): **Die aktuelle Währungsunordnung: Analysen und Reformvorschläge**

1 Harald Hagemann, Gustav Horn, Hans-Jürgen Krupp (Hg.): **Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht**. Festschrift für Jürgen Kromphardt

Harald Hagemann, Jürgen Kromphardt (Hg.)

Für eine bessere gesamteuropäische Wirtschaftspolitik

Metropolis-Verlag
Marburg 2015

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in Der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Metropolis-Verlag für Ökonomie, Gesellschaft und Politik GmbH
http://www.metropolis-verlag.de
Copyright: Metropolis-Verlag, Marburg 2015
Alle Rechte vorbehalten
ISBN 978-3-7316-1121-9 (Printausgabe)
ISBN 978-3-7316-6121-4 (ebook)

Inhalt

Vorwort der Herausgeber 7

Harald Hagemann, Jürgen Kromphardt
Einleitender Überblick 9

Darstellung und Kritik der gesamteuropäischen Wirtschaftspolitik

Silke Tober
Staatsanleihen der Euroländer: Wege aus der Vertrauenskrise 21

Georg Feigl
Auswirkungen der neuen europäischen wirtschaftspolitischen Steuerung am Beispiel Spaniens und Österreichs 43

Erik Klär
Die Eurokrise im Spiegel der Potenzialeinschätzungen: Lehren für eine alternative Wirtschaftspolitik? 83

Detlev Ehrig, Uwe Staroske
Die Zentralbank in einer neuen Rolle: Vom Lender of Last Resort zum Employer of Last Resort 131

Stephan Schulmeister
Die Große Depression, der New Deal, ihre Bewertung durch den Mainstream und die Krise Europas 161

Zur theoretischen Fundierung gesamtwirtschaftlicher Analysen

Jan Priewe
Rätsel Wechselkurs – Krise und Neuanfang der Wechselkurstheorie ...205

Ingo Barens, Volker Caspari
Keynes' Ablehnung von Inflation 249

Fabian Lindner
Probleme der Keynes'schen Theorie –
saldenmechanisch durchleuchtet 293

Autorenverzeichnis 323

Vorwort der Herausgeber

Wie in den Vorjahren fand die wissenschaftliche Jahrestagung des Jahres 2014 der Keynes-Gesellschaft im Februar statt, diesmal in Darmstadt in den Räumen der TU Darmstadt, auf Einladung unserer Mitglieder Prof. Dr. Ingo Barens und Prof. Dr. Volker Caspari. Die Keynes-Gesellschaft dankt ihnen für die hervorragende Organisation und den ausgewählten schönen und sehr geeigneten Rahmen für die Tagung. Volker Caspari gilt zudem unser Dank für die umfangreiche finanzielle Unterstützung.

Hauptgegenstand der Tagung waren die institutionelle Gestaltung und die problematische Ausrichtung der gesamteuropäischen Wirtschaftspolitik. Insbesondere in der Fiskalpolitik werden die Kreislaufzusammenhänge viel zu wenig beachtet.

Die ersten fünf Beiträge sind diesen Fragen gewidmet, während weitere drei Beiträge sich mit offenen Fragen der theoretischen Fundierung gesamtwirtschaftlicher Analysen befassen.

Der Tagungsband enthält die überarbeitete Fassung fast aller auf der Tagung gehaltenen Beiträge. Für die gute und verständnisvolle Kooperation zwischen den Verfassern und uns als Herausgebern bedanken wir uns ausdrücklich.

Auch diesmal verlief die Zusammenarbeit mit dem Metropolis-Verlag reibungslos, wofür die Keynes-Gesellschaft sich ebenfalls bedankt.

Berlin, im Oktober 2014

Einleitender Überblick

Harald Hagemann und Jürgen Kromphardt

Die erste Gruppe der Beiträge zu diesem Tagungsband zur neunten Jahrestagung der Keynes-Gesellschaft am 18./19. Februar 2014 in Darmstadt behandelt Probleme der europäischen Wirtschaftspolitik, die zweite verschiedene Aspekte der theoretischen Grundlagen für gesamtwirtschaftliche Analysen der europäischen Wirtschaftspolitik.

In Teil I befassen sich die ersten drei Referate mit den Bemühungen, die Mitgliedsstaaten des Euro-Raums aus der krisenhaften Situation ihrer öffentlichen Haushalte herauszuführen. Den Auftakt bildet der Beitrag von **Silke Tober** mit dem Thema „Staatsanleihen der Euro-Länder: Wege aus der Vertrauenskrise". Die Autorin betont eingangs, dass nicht die staatliche Verschuldung den Kern der Krise ausmacht, in der sich mehrere Staaten des Euro-Raums befinden; vielmehr haben erst die Finanzkrise 2007ff und die dadurch notwendigen zusätzlichen staatlichen Ausgaben zur Rettung der Banken und zur konjunkturellen Stützung ihrer Wirtschaften die Neuverschuldung und die Verschuldungsquoten der meisten Mitgliedsstaaten des Euro-Raums so rasch und kräftig erhöht, dass das Vertrauen der Anleger in die Fähigkeit mehrerer Staaten, ihre Staatsanleihen zurückzuzahlen, eingebrochen ist.

Folgerichtig sucht Silke Tober nach Wegen aus der Vertrauenskrise. Wie können die Anleger dazu gebracht werden, die Staatsanleihen aller Euro-Länder wieder als sichere Aktiva anzusehen? Eine Voraussetzung dafür sei, dass weder Schuldenumstrukturierungen oder Schuldenschnitte noch Inflation von den Anlegern als wirtschaftspolitische Instrumente befürchtet werden.

Silke Tober kritisiert zusätzlich und im Detail, dass und wie bisher im Euro-Raum vor allem versucht wird, das Vertrauen in die Zahlungs-

fähigkeit der Staaten durch eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte zu erreichen, was angesichts der negativen makroökonomischen Auswirkungen dieser Politik nicht sonderlich erfolgreich war. Bisher habe die Europäische Zentralbank (EZB) die entscheidenden Beiträge geleistet.

Zur Rückgewinnung des Vertrauens diskutiert die Autorin abschließend alternative Ansätze, nämlich verschiedene Vorschläge für einen Schuldentilgungsfonds sowie für Euroanleihen und Eurobills. Von Schuldenschnitten sei dagegen dringend abzuraten.

Im zweiten Beitrag über die „Auswirkungen der neuen europäischen wirtschaftspolitischen Steuerung am Beispiel Spaniens und Österreichs" präsentiert **Georg Feigl** in Abschnitt 1 die neue Struktur des Instrumentariums zur europäischen Steuerung der Wirtschaftspolitik und insbesondere der Fiskalpolitik der Staaten des Euro-Raums. Feigl schildert detailliert die Vielzahl der Instrumente und Verfahren, aus denen sich die neue „Governance" zusammensetzt. Diese reichen von Vorschriften des Vertrags von Maastricht und des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) über den Fiskalpakt bis zu den Verordnungen und Richtlinien (six pack) und weitere Vereinbarungen.

Während sich die genannten Regelungen alle auf die öffentlichen Haushalte und deren Konsolidierung beziehen, stellt das „Europäische Semester" ein Verfahren zur Beurteilung und potenziell auch zur Verringerung makroökonomischer Ungleichgewichte (u.a. in der Leistungsbilanz) in den Partnerstaaten dar. Auch der Euro-Plus-Pakt strebt eine weitergehende Koordinierung der Wirtschaftspolitik in Europa an; Hauptziel ist die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit, weshalb auch die Lohnpolitik angesprochen wird, für die die Europäischen Institutionen selbst keine Regelungskompetenz haben. Schließlich sind auch die verschiedenen Rettungsschirme Instrumente wirtschaftspolitischer Steuerung.

Im zweiten Abschnitt untersucht Georg Feigl die Auswirkungen der Maßnahmen dieser vielschichtigen europäischen „Governance" auf Spanien. Dabei lässt sich kaum feststellen, inwieweit die in Spanien umgesetzten Maßnahmen nicht auch ohne die europäischen Beschlüsse, Empfehlungen und Maßnahmen vorgenommen worden wären, weil auch die spanische Regierung sie für zielführend hält. Georg Feigl weist drei Phasen nach: Eine kurze Phase der antizyklischen Konjunktursteuerung nach Ausbruch der Finanzkrise, eine zweite Phase nach den Griechenland-

Turbulenzen, die durch die sukzessive Verschärfung der einseitigen Austeritätspolitik gekennzeichnet ist, der die sozialdemokratische Regierung Zapateros nur widerwillig folgte, und die dritte Phase unter der neu gewählten konservativen Regierung.

Die negativen Auswirkungen der einseitig auf die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und auf Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit durch Lohnsenkung ausgerichteten Maßnahmen werden selbst von der Regierung nicht bestritten, wenn auch über das Ausmaß keine Einigkeit besteht. Jedenfalls konnten diese Maßnahmen das drastische Schrumpfen des Bausektors nicht kompensieren, wenn sie den Rückgang des BIP nicht sogar verstärkten. Außerdem stieg die Arbeitslosigkeit dramatisch an und der Druck auf die Arbeitnehmereinkommen (u.a. durch Schwächung der Gewerkschaften) war so stark, dass deren Anteil am BIP im 4. Quartal 2012 erstmals geringer war als die Bruttogewinne und Vermögenseinkommen!

Das zweite Fallbeispiel „Österreich“ zeigt das Hin und Her zwischen rigider Konsolidierung und eigentlich auch erlaubter antizyklischer Fiskalpolitik, wobei in Österreich der „Gehorsam“ gegenüber den europäischen Vorgaben (die öfter auf fehlerhaften Prognosen beruhten) langsam im Schwinden begriffen ist. Der Beitrag schließt mit einem Werben für eine ausgewogene Fiskalpolitik der EU.

Mit den europäischen Regelungen zur Ermittlung des strukturellen Budgetdefizits, die technokratisch erscheinen, aber weitreichende und bedenkliche Auswirkungen haben, beschäftigt sich der Beitrag von **Erik Klär**. Es geht ihm um das Verfahren, mit dem das künftige Potentialwachstum der Mitgliedsstaaten geschätzt wird. Die Qualität dieser Prognose ist wichtig, weil jede Unterschätzung des Produktionspotentials die konjunkturell verursachte Lücke zwischen tatsächlicher und potenzieller Produktion zu niedrig ausweist, so dass ein zu großer Teil des Budgetdefizits als nicht-konjunkturell und damit als strukturell interpretiert wird. Daraus resultiert dann eine Überschätzung des strukturellen Konsolidierungsbedarfs. Werden nun Maßnahmen ergriffen, um das falsch ermittelte strukturelle Defizit zu verringern, besteht in Phasen schwacher Konjunktur die Gefahr der prozyklischen Verschärfung der wirtschaftlichen Lage.

Erik Klär demonstriert dies insbesondere an Ländern wie Irland und Spanien; dort wurde durch kaum begründete kontinuierliche Anhebungen der geschätzten NAIRU das Produktionspotential, in das nur die kon-

junkturbedingte Arbeitslosigkeit einfließt, kontinuierlich vermindert, sodass trotz hoher Arbeitslosigkeit ein zu geringer Teil des tatsächlichen Budgetdefizits konjunkturell erklärt werden konnte und damit als strukturell interpretiert werden musste.

Erik Klär belegt, dass aufgrund der auffälligen Fehlprognosen sogar in der EU-Kommission Änderungen in der Berechnungsmethode diskutiert werden, dass sie aber bislang von der Generaldirektion Ecofin und auf der politischen Ebene von Deutschland abgeblockt werden. Dies zeige, mit welcher Obsession von Teilen der EU-Kommission und der Bundesregierung einseitig und selbst auf der Basis fehleranfälliger Berechnungsmethoden das Ziel der Haushaltskonsolidierung in den anderen Mitgliedsstaaten ohne Rücksicht auf die verheerenden ökonomischen und sozialen Folgen verfolgt wird.

Die fehlgeleitete einseitige Ausrichtung der Fiskalpolitik auf europäischer Ebene hat dazu beigetragen, dass viele Mitgliedsstaaten den Weg aus der tiefen Rezession noch nicht gefunden oder gerade erst betreten haben. Daher musste die EZB mit ihrer Geldpolitik eine überaus aktive Rolle in der Krisenbekämpfung übernehmen. Dementsprechend stellen **Detlev Ehrig und Uwe Staroske** in ihrem Beitrag „Die Zentralbank in einer neuen Rolle; vom „lender of last resort“ zum „employer of last resort“ die Frage, wie es zu beurteilen ist, dass die EZB die Grenze zwischen Fiskal- und Geldpolitik deutlich verschoben hat. Die Autoren weisen darauf hin, dass Zentralbanken seit Anbeginn nicht nur als „lender of last resort“ für die Banken fungierten, sondern auch für die Staatsfinanzierung geschaffen wurden. Erst nach den schlechten Erfahrungen mit Zentralbanken, die dieser Aufgabe nachkommen mussten, setzte sich die Auffassung durch, die Zentralbanken von dieser Aufgabe zu befreien, ihnen Unabhängigkeit zuzugestehen (Musterbeispiel Deutsche Bundesbank) und sogar die direkte Staatsfinanzierung zu verbieten.

Die EZB begann diese auch für sie geltenden Regelungen sehr großzügig auszulegen, zumal ihr ein gleich starker Gegen- und Mitspieler auf dem Gebiet der Fiskalpolitik fehlt. Aufgrund der krisenhaften Zuspitzung auf den Finanzmärkten, die in exorbitanten Zinssätzen für die Staatsanleihen bestimmter Staaten des Euro-Raums zum Ausdruck kam, denen die Finanzpolitiker der Mehrheit der Mitgliedsstaaten aber nicht entgegenzutreten bereit war, griff dann die EZB zu den bekannten unkonventionellen Maßnahmen, die von den Autoren kurz resümiert werden.

Die Verfasser diskutieren dann, wie das Mandat der EZB auszulegen sei und wie deren Aufgaben definiert und abgegrenzt werden sollten.

Im letzten Beitrag zu dieser ersten Gruppe analysiert **Stephan Schulmeister** die Maßnahmen, mit denen Präsident Roosevelt die Wirtschaft der USA aus der schweren Depression 1929-33 führte und hebt hervor, dass diese sich gravierend von der in der EU seit 2009 verfolgten Wirtschaftspolitik unterscheiden. Dabei konzentrierte sich Roosevelt in der ersten Phase des „New Deal" (1933/34) nicht nur auf die Belebung der Realwirtschaft durch öffentliche Investitionen und Beschäftigungsprogramme sowie eine strenge Regulierung des Finanzsektors, sondern erkannte auch die wichtige sozialpsychologische Seite des Depressionsproblems, indem er, beginnend mit seiner Inaugurationsrede vom 4. März 1933, sich verstärkt der Bekämpfung von Mutlosigkeit und Verzweiflung widmete. Erst in der zweiten Phase des New Deal erfolgten zwischen 1935 und 1937 echte „Strukturreformen" wie die Einführung von Arbeitslosen- und Pensionsversicherung, von Mindestlöhnen, einer Höchstarbeitszeit und eines verstärkt progressiven Steuertarifs. Während die in Europa seit der großen Rezession 2008/9 verfolgte Austeritätspolitik vor allem in südeuropäischen Ländern zu einer Stagnation bzw. Senkung des Bruttoinlandsprodukts und auch deshalb zu einer deutlichen Erhöhung der staatlichen Verschuldungsquoten führte, nahm in den USA das reale BIP zwischen 1933 und 1937 um 43% zu. Beachtenswert ist dabei, dass die private Investitionsnachfrage in diesem Zeitraum um 140% expandierte, während die staatliche Nachfrage nur um 28% zunahm.

Mit seiner Bekämpfung der sozialpsychologischen Seite der Depression und damit einer Verringerung vermeidbarer Unsicherheit bzw. Erhöhung des „state of confidence" sowie seiner Priorisierung der Realwirtschaft und seiner Förderung des Unternehmertums gegenüber Finanzspekulationen habe Roosevelt zentrale Botschaften von Keynes' *General Theory* vorweggenommen, die seit den 1970er Jahren zunehmend verdrängt worden seien.

Abschließend skizziert Stephan Schulmeister daher, wie Europa in der Bekämpfung der aktuellen Krise von Roosevelt lernen sollte, vor allem durch Bekämpfung der „Finanzalchemie" und eine konsequente Verlagerung des Gewinnstrebens zur Realwirtschaft, und entwickelt Komponenten eines „New Deal für Europa".

Die zweite Gruppe von Beiträgen eröffnet **Jan Priewe** mit seinem Beitrag über das „Rätsel Wechselkurs – Krise und Neuanfang der Wech-

selkurstheorie“. Da die Wechselkurse der Währung eines Landes erheblichen Einfluss auf seine Wettbewerbsfähigkeit und seine wirtschaftliche Entwicklung haben, ist es umso wichtiger, ihre Bestimmungsgründe zu kennen. Priewe legt dar, dass die traditionellen Wechselkurstheorien diese nur unvollständig erfassen und daher die tatsächliche Entwicklung der Wechselkurse nicht erklären, geschweige denn vorhersagen können. Problematisch ist insbesondere, dass viele dieser Theorien eine Tendenz zu einem Gleichgewichtskurs unterstellen, die aber in der Realität nicht zu erkennen ist. Die Überlegungen von Keynes, die u.a. das Herdenverhalten auf Finanzmärkten thematisieren, und die darauf aufbauenden Theorien können die Wechselkursentwicklung nur partiell erklären, enthalten aber wertvolle Einsichten, u.a. über die Rolle der Spekulation. Immer deutlicher wird, dass nicht Güterströme, sondern die viel umfangreicheren Finanzströme die globalen Devisenmärkte beherrschen. Im Rahmen der „Behavioural Finance“ wird herausgearbeitet, dass sich auf den Devisenmärkten „Chartisten“ (die die zukünftigen Wechselkurse aus Vergangenheitswerten ermitteln) und „Fundamentalisten“ gegenüberstehen, wobei sich erstere meistens durchsetzen. Mit den auf Keynes aufbauenden Ansätzen stimmen diese insoweit überein, als sie die Theorie rationaler Erwartungen und effizienter Finanzmärkte ablehnen. Ungelöst bleibt das Problem der Umkehrpunkte.

Im Abschnitt 3 stellt Priewe dann Ansätze einer neuen Wechselkurstheorie vor; dazu gehören die These, die Wechselkurse würden von den Finanzmärkten dominiert (Finanzialisierung), ferner die Hypothese multipler Gleichgewichte auf den Finanzmärkten sowie die Einsicht, dass Fundamentalfaktoren, die eher langfristig wirken, sehr heterogen sind und häufig in entgegengesetzte Richtungen wirken.

Abschließend wird in Abschnitt 4 die Geschichte des Wechselkurses der Deutschen Mark bzw. des Euros zum Dollar herangezogen, um Aussagen über die Relevanz der vorgetragenen Ansätze zu gewinnen und zur Lösung des Rätsels „Wechselkurs“ beizutragen.

Im zweiten Beitrag dieser Gruppe befassen sich **Ingo Barens und Volker Caspari** mit Keynes’ Ansichten zu Inflation, Deflation und Reflation vor dem Hintergrund aktueller Diskussionen um die Notwendigkeit höherer Inflationsraten, wie sie beispielsweise von EZB-Präsident Mario Draghi befürwortet werden. Trotz einer Wiederentdeckung seiner Lehren und einem wiederbelebten Interesse an seinem Werk im Gefolge der „Großen Rezession“ von 2008/09 herrsche jedoch der falsche Ein-

druck vor, Keynes habe dem Inflationsproblem keine Aufmerksamkeit gewidmet, es heruntergespielt oder, noch schlimmer, Keynes sei ein „Inflationist“ gewesen.

Dieser weitverbreiteten Irrmeinung wirken die Autoren durch eine sorgfältige Analyse der Keynes’schen Schriften und ihres jeweiligen wirtschaftshistorischen Kontextes entgegen. Dabei müssen jedoch nicht nur Keynes’ Ansichten zum Problem der Preissteigerung (Inflation), sondern auch diejenigen zum Problem fallender Preise (Deflation) berücksichtigt werden, da Inflation wie Deflation zu den wichtigen Phänomenen konjunktureller Schwankungen gehören.

Die Autoren kontrastieren zunächst Keynes’ Ausführungen zu den Inflationsraten der Jahre 1913 bis 1923 mit aktuellen Forderungen von Blanchard u.a. die Zielinflationsrate der Zentralbanken von 2 auf 4 Prozent zu erhöhen. Danach wenden sie sich einer gründlichen Analyse der Auffassungen von Keynes zu den Auswirkungen von Inflation und Deflation auf der Grundlage seiner wichtigsten Werke zu. Diese reichen von *The Economic Consequences of the Peace* (1919) und dem *Tract on Monetary Reform* (1923) über die *Treatise on Money* und die *General Theory* bis zu nachfolgenden einschlägigen Schriften. Von besonderer Bedeutung als theoretische Grundlage einer rationalen Geldpolitik mit dem Ziel der Preisstabilität erweist sich dabei die „Abhandlung vom Gelde“, in der Keynes betont, dass Inflation wie Deflation als Begleitumstände konjunktureller Schwankungen durch Dämpfung dieser Schwankungen gemildert werden können.

Dass Keynes kein Inflationist gewesen ist, verdeutlicht insbesondere auch sein zu Beginn des Zweiten Weltkriegs verfasster Aufsatz „How to Pay for the War“ (1940), ein starkes Plädoyer für eine präventive Vermeidung sozialer Übel der Inflation. Dabei wird klar, dass sich Keynes nicht nur mit den allokativen, sondern auch mit den distributiven Wirkungen der Inflation beschäftigt hat. Inflation trifft verschiedene Gruppen der Gesellschaft in unterschiedlich starkem Maße. So stellt Inflation eine Form der Besteuerung dar, die besonders negative Konsequenzen für die Geldvermögensbesitzer habe.

Als Fazit betonen Barens und Caspari, dass Keynes Inflation ebenso wie Deflation als ein Übel angesehen habe, das die Grundlagen einer stabilen demokratischen Gesellschaft untergrabe und daher zu vermeiden bzw. zu bekämpfen sei. Inflation wie Deflation können nicht als ein Instrument der Wirtschaftspolitik empfohlen werden, sondern müssten als

ein Problem angesehen werden. Diese Keynesschen Einsichten und Lehren gelte es auch in der gegenwärtigen Eurokrise zu beachten, um eine bessere gesamteuropäische Wirtschaftspolitik zu erzielen.

Im letzten Beitrag versucht **Fabian Lindner,** Klarheit in das schwierige Verhältnis zwischen der Zinserklärung durch Keynes' Theorie über Angebot und Nachfrage auf dem Geldmarkt (auch als Liquiditätspräferenztheorie bezeichnet) und durch die Theorie der ausleihbaren Fonds (Loanable Funds) zu bringen. Der Verfasser greift dafür auf die saldenmechanischen Zusammenhänge zurück, wie sie vor allem von Lautenbach und Stützel herausgearbeitet und betont worden sind. Dreh- und Angelpunkt der Kontroverse ist die Vorstellung, Sparen sei ein Angebot an ausleihbaren Fonds, während die Investitionen die Nachfrage nach solchen Fonds bildet, wobei beide Größen vom Zinssatz abhängig seien, die Ersparnis positiv, die Investitionen negativ. Keynes (1936, S. 180) hatte die Aussage kritisiert, durch den Schnittpunkt zwischen beiden Kurven werde der Zins determiniert, sodass eine höhere Investition, die nicht auf Zinssenkungen zurückzuführen ist, die Nachfrage an verleihbaren Fonds erhöhe, wodurch der Zins steigt. Keynes hielt dem entgegen, diese Folgerung gelte nur für ein gegebenes Volkseinkommen. Da jedoch bei steigenden Investitionen auch das Volkseinkommen steigt, erhöhe sich auch die Ersparnis. Beide Kurven verschieben sich in die gleiche Richtung, sodass nicht eindeutig ist, ob der Zinssatz steigt, fällt oder konstant bleibt.

Diese Argumentation gegen den Versuch, das Zinsniveau über Sparen und Investieren zu erklären, hat jedoch nicht verhindert, dass dieser Erklärungsansatz nach wie vor die makroökonomischen Lehrbücher dominiert. Lindner setzt daher eine Stufe vorher an und untersucht, ob eine höhere Spartätigkeit der privaten Haushalte denn überhaupt eine Differenz zwischen Angebot und Nachfrage nach ausleihbaren Fonds hervorruft. Er zeigt mittels der definitorisch notwendigen Zusammenhänge zwischen den Salden, dass eine erhöhte Ersparnis, also eine Verringerung der Konsumausgaben der Haushalte, unmittelbar eine verringerte Einnahme von Zahlungsmitteln bei den Unternehmen bedeutet, sodass sich deren Geldbestand verringert und sie dies durch eine erhöhte Nachfrage nach „ausleihbaren Fonds" ausgleichen müssen oder durch ein geringeres Angebot, falls sie ihre Geldbestände reduzieren. Insgesamt ruft ein Beschluss der Haushalte, mehr zu sparen, keine Differenz zwischen dem

Angebot und der Nachfrage nach ausleihbaren Fonds hervor, also auch keine Zinsänderung.

Fabian Lindner zeigt diese Zusammenhänge im Detail auf, wobei immer der Grundsatz zu beachten ist, dass ein Ausgabenüberschuss eines Akteurs (oder einer Akteursgruppe) die Voraussetzung dafür ist, dass ein anderer Akteur einen Einnahmenüberschuss erzielt, also mehr einnimmt als er ausgibt und daher spart.

Abschließend präsentiert der Autor seine Überlegungen, welche Konsequenzen aus seinen Darlegungen für die Erklärung des Zinsniveaus im Rahmen der Keynes'schen Theorie zu ziehen sind, um die Missverständnisse zu vermeiden, die sich aus der verbreiteten falschen Gleichsetzung von Mehrersparnis und Mehrangebot an ausleihbaren Fonds ergeben. Er plädiert dafür, die Zinssätze aus dem Verhalten der Akteure auf den Finanzmärkten abzuleiten.

Darstellung und Kritik der gesamteuropäischen Wirtschaftspolitik

Staatsanleihen der Euroländer: Wege aus der Vertrauenskrise

Silke Tober

1. Problemstellung

Die Krise im Euroraum, die zur Jahreswende 2009/2010 nahtlos an die internationale Finanzkrise anschloss, ist im Kern keine Staatsschuldenkrise, sondern eine Vertrauenskrise. Konkret ging das Vertrauen in die Staatsanleihen einiger Euroländer verloren und setzte einen Teufelskreis in Gang, durch den die betroffenen Länder und auch der Euroraum insgesamt in eine Rezession gerieten. Die makroökonomischen Ungleichgewichte, die den Anlass für den Vertrauensverlust lieferten, unterschieden sich zwischen den Ländern. Eine stark gestiegene Staatsverschuldung während der ersten 10 Jahre des Euroraums war demgegenüber kein gemeinsames Merkmal der von der Krise am stärksten betroffenen Länder (Horn et al. 2012).

Erst nach Ausbruch der internationalen Finanzkrise bzw. im Zuge der Euroraumkrise stieg die Staatsverschuldung in all diesen Ländern deutlich. Erstens sanken infolge des wirtschaftlichen Einbruchs die Steuereinnahmen und es nahmen die Ausgaben zu, insbesondere für die Arbeitslosenversicherung. Zweitens unterstützten die Staaten heimische Banken, die je nach Land entweder für die makroökonomische Schieflage mit verantwortlich waren oder aber durch die Krise selbst an den Rand der Insolvenz gerieten.

Da dem Vertrauensverlust wirtschaftspolitisch nicht entschieden entgegen getreten wurde, verloren die Staatsanleihen einiger Euroländer ihren Status als sicheres Aktivum. Von der Öffentlichkeit weitgehend unbemerkt und mit scheinbar logischer Konsequenz werden gegenwärtig Weichen gestellt, die den Status von Staatsanleihen auch langfristig ver-

schlechtern und nicht nur die Überwindung der Krise erschweren, sondern den Euroraum auch in Zukunft für exogene Schocks anfällig machen.

Im Folgenden wird dargelegt, wie wichtig es für die Stabilität eines Wirtschaftsraumes ist, dass die Staatsanleihen als risikoarm eingeschätzt werden, wie diese Eigenschaft bei den Staatsanleihen der Krisenländer verloren ging und weshalb die politischen Bestrebungen in die entgegengesetzte Richtung gehen müssten, so dass alle Staatsanleihen des Euroraums wieder den Status der sicheren Aktiva erlangen. Dadurch würde die Anfälligkeit für Erwartungsänderungen an den Finanzmärkten verringert und die Einheitlichkeit der Geldpolitik gewährleistet. Ein temporärer Schuldentilgungsfonds könnte das Vertrauen in die Staatsanleihen aller Euroländer wieder herstellen und damit auch zur Überwindung der fortwährenden Krise, gekennzeichnet durch eine schwache wirtschaftliche Entwicklung und hohe Arbeitslosigkeit, beitragen.

2. Safe Assets, Inflation und Stabilität

Als sichere Aktiva (safe assets) werden risikoarme Anlagen bezeichnet. Die Existenz nationaler sicherer Aktiva ist ein Merkmal entwickelter Volkswirtschaften. Als verlässliches Wertaufbewahrungsmittel, als Bestandteil der Banken-Regulierung, als Orientierungsgröße für die Preisbildung anderer Anlageformen und als Sicherheiten tragen sie zur wirtschaftlichen Stabilität bei (International Monetary Fund 2012a).

Potentiell eignen sich nationale Staatsanleihen besonders als sichere Aktiva, weil sie wegen der Steuerhoheit des Staates letztlich durch die gesamte Volkswirtschaft gedeckt sind. Nationale Staatsanleihen lauten auf die inländische Währung und damit auf die Währung, in der der Staat Steuern einnimmt. Darüber hinaus hat der Staat, anders als die übrigen Wirtschaftsteilnehmer, die Möglichkeit das wirtschaftliche Geschehen mit einer umsichtigen Wirtschaftspolitik zu beeinflussen. Schließlich kann die Zentralbank als *Market Maker* einen Rückgang der Nachfrage nach Staatsanleihen vorübergehend auffangen.

Risikoarme Staatsanleihen erhöhen die Stabilität der Wirtschaft und damit die wirtschaftliche Entwicklung, die sich in der Folge ihrerseits positiv auf die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen auswirkt. Es

besteht somit eine Analogie zur Preisniveaustabilität,[1] die sich ebenfalls positiv auf die wirtschaftliche Entwicklung auswirkt und damit auch auf das Erreichen eben dieser Preisniveaustabilität.

Obwohl Staatsanleihen die naheliegendste „risikofreie“ Anlageform darstellen, sind das Erlangen und der Erhalt dieses besonderen Status keineswegs eine ausgemachte Sache. Voraussetzung ist, dass weder Schuldenumstrukturierungen, Schuldenschnitte noch Inflation als Teil des wirtschaftspolitischen Werkzeugkastens angesehen oder angewendet werden. Wie auch Preisniveaustabilität sind risikoarme Staatsanleihen charakteristisch für entwickelte Volkswirtschaften, nicht aber für Entwicklungsökonomien.

Haben Staatsanleihen den Status als sicheres Aktivum, so sind die Risikoprämien auf diese Anleihen niedrig oder null und die Zinsen entsprechend gering. Dies ist ein erheblicher Vorteil für Steuerzahler und erlaubt es dem Staat, öffentliche Investitionen günstig zu finanzieren. Beispielsweise lag die Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen im Juni 2014 bei nur 0,6 % – trotz einer staatlichen Schuldenstandsquote von 244 % des BIP im Jahre 2013. Entsprechende US-amerikanische Staatsanleihen hatten eine Rendite von 2,6 % bei einer Schuldenstandsquote von 105 % und der deutsche Staat musste für einen zehnjährigen Wertpapierkredit Zinsen in Höhe von 1,4 % zahlen; hier lag die Schuldenstandsquote 2013 bei 78 %.

3. Zurückgewinnung des Vertrauens: Bisherige Ansätze im Euroraum

Im Kern bestand die bisherige Krisenstrategie der Euroländer in dem Versuch, das Vertrauen der Finanzmärkte primär durch eine strikte Konsolidierungspolitik der betroffenen Länder zurückzugewinnen. Dabei sollte insbesondere auch das Entstehen eines Moral Hazard vermieden werden, also die Gefahr, dass sich die Krisenländer in Erwartung eines Bailouts weiter verschulden. Entsprechend sind auch Notkredite des Rettungsschirms ESM und seiner Vorgängerin, der EFSF, an strikte Auflagen geknüpft. Das Vertrauen in die Staatsanleihen dieser Länder wurde

[1] Im Euroraum wird Preisniveaustabilität definiert als eine Inflationsrate von nahe aber unter 2 % in der mittleren Frist.

dadurch nicht sonderlich gestärkt. Bisher war es stets die Europäische Zentralbank, die bei Zuspitzungen der Krise Maßnahmen direkt zur Stärkung des Vertrauens ergriff (Tober 2012).

3.1. Fiskalische Konsolidierung

Wichtiger Bestandteil der gegenwärtigen Krisenstrategie der Euroländer ist der im März 2012 unterzeichnete Fiskalpakt.[2] Der Fiskalpakt verpflichtet die Länder des Euroraums, bestimmte fiskalpolitische Vorgaben einzuhalten. Er baut damit auf den Stabilitäts- und Wachstumspakt auf, der seinerseits an die fiskalischen Regelungen des Maastricht-Vertrags anknüpft. Die Euroländer verpflichten sich mit diesem Vertrag, das um konjunkturelle Einflüsse bereinigte Budgetdefizit (strukturelles Defizit) auf maximal 0,5 % des Bruttoinlandsprodukts zu beschränken. In einer konjunkturellen Schwächephase darf das Defizit maximal 3 % des Bruttoinlandsproduktes betragen. Darüber hinaus verpflichten sich die Euroländer auf eine Schuldenstandsquote von maximal 60 % des Bruttoinlandsprodukts. Den Teil der Staatsverschuldung, der über diese 60 % hinausgeht, müssen die betreffenden Länder Jahr für Jahr um ein Zwanzigstel reduzieren.

Kritik an dem Vertrag ist insbesondere aus vier Gründen angebracht. Diese betreffen weniger den Kern als die Ausgestaltung des Europäischen Fiskalpakts. Erstens ist das strukturelle Defizit eine potentiell prozyklische Orientierungsgröße, da es sich nicht direkt messen lässt, sondern geschätzt werden muss. Insbesondere muss das Produktionspotential geschätzt werden, das in den gängigen Schätzmethoden von der tatsächlichen Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts beeinflusst wird (Horn/Tober 2007, ECB 2013, Klär in diesem Band). Zweitens impliziert ein strukturelles Defizit von 0,5 % bzw. 1 % eine langfristige Schuldenstandsquote deutlich unter 60 %, in Abhängigkeit vom nominellen Wachstum tendenziell in der Größenordnung von 30 %.[3] Drittens ist eine

[2] Der Europäische Fiskalpakt (Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion bzw. SKS-Vertrag) geht auf eine Vereinbarung der Euroländer im Dezember 2011 zurück und wurde im März 2012 von 25 der 27 EU-Länder unterzeichnet.

[3] Eine Konvergenz der Schuldenstandquote auf 29 % ergibt sich bei einem Budgetdefizit von 1 %, einem Anstieg des realen BIP um jährlich 1,6 % und einer Infla-

Obergrenze des Defizits von 3 % im Falle eines konjunkturellen Einbruchs gegebenenfalls zu gering. Viertens ist es ökonomisch nicht zu rechtfertigen, dass öffentliche Investitionen nicht zum Teil über Kredite finanziert werden, da sie auch künftigen Generationen zugute kommen und sich zudem positiv auf die Produktivität auswirken können.

Die Konsolidierungspolitik und der 2012 verabschiedete Fiskalpakt waren nicht in der Lage, das Vertrauen in die Werthaltigkeit aller Staatsanleihen des Euroraums wiederherzustellen. Ganz wesentlich lag dies erstens daran, dass die Euro-Regierungen Umschuldungen und Schuldenschnitte ins Gespräch brachten und im Falle Griechenlands auch durchführten. Zudem dämpfte die Sparpolitik die Wirtschaft in den Krisenländern zusätzlich, so dass sich die fiskalische Lage verschlechterte und damit auch die Aussichten auf eine reibungslose Schuldenbedienung.[4]

3.2. Der Zins als Disziplinierungsinstrument

Der mit dem Fiskalpakt zugleich entworfene Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM)[5] wäre als permanenter Rettungsschirm des Euroraums potentiell in der Lage gewesen, das Vertrauen in die Staatsanleihen des Euroraums zu stärken. Mit einem auf 500 Mrd. Euro begrenzten Volumen fehlte ihm aber die Überzeugungskraft. Der ESM-Vertrag schreibt zudem vor, dass alle Anleihen von Eurostaaten Umschuldungsklauseln (collective action clauses) beinhalten, die die Gestaltung von Umschuldungen in Zukunft vereinfachen. Damit haben die Regierungen Umschuldungen offiziell als Möglichkeit akzeptiert, statt auszuschließen, dass Eurostaaten ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen.

Zugleich haben die Regierungen der Euroländer wiederholt die disziplinierende Rolle der Finanzmärkte hervorgehoben. Diese Rolle kann

tionsrate von 1,9 %. Je höher das mittelfristige Nominalwachstum ist, desto niedriger ist bei gegebener Defizitquote langfristig die Schuldenstandquote.

[4] Für aktuelle Analysen der Wirkung fiskalischer Maßnahmen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung siehe Horn et al. (2014) und International Monetary Fund (2012b).

[5] Der permanente Rettungsschirm des Euroraums ESM wurde im Februar 2012 vertraglich beschlossen und hat im Oktober 2012 seine Arbeit aufgenommen. Der ESM kann einzelnen Euroländern bei Erfüllung strikter Auflagen Stabilitätshilfen gewähren.

man sich wie folgt vorstellen: Die Finanzmarktteilnehmer signalisieren über die Risikoprämien ihr Vertrauen in die Solidität der nationalen Staatsfinanzen und disziplinieren die Regierungen durch steigende Zinskosten in ihrem Ausgabeverhalten.

Diese disziplinierende Rolle üben die Finanzmarktakteure regelmäßig gegenüber Unternehmen und privaten Haushalten aus. In ihrem eigenen Interesse wachen sie darüber, dass sich ihre Kreditnehmer nicht überschulden und fordern Sicherheiten für Kredite. Selbst in diesem Bereich lassen sich allerdings bei den Finanzmarktteilnehmern ein Mangel an rationalem Verhalten und eine Tendenz zu Herdenverhalten verorten. Die Internetblase an den Aktienmärkten zu Beginn dieses Jahrhunderts und die Immobilienblasen sowie die Klumpenrisiken im Zuge der Tranchierung verbriefter Kreditrisiken im Vorfeld der internationalen Finanzkrise deuten darauf hin, dass die Finanzmärkte weder inhärent stabil sind noch aus sich heraus die makroökonomische Stabilität steigern.

Anleihen der Euroländer beinhalten – wie bereits ausgeführt – bereits von der Konstruktion her die Möglichkeit von Zahlungsverzug und Umstrukturierung, und die Preisbildung soll vor dem Hintergrund dieses Risikos als Signal für die finanzpolitische Solidität dienen. Dies birgt jedoch die Gefahr, dass die Finanzmärkte den Euroraum destabilisieren, anstatt ihn, wie erhofft, zu stabilisieren. Eine Verunsicherung der Finanzmarktakteure kann einen Teufelskreis in Gang setzen, wie er bereits während der aktuellen Krise zu beobachten war: Steigende Risikoprämien erhöhen das nationale Zinsniveau und dämpfen die wirtschaftliche Aktivität, während sie zugleich den Handlungsspielraum der Fiskalpolitik zusätzlich infolge der höheren Zinslast schmälern. Die wirtschaftliche Abschwächung beeinträchtigt nicht nur die öffentlichen Finanzen sowie das nationale Bankensystem, das zudem durch den Kursverfall der nationalen Staatsanleihen belastet ist. Die insgesamt verschlechterte wirtschaftliche Lage löst einen weiteren Vertrauensverlust und einen weiteren Anstieg der Risikoprämien aus und kann angesichts der geschwächten Lage der Staatsfinanzen und des Bankensystems zu Kapitalflucht führen. Auch wenn der auslösende Faktor des Teufelskreises nicht schwerwiegend oder gar reine Spekulation war, kann der Vertrauensverlust zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung werden. Nicht nur verringert sich im Zuge der wirtschaftlichen Krise der fiskalpolitische Spielraum von Stabilisierungsmaßnahmen, sondern die länderspezifischen

Risikoprämien stören zudem den geldpolitischen Transmissionsmechanismus und damit den Einfluss der Geldpolitik.

4. Risikoprämien auf Euro-Staatsanleihen behindern Geldpolitik

Mangelndes Vertrauen in die Staatsanleihen einzelner Euroländer führt dazu, dass die Euroländer unterschiedliche nationale Zinsniveaus haben. In der aktuellen Krise sind es entsprechend gerade die Länder mit der größten Produktionslücke und Arbeitslosigkeit, die die höchsten Zinsniveaus haben. Daher diagnostiziert die EZB seit Längerem eine Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Eine Störung der geldpolitischen Transmission liegt vor, da sich die geldpolitischen Impulse der Zentralbank nicht bzw. nicht gleichmäßig auf alle Länder des Euroraums auswirken. Das Kreditrisiko, das den Staatsanleihen anhaftet, reflektiert sich stets auch in den Finanzierungskosten der heimischen Banken und Unternehmen. In den ersten Jahren der Krise erhöhten sich die Risikoprämien in einigen Euroländern (Abbildung 1), so dass die Finanzierungskosten der Unternehmen und Banken trotz sinkender Leitzinsen zunahmen. Einer solchen Behinderung der Geldpolitik durch steigende Risikoprämien kann eine Zentralbank zu einem gewissen Grad entgegenwirken, indem sie verstärkt Staatsanleihen kauft und damit zum einen deren Verzinsung direkt senkt und zum anderen indirekt, durch ihre damit signalisierte Bereitschaft stabilisierend einzugreifen. Ist die Zentralbank hierzu nicht bereit oder ist der Staat in Fremdwährung verschuldet, fehlt ein entscheidendes wirtschaftspolitisches Instrument zur Eindämmung eines Vertrauensverlustes. Letzteres ist der Fall von Entwicklungsländern, Ersteres der der Euroländer. Insofern befinden sich die Krisenländer gegenwärtig in der Situation von Ländern, die in Fremdwährung verschuldet sind.[6]

[6] Diesen mangelnden Rückhalt durch die Zentralbank nannte jüngst auch EZB-Präsident Mario Draghi als wichtigen Grund dafür, dass es in einigen Euroländern, anders beispielsweise in den USA, zu einem Vertrauensverlust kam: „…the fact that the central bank in those countries could act and has acted as a backstop for government funding. This is an important reason why markets spared their fiscal authorities the loss of confidence that constrained many euro area governments' market access" (Draghi 2014).

Zwar hat sich die Lage seit September 2012 deutlich verbessert, als die EZB mit ihrem OMT-Beschluss[7] ankündigte, unter bestimmten Bedingungen unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen, um die Zinsdifferentiale im Euroraum zu verringern. Die Kreditzinsen sind in den betroffenen Ländern allerdings weiterhin deutlich höher als beispielsweise in Deutschland und die Abhängigkeit der dortigen Banken von Krediten der Zentralbank ist weiterhin ausgeprägt. Abbildung 1 zeigt den Krisenverlauf anhand der Renditen von Staatsanleihen ausgewählter Euroländer. Da diese das nationale Zinsniveau insgesamt beeinflussen, hat die EZB in den ersten Jahren der Krise entschieden davor gewarnt, Schuldenschnitte ins Spiel zu bringen, und war bestrebt, Befürchtungen einer Spaltung des Euroraums zu entkräften (Trichet 2011, The Economist 2010). Beides birgt die Gefahr von Kapitalflucht und des oben beschriebenen Teufelskreises in sich.

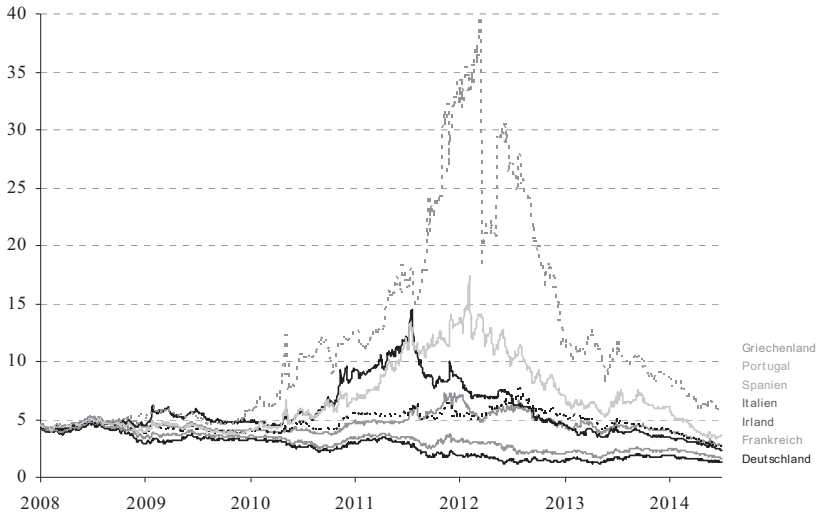
Diese Gefahreneinschätzung wurde nicht von allen Regierungen des Euroraums geteilt. So ermahnte Kanzlerin Merkel Griechenland im Frühjahr 2010, es müsse seine Hausaufgaben machen und könne nicht auf finanzielle Unterstützung der anderen Länder hoffen; Notkredite wären, wenn überhaupt eine Ultima Ratio. Als sich die Regierungen unter dem Eindruck der sich vertiefenden und ausbreitenden Krise zu Rettungsprogrammen durchrangen, kamen diese stets zu spät und in zu geringem Umfang, um die Vertrauenskrise einzudämmen. Letztlich war es das Eurosystem,[8] das mit Staatsanleihenkäufen und günstiger Liquiditätsbereitstellung für Banken und, auf dem jüngsten Höhepunkt der Krise Mitte 2012, mit dem OMT-Beschluss die Lage stabilisierte (Tober 2012).

[7] Outright Monetary Transactions (OMT), von der EZB im September 2012 beschlossen, sind Staatsanleihenkäufe auf dem Sekundärmarkt, die die EZB unter bestimmten Bedingungen gewillt ist zu tätigen, um „eine ordnungsgemäße geldpolitische Transmission und die Einheitlichkeit der Geldpolitik sicherstellen." Das OMT-Programm, das sich nur auf Staatsanleihen von Euroländern bezieht, die ein EFSF/ESM-Programm beantragen, ist auf kürzere Laufzeiten (1-3 Jahre), aber nicht vom Volumen her beschränkt. Es wurde bisher nicht aktiviert. (http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html).

[8] Das Eurosystem umfasst die Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Zentralbanken der Länder, die den Euro eingeführt haben.

Abbildung 1: Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Euroländer

Januar 2008 – Juni 2014, Tageswerte in %



Quelle: Reuters EcoWin (EcoWin Financial).

Aber auch die EZB agierte zurückhaltend. Die geldpolitischen Maßnahmen stabilisierten die Erwartungen, waren aber nicht durchgreifend genug, um die Krise zu beenden. Die Renditedifferentiale sanken zwar, bestanden jedoch weiterhin und minderten den expansiven Impuls der Geldpolitik auf die Krisenländer. Entsprechend sind auch die Target2-Forderungen und -Verbindlichkeiten – u.a. Ausdruck der Kapitalflucht seit Ausbruch der Krise – zwar seit dem OMT-Beschluss deutlich gesunken aber nach wie vor hoch.[9] Insgesamt beliefen sich die Target2-Verbindlichkeiten der Zentralbanken von Griechenland, Spanien, Portugal, Italien, Irland und Zypern gegenüber der EZB im Juni 2014 noch auf

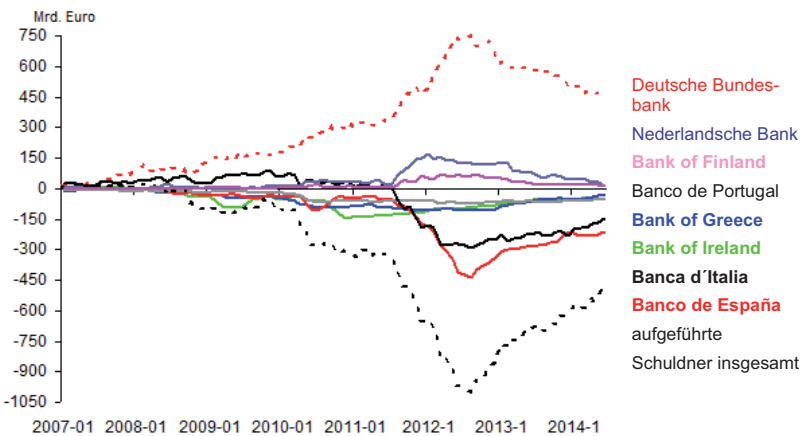
[9] Diese Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den nationalen Zentralbanken des Eurosystems resultieren aus grenzüberschreitenden Transaktionen und werden am Ende jeden Tages in Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber der EZB transformiert. Sie sind nach dem Interbanken-Zahlungssystems benannt: **T**rans-European **A**utomated **R**eal-**t**ime **G**ross **S**ettlement **E**xpress **T**ransfer System.

475 Mrd. Euro, und die Bundesbank hielt 97 % der Target2-Forderungen (Abbildung 2).

Die EZB erreichte eine Stabilisierung der Finanzmärkte, wirkte aber vor dem Hintergrund des massiven Einbruchs der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in den Krisenländern nicht expansiv genug. Die EZB ist zwar im Prinzip in der Lage, eine Angleichung der Zinsniveaus im Euroraum herbeizuführen. Wenn von Seiten der Regierungen jedoch auf die disziplinierende Kraft der Finanzmärkte gesetzt wird, und damit zwangsläufig auch die Zahlungsunfähigkeit von Euroländern in Kauf genommen wird, statt diese auszuschließen, ist auch der Handlungsspielraum der Zentralbank begrenzt.

*Abbildung 2: Target2-Salden ausgewählter Zentralbanken des Eurosystems**

Januar 2007 – Juni 2014, in Mrd. Euro



* Die Datenreihen entstammen den Bilanzausweisen der nationalen Zentralbanken wie folgt: Deutschland − TARGET2 (netto) (Zeitreihe EU8148B); Griechenland − Target2 bzw. Target-Verbindlichkeiten (netto); Finnland − Forderungen in Zusammenhang mit Target (netto); Irland − „Andere Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems“ approximiert durch „Andere Verbindlichkeiten“ abzüglich des Betrags, um den diese die Target2-Verbindlichkeiten am Ende des Vorjahres überstiegen; Italien − andere Forderungen/Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems (netto); Niederlande − Target2 (netto); Portugal − Täglich fällige Verbindlichkeiten gegenüber MFIs in anderen Euroraum-Ländern; Spanien − Einlagen MFIs anderer Euroraumländer (Reihe 7.94).
Quellen: nationale Zentralbanken

Der Euroraum benötigt eine funktionsfähige Geldpolitik. Zwar besteht die Möglichkeit, dass die Euroländer in einem günstigen weltwirtschaftlichen Umfeld mithilfe einer kräftigen Exportnachfrage aus der Krise gelangen. Das weltwirtschaftliche Umfeld ist aber wirtschaftspolitisch kaum zu beeinflussen und sogar eine kleine Erschütterung dieses Umfeldes könnte ein erneutes Aufflackern der Krise bewirken.

Um die makroökonomische Handlungsfähigkeit im Euroraum wieder herzustellen, müssen die Regierungen die EZB aus der schweren Situation befreien, in der sie an der Grenze ihres Mandats und daher auch nur halbherzig agiert. Dies gilt umso mehr, als das Bundesverfassungsgericht Anfang 2014 die Rechtmäßigkeit von Staatsanleihenkäufen im Rahmen des OMT-Beschlusses stark in Frage gestellt hat. Gerade auf diesem Beschluss aber basiert die aktuell stabilisierte Lage im Euroraum. Auch wenn die Kritik des Bundesverfassungsgerichts in Bezug auf die Selektivität von OMT und der vermuteten monetären Staatsfinanzierung durch Staatsanleihenkäufe entkräftet werden können (Tober 2014b), so identifiziert das Bundesverfassungsgericht doch den wunden Punkt:

> „Der OMT-Beschluss dürfte sich daher auch nicht als Maßnahme zu Unterstützung der Wirtschaftspolitik der Union rechtfertigen lassen“ (BVerfG, 2 BvR 2728/13, 14.01.2014)

Das ist die Kernfrage: Hat die EZB die allgemeine Wirtschaftspolitik der Euroländer unterstützt oder hat sie diese nicht vielmehr ersetzt? Nur Ersteres ist in Einklang mit dem EU-Vertrag. Zwar kann man, wie der Bundesverfassungsrichter Gerhardt in seinem Minderheitsvotum, argumentieren, dass die Regierungen durch die Billigung des Beschlusses gezeigt haben, dass der OMT-Beschluss in Einklang mit der allgemeinen Wirtschaftspolitik steht (Gerhardt 2014). Mit der Betonung des Zinses als Disziplinierungsinstrument und der Einführung von Umschuldungsklauseln verfolgen die Regierungen allerdings einen Ansatz, der die Staatsanleihen des Euroraums als risikoreiche Aktiva klassifiziert und damit Staatsanleihenkäufen der Zentralbank im Prinzip entgegensteht. Kommt es zu einem erneuten Vertrauensverlust, ist die Handlungsfähigkeit der EZB daher gegenwärtig stark eingeschränkt.

5. Budgetdefizite, Schuldenstandsquote und Produktionspotential

Eine reibungslose Transmission geldpolitischer Impulse erfordert in einer Währungsunion, dass die Staatsanleihen aller beteiligten Länder als sichere Aktiva akzeptiert werden. Daher sind institutionelle Regelungen im Euroraum sinnvoll, die frühzeitig auf eine unsolide Fiskalpolitik bzw. potentielle Zahlungsschwierigkeiten von Eurostaaten hinweisen und eine fiskalpolitische Korrektur erforderlich machen.

Auch unabhängig von einem möglichen Vertrauensverlust gibt es gute Argumente gegen eine hohe staatliche Schuldenstandsquote. Je höher die öffentlichen Schulden, desto höher ist der Anteil der Einnahmen, die der Staat für Zinszahlungen aufbringen muss und der daher nicht für andere staatliche Aufgaben zur Verfügung steht. Bei einer hohen Verschuldung ist zudem der fiskalpolitische Spielraum geringer, da die Gefahr besteht, durch Budgetdefizite in eine Region zu geraten, bei der die Schuldenbedienung schwierig wird. Es gibt aber auch Argumente gegen einen zu geringen Schuldenstand des Staates. So wäre es ökonomisch nicht zu rechtfertigen, öffentliche Investitionen nur aus Steuermitteln zu finanzieren, da diese in der Regel über einen langen Zeitraum Erträge abwerfen bzw. in manchen Fällen, insbesondere bei Ausgaben für Forschung und Entwicklung sowie Bildung auch erst in der Zukunft. Auch die Nachfrage nach sicheren Wertanlagen spricht gegen eine geringe Staatsverschuldung (von Weizsäcker 2010). Ökonomische Kriterien für ein optimales Niveau der Schuldenstandquote wurden bisher nicht entwickelt. Man kann jedoch die Bedingungen dafür formulieren, dass eine Schuldenstandsquote stabil bleibt bzw. auf einen bestimmten Wert konvergiert.

Mit dieser Zielsetzung wurden die fiskalischen Kriterien für den Maastricht-Vertrag hergeleitet: Unter der Annahme eines nominalen Wachstums von 5 % konvergiert die Schuldenstandsquote auf 60 % (Schulden-Kriterium), wenn dass jährliche Budgetdefizit durchschnittlich 3 % (Defizit-Kriterium) beträgt. Ein nominales Wachstum von 5 % erscheint aktuell wenig realistisch. Man kann die Rechnung aber unter beliebigen Annahmen durchspielen. Geht man beispielsweise von einem nominalen Wachstum in Höhe von 3,5 % aus – 1,6 % reales Wachstum plus 1,9 % Inflationsrate – so ließe ein durchschnittliches Budgetdefizit von 3 % die Schuldenstandsquote auf 86 % konvergieren. Wird dem-