

Gunther Tichy

Die Staatsschuldenkrise: Ursachen und Folgen

Die nahezu weltweite Staatsschuldenkrise steht derzeit im Zentrum der medialen und politischen Diskussion. Ihre Ursachen wurden von Politik und Medien lange zu eng gesehen, und demgemäß wurden oft eindimensionale Lösungen vorgeschlagen. Auf den Ministerkonferenzen der EU im Oktober und Dezember 2011 setzte sich erstmals ein etwas breiterer Ansatz durch und damit ein wichtiger Schritt zur Bereinigung der unmittelbaren Probleme. Straffere Fiskalpolitik und umfangreichere Mittel zur Intervention sind wichtige Schritte. Eine nachhaltige Lösung muss jedoch breiter ansetzen und verschiedene Konstruktionsmängel beseitigen, die die Heterogenität der Währungsunion aufwirft. Ohne Elemente einer Transferunion in konjunktureller wie struktureller Hinsicht wird man auf längere Sicht nicht auskommen; weiters gilt es die Länder der südlichen Peripherie wettbewerbsfähig zu machen, ihr Schuldenniveau zu verringern und das Problem der Realzinsunterschiede zu lösen, die der einheitliche Nominalzinssatz angesichts unvermeidlich höherer Inflationsraten in Ländern aufwirft, die mit dem Preis- und Einkommensniveau der wohlhabenden Mitgliedsländer gleichziehen.

Begutachtung: Karl Aiginger, Franz R. Hahn, Thomas Url • Wissenschaftliche Assistenz: Nora Popp, Andrea Sutrich • E-Mail-Adressen: Gunther.Tichy@wifo.ac.at, Andrea.Sutrich@wifo.ac.at

Die Staatsschulden der meisten europäischen Länder explodierten in den 2000er-Jahren geradezu, in manchen Ländern stiegen die Zinskosten trotz lockerer Geldpolitik dramatisch. In der öffentlichen Meinung und den Medien wird dafür zumeist die expansive Ausgabenpolitik der Staaten verantwortlich gemacht; das ist zu eng gesehen. Die "Staatsschuldenkrise" ist ein komplexes Phänomen; es entstand aus dem Zusammentreffen unterschiedlicher Ursachen, die letztlich eine Vertrauenskrise auf den Finanzmärkten auslösten. Zum Überwiegenden Teil ist die stark steigende Staatsverschuldung der letzten Jahre Folge der Finanzmarktkrise, einerseits der Steuerausfälle und Stimulierungsprogramme zur Überwindung der krisenbedingten Rezession, andererseits der Aufwendungen zur Sicherung des Finanzsektors. Die Vertrauens- und damit Schuldenkrise betrifft keineswegs alle Länder des Euro-Raumes und hängt auch nicht direkt mit der jeweiligen Staatsschuldenquote zusammen: In zumindest zwei der am stärksten betroffenen Länder lag diese zu Beginn der Krise unter dem Durchschnitt des Euro-Raumes, während manche hochverschuldeten Länder von der Vertrauenskrise – jedenfalls zunächst – nicht erfasst wurden. Vielmehr betraf der Vertrauensverlust ausschließlich Länder an der europäischen Peripherie, deren Wettbewerbsfähigkeits- und Strukturprobleme keineswegs neu, zuvor jedoch nicht genügend beachtet worden waren. Sie entstanden zum Teil aus falscher Wirtschaftspolitik der betroffenen Länder, zum Teil aus Konstruktionsmängeln der Währungsunion. Die aus der Finanzierungs Krise dieser Länder resultierenden Probleme wurden durch die zögernde und unzureichende Gestaltung der Hilfsprogramme der Euro-Länder verstärkt, sodass die schon aus der Finanzmarktkrise stammende Vertrauenskrise auf den Finanzmärkten intensiviert und perpetuiert wurde und die Gefahr eines Übergreifens auf andere Länder besteht.

Die zusätzlichen Ausgaben der Staaten und die daraus resultierenden steigenden Schuldenquoten waren weniger das Resultat aus dem Ruder gelaufener Staatsausgaben als vielmehr direkte und indirekte Folgen der Finanzmarktkrise. Diese entstand bekanntlich in den USA aus dem unerwarteten Zusammentreffen mehrerer Ursachen (Aiginger, 2009, Tichy, 2009A, Url, 2010). Ausgangspunkt war ein Überangebot anlagensuchender Finanzmittel, vor allem aus den Emerging Economies, das zusammen

**Hauptursache
Finanzmarktkrise**

mit einer überexpansiven Geldpolitik eine exzessive Kreditexpansion (Hypotheken) und eine Immobilienblase zur Folge hatte. Deregulierung und neue Modelle zur Risikobewertung ermöglichten Finanzinnovationen, vor allem die Bündelung von (Hypothekar-)Krediten und deren Verkauf in Tranchen unterschiedlichen Risikos (Hahn, 2010). Hinzu kam eine erhebliche Unterschätzung der Risiken, generell aufgrund der Erfahrung der stabilen Periode der Great Moderation, speziell mangels geeigneter Modelle zur Abschätzung gebündelter Risiken (Colander *et al.*, 2009). Verstärkt wurde diese Unterschätzung des Risikos durch die dramatische, zum Teil durch Gewinninteressen bedingte Überbewertung der Kreditbündel durch die Ratingagenturen: Benmelech – Dlugosz (2009) fanden in einem Datensatz von fast 4.000 Tranchen von Collateralized Loan Obligations (CLO), dass vier Fünftel AAA-Ratings erhielten, obwohl das durchschnittliche Rating der zugrunde liegenden Kredite mit B+ 10 von 20 Stufen darunter lag – kein Wunder, dass diese AAA-gerateten Papiere 2007 und 2008 70% ihres Wertes einbüßten (Pagano – Volpin, 2009).

Als nach ersten Anzeichen im September 2007 (Abzug von Kundengeldern bei Northern Rock) die Übernahme von Bear Stearns (März 2008) und der Konkurs von Lehman Brothers (September 2008) das Risikopotential dieses Systems enthüllten, war das für alle Beteiligten eine schockierende Überraschung. Zwar hatten wissenschaftliche Untersuchungen seit Anfang der 2000er-Jahre vielfach auf Elemente der Instabilität des Finanzsystems hingewiesen (für einen Überblick siehe Tichy, 2010), und den monetären Behörden war die Art, keineswegs jedoch das Ausmaß dieser Risiken durchaus bewusst (Tichy, 2011); niemand hatte jedoch das gleichzeitige Zusammentreffen einer Vielzahl dieser Risikoelemente erwartet: Es war eine Überraschung, die das Ausmaß der Krise bedingte. Wie Caballero – Kurlat (2009) nachweisen, sind Überraschungen für schwere Finanzmarktkrisen nicht bloß typisch, sondern auch konstitutiv. Aus dem Schock entstanden Unsicherheit und eine Vertrauenskrise, vor allem zwischen den Banken, die einen Zusammenbruch des Geldmarkts nach sich zogen (IMF, 2011A).

Aufgrund der weltweiten Verflechtung der Banken und vor allem infolge der umfangreichen Anlagen in US-Immobilienwerten in Form komplexer Finanzderivate griff die Krise rasch auf Europa über. Nicht bloß in den USA und auf dem mit deren Wirtschaft eng verflochtenen Finanzplatz Großbritannien erreichte die Krise systemisches Ausmaß, sondern auch in Irland, Island, Holland und Belgien, in geringerem Umfang auch in Dänemark, Deutschland und Österreich (Laeven – Valencia, 2010)¹⁾. Interessanterweise waren die Problemländer Griechenland, Spanien und Portugal von der Finanzmarktkrise als solcher zunächst *nicht* betroffen. In der aus der Bankenkrise resultierenden Vertrauenskrise benötigten jedoch Griechenland, Belgien und Irland, aber auch Österreich erhebliche Liquiditätshilfen der Zentralbank (Laeven – Valencia, 2010, S. 14); die Summe von Verlusten durch Bankinsolvenzen und staatlichen Hilfen betrug bis einschließlich 2009 in Island, Belgien, Griechenland, Frankreich und Irland mehr als die Hälfte der Bankaktiva (Laeven – Valencia, 2010, S. 18).

Der überwiegende Teil der staatlichen Schuldenexpansion ist jedenfalls eine indirekte (Konjunkturstützung)²⁾ und direkte (Bankensanierung) Folge der Finanzmarktkrise. Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IMF, 2011B) wird die Staatsschuldenquote der Industrieländer zwischen 2008 und 2015 um 38 Prozentpunkte steigen; fast die Hälfte davon (18 Prozentpunkte) resultiert aus einem Rückgang der Einnahmen (automatische Stabilisatoren), jeweils ein Sechstel aus Zinssteigerungen (7 Prozentpunkte), konjunkturstützenden Ausgaben (6 Prozentpunkte) sowie Hilfe für den Finanzsektor und Bewertungsverlusten (7 Prozentpunkte). Unbeschadet der Tatsache, dass die jüngste Schuldendynamik zum überwiegenden Teil auf die Finanzmarktkrise zurückzuführen ist, ist allerdings festzuhalten, dass das Niveau der Staatsschulden schon zuvor relativ hoch war, wichtige Staaten auch in Perioden guter

¹⁾ Laeven – Valencia (2010) definieren eine systemische Krise als Zusammentreffen von mindestens drei der folgenden Kriterien: Liquiditätsstützung von mindestens 5% der Auslandsanlagen und -verpflichtungen, Kosten der Bankenrestrukturierung von mindestens 3% des BIP, erhebliche Bankenverstaatlichung, erhebliche Bankengarantien, erhebliche Käufe von Bankaktiva und Abhebungssperren bzw. Bankfeiertage.

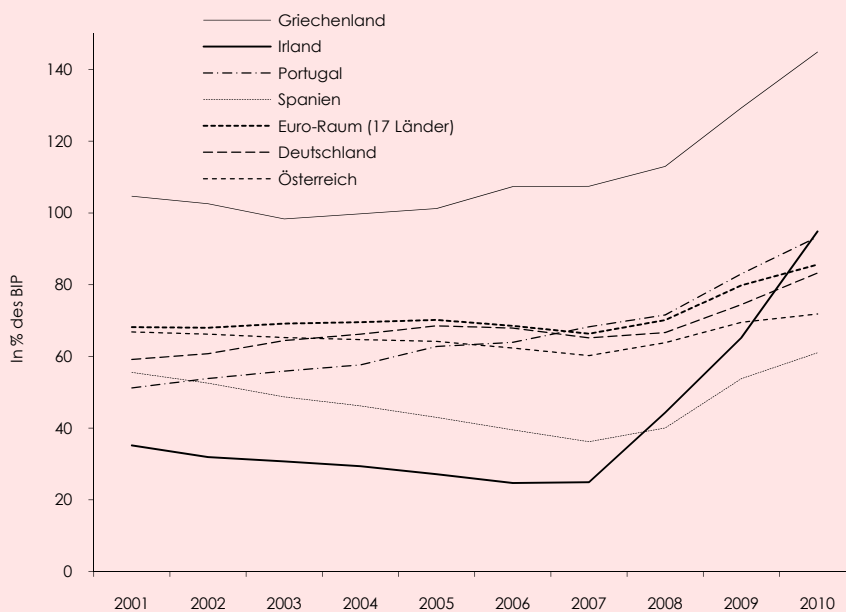
²⁾ Siehe dazu Breuss – Kaniowski – Schratzenstaller (2009).

Konjunktur nichts gegen das strukturelle und vielfach steigende Budgetdefizit unternehmen und die Krisenbekämpfung durch das hohe Schuldenniveau erschwert wurde.

Die vier Länder an der Peripherie des Euro-Raumes, die inzwischen zum Inbegriff der Staatsschuldenkrise geworden sind (Griechenland, Portugal, Spanien, Irland), wurden von der Finanzmarktkrise eher spät getroffen: Die Finanzmärkte verlangten erst im Laufe des Jahres 2009 einen merklichen Zinsaufschlag, und die Ratingagenturen setzten ihre Bewertungen nicht vor dem Frühjahr 2009 herab, doch selbst dann bloß vereinzelt und zögernd. Erst im Laufe des Jahres 2010 und vor allem im Winter 2011 kam es zu massiven Herabstufungen über mehrere notches (Bewertungsstufen der Ratingagenturen; Tichy, 2011, Url, 2011). Die späte und zuletzt massive Reaktion von Märkten wie Agenturen überrascht, denn die Probleme der Länder kamen keineswegs überraschend. Die Wirtschaftslage der Peripherie des Euro-Raumes hatte sich bereits zwischen 2002 und 2008 deutlich verschlechtert: Das Leistungsbilanzdefizit explodierte in Griechenland in dieser Periode von 6,5% auf 14,8% des BIP, in Portugal von 8,2% auf 12,7%, in Spanien von 3,2% auf 9,7% und in Irland von 0,9% auf 5,8%. Der starke Anstieg der Lohnstückkosten verschlechterte die Wettbewerbsfähigkeit in Griechenland und Portugal. Die Haushaltsverschuldung stieg in allen vier Ländern kräftig. Das Budgetdefizit allerdings blieb bis 2007 in Spanien und Irland unter der Maastricht-Grenze, überschritt sie zwar in Griechenland und Portugal, begann jedoch erst ab 2008 kräftig zu steigen, dann aber in allen vier Ländern. Die Staatsverschuldung (Abbildung 1) überstieg 2007 bloß in Griechenland und Portugal die Maastricht-Kriterien, in den anderen zwei Ländern lag sie deutlich darunter.

Sonderproblem europäische Peripherie

Abbildung 1: Staatsschuldenquote ausgewählter Länder



Q: Europäische Kommission (2011).

Die Probleme der europäischen Peripherie waren somit höchstens zum Teil eine Krise der Staatsverschuldung; zentrales Element war eine Strukturkrise, charakterisiert durch den Verlust der Wettbewerbsfähigkeit als Folge des raschen Lohnkostenanstiegs und ungenügender Anpassung des Angebotes an die internationale Nachfrage³⁾. Niedrige Realzinssätze bewirkten eine exzessive Ausweitung der Privatkredi-

³⁾ Wie Breuss (2011) zeigt, hatte die Verschlechterung der Lohnstückkostenposition (relativ zu den anderen Ländern des Euro-Raumes) in Griechenland, Portugal und – in einem geringen Ausmaß – in Spanien ein deut-

te, eine überhöhte Nachfrage vor allem nach Importgütern und einen spekulativen Immobilienboom. Die Probleme bauten sich im Laufe der Jahre allmählich auf, waren insofern vorhersehbar und wurden auch tatsächlich erkannt (Tichy, 2010, 2011), doch weder Politik noch Märkte noch Ratingagenturen reagierten rechtzeitig.

Übersicht 1: Indikatoren für Griechenland, Irland, Portugal und Spanien seit 2002

	Griechenland			2002	Irland 2008	2010	2002	Portugal		2002	Spanien	
	2002	2008	2010					2008	2010		2008	2010
	In % des BIP											
Leistungsbilanzdefizit	- 6,5	-14,8	-10,6	- 0,9	- 5,8	+ 0,5	- 8,2	-12,7	- 9,9	- 3,2	- 9,7	- 4,6
Finanzierungssaldo des Staates	- 4,8	- 9,8	-10,6	- 0,4	- 7,3	-31,3	- 2,9	- 3,6	- 9,8	- 0,2	- 4,5	- 9,3
Staatsschulden	103	113	145	32	44	95	54	72	93	53	40	61
Verschuldung der privaten Haushalte	20 ¹⁾	55	65	.	117	125	75 ¹⁾	102	106	55 ¹⁾	89	92
Sparquote der privaten Haushalte		0 ²⁾		2,4	0 ²⁾			0,7 ²⁾			3,6 ²⁾	
	Anteile in %											
Überschuldete Haushalte ³⁾			55			25			45			30
	Prozentpunkte											
Zinsspread ⁴⁾	+ 0,2	+ 0,5	+ 5,5	+ 0,1	+ 0,2	+ 2,2	+ 0,1	+ 0,2	+ 1,8	+ 0,0	+ 0,1	+ 0,7
	Ratings											
Moody's	A2	A2	Ba1	Aaa	Aaa	Baa1	Aa2	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa1
Standard & Poors	A+	A+	BB+	AAA	AAA	A	AA	AA	A-	AAA	AAA	AA
Fitch	A	A	BBB-	AAA	AAA	BBB+	AA	AA	A+	AA+	AAA	AA+
		Ø 2001/ 2007	Ø 2007/ 2010		Ø 2001/ 2007	Ø 2007/ 2010		Ø 2001/ 2007	Ø 2007/ 2010		Ø 2001/ 2007	Ø 2007/ 2010
	Jährliche Veränderung in %											
BIP, real		+ 4,1	- 2,3		+ 5,1	- 3,5		+ 1,0	- 0,4		+ 3,4	- 1,0
Verbraucherpreisindex		+ 3,4	+ 3,4		+ 3,1	- 0,1		+ 2,8	+ 1,0		+ 3,3	+ 2,0
Lohnstückkosten ⁵⁾		+ 6,2	+ 4,7		- 1,1	- 8,4		+ 1,1	+ 2,5		+ 2,8	+ 1,6
		2002/ J _{max} ⁶⁾	J _{max} ⁶⁾ / 2010		2002/ J _{max} ⁶⁾	J _{max} ⁶⁾ / 2010		2002/ J _{max} ⁶⁾	J _{max} ⁶⁾ / 2010		2002/ J _{max} ⁶⁾	J _{max} ⁶⁾ / 2010
	Veränderung gegenüber dem Jahr des Höchstwertes in %											
Immobilienpreise Jahr des Höchstwertes		+35 2008	- 8		+75 2006	-36		+100 2008	- 8		+65 2009	- 0

Q: Cecchetti – Mohanty – Zampolli (2011), Europäische Kommission (2011), OECD (2011A, 2011B), Tichy (2011), ZEW (2011), WIFO-Berechnungen. – 1) 2000. – 2) 2007. – 3) Anteil der privaten Haushalte mit finanziellen Problemen, 2009. – 4) Differenz zum Zinssatz für zehnjährige Staatsanleihen des Euro-Raumes (Durchschnitt des Euro-Raumes 2002: 4,9%, 2008: 4,3%, 2010: 3,8%). – 5) Sachgütererzeugung. – 6) Jahr des jeweiligen Höchstwertes.

Irland wurde von der OECD (2001C) bereits im Länderbericht 2001 vor den Folgen eines Anstiegs der Hauspreise gewarnt, hinter dem nicht bloß eine Zunahme der Nachfrage, sondern vor allem Spekulation und unzureichende Infrastruktur stünden; 2003 verwies die OECD auf die Strukturprobleme nach dem Ende des IT-Booms ("the era of the Celtic tiger is over") und auf die Notwendigkeit einer Anpassung an das künftig dauerhaft niedrigere Wachstum (OECD, 2003B). 2008 sprach sie (OECD, 2008B) in einem eigenen Kapitel "Banks in Prudence" die Risiken an, die sich aus der ausufernden Expansion der Bankkredite ergaben, aus der steigenden Haushaltsverschuldung (auf das Doppelte des Einkommens) und aus der exzessiven Refinanzierung der Banken auf dem Geldmarkt. Die Verdopplung des irischen Budgetdefizits zwischen 2008 und 2010 ist der Bankensanierung zuzuschreiben, die sich als besonders teuer erwies.

lich höheres Leistungsbilanzdefizit zur Folge als in anderen Ländern. Die Strukturprobleme gehen somit über Lohn- und Produktivitätsprobleme weit hinaus.

Griechenland gehört wie Portugal zu den Ländern, die zwar die Eintrittskriterien zur Währungsunion formal erfüllten (und selbst das ist bei Griechenland wenig klar), keineswegs jedoch die Kriterien, die die akademische Diskussion über die Voraussetzungen zur Teilnahme an einer Währungsunion herausgearbeitet hatte (Mundell, 1961, McKinnon, 1963, Kenen, 1969). Dazu kamen Strukturprobleme und eine problematische Wirtschaftspolitik. Bereits 2001 wies die OECD (2001B) auf den zunehmenden Ausgabendruck hin und stellte ein Jahr später fest, dass Griechenland trotz raschen Wachstums ein Budgetdefizit von 4,8% des BIP nicht vermeiden konnte (OECD, 2002); zugleich kritisierte sie die geringe Reallohnflexibilität und die exzessiven Lohnsteigerungen im öffentlichen Dienst. 2005 bezeichnete sie das griechische Wachstum vor allem als Folge der staatlichen Defizitpolitik (OECD, 2005), und ein Jahr darauf betonte sie den kontinuierlichen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und die hohe Inflationsrate: "Relatively high inflation implies low real interest rates, which fuel domestic demand. However, losses in competitiveness may ultimately undermine growth performance" (OECD, 2006A). Der Mangel an Wettbewerbsfähigkeit hat auch mit der unzureichenden Industriestruktur Griechenlands und einer mangelhaften Verwaltung zu tun⁴⁾.

Portugal hatte sehr viel geringere Probleme mit dem Budgetdefizit und der Staatsfinanzierung, wohl aber Probleme mit abnehmender Wettbewerbsfähigkeit, geringer Haushaltssparquote und erheblicher Haushaltsverschuldung (OECD, 2004), wie in Griechenland Folge der inflationsbedingt niedrigen Realzinssätze. Das primär auf kreditfinanzierter Inlandsnachfrage basierende Wachstum konnte nicht nachhaltig sein. "Portugal's economic performance has deteriorated markedly since 2000, with the slowdown turning out to be more severe and prolonged than in most other OECD countries. This lack of resilience reveals structural weaknesses" (OECD, 2006B).

Spanien hatte vor 2008 gleichfalls kein Budgetproblem. Sein Wachstum basierte wie in Portugal großteils auf steigender Haushaltsverschuldung. Die OECD (2001A, 2003A) verwies schon früh auf den mäßigen Produktivitätsfortschritt und forderte Reformen auf dem Immobilien- und Arbeitsmarkt, vor allem ein einfacheres Verfahren der Kollektivvertragsverhandlungen. 2007 vermerkte sie "the very rapid rise in household debt and property market prices . . . could jeopardise macroeconomic stability" (OECD, 2007) und ein Jahr später "the long period of virtually uninterrupted strong growth since the early 1990s has ended. This is likely to bring about lasting and profound economic changes. Housing construction is slowing sharply from an unsustainable level, and private consumption is also adjusting to more restrictive conditions in financial markets at home and abroad. . . . The exposure of the unincorporated, private domestic savings banks – which hold about half of total banking-sector assets and are, as any other bank, under the supervision of the Bank of Spain – is higher than that of other commercial banks" (OECD, 2008A).

Die kurze Analyse der vier Länder bestätigt, was Aiginger (2011) aus einer Untersuchung von 37 Industrie- und Schwellenländern schließt: Zunehmende Leistungsbilanzdefizite, Kreditwachstum⁵⁾ und vorhergehendes Nachfragewachstum sind üblicherweise Vorboten einer Krise, nicht hingegen ein Anstieg der Staatsfinanzen. Unter den hier untersuchten Ländern an der Peripherie des Euro-Raumes war zwar in Griechenland die expansive Budgetpolitik eine wichtige Ursache der Probleme, abgeschwächt auch in Irland, nicht jedoch in Spanien und Portugal. Mangelnde Wettbewerbsfähigkeit, Strukturprobleme sowie die durch niedrige Realzinssätze bedingte Expansion der Kredite an Private und die dadurch ausgelöste Immobilienblase erwiesen sich als zentral für die zunehmend problematische Entwicklung in diesen Ländern. Weder die EU noch die nationale Politik reagierte jedoch auf die kontinu-

⁴⁾ Griechenland weist die niedrigste Industriequote aller EU-Länder auf und verzeichnet kaum ausländische Direktinvestitionen; es gelingt weder Steuersünder ausfindig zu machen noch Pensionszahlungen an bereits Verstorbene zu vermeiden. Insofern enthält die griechische Schuldenproblematik erhebliche Elemente eines Sonderfalls und darf nicht verallgemeinert werden.

⁵⁾ Die wissenschaftliche Literatur (Borio – Drehman, 2008) zählt die Kreditexpansion als solche, keineswegs bloß die Expansion der Kredite an den Staat, zu den wichtigen Ursachen aller Finanzmarktkrisen – nicht bloß dieser; dieses Wissen wird von der öffentlichen Diskussion aber ignoriert.

ierliche Verschlechterung der fundamentalen Indikatoren⁶⁾; offenbar vertrauten sie dem erhofften Wachstum und der Selbstregulierungskraft des Finanzmarktes. Doch entgegen der Hoffnung von Wirtschaft, Politik und Teilen der Wissenschaft, der Markt würde eine Politik des überzogenen Budgetdefizits sofort durch höhere Zinssätze bestrafen, änderten sich die Aufschläge (Spreads) erst viel zu spät. Auch die Ratingagenturen reagierten nicht rascher (Tichy, 2011, *Url*, 2011).

Warum Märkte und Agenturen stark verzögert reagierten, ist keineswegs geklärt: Für die Hypothese, sie hätten auf eine Rettungsaktion (Bail-out) durch die Länder des Euro-Raumes gehofft, sprechen die exzessiven Herabstufungen (Downgradings) ab Spätherbst 2010, als eine solche Lösung zunehmend unsicher wurde. Allerdings kann diese Hypothese die unterschiedliche Bewertung der vier Staaten an der Peripherie des Euro-Raumes durch die Ratingagenturen in der Periode zwischen deren Eintritt in die Währungsunion und Anfang 2009 kaum erklären⁷⁾: Es ist schwer vorstellbar, dass die Investoren glaubten, die EU-Mitglieder wären zu einem Bail-out von Spanien eher bereit gewesen als von Griechenland; überdies sollte ihnen bewusst (gewesen) sein, dass ein Bail-out wenig hilft, wenn ein Land erhebliche Strukturprobleme hat, wie sie in den Fehlinvestitionen, der mangelnden Reallohnflexibilität und den Problemen mit der Wettbewerbsfähigkeit der Länder an der südlichen Peripherie des Euro-Raumes deutlich zum Ausdruck kamen. Jedenfalls enthielten Transaktionen, die auf der Hypothese eines Non-Bail-out basierten, ein markantes Spekulationsmotiv (nämlich Spekulation auf ein "vertragswidriges" Bail-out). Manches scheint eher für die Hypothese zu sprechen, dass die späte Reaktion von Märkten wie Ratingagenturen mit einem relativ kurzen Planungszeitraum der Marktteilnehmer zu erklären ist⁸⁾ und den Ratingagenturen die üblichen Prognosefehler unterliefen: Prozyklik, Wendepunktfehler, Unterschätzung der Amplitude von Ausschlägen und Vernachlässigung politischer Elemente; nicht zuletzt scheiterten sie an der Unmöglichkeit, Überraschungen (Schocks) vorherzusehen (Tichy, 2011). Neben den Prognosefehlern von Politik, Märkten und Agenturen erkannte wohl keiner der Akteure die Konstruktionsmängel der Währungsunion und noch weniger die Handlungsbeschränkungen, denen Teilnehmer einer Währungsunion unterliegen.

Nicht die Finanzmarktkrise als solche löste also die Staatsschuldenkrise der Länder an der Peripherie des Euro-Raumes aus, sondern der aus ihr resultierende *Vertrauensverlust*. Zwei Komponenten müssen dabei unterschieden werden: Erstens schwand das Vertrauen, weil sich die Politik von Mitgliedsländern, EU und IWF als zu schwerfällig erwies, um auf die Probleme rechtzeitig und in ausreichender Stärke zu reagieren (siehe dazu weiter unten sowie Tichy, 2011). Zweitens schwand das Vertrauen auch deswegen, weil Mängel, die von Marktteilnehmern und Ratingagenturen zuvor durchaus akzeptiert oder jedenfalls ignoriert worden waren, plötzlich markant negative Erwartungen auslösten: So etwa wurden anhaltende Leistungsbilanz- und Budgetdefizite der Länder an der Peripherie des Euro-Raumes lange Zeit nicht als problematisch eingeschätzt und zogen demgemäß auch keine erhöhten Zinsaufschläge nach sich; man vertraute den Ländern und ihrem Wachstumspotential trotz ihrer Probleme und hielt sie weiterhin für kreditwürdig. 2010 änderte sich dies plötzlich: Das Budgetdefizit und die daraus resultierende Verschuldung wurden zu dem relevanten Kriterium der Bewertung; das Vertrauen in die Staaten schwand, obwohl sich an den grundlegenden Problemen nichts geändert hatte. In letzter Zeit scheint sich ein neuerlicher Wandel der Erwartungen anzubahnen, da die Märkte, wie nicht zuletzt die Talfahrt der Aktienkurse zeigt, über die Gefahr einer Rezession offenbar mehr besorgt sind als über Schulden und Budgetdefizite (siehe dazu weiter unten).

⁶⁾ Letzteres mag zur Ursache haben, dass in dieser Zeit auch große EU-Länder (anders als die mittleren) gegen die Maastricht-Kriterien verstießen.

⁷⁾ Irland und Spanien AAA, Portugal AA (d. h. zwei Stufen niedriger) und Griechenland A+ (abermals zwei Stufen niedriger).

⁸⁾ Gerade in Perioden der Unsicherheit ist der Planungshorizont kurz; so meint etwa der Chefhändler von DME Securities an der New Yorker Börse: "Eine solche Nervosität, wie sie jetzt durch die Schuldenkrise in Europa hervorgerufen wurde, habe ich nur selten erlebt. Es gibt nur noch Daytrader. Keiner kauft mehr Aktien, um sie zwei Jahre lang zu halten. Zu unsicher" (Valdes, 2011).

Die Ausgabefreudigkeit von Parlamenten und Regierungen wird weithin als die wichtigste Ursache der gegenwärtigen Staatsschuldenkrise gesehen. Das ist bloß teilweise richtig. Die Staatsschuldenquote stagnierte im Durchschnitt des Euro-Raumes zwischen 2001 und 2006 bei rund 68%, ging bis zum Ausbruch der Finanzmarktkrise jedoch sogar leicht zurück (2007: 66%); ähnlich sank sie im Durchschnitt der EU 27 von 61% auf 59% (2007) und zog erst 2008 an. Die Problemländer Spanien und Irland konnten ihre Schuldenquote zwischen 2001 und 2007 sogar erheblich verringern (um 19 bzw. um 10 Prozentpunkte). In Österreich sank die Schuldenquote in diesen Jahren ebenfalls (fast –7 Prozentpunkte). Nur in den zwei dominierenden EU-Ländern Deutschland und Frankreich sowie in den Problemländern Portugal und Griechenland stieg die Schuldenquote (Deutschland +6 Prozentpunkte, Frankreich +7 Prozentpunkte, Griechenland +3 Prozentpunkte, Portugal +17 Prozentpunkte)⁹⁾. Diese Entwicklung wurde jedoch durch die zurückhaltende Politik der anderen Länder im Euro-Raum überkompensiert. Zwar ist die Schuldenquote allein ein unzureichender Indikator: Belastungen in der Zukunft können auch aus latenten Verpflichtungen etwa für Pensionen oder Haftungen resultieren; andererseits berücksichtigt die Schuldenquote in der üblichen (Brutto-)Berechnung nicht die (realisierbaren) Vermögenswerte des Staates, die den Schulden gegenüberstehen. Die Budgetdefizite und Schuldenquoten waren zwar vor der Krise hoch und hätten in der Phase relativ guter Konjunktur auch stärker gesenkt werden können, sie nahmen aber nicht zu und waren daher auch nicht Ursache der Staatsschuldenkrise. Exzessive Staatsausgaben und steigende Defizite gab es zwar in einigen Staaten, nicht aber in der EU oder im Euro-Raum als Ganzes.

Erst 2008 und vor allem ab 2009 explodierten die Schuldenquoten im Gefolge der Bankenkrise in allen EU-Ländern mit Ausnahme Bulgariens: in der EU 27 von 63% (2008) auf 80% (2010), im Durchschnitt des Euro-Raumes von 70% auf 86%. Spitzenreiter waren Großbritannien, dessen Schuldenquote sich zwischen 2007 und 2010 nahezu verdoppelte, und die Länder an der Peripherie der EU. *Laeven – Valencia* (2010, S. 22) schätzen die direkten Fiskalkosten der Bankenkrise auf knapp 6% des BIP der Industrieländer mit Spitzenwerten von rund 15% in Island und in den Niederlanden sowie rund 8% in Großbritannien und Irland. Drei Viertel der zusätzlichen Staatsausgaben im Euro-Raum dienten der Rekapitalisierung der Finanzinstitutionen. Zugleich erwiesen sich konjunkturstützende Fiskalmaßnahmen als unverzichtbar, da der Output der Industrieländer um 8% unter das Potential fiel (*Laeven – Valencia*, 2010, S. 26).

Die aus ihren Strukturproblemen resultierenden Finanzierungsprobleme der südeuropäischen Länder enthüllen Konstruktionsmängel der Europäischen Währungsunion. Schon bei deren Gründung wurden zwei potentielle Hürden diskutiert, über die man sich aus politischen Motiven jedoch hinwegsetzte: wieweit eine Währungsunion ohne politische Union überhaupt funktionieren könne und ob die gemeinsame Währung nach erfolgreichem Funktionieren der Wirtschaftsunion eingeführt werden sollte (Krönungstheorie) oder, aus eher dynamischer Sicht, schon vorher, damit die gemeinsame Währung die Bildung der Wirtschaftsunion vorantreibt (monetaristischer Ansatz)¹⁰⁾. Der damalige Kommissionspräsident Jacques Delors forcierte den monetaristischen Ansatz, um den damals stockenden Integrationsfortschritt zu beschleunigen. Angesichts der ihm durchaus bewussten Strukturunterschiede zwischen den potentiellen Teilnehmern plante er eine erhebliche Ausweitung der Struktur- und Regionalfonds und eine EU-weite Konjunkturpolitik. Dazu kam es nicht. Dennoch hätte die Währungsunion vielleicht unproblematisch funktioniert, wenn strenge Zugangskriterien die Einführung der gemeinsamen Währung auf Volkswirtschaften mit ähnlichem Entwicklungsstand und ähnlicher Struktur beschränkt hätten¹¹⁾. Politische Überlegun-

Überschätzte staatliche Defizitpolitik

Handlungsdefizite der EU-Politik

⁹⁾ Auch in den USA und in Japan erhöhte sich die Schuldenquote beträchtlich (+8 bzw. +23 Prozentpunkte).

¹⁰⁾ Die Namensgebung ist irreführend, da gerade die Monetaristen die Krönungstheorie vertraten.

¹¹⁾ In einer Simulation zeigte *Breuss* (1997) lange vor der Einführung des Euro, dass eine kleine Währungsunion (Belgien, Niederlande, Österreich, Frankreich, Deutschland) am *Status-quo* kaum etwas ändern würde, wogegen eine große zu einer Polarisierung führen würde (ähnlich auch *Breuss*, 1998).

gen standen dem jedoch entgegen. Die Regeln wurden dem heterogenen Teilnehmerkreis nicht angepasst; die Zulassungskriterien des Maastricht-Vertrages spiegeln das Konzept einer engen, statischen Sicht einer funktionsfähigen Währungsunion wider, und selbst sie wurden in den Beitrittsverhandlungen sehr extensiv interpretiert.

Die Mitglieder verloren durch die Währungsunion zwangsläufig die Möglichkeit einer eigenständigen Geldpolitik, woraus sich angesichts ihrer Heterogenität zumindest drei Problemkomplexe ergaben:

- Erstens verstärkte der einheitliche Nominalzinssatz die Struktur- und vor allem die Konjunkturprobleme: Für die Länder an der Peripherie der EU bedeutete der EU-weit einheitliche Nominalzinssatz einen zu niedrigen Realzinssatz¹²⁾, der übermäßige Haushaltsverschuldung und Immobilienpreisblasen auslöste. In Deutschland hingegen bedeutete er einen überhöhten Realzinssatz, der vielfach für die Arbeitsmarktprobleme verantwortlich gemacht wurde.
- Zweitens müssen sich die Teilnehmer einer Währungsunion in einer Währung verschulden, deren Kurs sie selbst nicht kontrollieren können. Selbst Gerüchte über Probleme der Staaten können daher selbsterfüllend sein: Sie bewirken einen Abzug der Gelder der Investoren und deren Anlage in einem anderen Land des Euro-Raumes, was zwangsläufig Liquiditäts- und Zahlungsbilanzprobleme mit sich bringt. Mangels Möglichkeit einer Abwertung muss das bedrohte Land zu einer restriktiven Budgetpolitik greifen; das Wachstum wird gebremst, Beschäftigung und Steuereinnahmen sinken, das Budgetdefizit steigt und erzwingt unter Umständen weitere Restriktion und in weiterer Folge möglicherweise sogar Solvenzprobleme (Kopf, 2011).
- Drittens verloren die Länder die Möglichkeit, auf Fehler der Wirtschaftspolitik und externe Schocks mit einer Abwertung zu reagieren. Zwar war die zuvor vielfach geübte Praxis häufiger Abwertungen sicher suboptimal, doch setzt der Verzicht auf Abwertungen Alternativen, vor allem eine entsprechende Reallohnflexibilität voraus. Auch hätte die Einführung einer Währungsunion mit heterogenen Teilnehmern Regeln, insbesondere über Koordination der Wirtschaftspolitik und deren effektive Durchsetzung, Transferzahlungen bei unterschiedlicher Konjunkturlage sowie Hilfsmaßnahmen bei Finanzmarktattacken vorsehen müssen. Weiters sind Regeln über die Bewältigung von Krisen einzelner oder mehrerer Teilnehmer unverzichtbar; eine Non-Bail-out-Klausel – noch dazu unklar formuliert – reicht dazu vor allem dann nicht aus, wenn die Märkte auf Fehlentwicklungen zunächst gar nicht und anschließend sehr heftig reagieren.

Angesichts der Konstruktionsmängel der Währungsunion und der unterschiedlichen politischen Vorstellungen über die Zukunft der EU wurden Hilfsprogramme verzögert und halbherzig beschlossen, als die Staaten an der Peripherie in die Schuldenkrise gerieten. Die Entwicklung der Zinsaufschläge und das Verhalten der Ratingagenturen zeigen deutlich, dass deren zunächst mäßige Reaktionen nervös übersteigert wurden, als die beschränkte Handlungsfähigkeit der Gemeinschaft offensichtlich wurde (Tichy, 2011). "Man kann doch nicht im Juli auf einem EU-Gipfel einen Plan beschließen, um die Märkte zu beruhigen, und die Einzelheiten dann erst im Herbst ausarbeiten. . . . Es kommt der Augenblick, in dem man seine Karten schnell ziehen muss" (Delors, 2011). Das Handlungsdefizit der EU-Gremien musste von der Europäischen Zentralbank ausgeglichen werden, die in großzügiger Interpretation ihres Statuts massive Stützungskäufe tätigte. Das Vertrauen der Investoren ("der Märkte") konnte durch diese Hilfskonstruktionen bloß teilweise und temporär gestützt werden. Erst zu einem sehr späten Zeitpunkt – Ende Oktober 2011 – rangen sich die EU-Mitglieder zu Elementen breiterer Lösungsansätze durch.

¹²⁾ Die Inflationsrate ist in ärmeren und rascher wachsenden Volkswirtschaften höher ("Penn-Effekt"), sodass der Realzinssatz niedriger ist (Ravallion, 2010).

Die Immobilienkrise in den USA löste somit eine weltweite Bankenkrise aus und diese eine Rezession, aus deren Bekämpfung, gemeinsam mit den Aufwendungen zur Bankensanierung, eine Staatsschuldenkrise entstand, die weitgehend eine Vertrauenskrise der Finanzmärkte ist. Die Krise des Vertrauens wurde durch die Überraschung der Bear-Stearns- und Lehman-Brothers-Schocks ausgelöst, welche die aus Deregulierung und Finanzinnovationen entstandenen Risiken enthüllte und bewusst machte. Nicht bloß die Risikobereitschaft der Anleger, die zuvor enorm zugenommen hatte, sank plötzlich drastisch (IMF, 2011A); auch die Einschätzung des Risikos und die auslösenden Faktoren änderten sich. An den drei Phasen der Bewertung der Länderrisiken durch die Ratingagenturen lässt sich das klar ablesen (Tichy, 2011): Nach dem Eintritt in die Währungsunion wurden die Bewertungen (Ratings) der vier Länder an der Peripherie des Euro-Raumes zunächst deutlich hinaufgesetzt; eventuelle Probleme dieser Länder aus dem Verzicht auf Abwertungen wurden nicht gesehen. Diese wohlwollende Bewertung änderte sich weder, als sich Strukturprobleme, Budget- und Zahlungsbilanzdefizite in der Zeit vor der großen Finanzmarktkrise häuften, noch in den ersten eineinhalb Jahren der Finanzmarktkrise selbst. In der zweiten Phase, ab Anfang 2009, änderte sich zwar nichts an den Problemen der südeuropäischen Länder, wohl aber an der Einschätzung dieser Probleme durch Finanzmärkte und Agenturen; die Zinsaufschläge stiegen mäßig, und die Ratings wurden leicht herabgesetzt. Die dritte Phase drastischer Zinsaufschläge und Herabsetzung der Ratings von Griechenland und Irland auf Junk-Status wurde durch das zähe Ringen um Hilfsmaßnahmen ausgelöst¹³⁾; Portugal folgte.

Vertrauenskrisen auf den Finanzmärkten haben grundsätzlich eine Tendenz zur Selbstverstärkung, da exzessive Vorsicht bei Finanzierungsentscheidungen die Probleme der Schuldner weiter verschärft. Diesmal gilt das in besonderem Maß. Die EU-Hilfsprogramme sind ebenso umstritten wie die (durch deren Mängel bedingten und zwangsläufig beschränkten) Überbrückungsmaßnahmen (Käufe auf dem Sekundärmarkt) der Europäischen Zentralbank. Die Sparprogramme in den betroffenen Ländern stoßen zunehmend auf politischen Widerstand¹⁴⁾, und selbst wenn die Budgetdefizite rasch reduziert werden sollten, bleibt doch die Skepsis, ob das Niveau der Schulden – selbst nach einem Haircut für Griechenland – dauerhaft tragbar ist. Wie weiter oben ausgeführt neigen Liquiditätskrisen dazu, zu Solvenzkrisen auszuarten, wenn sich Staaten in einer Währung verschulden müssen, deren Kurs sie nicht selbst kontrollieren können; darauf sind die Hilfsmaßnahmen noch zu wenig eingestellt. Überdies wird inzwischen auch der Politik und der Wirtschaft ("den Märkten") zunehmend bewusst¹⁵⁾, dass der Versuch aller Staaten, ihr Budgetdefizit gleichzeitig zu verringern, die Konjunktur dämpft und die Steuereinnahmen sinken lässt.

Wie die Analyse schwerer Finanzmarktkrisen durch Reinhart – Reinhart (2010) zeigt, wird in deren Folge das Wachstum des Bruttonationalproduktes rund eine Dekade lang um 1 Prozentpunkt gedämpft, die Arbeitslosenquote ist um 5 Prozentpunkte höher, und die Kredit-BIP-Relation sinkt deutlich. Dass die gegenwärtige Krise von diesem traditionellen Muster nicht positiv abweicht, ist bereits jetzt deutlich zu erkennen. Dazu kommen drei weitere wachstumsdämpfende Faktoren, die die Überwindung der Staatsschuldenkrise und ihrer Folgen erschweren: Erstens ist von der aktuellen Finanzmarktkrise nicht ein Land betroffen, sondern mehrere Teilnehmer einer Währungsunion, sodass die Entscheidungsbildung ungleich schwieriger ist. Zweitens kommen die bekannten demographischen Probleme hinzu und drittens der hohe

Vertrauensverlust der Finanzmärkte

Die Überwindung der Staatsschuldenkrise

¹³⁾ So wurde etwa die EU-Hilfe für Griechenland im Mai 2010 erst zwei Tage vor der Fälligkeit einer großen Anleihe gewährt, ebenso die Oktober-Tranche 2011.

¹⁴⁾ Wie Ponticelli – Voth (2011) anhand der Daten von 28 europäischen (seit 1919) und 11 lateinamerikanischen Ländern (seit 1937) fanden, steigt die Wahrscheinlichkeit von Revolten, wenn die öffentlichen Ausgaben um mehr als 3% des BIP gekürzt werden.

¹⁵⁾ Ökonomen wiesen auf dieses Problem schon frühzeitig hin (siehe etwa Tichy, 2009B, Breuss – Kaniovski – Schratzenstaller, 2009).

Schuldenstand von Staaten und Privathaushalten¹⁶⁾. Die Politik sollte sich daher auf einen längeren Sanierungszeitraum einstellen¹⁷⁾, und die Maßnahmen werden an mehreren Punkten zugleich ansetzen müssen. Entscheidend für die Überwindung der Staatsschuldenkrise wird die Rückkehr des Vertrauens der Anleger sein. Dazu bedarf es nicht bloß eines koordinierten Maßnahmenpaketes, das die Finanzierung dieser Länder in den nächsten zwei bis drei Jahren sicherstellt, sowie der Beseitigung der Ursachen der Finanzmarktkrise; es bedarf dafür auch einer Reform der Institutionen der Eurozone, die effektive Strategien gegen Verwerfungen ermöglicht, sowie einer europäischen Strukturpolitik, die dazu beiträgt, die Wettbewerbsfähigkeit der südeuropäischen Länder wieder herzustellen.

Wie die Reaktion der Finanzmärkte (*Tichy, 2011, Uri, 2011*) zeigt, brach das Vertrauen ein, als die zögernde und unzureichende Politik der Euro-Länder offensichtlich wurde. Rasche und glaubhaft ausreichende Hilfsmaßnahmen sind daher essentiell, aber in einem Bund demokratischer Staaten außerordentlich schwierig zu realisieren: Über den Konsens der Regierenden hinaus sind entsprechende zeitaufwendige Rückkopplungsmechanismen zu den Parlamenten erforderlich. Es wird nicht leicht sein Mechanismen zu finden, die die wirtschaftspolitischen Aktionen den Märkten nicht allzu sehr nachhinken lassen. Diskussionen um einen Ausschluss oder Austritt einzelner Länder aus der Währungsunion erscheinen hingegen aus politischer Sicht wenig realistisch; die Länder an der südeuropäischen Peripherie des Euro-Raumes werden also eine längere Periode der Deflation kaum vermeiden können.

An Maßnahmen zur *Beseitigung der Ursachen der Finanzmarktkrise* wird seit Langem gearbeitet; die derzeit geplante verschärfte Regulierung der Finanzmarktinstitutionen erfasst jedoch unter dem Einfluss der Lobbys (*Igan – Misra, 2011*) keineswegs den gesamten Sektor und sieht überdies sehr lange Übergangsfristen vor. Zur raschen Wiederherstellung des Vertrauens wird das kaum ausreichen.

Als erfolgversprechende Maßnahme wird derzeit die "Schuldenbremse" diskutiert, eine in der Verfassung verankerte Beschränkung der jährlichen Nettokreditaufnahme des Staates. Da sehr viele Staaten selbst in Perioden guter Konjunktur gegen die Maastricht-Regeln verstießen und übermäßige Schulden wachstumsmindernd wirken (*Cecchetti – Mohanty – Zampolli, 2011*), und nicht zuletzt angesichts des hohen Schuldenstandes im Gefolge der krisenbedingten Mehrausgaben ist diese Diskussion nur zu verständlich. Dennoch erscheint die Konzentration auf diesen Aspekt als *zentralen Lösungsansatz* einseitig. Vier Gesichtspunkte gilt es zu bedenken:

- Die Begrenzung der Budgetdefizite ist zwar eine vielfach notwendige, aber keine hinreichende Bedingung zur Überwindung der Staatsschuldenkrise. Entgegen der häufig vertretenen Meinung sind die Ursachen der Schuldenkrise, wie oben gezeigt wurde, nicht in *generell* überzogenen Defiziten zu suchen; das trifft bloß für einige Staaten zu, keineswegs jedoch für den Euro-Raum oder die EU als Ganzes. In Spanien und Irland, zum Teil auch in Portugal waren es nicht Budgetprobleme, die die Finanzierungsprobleme auslösten, wogegen die hohen Budgetdefizite in den großen EU-Ländern, vor allem in Frankreich und Großbritannien, aber auch in Deutschland, keineswegs Finanzierungsprobleme auslösten. Eine Schuldenbremse kann daher bloß *ein* Bestandteil eines sehr viel umfangreicheren Maßnahmenpaketes sein.
- Eine Beschränkung der Fiskalpolitik engt den konjunkturpolitischen Spielraum der Staaten weiter ein, nachdem die geldpolitischen Möglichkeiten durch die Währungsunion bereits verlorengegangen sind.

¹⁶⁾ Wie *Cecchetti – Mohanty – Zampolli (2011)* zeigen, dämpfen eine Staatschuldenquote von über 85% des BIP, eine Unternehmensverschuldung von über 90% und eine Haushaltsverschuldung von über 85% des BIP das Wachstum tendenziell.

¹⁷⁾ Zu der üblichen Dauer der Überwindung einer Finanzmarktkrise und dem hohen Schuldenstand kommt gemäß der neueren Literatur (siehe etwa *Cruces – Trebesch, 2011*), dass ein Staat sich erst drei bis sechs Jahre nach einem Haircut wieder voll auf dem Kapitalmarkt finanzieren kann und zunächst auch Zinsaufschläge hinnehmen muss.

- Hinsichtlich Ausmaß und Tempo des Abbaus der Defizite sollen die Rückwirkung auf die Konjunktur und die politische Stabilität beachtet werden; eine überzogene Sparpolitik kann über Steuerausfälle kontraproduktiv, nämlich defizitsteigernd wirken. Die Finanzmärkte haben das inzwischen auch erkannt: Nachdem sie zunächst primär über Budgetdefizite und Schuldenstand besorgt waren, ängstigen sie sich jetzt offenbar stärker vor der drohenden Rezession¹⁸⁾.
- Die aktuelle Diskussion um die Schuldenbremse setzt bei einem ungeeigneten Instrument – dem Budgetdefizit – an. Sie übersieht, dass das Budgetdefizit wegen seines teilweise endogenen Charakters nicht voll unter der Kontrolle der Politik sein kann und daher als Zielgröße ungeeignet ist: Jeder Wachstumseinbruch verringert die Steuereinnahmen und vergrößert ceteris paribus das Budgetdefizit. Der Versuch, es durch restriktive Budgetpolitik zu verringern, senkt Nachfrage und Beschäftigung weiter, dämpft dadurch die Steuereinnahmen und lässt das Budgetdefizit abermals steigen¹⁹⁾. Zusätzliche Einsparungen werden erforderlich; dies kann einen Teufelskreis kontinuierlich steigender Defizite und eines damit verbundenen Verlusts an Vertrauen in die Effektivität der Budgetpolitik auslösen. Insofern müssten als Zielgröße statt des Budgetdefizits quantitative *Ausgabenziele* (absolut bzw. in Relation zum BIP) gewählt werden, da die Ausgaben – anders als das Defizit – überwiegend unter der Kontrolle der Politik sind. Die gegenwärtige Lösung wirkt eindeutig prozyklisch.

Am wichtigsten und unverzichtbar, zugleich aber auch aus wissenschaftlicher wie politischer Perspektive am schwierigsten wird die *Reform der Institutionen der Eurozone* sein. Eine Währungsunion erfordert umso komplexere Institutionen, je größer das Gebiet ist, über das sie sich erstreckt, und je größer die Unterschiede in Konjunktur (exogene Schocks), Struktur und Entwicklungsniveau sind. In der "Währungsunion" der USA wird der Mangel an konjunkturpolitischen Instrumenten der Einzelstaaten durch automatische Stabilisatoren gemildert (fiscal federalism): Ein lokaler Einkommensausfall wird durch progressive Steuern und Transfers zu einem Drittel ausgeglichen (Sachs – Sala-i-Martin, 1992, Bayoumi – Masson, 1995). Weiters werden die Beschränkungen des Handlungsspielraumes der Teilstaaten durch die "Währungsunion" in den USA dadurch gemildert, dass die Mobilität von Arbeitskräften wie von Unternehmen zwischen den Teilstaaten sehr viel größer ist als in der EU, teils aufgrund der einheitlichen Sprache und Zivilisation, teils aufgrund der abweichenden Mentalität.

In der Eurozone fehlen den USA entsprechende *konjunkturelle Ausgleichsmechanismen*. Soll eine Währungsunion mit heterogenen Mitgliedern auf Dauer bestehen und Vertrauen genießen, wird man um einen Ersatz der konjunkturpolitischen Instrumente nicht umhinkommen, die die Teilnehmer durch ihren Eintritt verloren haben. Die einheitliche Konjunktur- und Währungspolitik wird stets für einen Teil der Mitglieder zu expansiv und für einen anderen zu restriktiv sein; die üblichen geldpolitischen Instrumente stehen den teilnehmenden Staaten überhaupt nicht, fiskalpolitische bloß sehr eingeschränkt zur Verfügung. Die Probleme werden noch dadurch verschärft, dass der einheitliche Nominalzinssatz für Länder unterschiedlichen Entwicklungsniveaus unterschiedliche Realzinssätze bedeutet. Die durch die niedrigen Realzinssätze bedingten Immobilienpreisblasen in Ländern an der Peripherie des Euro-Raumes gehörten zu den wichtigsten Auslösern der Staatsschuldenkrise. Die Nachteile der Realzinsdifferenziale können vermutlich durch den Einsatz quantitativer Kreditbeschränkungen gemildert werden. Um wenigstens ansatzweise Elemente grenzübergreifender automatischer Stabilisatoren, am ehesten wohl in Form regelgebundener Transfers, wird die Währungsunion allerdings nicht herkommen.

Über Maßnahmen zum Ausgleich der Betroffenheit von Konjunkturschwankungen hinaus muss eine Währungsunion mit den Folgen der Wachstums-, Struktur- und Entwicklungsunterschiede der Teilnehmerländer zurecht kommen. Der Rettungsschirm des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM 2012) ist für den Krisenfall, vor allem

¹⁸⁾ Siehe z. B. *Financial Times* (2011), *Wall Street Journal* (2011) und *FAZ.net* (2011).

¹⁹⁾ Ein Anstieg der Beschäftigung um 1% senkt das Primärdefizit über die automatischen Stabilisatoren um etwa ½% des BIP (Andersen, 2011).

bei Finanzmarktattacken, wichtig und unverzichtbar, aber er muss durch Maßnahmen ergänzt werden, die solche Probleme erst gar nicht entstehen lassen. Die derzeit diskutierte gemeinsame Wirtschaftspolitik könnte die aus Strukturunterschieden resultierenden Probleme sogar noch verschärfen; angesichts der Entwicklungsunterschiede bedarf es differenzierter Maßnahmen. Tatsächlich gibt es in der EU auch entsprechende Kohäsionsfonds, doch ist ihr Volumen unzureichend, und sie sind zu wenig fokussiert, auf die Länder wie auf die Probleme. Gerade in den Ländern an der südlichen Peripherie wurden diese Mittel nicht für den Aufbau produktiver heimischer und ausländischer Investitionen sowie zur Produktivitätssteigerung verwendet, sondern versickerten zum Teil in nicht unmittelbar problembehebenden Bau- und Infrastrukturprojekten. Gegen die Ausweitung der Transfers besteht erheblicher politischer Widerstand unter dem Schlagwort der "Transferunion". Dabei wird übersehen, dass die EU seit ihrer Gründung tatsächlich und ganz bewusst eine Transferunion ist: Umfangreiche Transfers konservieren die Agrarstruktur, und verschiedene Kohäsionsfonds transferieren Mittel, vor allem zum Ausbau der Infrastruktur. In den südeuropäischen Ländern wäre jedoch vielfach eine Umstrukturierung der Produktion wichtiger gewesen. Bedürfen die Transfers zur Linderung der Strukturprobleme und Entwicklungsdifferenzen bloß einer Ausweitung und Fokussierung grundsätzlich bestehender Instrumente, so fehlen Transfers zur Bewältigung von Krisen in der EU weitestgehend.

Letztlich fehlen in der Währungsunion auch Regeln über die ordnungsgemäße Insolvenz von Staaten und systemrelevanten Banken, die unverzichtbar sind, wenn alle vorhergehenden Maßnahmen eine Krise nicht verhindern konnten.

Literaturhinweise

- Aiginger, K., "The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences", WIFO Working Papers, 2009, (341), <http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/36501>.
- Aiginger, K., "Why Performance Differed Across Countries in the Recent Crisis. How Country Performance in the Recent Crisis Depended on Pre-crisis Conditions", WIFO Working Papers, 2011, (387), <http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/41203>.
- Andersen, T., "The Employment and Fiscal Crisis", CESifo Forum, 2011, 12(2), S. 50-54.
- Bayoumi, T., Masson, P. R., "Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe", European Economic Review, 1995, 39(2), S. 53-274, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0014292194E0130Q>.
- Benmelech, E., Dlugosz, J., "The Alchemy of CDO Credit Ratings", NBER Working Paper, 2009, (14878).
- Borio, C., Drehmann, M., "Towards an Operational Framework for Financial Stability: 'Fuzzy' Measurement and its Consequences", BIS Working Paper, 2009, (284).
- Breuss, F., "Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der WWU in Modellsimulationen", in Baumgartner, J., Breuss, F., Kramer, H., Walterskirchen, E., Auswirkungen der Wirtschafts- und Währungsunion, WIFO, Wien, 1997, S. 39-96.
- Breuss, F., "Politische versus ökonomische Optimalität der WWU", in Beinsen, L., Kurz, H. (Hrsg.), Ökonomie und Common Sense, Leykam, Graz, 1998, S. 53-72.
- Breuss, F., "EU-Wirtschaftsregierung. Eine notwendige aber nicht hinreichende Bedingung für das Überleben der Eurozone und des Euro", FIW Policy Brief, 2011, (12).
- Breuss, F., Kaniovski, S., Schratzenstaller, M., "Gesamtwirtschaftliche Effekte der Konjunkturbelebungsmaßnahmen", WIFO-Monatsberichte, 2009, 82(9), S. 675-686, <http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/36767>.
- Caballero, R. J., Kurlat, P., "The 'Surprising' Origin and Nature of Financial Crises: A Macroeconomic Policy Proposal", Jackson Hole Symposium, 2009, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2009/papers/caballeroKurlat.08.24.09.pdf>.
- Cecchetti, S., Mohanty, M., Zampolli, F., "The Real Effects of Debt", BIS Working Paper, 2011, (352), <http://www.bis.org/publ/work352.pdf>.
- Colander, D., Föllmer, H., Haas, A., Goldberg, M., Juselius, K., Kirman, A., Lux, T., Sloth, B., "The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics", Kieler Institut für Weltwirtschaft, Working Paper, 2009, (1489), http://www.irg-project.org/fileadmin/publications/PUBLIC/Events/Learning_from_Financial_Crisis.pdf.
- Cruces, J., Trebesch, C., "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts", CESifo Working Paper, 2011, (3604).
- Delors, J., Die Zeit, 1. September 2011, S. 31.
- Europäische Kommission, DG ECFIN, AMECO-Datenbank, http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm?CFID=561884&CFTOKEN=99299bfc3cb24ffd-10EF7BA1-9DF1-497B-FD17F5DB5484AD03&jsessionid=24068dcd2329a5d552934 (abgefragt am 10. November 2011).
- FAZ.net, "Die Welt vor der Rezession", 6. August 2011, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/boersenchaos-die-welt-vor-der-rezession-11104970.html>.
- Financial Times, "Why we must listen to what bond markets are telling us", 7. September 2011, <http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/international-news/global-exchange/financial-times/we-must-listen-to-what-bond-markets-are-telling-us/article2156201/>.

- Hahn, F. R., "Financial Market Regulation", *Austrian Economic Quarterly*, 2010, 15(1), S. 94-97, <http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/39075>.
- Igan, D., Mishra, P., "Making friends", *International Monetary Fund, Finance and Development*, 2011, 48(2), S. 27-29.
- IMF (2011A), *World Economic Outlook*. April 2011, Washington, D.C., 2011.
- IMF (2011B), *Fiscal Monitor*, Washington, D.C., 2011.
- Kenen, P., "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", in Mundell, R., Swoboda, A. (Hrsg.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago-London, 1969, S. 41-59.
- Kopf, C., "Restoring Financial Stability in the Euro Area", *CEPS Policy Brief*, 2011, (237), <http://ssrn.com/abstract=1797509>.
- Laeven, L., Valencia, F., "Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly", *IMF Working Papers*, 2010, (10(146)), <http://ssrn.com/abstract=1632145>.
- McKinnon, R., "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 1963, 53(4), S. 717-724.
- Mundell, R. A., "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 1961, 51(4), S. 657-665.
- OECD (2001A), *Economic Surveys: Spain*, OECD, Paris, 2001.
- OECD (2001B), *Economic Surveys: Greece*, OECD, Paris, 2001.
- OECD (2001C), *Economic Surveys: Italy*, OECD, Paris, 2001.
- OECD, *Economic Surveys: Greece*, OECD, Paris, 2002.
- OECD (2003A), *Economic Surveys: Spain*, OECD, Paris, 2003.
- OECD (2003B), *Economic Surveys: Italy*, OECD, Paris, 2003.
- OECD, *Economic Surveys: Portugal*, OECD, Paris, 2004.
- OECD, *Economic Surveys: Greece*, Paris, Paris, 2005.
- OECD (2006A), *Economic Surveys: Greece*, OECD, Paris, 2006.
- OECD (2006B), *Economic Surveys: Portugal*, OECD, Paris, 2006.
- OECD, *Economic Surveys: Spain*, OECD, Paris, 2007.
- OECD (2008A), *Economic Surveys: Spain*, OECD, Paris, 2008.
- OECD (2008B), *Economic Surveys: Italy*, OECD, Paris, 2008.
- OECD (2011A), *Main Economic Indicators*, OECD, Paris, 2011.
- OECD (2011B), *Economic Outlook 89*, OECD, Paris, 2011.
- Pagano, M., Volpin, P., "Credit Rating Failures and Policy Options", *CEPR Discussion Paper*, 2009, (7556), <http://ssrn.com/abstract=1533162>.
- Ponticelli, J., Voith, H.-J., "Austerity and Anarchy: Budget Cuts and Social Unrest in Europe, 1919-2009", *CEPR*, 2011, <http://ssrn.com/abstract=1899287>.
- Ravallion, M., "Price Levels and Economic Growth: Making Sense of the PPP Changes Between IPC Rounds", *World Bank, Policy Research Working Paper*, 2010, (5229), <http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentSer...ered/PDF/WPS5229.pdf>.
- Reinhart, C., Reinhart, V., *After the Fall*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium, 2010, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2010/2010-08-17-reinhart.pdf>.
- Sachs, J., Sala-i-Martin, X., "Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States", *CEPR Discussion Paper*, 1992, (632), <http://www.cepr.org/pubs/new-dps/dplist.asp?dpono=632>.
- Tichy, G. (2009A), "Bankenkrise oder falsche Anreizsysteme in der Rentiergesellschaft", in Brünner, C., Hauser, W., Hitzler, R., Kurz, H.-D., Pöllinger, M., Reininghaus, P., Thomasser, A., Tichy, G., Wilhelmer, P. (Hrsg.), *Mensch – Gruppe – Gesellschaft: Von bunten Wiesen und deren Gärtnerinnen*. Festschrift für Manfred Prisching zum 60. Geburtstag, Neuer wissenschaftlicher Verlag, Wien-Graz, 2009, S. 485-497.
- Tichy, G. (2009B), "Einige unkonventionelle Gedanken zum Leben nach der Krise", *Wirtschaft und Gesellschaft*, 2009, 35(4), S. 501-514.
- Tichy, G., "War die Finanzkrise vorhersehbar?", *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 2010, 11(4), S. 356-382, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-2516.2010.00344.x/full>.
- Tichy, G., "Did Rating Agencies Boost the Financial Crisis?", *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, 2011, 46(5), S. 232-245.
- Url, Th., "Financial Market Crisis: Origin, Short-term Reaction and Long-term Adjustment Requirements", *Austrian Economic Quarterly*, 2010, 15(1), S. 56-77, <http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/39071>.
- Url, Th., "Ratingagenturen: Verursacher, Verstärker oder im Sog der Staatsschuldenkrise?", *WIFO-Monatsberichte*, 2011, 84(12), S. 811-825, <http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/43197>.
- Valdes, A., "Mehr Wachstum", *Die Zeit*, 27. Oktober 2011, S. 27.
- Wall Street Journal, "Finanzkrise + Rezession = zu viel", *Wall Street online*, 19. August 2011, <http://wallstreet-online.de/nachricht/3218265-aktien-crash-finanz>.
- ZEW – Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, "Die Überschuldung deutscher Haushalte ist im europäischen Vergleich eher gering", *ZEWnews*, Juni 2011, S. 7-8.

Debt Crisis: Causes and Consequences – Summary

Public discussion and the media have put the global debt crisis right at the centre of attention. The discussion, however, is unduly focussed on public indebtedness as the dominating cause. As a consequence, the appropriate remedy is seen in restricting public expenditure. Yet this ignores important causes of the debt crisis: structural problems – high and rising current account deficits and unemployment – in those countries that are most affected, the impact of the global financial crisis, and deficiencies in the design of the monetary union. In most countries public debt ratios had, indeed, risen at a breakneck pace for decades, but not in the decade before the debt crisis, and not in two of the most affected countries. Debt ratios skyrocketed only after 2008, as a consequence of the global financial crisis, as a result of bank rescue packages and recession-caused tax deficits. Financial markets and rating agencies suddenly worried about structural problems and about debt ratios which they had ignored before in other countries.

The debt crisis revealed deficiencies in the design of a monetary union of heterogeneous members: the common nominal interest rate implied a very low real one in the countries at the European periphery, triggering asset bubbles and misdirected investment. Lack of fiscal federalism, indebtedness in a currency they cannot control and the slow and inadequate rescue packages by Eurozone members and the IMF led peripheral countries into a self-enhancing process of rising interest rates, rising debt and spiralling recession. The paper argues that the way out of the crisis requires more than a debt brake, but calls for remedying the deficiencies in the design of the monetary union.