

Gunther Tichy

Die Staatsschuldenkrise als Krise des europäischen Finanzsystems

Die europäischen Banken haben durch exzessive Fristentransformation, Kauf von Derivaten aus den USA und Kredite an Haushalte und Unternehmen der europäischen Peripherie erhebliche Risiken akkumuliert. Den schon zuvor strukturschwachen Peripherie-Ländern ermöglichten die Finanzexzesse eine kreditfinanzierte Übernachfrage, die letztlich auch ohne Finanzkrise früher oder später an Überschuldung gescheitert wäre. Der unnatürliche Boom schlug in eine tiefe Rezession um, als die Überschuldung gemeinsam mit der weltweiten Vertrauenskrise die Zinsaufschläge verspätet steigen und die Finanzierung zusammenbrechen ließ. Die Wirtschaftspolitik wie die überwiegend neoklassische Analyse unterschätzte die Übernachfrage in den Peripherie-Ländern in der Vorkrisenperiode; danach wurde eine viel zu rasche Erholung prognostiziert. Gemeinsam mit der institutionell begründeten Entscheidungsschwäche und -verzögerung der Politik verschärfte und verlängerte die dadurch bedingte kontinuierliche Enttäuschung der Anleger die Krise. Dem einseitigen Instrumenteneinsatz fiskalischer Austerität liegen vor allem veraltete Vorstellungen über die Höhe und Wirkungsweise der Multiplikatoren zugrunde. Ein maßvoller, auf die Krisenländer beschränkter Konsolidierungspfad, der sich stärker auf temporäre Steuererhöhungen mit geringeren Multiplikatorfolgen stützen würde, hätte wohl eine schwächere Kontraktion nach sich gezogen.

Begutachtung: Stefan Ederer • Wissenschaftliche Assistenz: Nora Popp • E-Mail-Adresse: Gunther.Tichy@wifo.ac.at

Die Erkenntnis, dass die gegenwärtige Krise keine Krise des Euro ist, hat sich in Politik wie öffentlicher Meinung inzwischen weitgehend durchgesetzt: Der Euro hat gegenüber dem Dollar sowohl nominell als auch kaufkraftbereinigt aufgewertet, und seine Verwendung als Transaktions- und als Anlagengewährung wurde letztlich nicht beeinträchtigt. Sehr viel schwächer konnte sich bisher die Erkenntnis durchsetzen, dass die gegenwärtige Staatsschuldenkrise nicht primär durch ausufernde Budgetdefizite, überhöhte Staatsschulden oder die Institution der Währungsunion als solche ausgelöst wurde: Weder lösten frühere Überschreitungen der Maastricht-Grenzen für das Budgetdefizit durch Deutschland und Frankreich in der ersten Hälfte des Jahrzehnts eine Krise aus noch die chronisch weit überdurchschnittliche Staatsverschuldung Japans; auch zweifelten bis zu dem durch die Lehman-Probleme ausgelösten Zusammenbruch der Interbankenbeziehungen weder Märkte (Zinsaufschläge) noch Ratingagenturen an der Funktionsfähigkeit der Währungsunion – ganz im Gegenteil: Die Zinsaufschläge für die jetzt als GIPSI (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien, Italien) bezeichneten Länder an der europäischen Peripherie wurden trotz deren Strukturproblemen zunächst völlig abgebaut. Erst die durch die Finanzkrise bedingte Vertrauenskrise machte die Anleger extrem risikoavers, vergrößerte die Zinssatzdifferenzen zwischen "besseren" und "schlechteren" Schuldner enorm und verdrängte die relativ schwächsten Schuldner von den Märkten ganz; Finanzkrise, Rezession und Bankensanierungen ließen in der Folge Budgetdefizite und Staatsschulden steigen.

Schwere Finanzkrisen entstehen aus einem Zusammentreffen mehrerer Ursachen. Ausgangspunkt der gegenwärtigen Krise war der Subprime-Exzess in den USA; er konnte allerdings bloß deswegen eine – vor allem in Europa – schwere Finanzkrise auslösen, weil ein Überangebot anlagensuchender Mittel auf den westlichen Kapitalmärkten, eine lockere Geldpolitik der USA, Finanzmarktinnovationen sowie die Deregulierung und Globalisierung der Finanzmärkte mit Fehlentwicklungen im europäi-

**Komplexe Ursachen
schwerer Finanzkrisen**

schen Finanzsystem zusammentrafen (Tichy, 2010C). Als Auslöser spielten, wie für schwere Finanzkrisen typisch, Überraschungseffekte eine maßgebliche Rolle¹⁾: Wie noch gezeigt wird, betrafen sie die Einschätzung einerseits der Risiken der Finanzanlagen und daraus resultierend der Liquidität und Solvenz der Banken, andererseits der Bonität der Länder an der europäischen Peripherie.

Zu den Charakteristika schwerer Finanzkrisen zählen: anschwellender Kapitalzufluss (Reinhart – Rogoff, 2008, S. 24), ausufernder Kreditboom (Borio, 2005, Mendoza – Terrones, 2008, Jordà et al., 2011, Schularick – Taylor, 2012)²⁾ und spekulative Blasen; je "kreditintensiver" der Boom (je höher die Leverage der Banken), desto schwerer und länger wird die Krise (Jordà et al., 2011). Vielfach treten Finanzkrisen nach einer Deregulierung der Finanzmärkte auf. Ein durch den Rückgang der Steuereinnahmen bedingter massiver Anstieg der Staatsschulden ist typischerweise Folge, nicht Ursache der Krise (Reinhart – Rogoff, 2008, S. 3). Die gegenwärtige, mit der "Great Recession" verbundene Finanzkrise weist alle diese Charakteristika auf:

- Die interkontinentalen wie die innereuropäischen Kapitalströme vervielfachten sich in den fünf Jahren vor der Krise. Zunächst wurde dies als Überangebot an Ersparnissen gedeutet (Savings Glut; Bernanke, 2007); es erwies sich jedoch eher als Banking Glut (Shin, 2012), ein Leverage-Exzess vor allem der europäischen Banken, der allerdings durch die Refinanzierungsmöglichkeiten auf dem Geldmarkt der USA ermöglicht und gestützt wurde.
- Das Kreditvolumen wuchs doppelt so rasch wie das BIP. Diese Entwicklung beruhte auf ungezügelter Expansion der Privatverschuldung, während die Staatsschulden im Euro-Raum gerade in den Jahren vor der Krise im Gegensatz zur Periode davor nicht weiter stiegen.
- Spekulative Blasen waren nicht bloß auf dem Immobilienmarkt der USA, Irlands und Spaniens ein zentraler Auslöser der Krise; sie zeigten sich auch auf den Rohstoff- und den Finanzmärkten, vor allem auf dem Markt für strukturierte Finanzprodukte. Kreditfinanzierte Spekulation trug zur Bildung dieser Blasen massiv bei.
- Überraschungen bzw. Schocks spielten als Auslöser der gegenwärtigen Krise eine besondere Rolle: Sowohl Volkswirte³⁾ als auch Finanzmarktexperten⁴⁾ waren von Ausmaß und Tiefe des Einbruches überrascht: die Volkswirte von Tiefe und Globalität der Krise, die Anleger von Umfang und Risikograd der strukturierten Papiere (Arnold, 2009), die Bankmanager vom völligen Versagen ihrer ausgefeilten Risikomanagement-Programme. Für die selbstbewusst leistungsorientierte Generation (Giuliano – Spilimbergo, 2009), die in der ruhigen und wohlhabenden Periode der "Great Moderation" groß geworden war und auf die Erfahrung mit der Bewältigung mehrerer (kleinerer) Finanzkrisen seit 1987 gebaut hatte (Wyplosz, 2009), bedeutete die Lehman-Krise einen Schock, der zum schlagartigen Verlust des wechselseitigen Vertrauens führen musste.

¹⁾ Siehe allgemein zu schweren Finanzmarktkrisen Caballero – Kurlat (2009), zur Weltwirtschaftskrise Borchardt (1979, S. 5).

²⁾ "Lagged credit growth turns out to be highly significant as a predictor of financial crises, but the addition of other variables adds very little explanatory power. Introducing interaction terms, we also find some support for the notion that financial stability risks increase with the size of the financial sector and that boom-and-bust episodes in stock markets become more problematic in more financialized economies. . . . Our key finding is that all forms of the model show that a credit boom over the previous five years is indicative of a heightened risk of a financial crisis" (Schularick – Taylor, 2012, S. 1045).

³⁾ Zahlreiche Volkswirtinnen und Volkswirte hatten zuvor zwar auf verschiedene Elemente einer Instabilität des Finanzsystems hingewiesen, allerdings keine weltweite Ausbreitung, sondern bloß Probleme einzelner Staaten erwartet (Tichy, 2010A).

⁴⁾ Die Finanzmarktanalysen der Zentralbanken und der internationalen Organisationen listeten zwar die einzelnen Risiken sorgfältig auf, unterschätzten aber nicht bloß die Wahrscheinlichkeit ihres Auftretens, sondern – mehr noch – die Möglichkeit ihres gemeinsamen Auftretens (Tichy, 2010B).

Zu diesen für alle schweren Finanzkrisen typischen Phänomenen kamen fünf Besonderheiten, die die gegenwärtige Finanzkrise zur Great Recession verschärfen:

- Die lange ignorierten Struktur- und Leistungsbilanzprobleme der Länder an der europäischen Peripherie (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien, Italien) wurden plötzlich bewusst.
- Die Folge war – gemeinsam mit der Vertrauenskrise der Anleger – eine schlagartige Polarisierung der Einschätzung ihrer Sovereign Risks (Save Havens versus GIPSI-Länder).
- Die Globalisierung ließ unübersichtliche ("opake") Finanzierungsnetzwerke mit extremer Fristen- und Risikentransformation und daraus resultierenden De-facto-Bankinsolvenzen entstehen (die allerdings nicht realisiert, sondern staatsfinanziert wurden).
- Die öffentlichen Haushalte nicht nur der GIPSI-Länder wurden durch Sanierung und Rekapitalisierung der Banken sowie die Steuerausfälle der Great Recession enorm belastet.
- Verschärft wurde die Krise, indem den Krisenländern als Teil einer Währungsunion das Instrument der Abwertung fehlte, die Währungsunion aber auf wechselseitige Hilfe bei Zahlungsbilanzproblemen (fälschlicherweise) bewusst verzichtet hatte (Merler – Pisani-Ferry, 2012, S. 2).

In der folgenden Analyse geht es weder um den Verlauf der Krise und ihre Ursachen, die in den WIFO-Monatsberichten bereits untersucht wurden (Ederer, 2011, Tichy, 2011B), noch um die Maßnahmen zu ihrer Bekämpfung. Die Ausführungen konzentrieren sich auf die "Finanzexplosion", ihre Folgen sowie die Fehler bei ihrer Bekämpfung und bei der Beseitigung ihrer Folgen.

Der Ursprung der gegenwärtigen Krise wird nach wie vor zumeist in der überzogenen Wohnbaufinanzierung in den USA (Subprime Crisis) und der Verbriefung dieser überwiegend dubiosen Forderungen gesehen⁵⁾. Diese Entwicklung bildete sicher einen wichtigen Anstoß, lässt jedoch ungeklärt, wie der relativ kleine Subprime-Sektor der USA eine derart schwere weltweite Krise auslösen konnte. Die Voraussetzungen dafür lagen primär beim europäischen Finanzsektor. Zwischen 2002 und 2007 wuchsen sowohl Forderungen als auch Verbindlichkeiten (in Prozent des BIP) der finanziellen Kapitalgesellschaften der Euro-Länder um etwa 200% (Großbritannien +230%), in den USA hingegen um nur 55%⁶⁾. Die hohen Positionen der europäischen Finanzmarktinstitutionen wurden in der Krise der Jahre 2008 und 2009 fast ganz abgebaut, erreichten zuletzt aber wieder das Niveau von 2003 (Abbildung 1). Parallel dazu, wenn auch mit etwas weniger extremer Amplitude, entwickelten sich die Forderungen (2002/2007 +150%) und Verbindlichkeiten (+130%) des Auslandssektors der Euro-Länder. Verglichen mit den Finanztransaktionen der anderen Sektoren waren diese Schwankungen außergewöhnlich groß (Abbildung 1); das kann als erstes Indiz dafür gesehen werden, dass die Finanztransaktionen überwiegend Auslandstransaktionen waren. Das wird durch Allen *et al.* (2011, S. 22) bestätigt, wonach vor allem europäische Finanzmarktinstitutionen hinter den grenzüberschreitenden Transaktionen standen. Die Auslandsforderungen der Finanzmarktinstitutionen des Euro-Raumes erreichten 2007 etwa ein Viertel, die der britischen und schweizerischen zusammen ein Achtel des Weltnationalproduktes (McGuire – von Peter, 2009, S. 49).

Problematisch waren die Transaktionen des europäischen Finanzsektors nicht bloß wegen ihres Volumens und ihres raschen Wachstums, sondern vor allem wegen ihrer Struktur: In großem Umfang nahmen europäische Finanzmarktinstitutionen Geldmarktkredite auf, besonders in den USA, und legten sie in riskanten US-Papieren an (MBS und andere fixed-income products; Acharya – Schnabl, 2009, McGuire – von

Die ungezügelterte Finanzexpansion

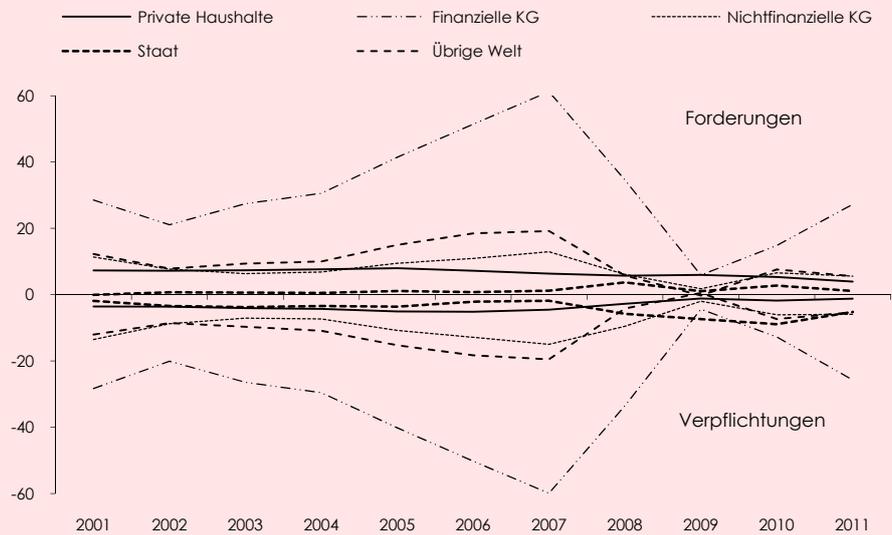
⁵⁾ Die folgenden Ausführungen stützen sich zum Teil auf die ersten zwei Abschnitte von Tichy (2013A).

⁶⁾ Die europäischen Banken erwarben zudem erheblich mehr titrierte Subprime-Forderungen als die der USA (Übersicht 1).

Peter, 2009, Bernanke et al., 2011). Vom weltweiten Volumen an Asset Backed Commercial Papers (ABCP), das sich als extrem risikoreich erwies, wurden 45% von Finanzmarktinstitutionen des Euro-Raumes gesponsert⁷⁾, 16% von Instituten aus Großbritannien, aus den USA hingegen bloß 31% (Acharya – Schnabl, 2009, Table 4).

Abbildung 1: Finanzierungsströme im Euro-Raum

Veränderung des Geldvermögens und der Verbindlichkeiten in % des BIP



Q: Eurostat. KG . . . Kapitalgesellschaften.

Übersicht 1: Verteilung der aushaftenden US-Wertpapiere

	2003		2007	
	Insgesamt	Europa	Insgesamt	Europa
	In %			
Staatspapiere	11	16	10	10
Staatlich garantierte Hypotheken	20	9	17	8
Unternehmensanleihen AAA (beste Bonität)	1	3	0	3
Forderungsbesicherte Wertpapiere AAA (beste Bonität) ¹⁾	5	4	8	12
Unternehmensanleihen nachrangiger Bonität	14	23	13	25
Forderungsbesicherte Wertpapiere nachrangiger Bonität ¹⁾	0	0	1	2
Beteiligungspapiere	48	45	50	40
Wertpapiere insgesamt	100	100	100	100

Q: Bernanke et al. (2011). Europa . . . Euro-Raum und Großbritannien. – ¹⁾ ABS/MBS.

Das europäische Finanzsystem intermediatisierte aber auch zwischen internationalen Investoren und den GIPSI-Ländern: Deutschland und Frankreich verkauften eigene Obligationen an Investoren außerhalb Europas und legten den Ertrag in Obligationen der GIPSI-Länder an (Chen et al., 2013, S. 128). Neben unzureichender Diversifizierung litten die Finanzmarktinstitutionen des Euro-Raumes auch unter den erheblichen Dollarrisiken, die sie eingegangen waren, und deren dramatischer Fristenkongruenz. Insofern war das europäische Finanzsystem nicht zukunftsfähig und musste in Probleme geraten, als die Vertrauenskrise die Refinanzierung der kurzfristigen Dollar-Schulden unmöglich machte; der Staat musste eingreifen, und die Steuerpflichtigen hatten letztlich die Kosten der Bankensanierung zu tragen.

⁷⁾ Die sieben deutschen Landesbanken allein hielten (2006) einen Anteil von 8½% (Fischer et al., 2012, S. 21).

Dass Banken Krisen vielfach Währungs- und Staatsschulden Krisen auslösen, ist historisch belegt (*Laeven – Valencia*, 2012, S. 12); wenig geklärt sind hingegen die Ursachen der plötzlichen Aufblähung der europäischen Bankbilanzen, die die Finanzkrise auslöste. Die Internationalisierung des europäischen Bankgeschäftes hatte 1989 mit der gemeinsamen Banklizenz (Second Banking Directive) begonnen, beschleunigte sich mit der Liberalisierung um die Mitte der 1990er-Jahre (*Milesi-Ferretti – Tille*, 2011) und gewann zwischen 2002 und 2007 an Rasantz. Weltweite Entwicklungen wie das Überangebot an anlagensuchenden Fonds (Savings Glut; *Bernanke*, 2007) oder die lockere Geldpolitik der USA⁸⁾ können als Erklärung nur beschränkt herangezogen werden: erstens weil die Finanzexplosion im Wesentlichen auf Europa beschränkt blieb⁹⁾ und zweitens weil auch einer der Auslöser in Europa lag¹⁰⁾. Allerdings war es die lockere Geldpolitik der USA, die die maßlose Refinanzierung der europäischen Banken auf dem US-Geldmarkt ermöglichte. *Acharya – Schnabl* (2009) und *Shin* (2012, S. 8f) führen die europäische Sonderentwicklung auf lockere Regulierung zurück¹¹⁾, *Shin* überdies auf die Einführung des Euro; allerdings können dies bloß indirekte Folgen sein, da britische und Schweizer Finanzmarktinstitutionen gleichfalls expandierten und der überwiegende Teil der Transaktionen in Dollar erfolgte. Auch die Bemühungen zur Überwindung des Home Bias in den Portefeuilles der europäischen Finanzmarktinstitutionen könnten eine Rolle gespielt haben.

Interessanterweise konzentrierte sich die Internationalisierung auf die Finanzströme: Die Finanzmarktinstitutionen des Euro-Raumes, Banken und vor allem Schattenbanken, transformierten Geldmarktmittel aus den USA in strukturierte Papiere, und deutsche und französische Banken finanzierten die irischen und spanischen Immobilienpreisblasen¹²⁾. Grenzüberschreitende Bankfusionen blieben hingegen selbst innerhalb des Euro-Raumes weitgehend aus. Die Kredite an Kunden in anderen europäischen Ländern wurden weitgehend über Tochterinstitute und Filialen abgewickelt; die nominellen Zinssatzdifferenzen blieben vor allem für Kredite an Haushalte hoch (*Trichet*, 2008). Generell sank das Zinsniveau (gemessen an der Rendite längerfristiger Staatsanleihen) in der ersten Hälfte der 2000er-Jahre von etwa 5% auf etwa 3½%. Dementsprechend sparten die Haushalte und Kleinunternehmen¹³⁾, wie Abbildung 2 zeigt, netto weniger (2,0% des BIP im Jahr 2007 nach 3,2% im Jahr 2002), und die Unternehmen verschuldeten sich stärker¹⁴⁾. Die sektoralen Finanzierungssalden in Abbildung 2 verbergen allerdings, dass die Abnahme des Nettosparens der Haushalte vor allem auf eine Zunahme der Verschuldung zurückgeht: 2000 nahmen die Haushalte Kredite im Ausmaß von 3,6% des BIP auf, 2006 von 5,2%, somit das Eineinhalbfache; die Verschuldung diente überwiegend der Konsum- und Immobilienfinanzierung. Die Unternehmen (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) hingegen verschuldeten sich nicht zuletzt, um Finanzaktiva zu erwerben: Zwischen 2003 und 2007 verdoppelte sich ihre jährliche Verschuldung von 7,1% auf 15,0% des BIP im selben Tempo wie ihr Erwerb von Forderungen (von 6,3% auf 12,9% des BIP). Das mag zum Teil größere Heterogenität widerspiegeln, deutet aber eher darauf hin, dass die ho-

⁸⁾ Gemessen an der Taylor-Regel war die amerikanische Geldpolitik 1995/96 zu restriktiv, 2001-2008 hingegen zu expansiv; die EZB hingegen wirkte bis 2007 eher restriktiv (*Wynne – Koech*, 2012, S. 2f).

⁹⁾ Wie erwähnt expandierten die Banken aus den USA nicht nur erheblich schwächer als die europäischen Banken, sie hielten auch mehr Eigenkapital (*BIS*, 2012, S. 70), gewährten weniger Auslandskredite (*BIS*, 2010, S. 78) und genossen erheblich größeres Vertrauen (*BIS*, 2012, S. 73).

¹⁰⁾ Im August 2007, im selben Monat als Lehman seinen "Subprime Lender" (BNC Mortgage) schließen musste, schloss die französische BNP Paribas drei ihrer MBS-Fonds (hypothekenbesicherte Wertpapiere) und stellte deren Bewertung ein.

¹¹⁾ Die europäische Kapitaladäquanz-Richtlinie bedeutet nach *Shin* (2012) eine schwächere Beschränkung als die Leverage-Beschränkung der USA; nach *Acharya – Schnabl* (2009) hatten jene Länder, die keine Regulierungsarbitrage zwischen Banken und Schattenbanken erlauben, auch keine derartigen Probleme.

¹²⁾ Die Auslandsforderungen der deutschen Banken an Spanien und Irland erhöhten sich zwischen 2002 und 2007 um den Faktor 5 bzw. 6, jene gegenüber Italien verdoppelten sich, wogegen jene gegenüber Griechenland und Portugal nur mäßig expandierten (*Micossi*, 2012).

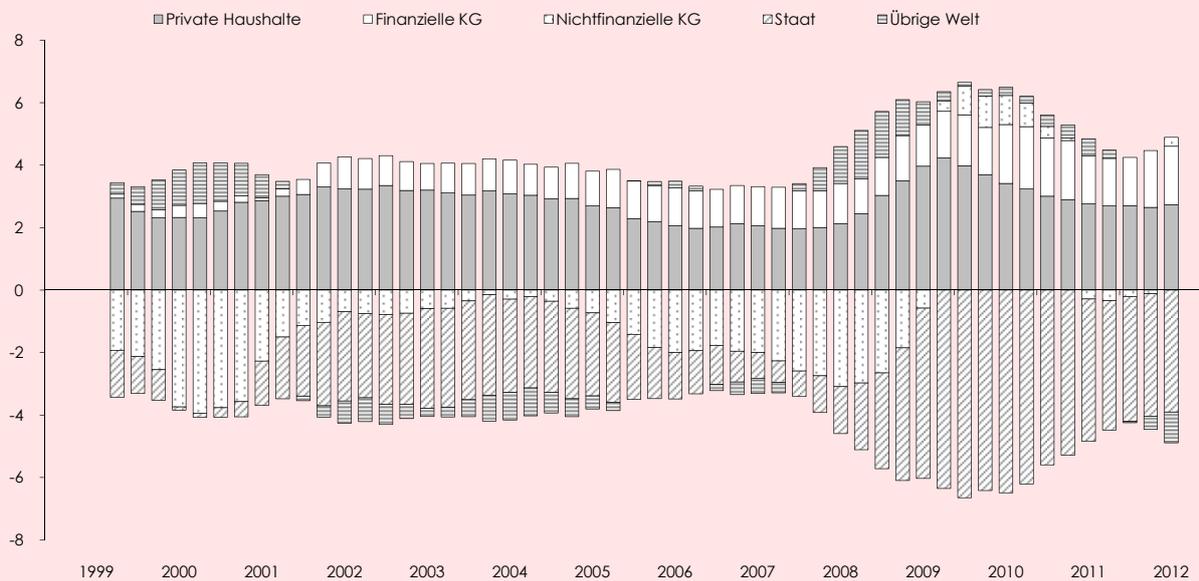
¹³⁾ Nach der statistischen Konvention umfasst der Haushaltssektor auch die Unternehmen, die nicht als Kapitalgesellschaften organisiert sind, da bei ihnen Privat- und Betriebsvermögen nicht zu trennen sind. Vor allem in den Ländern an der südlichen Peripherie ist der Anteil der Unternehmen an Sparen und Verschuldung wegen der Kleinbetrieblichen Struktur vermutlich relativ hoch.

¹⁴⁾ Die öffentliche Hand musste sich demgemäß weniger stark verschulden.

hen Gewinne dieser Periode zunehmend in Finanzaktiva investiert wurden¹⁵). Generell wuchs die Privatverschuldung – wie vor Finanzkrisen typisch – doppelt so rasch wie das Bruttoinlandsprodukt.

Abbildung 2: Sektorale Finanzierungssalden im Euro-Raum

In % des BIP, basierend auf der Summe von jeweils vier Quartalen



Q: Eurostat. KG . . . Kapitalgesellschaften.

In den Ländern der europäischen Peripherie waren die Realzinssätze vor der Krise wegen der mangelnden Zinsaufschläge bei zugleich höheren Inflationsraten außerordentlich niedrig: Bis etwa 2006 sank die reale Rendite für Staatsanleihen der GIPSILänder unter 1% und war damit weniger als halb so hoch wie in Deutschland; Ähnliches gilt für die Kredite an Unternehmen und abgeschwächt auch für Haushaltskredite. Zwangsläufig löste das eine exzessive Kreditnachfrage aus. Nicht bloß in Hinblick auf die Strukturprobleme dieser Länder war das niedrige Realzinsniveau eine extreme Form von Marktversagen und dynamischer Ineffizienz (Kohler, 2012, S. 132); die überschießende Änderung der Risikoeinschätzung und die daraus resultierende dramatische Änderung der Preisbildungsregeln für Staatsanleihen ab 2008 (Haugh et al., 2009, Allen et al., 2011, IWF, 2012A)¹⁶), in weiterer Folge für Kredite generell (Corsetti – Mueller, 2011), erwiesen sich als zentrale Krisenursachen.

Auslöser der Finanzkrise war der Lehman-Schock, der den weltweiten Markt der Interbanktransaktionen kollabieren ließ (Abbildung 1) und zu einer – erstaunlicherweise erheblich verzögerten – Neueinschätzung der Risiken der GIPSILänder führte: Erst gegen Ende 2009 begannen die Zinsaufschläge für deren Anleihen allmählich zu steigen und ihre Ratings zu sinken; dramatisches Ausmaß erreichten beide, lange verzögert, sogar erst 2011 (Tichy, 2011A).

Die Vertrauenskrise hatte aus drei Gründen eine Bankenkrise zur Folge: Erstens brach die kurzfristige Dollar-Refinanzierung der Banken zusammen¹⁷), zweitens erwiesen sich die Derivate, mit denen die europäischen Finanzmarktinstitutionen ihre Bilanzen aufgebläht hatten, als wertlos, und drittens zog die kräftige Erhöhung der Zinssätze

¹⁵) Dafür sprechen auch die Einrichtung von Finanzabteilungen in Unternehmen und staatlichen Institutionen und die zunehmende Bedeutung des "Cash Management".

¹⁶) Siehe dazu auch Abbildung 3.

¹⁷) Dieses Problem konnte durch umfangreiche Dollarswaps gemildert werden, die die Zentralbanken zur Verfügung stellten (Shin, 2012, S. 17).

für Obligationen der GIPSI-Staaten erhebliche Kursverluste und damit Abschreibungsbedarf nach sich; Eigenkapital- und zum Teil Solvenzprobleme entstanden¹⁸⁾. Da viele Banken systemrelevant waren oder jedenfalls dafür gehalten wurden, erwiesen sich staatliche Sanierungsmaßnahmen als unvermeidlich. Nach der Definition von *Laeven – Valencia* (2012) waren neben den USA und der Schweiz vor allem 17 EU-Länder von einer systemischen Bankenkrise betroffen, davon 12 Länder der Währungsunion. Die Kosten sind enorm: *Laeven – Valencia* (2012, eigene Berechnung gemäß Table A1) schätzen die bis 2011 angelaufenen krisenbedingten Outputverluste der betroffenen 12 Euro-Länder auf 25% des BIP, die Kosten für den Fiskus auf 4% und den Zuwachs an Staatsschulden auf 20% des BIP¹⁹⁾; für Österreich machen die entsprechenden Werte 14%, 5% und 15% aus.

Übersicht 2: Verschuldung der privaten Haushalte in % des Bruttoeinkommens

	2000/2007	2007/2011
	Veränderung in %	
Spanien	+ 89	- 3
Portugal	+ 51	+ 0
Irland	+ 84 ¹⁾	+ 1
Italien	+ 69	+ 14
Deutschland	- 12	- 8
Euro-Raum	+ 26	+ 5

Q: Eurostat. – ¹⁾ 2002/2007.

Das Ausmaß der europäischen Finanzkrise führte, gemeinsam mit den Reaktionen der Wirtschaftspolitik, zwangsläufig zur Great Recession. Die Kredite an private Haushalte schrumpften drastisch, und die Unternehmen entschuldeten sich (wie Abbildung 2 zeigt, erzielten sie einen positiven! Finanzierungssaldo). Die GIPSI-Länder stürzten in eine veritable Krise, aber auch die anderen EU-Länder konnten sich der Rezession nicht entziehen. Das BIP des Euro-Raumes schrumpfte real zwischen 2008 und 2012 um 0,3% pro Jahr, die Inlandsnachfrage um 0,8%, nach einem Wachstum von 2,0% bzw. 1,8% pro Jahr in den sieben Jahren vor der Krise; die Auslastung (Output Gap)²⁰⁾ sank, und die Arbeitslosigkeit erreichte Höchstwerte. Die wichtigsten Komponenten der Inlandsnachfrage schrumpften (Übersicht 3), besonders stark die Bruttoanlageinvestitionen. Die Leistungsbilanz des Euro-Raumes verbesserte sich tendenziell, da die Importe vom Nachfragerückgang stärker betroffen waren als die Exporte. Die öffentlichen Haushalte der Euro-Länder hatten sich in den Jahren vor der Krise relativ ruhig entwickelt: Zwischen 2000 und 2007 waren die Einnahmen von 46,1% des BIP auf 45,3% leicht zurückgegangen, die Ausgaben geringfügig schwächer von 46,2% auf 46,0%; der Finanzierungssaldo stieg demgemäß von -0,1% auf -0,7% des BIP. Die Steuerausfälle in den drei Krisenjahren ließen die Einnahmenquote bis 2010 auf 44,8% sinken, während die Ausgabenquote sich sprunghaft auf 51,0% erhöhte.

Die Finanzkrise im Spiegel der Nachfrageaggregate

¹⁸⁾ Das Problem wurde dadurch erheblich verschärft, dass die europäischen Banken die Transaktionen vielfach über Schattenbanken abgewickelt hatten, die sie zu diesem Zweck mit minimalem Eigenkapital in Ländern mit für sie günstiger (oder lockerer) Regulierung gegründet hatten, für die sie aber hafteten; in der Krise wurden diese Haftungen schlagend.

¹⁹⁾ "We measure outcomes of the crises with four main variables: the fiscal costs of a crisis (computed as the direct fiscal outlays due to financial sector rescue packages), the output losses (computed as the cumulative loss in income relative to a pre-crisis trend), the increase in public debt, and the peak in NPL's [non performing loans]. Direct fiscal costs include fiscal outlays committed to the financial sector from the start of the crisis up to end-2011. Output losses are computed as deviations of actual GDP from its trend. The increase in public debt is measured as the change in the public debt-to-GDP ratio over the four-year period beginning with the crisis year. Specifically, we compute the increase in public debt measured in percent of GDP over [T-1, T+3], where T is the starting year of the crisis" (*Laeven – Valencia*, 2012, S. 15).

²⁰⁾ Zur Problematik der Schätzungen siehe den Abschnitt über die Entscheidungsschwäche der politischen Institutionen, weiter unten.

Übersicht 3: Entwicklung der Nachfrageaggregate im Euro-Raum

	2000/2007 Durchschnittliche jährliche Veränderung in %, real	2007/2012
Privater Konsum	+ 1,6	- 0,2
Öffentlicher Konsum	+ 2,0	+ 1,0
Bruttoanlageinvestitionen	+ 2,3	- 3,5
Inlandsnachfrage	+ 1,8	- 0,8
Exporte	+ 5,1	+ 1,4
Importe	+ 4,8	+ 0,3
BIP	+ 2,0	- 0,3
	2001/2007	2008/2012
Durchschnittliche Auslastung (Potential Output Gap) in %	0,9	1,5

Q: Eurostat.

Die Länder an der europäischen Peripherie waren von der Great Recession aus vier Gründen besonders betroffen:

- Ihr Wachstum hatte auf kreditfinanzierter Übernachfrage beruht: In Irland, Spanien und Griechenland waren die Kapazitäten vor der Krise voll ausgelastet gewesen und die Lohnstückkosten kräftig gestiegen; Spanien, Griechenland und Portugal hatten auch ein erhebliches Leistungsbilanzdefizit aufgewiesen. Privater und öffentlicher Konsum sowie die Bauinvestitionen waren zumeist rascher gewachsen als im Durchschnitt des Euro-Raumes, die Exporte hingegen langsamer.
- Hinter den Leistungsbilanzdefiziten und dem Anstieg der Lohnstückkosten standen als zweite Krisenursache verdeckte Strukturprobleme, wie qualitative und preisliche Wettbewerbsschwäche, aber auch lang anhaltender Reformstau. Griechenland und Portugal waren in die Währungsunion mit einem Leistungsbilanzdefizit und überhöhten Wechselkursen eingetreten (*Chen et al.*, 2013, S. 108). Der Anteil der Industrie an der Wertschöpfung hatte sich in Griechenland seit den 1970er-Jahren von 15% auf 9% (2001) verringert, in Portugal von 22% auf 15% und in Spanien von 25% auf 16%. In den folgenden Jahren verschärfte sich die Strukturprobleme: Anders als in Deutschland war es den Ländern an der südlichen Peripherie strukturbedingt nicht möglich, vom Investitionsgüterboom Südostasiens zu profitieren, die Billigangebote aus China und Osteuropa²¹⁾ konkurrierten mit ihren Exporten, und die Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar (um 36% zwischen Anfang 1999 und Mitte 2008) traf sie schwer (*Chen et al.*, 2013). Die Industrieproduktion schrumpfte in Griechenland, Portugal und Italien in den sieben Jahren vor der Krise, und auch der Höhenflug des "Irish Tiger" ging Anfang der 2000er-Jahre zu Ende. Die Lohnstückkosten zogen in Griechenland zwischen 2000 und 2008 um 7½ Prozentpunkte, in Portugal um 7, in Spanien um 14 und in Irland um 21 Prozentpunkte stärker an als im Durchschnitt des Euro-Raumes. Maßgebend dafür war weniger ein beschleunigtes Lohnwachstum (außer Griechenland) als vielmehr das Ausbleiben von Produktivitätssteigerungen (*Holinski et al.*, 2012, S. 14). Das wiederum dürfte einerseits auf eine wenig konkurrenzfähige Produktionsstruktur (*Reinstaller et al.*, 2013), andererseits auf die Zurückhaltung des Auslandes hinsichtlich Direktinvestitionen zurückgehen.
- Der dritte Grund für die überdurchschnittliche Betroffenheit der Peripherie-Länder war die Überschuldung der Privaten: Die Schulden der Haushalte hatten sich relativ zum verfügbaren Einkommen seit Anfang der 2000er-Jahre nahezu verdoppelt; in Irland erreichte die Haushaltsverschuldung 2007 204% des verfügbaren Einkommens, in Spanien 130% und in Portugal 126% (Euro-Raum 94%); die Unternehmensverschuldung betrug in Spanien 132% des BIP, in Portugal 134% und im Euro-Raum 91%²²⁾; dazu kam die Staatsverschuldung von 36% des BIP in Spanien,

²¹⁾ Nicht zuletzt durch deutsche Direktinvestitionen in diesen Ländern (*Chen et al.*, 2013, S. 104).

²²⁾ Für Griechenland liegen keine Daten vor.

68% in Portugal, 107% in Griechenland und 25% in Irland. Früher oder später mussten die Gläubiger nervös werden; insofern war die Vertrauenskrise der Anleger bloß ein Auslöser. In Irland wurden die Probleme dadurch verschärft, dass die Regierung auf Druck der EZB (Begg, 2012, S. 18) im September 2008 die gesamten privaten Verbindlichkeiten der Banken garantierte, was in weiterer Folge Kosten von 40% des BIP verursachte (Hardiman – Regan, 2013, S. 9). In Spanien bereiteten vor allem die unter lokalpolitischem Einfluss stehenden Sparkassen – nicht die Banken – infolge ihrer exzessiven Immobilienfinanzierung Probleme.

- Schließlich gerieten die Länder aufgrund der hohen Privatverschuldung spätestens ab Mitte 2010 in ernste Finanzierungsprobleme, als auch die Staatsverschuldung kräftig zu steigen begann; in Irland und Spanien kamen die Banken- bzw. Sparkassenprobleme hinzu. Teils schätzten die Kreditgeber das Risiko als zu hoch ein und zogen sich zurück, teils machten die Zinsaufschläge die Finanzierung zu teuer (Corsetti – Mueller, 2011). Das entscheidende Element jedenfalls war die Drehung der Finanzierungsströme als Folge von Vertrauenskrise und Änderung der Risikobewertung (Haugh et al., 2009, Allen et al., 2011, IWF, 2012A). Zuvor waren die massiven Zahlungsbilanz- und die sehr viel kleineren Budgetdefizite unproblematisch auf dem Markt zu finanzieren gewesen – die Salden im Target-Zahlungssystem waren zuvor minimal gewesen und erhöhten sich erst nach dem Zusammenbruch der Marktfinanzierung. Die Drehung der Finanzströme und der Anstieg der Kreditzinssätze parallel zu den Spreads (Corsetti – Mueller, 2011) erschwerten die Finanzierung der Klein- und Mittelbetriebe erheblich (Adrian et al., 2012)²³). Das verschärfte die Rezession beträchtlich.

Obwohl die gegenwärtige Great Recession und die Krise der Peripherie-Länder Ausdruck einer Krise des Finanzsystems sind, nicht einer Euro-Krise und auch nicht direkte Folge der Schaffung der Währungsunion²⁴), verschärften falsche Einschätzungen der Mechanismen einer Währungsunion und politische Fehlentscheidungen Dauer und Tiefe der Krise. Rückblickend sind drei Problembereiche zu erkennen: Analysefehler, Entscheidungsschwäche der politischen Institutionen und einseitige, wenn nicht falsche Wahl der Instrumente. Ersteres und Letzteres lassen sich zu einem nicht geringen Teil auf die Dominanz neoklassischer Vorstellungen²⁵) von Beratern und Politikern zurückführen; auch den akademischen Ökonomen wurden manche zentrale Wirkungsmechanismen erst im Laufe der Fehlentwicklungen bewusst.

Dass viele Fehlentwicklungen nicht rechtzeitig erkannt bzw. bekämpft wurden, folgte aus dem Vertrauen in die regulierende Kraft der Märkte: Spekulation wirke regulierend, sodass spekulative Blasen gar nicht entstehen könnten; Leistungsbilanzdefizite seien die Reaktion auf renditegesteuerte Kapitalströme, und Fehlentwicklungen einzelner Länder "bestrafe" der Markt effizient und rasch durch entsprechende Zinsaufschläge. Die Realität der Great Recession stellte sich allerdings durchaus anders dar.

Spätestens das Platzen der Immobilienpreisblasen in mehreren Ländern bewies deren zuvor vielfach bestrittene Existenz und erschütterte die Vorstellung der Währungsbehörden, dass spekulative Blasen extreme Ausnahmen wären, gegen die die Währungspolitik nichts unternehmen könne; sie könnten nicht rechtzeitig erkannt, d. h. von Strukturanpassungen unterschieden werden²⁶). Die Notenbanken wendeten sich vor allem gegen die Forderung, die Geldpolitik solle nicht bloß die Verbrau-

Finanzkrise und Wirtschaftspolitik

Analysefehler neoklassischer Provenienz

²³) "Evidence from the recent crisis overwhelmingly points to a shock in the supply of intermediated credit by banks and other financial intermediaries. During the recent crisis, bank credit to firms declined: loan issuances dropped 75 percent, and the probability of obtaining a loan fell by 14 percent. At the same time, though, bond issuances increased" (Adrian et al., 2012).

²⁴) Die nicht der Währungsunion angehörenden EU-Länder (nicht zuletzt Großbritannien) sind von der Krise gleichermaßen wenn nicht stärker betroffen als manche Euro-Länder.

²⁵) "Neoklassik" wird hier nicht im Sinne der Annahmenkombination theoretischer Modelle verstanden, sondern im Sinn des Schlagwortes der breiteren wirtschaftspolitischen Diskussion – entsprechend dem gleichermaßen übervereinfachten Begriff "Keynesianismus".

²⁶) Geithner (2007), Präsident der Federal Reserve Bank von New York, lehnte Maßnahmen der Notenbank selbst 2007 noch ab, "as of now . . . there are few signs that the disruptions [in the subprime mortgage segment] of the credit markets will have a lasting impact on credit markets as a whole".

cherpreise, sondern auch die Preise von Vermögensbestandteilen steuern (Trichet, 2005, S. 533); die Geldpolitik müsse sich auf zielorientierte Inflationssteuerung konzentrieren, und das genüge auch zur Stabilisierung der Wirtschaft. Sollten außergewöhnliche Ereignisse dennoch Preisblasen entstehen lassen, dann könnte die Geldpolitik bestenfalls bei den "Aufräumarbeiten" nach deren Platzen behilflich sein (Greenspan, 2002). Der Druck anlagesuchender Mittel und die Reaktionen der Finanzwirtschaft darauf haben allerdings gezeigt, dass die Tendenz zur Blasenbildung systeminhärent und keineswegs auf den Immobilienmarkt beschränkt ist. Selbst die Forderung einer stärkeren Beachtung der Preise von Vermögensbestandteilen durch die Zentralbankpolitik wird daher nicht genügen; neue Instrumente und weitergehende ordnungspolitische Maßnahmen sind unverzichtbar²⁷⁾.

Gewichtiger noch als die Tolerierung ("benign neglect") der Blasen durch die Währungspolitik war die Vernachlässigung der Struktur- und Leistungsbilanzprobleme der Peripherie-Länder. Sie war keineswegs ein Versehen; vielmehr ging die herrschende Theorie davon aus, dass es in einer Währungsunion keine Leistungsbilanzprobleme geben könne (Ingram, 1973, S. 10): Bei freiem Kapitalverkehr entstünden Leistungsbilanzdefizite stets aus positiven Kapitalbilanzsalden, die ihrerseits Folge renditegesteuerter Kapitalströme wären; insofern spiegelten die Leistungsbilanzdefizite der GIPS-Länder allein die höhere Rendite von Investitionen in diesen Ländern wider. Als marktbestimmt wären Leistungsbilanzsalden nicht Gegenstand wirtschaftspolitischer Intervention (Obstfeld – Rogoff, 1996, Clarida, 2007, S. 1). Die Europäische Kommission interessierte sich demgemäß erst ab der Herbstprognose 2008 für die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen²⁸⁾. Die neoklassische Einschätzung der Leistungsbilanzdefizite, vor allem von jenen der Krisenländer an der Peripherie, war jedoch eindeutig falsch – die Leistungsbilanzdefizite spiegelten ernste Strukturprobleme wider. Die entsprechende theoretische Position wurde seither auch aufgegeben: Nun wird weitgehend akzeptiert, dass Leistungsbilanzungleichgewichte sehr wohl problematisch sein können (Blanchard – Milesi-Ferretti, 2009, Blanchard, 2011, Obstfeld, 2012). Da Hilfsmaßnahmen bei Zahlungsbilanzproblemen für die Länder der Währungsunion bewusst ausgeschlossen sind (Art. 143 AEU-Vertrag), muss die Währungsunion in ihrer gegenwärtigen Konstruktion als Fixkursystem interpretiert werden. Dementsprechend sind innerhalb der Währungsunion Phasen hektischer Kapitalzuflüsse und plötzlicher Umkehr möglich (Sudden Stops: Merler – Pisani-Ferry, 2012), wie sie für Schwellenländer typisch sind. Das geschah auch in der Vertrauenskrise.

Die dritte neoklassisch inspirierte Fehleinschätzung betraf den Zinsmechanismus. Man ging davon aus, dass ökonomische oder politische Fehlentwicklungen eines Landes sehr rasch eine "Bestrafung" durch Zinsaufschläge zur Folge haben. Tatsächlich lagen jedoch die Renditen für langfristige Staatsanleihen der strukturschwachen Länder an der europäischen Peripherie zwischen 2003 und 2008 unter 5%; preisbereinigt entsprach das einem Wert von zumeist knapp über 0%, sodass sie real sogar niedriger waren als in Deutschland. Die Zinsaufschläge gegenüber dem Durchschnitt des Euro-Raumes blieben bis Oktober 2009, also bis 13 Monate nach dem Lehman-Zusammenbruch, unverändert; erst ab April 2010 explodierten sie. Waren sie zuvor erheblich zu niedrig gewesen, so lagen sie nach der verspäteten Reaktion über den Werten, die den fundamentalen Bestimmungsgründen entsprochen hätten²⁹⁾. Abbildung 3 lässt dreierlei erkennen: die im Zeitverlauf extrem schwankende Einschätzung des Marktes, die trotz aller Krisenstimmung tendenziell harmonisierende Wirkung

²⁷⁾ Die Erfahrungen der Krise brachten in manchen Punkten bereits ein Umdenken mit sich: dass dem Entstehen finanzieller Ungleichgewichte rechtzeitig entgegengewirkt werden muss (Borio, 2011), dass die unvermeidlich einheitliche Geldpolitik durch nationale Kreditsteuerung ergänzt werden muss, dass Ankündigungseffekte beachtliche Wirkung zeitigen können (Szczerbowicz, 2011) usw.; zu ordnungspolitischen Maßnahmen zur Erhöhung der Krisenresistenz des Systems siehe Tichy (2011C).

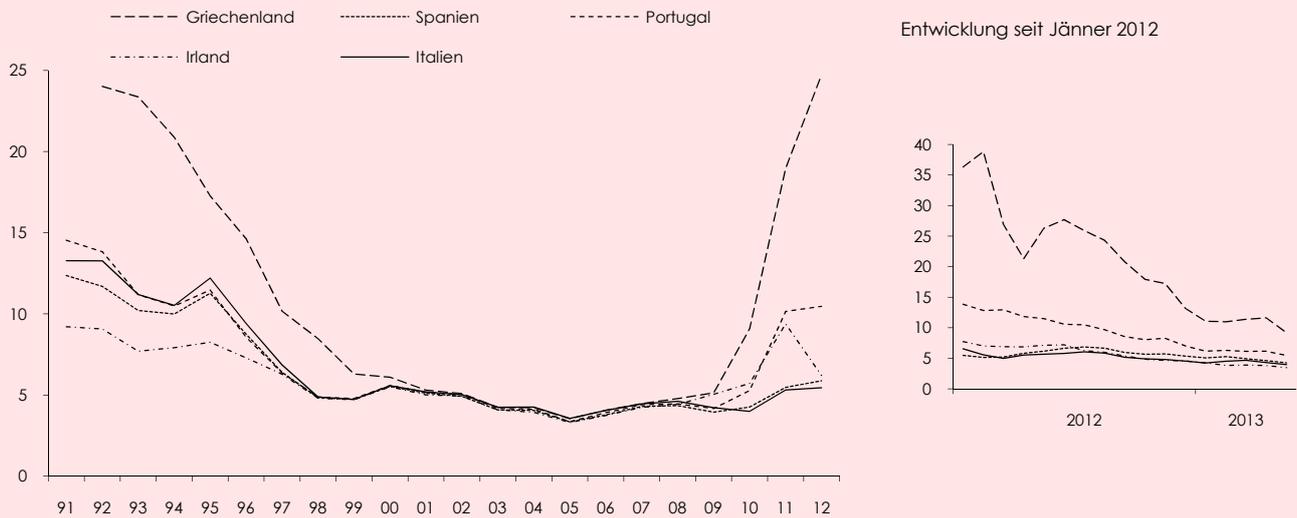
²⁸⁾ Die OECD hingegen, die oft neoklassisch argumentiert, sah eine Zunahme der Leistungsbilanzdefizite in ihren Länderberichten stets als Problem.

²⁹⁾ "Since the beginning of the European debt crisis, spreads on the debt of sovereign in the euro area periphery have departed substantially from most calculations of 'fair value'. This difference shows up clearly in a long-run statistical model that predicts spreads based on determinants such as sovereign credit and solvency. Here, 10-year yields of Spain and Italy are more than 200 basis points, or two standard deviations, above fair value, while yields for the euro area program countries are well beyond this . . ." (IWF, 2012B, S. 28).

der Währungsunion und die Beruhigung der Märkte durch die OMT-Erklärung (Outright Market Transactions) der EZB vom 2. August 2012. Mispricing der Märkte (De Grauwe – Ji, 2012) und parallel dazu falsche Ratings der Agenturen (Tichy, 2011A) gehören aber neben Exzessen der Finanzmarktinstitutionen zu den wichtigsten Krisenursachen.

Abbildung 3: Renditen langfristiger staatlicher Schuldverschreibungen

In %



Q: OeNB.

Der übertriebene Glaube an die Marktkräfte förderte das Entstehen der Finanz- und der daraus resultierenden Staatsschuldenkrise und verzögerte ihre Bekämpfung. Da die Probleme der GIPSI-Länder zunächst nicht als Solvenz-, sondern bloß als Liquiditätskrise interpretiert wurden, machte die Politik in weiterer Folge Budgetdefizite und Staatsschulden anstelle der Finanzexzesse dafür verantwortlich.

Von der falschen Diagnose abgesehen, hatte die zögernde und unzureichende Reaktion der europäischen Staatengemeinschaft eine Reihe von Ursachen, teils institutioneller, teils ideologischer, teils aber auch egoistischer Art. Zu den institutionellen Ursachen zählt zunächst, dass die Verträge keine Regelungen für eventuelle Liquiditäts- und Solvenzprobleme der Mitglieder vorsehen; die Maßnahmen mussten (und müssen auch weiterhin) erst breit diskutiert und die Beschlüsse im Rat einstimmig gefasst werden. Daraus ergeben sich Probleme der demokratischen Legitimierung, die vielfach spezifische, zeitaufwändige Ermächtigungen durch die nationalen Parlamente und damit erhebliche Verzögerungen erzwingen. Überdies erschwerten Auffassungsdifferenzen in Bezug auf die Non-Bailout-Klausel (Art. 125 AEU-Vertrag) die Entscheidungsfindung. Die ideologischen Meinungsdivergenzen betreffen die Frage, wieweit die Krisenländer ihre Probleme selbst lösen und finanzieren müssen; zurückhaltende Hilfe und strenge Auflagen wurden (und werden) einerseits damit begründet, dass bloß starker Druck entsprechende Eigenanstrengungen erzwingen (Moral Hazard). Andererseits sehen manche – und das leitet schon zu den egoistischen Motiven über – auch keinen Grund, für "Verfehlungen" anderer aufzukommen. Weiters geht es um das Problem der Aufteilung der Kosten der Hilfe auf die einzelnen Mitgliedsländer. Eng verbunden damit ist die Diskussion, in welchem Ausmaß die Steuerpflichtigen anstelle des Finanzsektors für die Kosten der Sanierung aufkommen sollen bzw. die Anleger im Wege von Schuldenschnitten an den Kosten beteiligt werden sollen. Im Prozess der politischen Entscheidungsbildung setzte sich die Strategie relativ strikter Austerität mit anspruchsvollen Zielen für die Hilfsempfänger durch.

Die Entscheidungsschwäche der politischen Institutionen

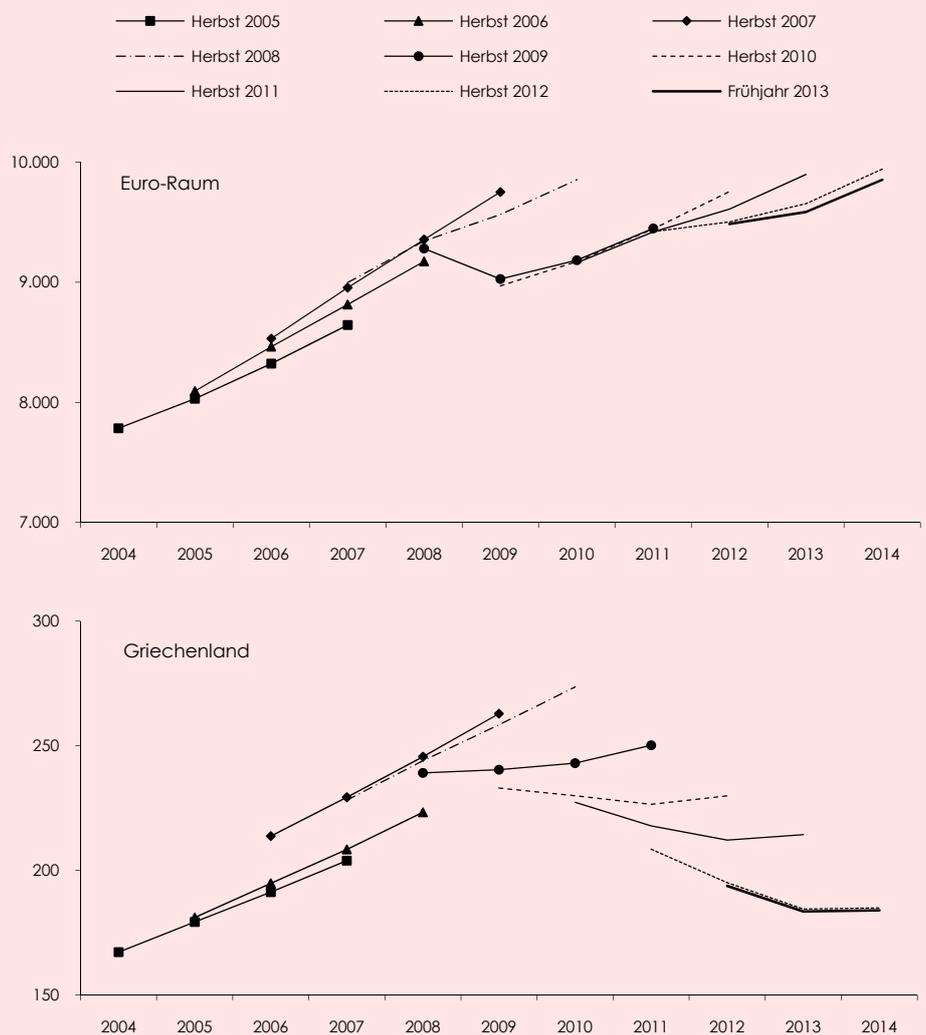
Übersicht 4: Über- und Unterschätzung des nominellen BIP durch die Prognosen der Europäischen Kommission

	Euro-Raum	Griechenland	Spanien	Portugal	Irland	Italien
	In %					
2006	- 3	- 10	- 2	- 3	- 3	- 3
2007	- 2	- 8	- 1	- 3	- 1	- 1
2008	+ 1	+ 4	+ 2	- 1	+ 10	+ 2
2009	+ 7	+ 12	+ 7	+ 2	+ 16	+ 6
2010	± 0	+ 9	± 0	- 5	+ 3	+ 1
2011	± 0	+ 9	+ 1	± 0	± 0	+ 1

Q: Europäische Kommission. Abweichung der Prognose des nominellen BIP vom Herbst des Jahres $t - 1$ vom realisierten Wert für den Zeitpunkt t im Herbst $t + 2$ in %. + ... Überschätzung, - ... Unterschätzung.

Abbildung 4: Prognosen der Europäischen Kommission für das nominelle BIP

Mrd. €



Q: Europäische Kommission.

Ein weiterer Grund für die Verzögerung der Reaktion waren Prognosefehler. Grundsätzlich sind die Prognosen der Europäischen Kommission nicht schlecht, wenn auch denen der OECD leicht unterlegen (González Cabanillas – Terzi, 2012, S. 23ff). Zwar versagen Prognosen an Wendepunkten üblicherweise, aber die Prognosefehler vor und nach der Krise gingen weit über diesen Effekt hinaus. Nur die Fehleinschätzung für das Jahr 2009, als die Kommission das BIP des Euro-Raumes in den Herbstprognosen 2007 und 2008 um 9% bzw. 7% überschätzte, kann als Wendepunktfehler gelten.

Doch selbst in diesem Fall spiegeln die Prognosen für die Problemländer tieferliegende Analysefehler. Wie Übersicht 4 und Abbildung 4 zeigen, unterschätzte die Kommission das Wachstum in den Jahren vor der Krise zum Teil erheblich, vor allem in Griechenland: Die Prognose vom Herbst 2005 für 2006 bzw. vom Herbst 2006 für 2007 lag um 10% bzw. 8% unter dem realisierten nominellen BIP, in den anderen GIPS-Ländern wie im gesamten Euro-Raum um ½% bis über 3%. Aufgrund dieser systematischen Unterschätzung des Wachstums wurde die Überhitzung vor der Krise nicht erkannt und demgemäß auch nicht bekämpft. Seit 2008 und bis zuletzt wurde das Wachstum dagegen über- und damit das Ausmaß der Krise unterschätzt. Die Unterschätzung des BIP für das jeweils folgende Jahr beträgt 9% bis 12% für Griechenland, 3% bis 16% für Irland und 1% bis 7% für die anderen Länder und den Euro-Raum insgesamt³⁰⁾. Für Budgetsalden und Staatsschulden sind die Prognosefehler erheblich größer.

Noch viel problematischer fielen die Prognosen der Budgetdefizite aus (Abbildung 5): Für das Jahr 2007 erwartete die Kommission in ihrer ersten Prognose für den Euro-Raum ein Defizit von etwa 3% des BIP, es war jedoch letztlich mit ½% deutlich niedriger. Ab 2008 unterschätzte die Prognose die tatsächliche Entwicklung: 2008 –1½% statt –2%, 2009 und 2010 –1% bzw. –2% statt jeweils etwa –6%. 2011 drehte sich der Fehler wieder, das Defizit betrug nur 4% und nicht wie erwartet 6½% des BIP. In Griechenland waren die Prognosefehler erheblich größer: In den Jahren 2007 bis 2010 war das tatsächliche Defizit um 3, 7½, 13½ und 7½ Prozentpunkte höher als das prognostizierte, 2011 allerdings (laut bisher vorliegenden Daten) um 2 Prozentpunkte niedriger.

Die systematischen Prognosefehler der EU sollten nicht mit der üblichen Prognoseunsicherheit begründet werden; sie beruhen auf den problematischen Analysen, auf die schon hingewiesen wurde. Die Unterschätzung in der Vorkrisenperiode war weniger einer unkritischen Trendextrapolation zuzuschreiben als vielmehr der Leugnung der Strukturprobleme, die es nach neoklassischer Ansicht nicht geben kann. Gleichmaßen war die Überschätzung des Wachstums und damit die Prognose einer raschen Überwindung der Krise nicht bloß Wunschdenken, sondern Folge der Unterschätzung der rezessiven Folgen der synchronen Austeritätspolitik³¹⁾. Die besonders großen Prognosefehler einiger Krisenländer an der Peripherie dürften auch auf die mechanische Anwendung moderner technisch-ökonomischer Analyse- und Prognosemethoden zurückgehen, die in Krisen und bei Strukturbrüchen versagen. Hinter den Analysen und Prognosen stehen nämlich Schätzungen des Potentialwachstums (Potential Output) und des gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrades (Output Gap), die ihrerseits auf der Schätzung der inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU) beruhen. Diese Größen sind jedoch in Krisen und bei Strukturbrüchen kaum zu evaluieren, da unklar bleiben muss, welche Kapazitäten und Qualifikationen später wieder in den Produktionsprozess eingegliedert werden können. Klär (2013) zeigt die Unzuverlässigkeit dieser Schätzungen, die von Prognose zu Prognose stark schwanken, trotz der komplexen Methodik letztlich Trendextrapolationen gleichkommen und sich als prozyklisch erweisen. So wurde etwa das Potentialwachstum von Spanien zwischen 2002 und 2007 um gut 2 Prozentpunkte überschätzt, sodass die Überauslastung vor der Krise nicht erkannt wurde (Klär, 2013, Figures 1b und 2b). Die NAIRU von Spanien sank nach den jüngsten Schätzungen zwischen 1994 und 2005 von 16% auf 10% und stieg in der Folge bis 2012 auf 21%; 2008 hatte die Kommission noch einen Anstieg bis 2012 auf nur 11% erwartet (Klär, 2013, Figure 5a). Die Überschätzung der NAIRU bedeutet erstens, dass die Strukturkomponente der Arbeitslosigkeit überschätzt und die Nachfragekomponente unterschätzt wird, was die Wahl der Instrumente verzerrt. Zweitens bedingt die gegenwärtige Überschätzung der NAIRU eine Unterschätzung des Potentialwachstums, wo-

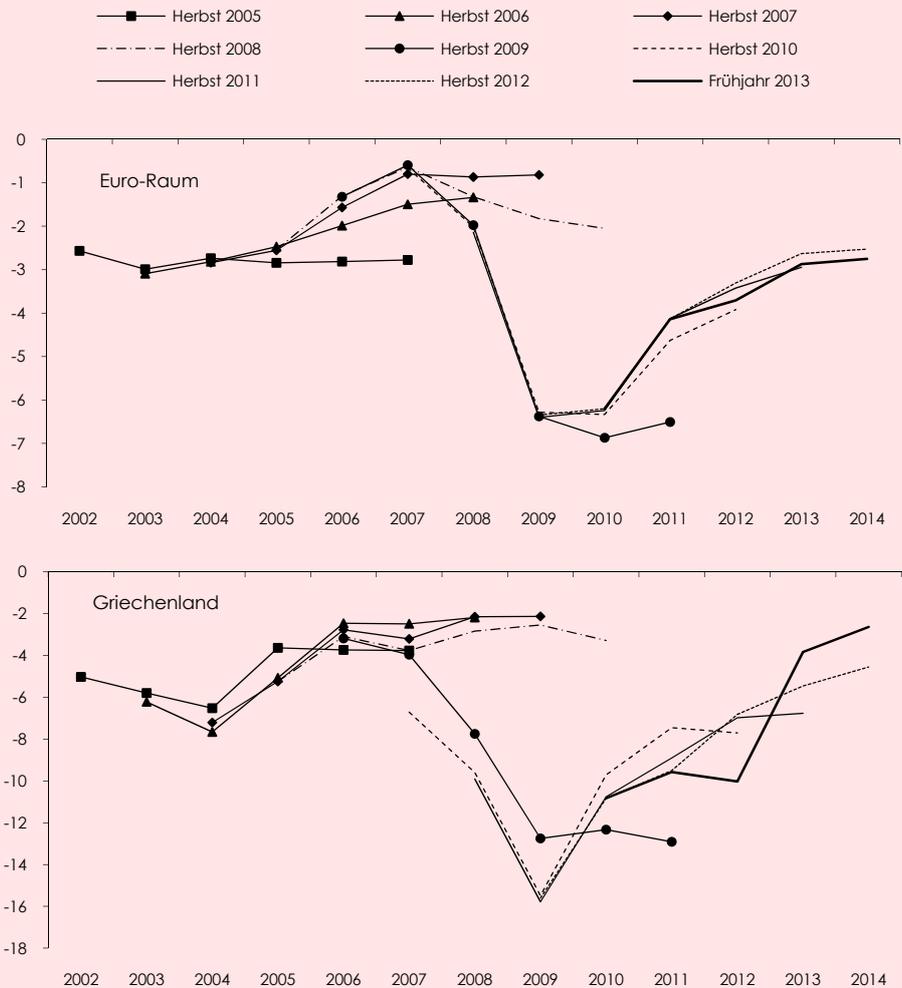
³⁰⁾ Die Zweijahresprognosen unter- bzw. überschätzen die tatsächliche Entwicklung in viel größerem Ausmaß; sie werden hier nicht angeführt, weil Zweijahresprognosen in Perioden der Unsicherheit de facto unmöglich sind und eigentlich gar nicht ausgewiesen werden sollten.

³¹⁾ Auf die falsche Einschätzung der Multiplikatoren durch die Kommission wird der folgende Abschnitt genauer eingegangen.

durch die Analyse eine viel höhere Kapazitätsauslastung vorspiegelt. Drittens sind die Schätzungen von Potentialprodukt und NAIRU wichtige (und insofern problematische) Politikvariable der Kommission, vor allem Grundlage der Schätzung des strukturellen Budgetdefizits, das, je problematischer seine Basis wurde, desto stärker zu einer Zielgröße wurde.

Abbildung 5: Prognosen der Europäischen Kommission für den Finanzierungssaldo des Staates

In % des BIP



Q: Europäische Kommission.

Analyse- und Prognosefehler wie Entscheidungsschwäche der Politik bedingten verzögerte, quantitativ unzureichende und übermäßig scharfe Hilfsprogramme, die eine scharf negative Reaktion von Märkten (Zinsaufschläge) und Ratingagenturen (Tichy, 2011A, S. 5) nach sich zogen und die Krise maßgeblich verschärften. Die unzureichenden und verzögerten Hilfsmaßnahmen sowie die falschen Prognosen wirkten insoweit kontraproduktiv, als die unerreichbar anspruchsvollen Wachstums- und Budgetziele durch die Problemländer nie erfüllt werden konnten, was kontinuierliche Revisionen erzwang. Dadurch entstand der Eindruck laufender Zielverfehlungen, der die zum Teil erheblichen Sanierungserfolge überdeckte und negative Erwartungseffekte "des Marktes" mit sich brachte.

Ein weiterer Grund für die Tiefe der gegenwärtigen Rezession war die problematische Wahl der Instrumente³²⁾. Obwohl Budgetdefizite und Staatsschulden nicht Ursache, sondern Folge der Finanzkrise waren, lag der Schwerpunkt der Maßnahmen zur Krisenbekämpfung bei fiskalischen Restriktions- und Koordinationsmaßnahmen (Fiskalpakt, Schuldenbremse). Der Sanierung des Finanzbereiches wurde sehr viel weniger Beachtung geschenkt: Manche Maßnahmen, wie etwa die Basler Abkommen, haben eine längere Geschichte und wurden im Gefolge der Krise in einem sehr langsamen Prozess punktuell verschärft, ohne bisher umfassende Lösungen zu bieten; andere, wie etwa die Integration der Bankenaufsicht, wurden erst sehr spät in Angriff genommen und sind bisher kaum über das Diskussionsstadium hinausgekommen. Ursachen dafür sind einerseits objektive Schwierigkeiten wie die Informationsasymmetrie (vor allem zwischen Finanzsystem und Regulierungsbehörden), die Schwierigkeit, Systemrisiken zu identifizieren und zu messen (Hellwig, 2012), der Mangel an Lösungsansätzen (wie etwa für Erzeugung und Handel mit Derivaten) oder Inkompatibilitäten (etwa zwischen sicherheitsorientierter scharfer Beschränkung der Leverage und ausreichender Kreditversorgung), andererseits aber auch der massive Widerstand der Finanzlobbys, die entsprechende Initiativen unterlaufen bzw. verwässern.

Unbeschadet der Tatsache, dass die Einschränkung exzessiver Budgetdefizite unvermeidbarer Bestandteil von Hilfsprogrammen sein muss, um Moral Hazard der Empfänger zu vermeiden, stellt sich die Frage nach der Zweckmäßigkeit eines raschen Abbaus von Budgetdefiziten und Staatsschulden, vor allem in den von Hilfsprogrammen nicht betroffenen EU-Ländern während der Rezessionsphase. Budgetdefizite und Staatsschulden nahmen erst durch Bankensanierung und Rezession (siehe oben) ein besorgniserregendes Ausmaß an, und das ist nicht ungewöhnlich. Banken- bzw. Finanzkrisen gehen stets mit massiven Steuerausfällen und einem starken Ansteigen der Staatsschuld einher: Nach Reinhart – Rogoff (2008, S. 2) erhöhten sich die Staatsschulden jeweils in den drei Jahren nach einer Finanzkrise um 86%. Eine straffere Budgetpolitik vor der Krise hätte weder die Krise selbst noch die aus ihr resultierende Schuldenexplosion verhindern können; allein das Ausgangsniveau des Schuldenzuwachses wäre etwas niedriger und damit der Spielraum für expansive Maßnahmen größer gewesen. Insofern ist fiskalische Restriktion als dominierender Ansatzpunkt wenig geeignet.

Die Europäische Kommission hält jedoch nicht bloß eine gemeinsame Fiskalpolitik in der Währungsunion für unverzichtbar³³⁾, sondern – bis zum Erreichen der Ziele des Fiskalpaktes – auch eine synchrone strikt restriktive Fiskalpolitik (Austeritätspolitik) aller Mitgliedsländer; die Rezession werde dadurch nicht verschärft, da der Multiplikator kleiner als 1 sei (Europäische Kommission, 2012, S. 44). Sie stützt sich dabei einerseits auf die "Politikineffektivitätshypothese" (Sargent – Wallace, 1976) und "nicht-keynesianische Effekte" (Giavazzi – Pagano, 1990, McDermott – Wescott, 1996), andererseits auf traditionelle Schätzungen, die Multiplikatoren unter 1 implizieren: Die zusätzliche Staatsnachfrage verdränge private Ausgaben; eine Kürzung der Staatsausgaben könne sogar expansiv wirken, wenn die Wirtschaftssubjekte davon eine Verringerung der Steuerbelastung erwarten und ihre Ausgaben antizipierend anpassen. Grundlage dieser traditionellen Überlegungen ist die Annahme jeweils voller Auslastung der Kapazitäten und rationaler Erwartungen der Wirtschaftssubjekte.

Neuere Arbeiten gehen hingegen von der Erkenntnis aus, dass der Multiplikator je nach den Umständen sehr verschieden hohe Werte annehmen kann. So etwa ist

³²⁾ Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich auf die Überbetonung einer überdies fehlkonzipierten Fiskalpolitik. Für eine breitere Diskussion von Instrumenten zur Verbesserung der Funktionsweise der Währungsunion siehe etwa Ederer – Weingärtner (2013, in diesem Heft) oder Tichy (2013B).

³³⁾ Siehe dazu Thillaye (2013, S. 16f). Diese Politik wird vor allem von der deutschen Regierung forciert, entgegen etwa der Ansicht des deutschen Sachverständigenrates (2012, S. 3): Dessen Drei-Säulen-Konzept "Maastricht 2.0" sieht vor, die Fiskal- und Wirtschaftspolitik in Zukunft gemäß den Ordnungsprinzipien des Maastricht-Vertrages weitgehend in nationaler Souveränität zu belassen. Reformiert werden sollten die bestehenden Fiskalregeln und die Rahmenbedingungen für das Finanzsystem in der Europäischen Union. Angesichts der Heterogenität der Währungsunion, der anhaltenden asymmetrischen Schocks bei einheitlicher Geldpolitik erscheint ein Verzicht auf einen nationalen fiskalpolitischen Spielraum schwer vorstellbar.

empirisch relativ gut abgesichert, dass der Multiplikator, also die expansive Wirkung zusätzlicher Staatsausgaben, unter den folgenden Bedingungen zum Teil sogar wesentlich höher als 1 ist:

- in Rezessionsperioden (Auerbach – Gorodnichenko, 2012, Baum et al., 2012, Corsetti et al., 2012, Poplawski-Ribeiro – Weber, 2012); anders als sonst hält die Multiplikatorwirkung auch lange an (Batini et al., 2012);
- bei akkomodierender Geldpolitik, die die zinssteigernden Folgen des Fiskalstimulus kompensiert und Verdrängungseffekte verhindert (Hall, 2009, Eggertsson, 2011, Coenen et al., 2012);
- bei wenig flexiblen Zinssätzen, wie sie für eine Währungsunion typisch sind (Eggertsson, 2011);
- in einer Liquiditätsfalle, in der der Zinssatz nicht weiter gesenkt werden kann (Eggertsson, 2011); auch hier hält die Multiplikatorwirkung länger an (Holland, 2012);
- bei festen Wechselkursen, somit ebenfalls in einer Währungsunion (Corsetti et al., 2012, Ilzetki et al., 2012);
- in einer geschlossenen³⁴⁾ Volkswirtschaft (Ilzetki et al., 2012), demgemäß in großen Ländern bzw. in einer Wirtschaftsunion;
- bei synchronisierter Politik (Holland, 2012); hier kann der Multiplikator doppelt so hoch werden (IWF, 2010);
- wenn der Fiskalimpuls primär Staatsausgaben betrifft, nicht Staatseinnahmen und Transfers (in der gesamten, auch der traditionellen Literatur unbestritten);
- für "targeted"³⁵⁾ Transfers, die primär Personen mit niedrigem Einkommen zugute kommen (Coenen et al., 2012, S. 46);
- in Phasen oder Ländern mit einem großen Anteil liquiditätsbeschränkter oder kurzfristig ("myopic") agierender Wirtschaftssubjekte (Coenen et al., 2012, S. 52);
- in wenig verschuldeten Ländern (Corsetti et al., 2012); in sehr hoch verschuldeten Ländern hingegen kann der Multiplikator negativ sein (Ilzetki et al., 2012);
- bei bloß temporärer fiskalischer (nicht mehr als zwei Jahre dauernder) Stimulierung (Batini et al., 2012, S. 7, Coenen et al., 2012, S. 51, Cogan et al., 2012).
- In Industrieländern ist der Multiplikator zudem höher als in Entwicklungsländern (Ilzetki et al., 2012).

Unter den aktuellen Voraussetzungen sprechen alle angeführten Kriterien außer dem Schuldenstand dafür, dass der Multiplikator der gegenwärtigen synchronisiert-restriktiven Fiskalpolitik der Europäischen Gemeinschaft deutlich über 1, eher in der Größenordnung von 1½ bis 2½ liegt (Batini et al., 2012, S. 8, Coenen et al., 2012, S. 46, IWF, 2012B, S. 43). In den Krisenländern an der Peripherie ist er sogar deutlich höher, weil dort der beträchtliche Rückgang der Masseneinkommen wegen der erheblichen Liquiditätsbeschränkung der privaten Haushalte voll und rasch auf den Konsum durchschlägt. Die erwähnten "nicht-keynesianischen" Effekte konnten von neueren Studien nicht bestätigt werden (Batini et al., 2012, S. 21) und treten auch bloß unter sehr spezifischen Voraussetzungen auf (Perotti, 2011)³⁶⁾.

Da ein hoher Multiplikator nicht bloß bedeutet, dass expansive Budgetpolitik die Nachfrage kräftig belebt, sondern auch umgekehrt, dass restriktive Budgetpolitik die Nachfrage besonders stark dämpft, wirkt die gegenwärtige synchronisierte Austeritätspolitik unzweifelhaft restriktiv, verlängert und vertieft die Krise, und zwar umso mehr, je schärfer sie angelegt ist. Eine mäßige Austeritätspolitik hat eine (um ein

³⁴⁾ Ilzetki et al. (2012) definieren "geschlossen" relativ breit mit einer Exportquote von mehr als 60%.

³⁵⁾ Die Studie bezieht sich auf den American Recovery and Reinvestment Act (2009), der zugleich die Sozialausgaben und die Arbeitslosenunterstützung sowie die Ausgaben für Infrastruktur, Bildung, Gesundheit und umweltfreundliche Energie an hob.

³⁶⁾ "Thus, if confidence effects have been at play in our sample over the short term, they have not been strong enough to undo the contractionary effects of fiscal withdrawals" (Batini et al., 2012, S. 21).

Fünftel) geringere Wahrscheinlichkeit, eine Rezession auszulösen bzw. zu verlängern (Batini *et al.*, 2012, S. 8). Der Versuch einer forcierten Budgetsanierung und eines Schuldenabbaues während der Rezession wird daher zunehmend als problematisch eingeschätzt (Bagaria *et al.*, 2012, Cottarelli – Jaramillo, 2012), vor allem wenn er auch jene Länder umfassen soll, die ihr Budgetdefizit unproblematisch finanzieren können. Die Vernachlässigung der Rückwirkungen der Austeritätspolitik auf Staatsfinanzierung und Wachstum verhindert, deren potentiell kontraproduktive Folgen zu erkennen: Unter den gegenwärtigen Voraussetzungen ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass die Austeritätspolitik die Staatsschuldenquote nicht nur nicht senkt, sondern sogar weiter steigen lässt, jedenfalls im ersten Jahr (Eyraud – Weber, 2013). Das ist vor allem dann problematisch, wenn die Veränderung der Schuldenquote ein Entscheidungskriterium für die Finanzmärkte bildet (Eyraud – Weber, 2013), da die Austeritätspolitik dann die Markteinschätzung nicht entspannt, sondern die Zinsaufschläge sogar noch weiter nach oben treibt.

Die neuen Erkenntnisse über die Höhe der Multiplikatoren bei synchronisierter Restriktion in einer schweren Rezession mit Liquiditätsfalle erfordern eine Neueinschätzung des Instrumenteneinsatzes. Grundsätzlich sollte der generelle Abbau von Budgetdefiziten und Staatsschulden bis zum Beginn des Aufschwunges aufgeschoben werden; innerhalb der Staatsausgaben sollte allerdings eine markante Verlagerung zu wachstumsfördernden Ausgaben vorgenommen werden (Aiginger – Schratzenstaller, 2010). In den Krisenländern, in denen Budgetsanierung und Verringerung der Absorption unverzichtbar sind, wären Steuererhöhungen den Ausgabenkürzungen vorzuziehen, da sie aufgrund ihres niedrigeren Multiplikators geringere restriktive Folgen haben. Tatsächlich jedoch dominieren vor allem in den Krisenländern Ausgabenkürzungen (Holland, 2012, S. 12), und das dürfte auch durchaus Absicht der Troika sein³⁷). Abgesehen von diesen Maßnahmen zur Überwindung der Krisenfolgen sind natürlich Maßnahmen zur Beseitigung der Krisenursachen – eine rasche Sanierung des Finanzsystems – unverzichtbar.

Die Länder der Währungsunion sind nach wie vor viel unterschiedlicher als die Bundesstaaten der USA (Wynne – Koech, 2012, S. 3), und ihre Heterogenität hat in den letzten zehn bis fünfzehn Jahren sogar weiter zugenommen. Die Finanzkrise war zum Teil eine Krise der strukturellen Heterogenität, überwiegend jedoch eine europäische Banken- und Finanzmarktkrise. Die rasche Globalisierung gemeinsam mit der extremen Differenzierung der Anlageprodukte und der exzessiven Risikoneigung der europäischen Banken haben die Komplexität des Systems, seine Prozyklizität und die Gefahr einer Systemkrise enorm erhöht (Rajan, 2005). Reformen müssen daher primär bei den Finanzmarktinstitutionen ansetzen. Höhere Eigenkapitalanforderungen, eine Bankenunion mit gemeinsamer, einheitlicher und strengerer Kontrolle sowie ein einheitliches Bankinsolvenzrecht (einschließlich der Kostentragung von Insolvenzen) sind dafür wichtige Ansatzpunkte. Allerdings ist fraglich, ob diese Maßnahmen allein, ohne erhebliche Steigerung der Transparenz des Systems und Verringerung seiner Komplexität, künftige Finanzkrisen verhindern können.

Als zweiter Ansatzpunkt müssen Maßnahmen zur Überwindung der Strukturkrise gewählt werden. Einerseits gilt es, die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte innerhalb der Währungsunion auszugleichen, was eine bessere Koordination der Nachfragesteuerung erfordert. Andererseits wird sich die Kohäsionspolitik stärker industriepolitischen Fragen zuwenden müssen, um die Krisenländer bei der Überwindung der Globalisierungsverluste zu unterstützen.

Hingegen scheint die gegenwärtige Konzentration der Politik auf eine generelle Senkung von Budgetdefiziten und Staatsschulden verfrüht. Solches ist zwar für jene Länder unverzichtbar, die sich derzeit nicht auf dem Markt finanzieren können und

Elemente einer Neuorientierung der Politik

³⁷) Grundsätzlich ist in der Literatur kaum bestritten, dass eine ausgabenseitige Budgetsanierung erfolgreicher ist als eine einnahmenseitige; eine unvermeidliche Budgetsanierung in einer schweren Rezession muss allerdings davon abweichen, da die Rückwirkungen auf Wachstum und Staatseinnahmen sonst den Erfolg verhindern könnten.

internationale Hilfe benötigen; für sie bedarf es auch einer strikten Koordination der Fiskalpolitik, um Moral-Hazard-Probleme zu vermeiden. Für die anderen Länder erscheint weniger eine synchrone und rasche Dämpfung der Ausgaben erforderlich als vielmehr deren Umstrukturierung hin zu Ausgaben, die ein beschäftigungsförderndes, ressourcen- und energiesparendes Wachstum stützen. Die niedrigen Zinssätze erleichtern solche langfristigen Investitionen in die Zukunft, und die europaweite Rezession erfordert eine zumindest mäßig expansive Fiskalpolitik der einzelnen Länder mit entsprechendem Finanzierungsspielraum, da der Spielraum der Geldpolitik bereits voll ausgeschöpft ist.

Literaturhinweise

- Acharya, V. V., Schnabl, Ph., "Do global banks spread global imbalances? The case of asset-backed commercial paper during the financial crisis of 2007-09", Paper presented at the 10th Jacques Polak Annual research conference, Washington D.C., 5.-6. November 2009.
- Adrian, T., et al., "Which financial frictions? Parsing the evidence of the financial crisis 2007-9", NBER Working Papers, 2012, (18335).
- Aiginger, K., Schratzenstaller, M., "Budgetkonsolidierung unter schwierigen Rahmenbedingungen – Zehn Leitlinien und erste Erfahrungen in der EU", WIFO-Monatsberichte, 2010, 83(12), S. 941-954, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/40977>.
- Allen, F., et al., Cross-border banking in Europe: Implications for financial stability and macroeconomic policy, CEPR, London, 2011.
- Arnold, L., "Die Volkswirtschaftslehre steckt nicht in der Krise", ifo Schnelldienst, 2009, 62(14), S. 3-5.
- Auerbach, A. J., Gorodnichenko, Y., Fiscal multipliers in recession and expansion, Berkeley, 2012, <http://www.nber.org/chapters/c12634.pdf> (abgerufen am 10. Februar 2012).
- Bagaria, N., et al., "Fiscal consolidation during a depression", Center for Economic Performance, Special Paper, 2012, (27).
- Bank for International Settlements (BIS), 80th Annual Report, Basel, 2010.
- Bank for International Settlements (BIS), 82th Annual Report, Basel, 2012.
- Batini, N., et al., "Successful austerity in the United States, Europe and Japan", IMF Working Paper, 2012, (WP/12/190).
- Baum, A., et al., "Fiscal multipliers and the state of the economy", IMF Working Paper, 2012, (WP/12/286).
- Bayer, K., "The Challenges of EU Governance and the Quest for Long-term Growth", WWWforEurope Working Paper, 2013, (4), <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46425>.
- Begg, I., "Banking Union: Inevitable, but profoundly challenging", CESifo Forum, 2012, 13(4), S. 15-20.
- Bernanke, B. S., Global imbalances: Recent developments and prospects, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C., 2007.
- Bernanke, B. S., et al., "International capital flows and the returns to safe assets in the United States, 2003-2007", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, 2011, (1014).
- Blanchard, O., Four Hard Truths, VoxEU, 2011, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7475> (abgerufen am 5. Februar 2013).
- Blanchard, O., Milesi-Ferretti, G. M., "Global imbalances: In midstream?", IMF Staff Position Note, 2009, (SPN/09/29).
- Borchardt, K., "Zwangslagen und Handlungsspielräume in der großen Wirtschaftskrise der frühen dreißiger Jahre: Zur Revision des überlieferten Geschichtsbildes", Jahrbuch der Bayerischen Akademie der Wissenschaften, München, 1979, S. 85-132.
- Borio, C., "Monetary and financial stability: So close and yet so far?", National Institute Economic Review, 2005, 192(1), S. 84-101.
- Borio, C., "Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters", in Jones, C., Pringle, R. (Hrsg.), The future of central banking, Central Banking Publications, London, 2011.
- Caballero, R. J., Kurlat, P., The "surprising" origin and nature of financial crises: a macroeconomic policy proposal, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium, 2009, <http://www.kc.frb.org>.
- Chen, R., et al., "External Imbalances in the Eurozone", Economic Policy, 2013, 28(73) S. 101-142.
- Clarida, R. H., G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, University of Chicago Press, Chicago, 2007.
- Coenen, G., et al., "Effects of fiscal stimulus in structural models", American Economic Journal Macroeconomics, 2012, 4(1), S. 22-68.
- Corsetti, G., Mueller, G. J., "Multilateral economic cooperation and the international transmission of fiscal policy", NBER Working Papers, 2011, (17708).
- Cogan, J. F., et al., "New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers", Journal of Economic Dynamics and Control, 2012, 34(3), S. 281-295.
- Corsetti, G., et al., "What determines government spending multipliers?", IMF Working Paper, 2012, (WP/12/150).
- Cottarelli, C., Jaramillo, L., "Walking hand in hand: Fiscal policy and growth in advanced economies", IMF Working Paper, 2012, (WP/12/137).

- De Grauwe, P., Ji, Y., "Mispricing of sovereign risk and multiple equilibria in the Eurozone", CEPS Working Document, 2012, (361).
- Ederer, St., "Europäische Währungsunion in der Krise", WIFO-Monatsberichte, 2011, 84(12), S. 783-796, <http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/43195>.
- Ederer, St., Weingärtner, St., "Zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion", WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(6), S. 493-507, <http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/46841>.
- Eggertsson, G. B., "What fiscal policy is effective at zero interest rates?", in Acemoglu, D., Woodford, M. (Hrsg.), NBER Macroeconomics Annual 2010, Volume 25, University of Chicago Press, 2011, S. 59-112.
- Europäische Kommission, "European Economic Forecast. Autumn 2012", European Economy, 2012, (7/2012).
- Eyraud, L., Weber, A., "The challenge of debt reduction during fiscal consolidation", IMF Working Paper, 2013, (WP/13/67).
- Fischer, M., et al., "Wie wirkt sich der Wegfall staatlicher Garantien auf die Risikoübernahme von Banken aus?", ifo Schnelldienst, 2012, 65(18), S. 17-21.
- Geithner, T., "Credit markets innovations and their implications", Federal Reserve Bank of Richmond, Credit Markets Symposium, 2007, zitiert nach Spaventa, L., "Avoiding disorderly deleveraging", CEPR Policy Insight, 2008, 22, (3).
- Giavazzi, F., Pagano, M., "Can severe fiscal constraints be expansionary? Tales of two small European countries", in Blanchard, O. J., Fischer, S. (Hrsg.), NBER Macroeconomic Annual, Cambridge, MA, 1990, S. 75-116.
- Giuliano, P., Spilimbergo, A., "Growing up in a recession: Beliefs and the macroeconomy", NBER Working Papers, 2009, (15321).
- González Cabanillas, L., Terzi, A., "The accuracy of the European Commission's forecasts re-examined", European Economy, Economic Papers, 2012, (476).
- Greenspan, A., Economic Volatility. Remarks by Chairman Alan Greenspan, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium, 2002, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020830> (abgerufen am 7. Juni 2013).
- Hall, R. E., "By how much does GDP rise if the government buys more output?", NBER Working Papers, 2009, (15496).
- Hardiman, N., Regan, A., "The politics of austerity in Ireland", Intereconomics, 2013, 48(1), S. 9-14.
- Haugh, D., et al., "What Drives Sovereign Risk Premiums? An Analysis of Recent Evidence from the Euro Area", OECD Economics Department Working Papers, 2009, (718), <http://dx.doi.org/10.1787/222675756166> (abgerufen am 17. März 2012).
- Hellwig, M., "The Problem of Bank Resolution Remains Unsolved: A Critique of the German Bank Restructuring Law", in Kenadjan, P. S. (Hrsg.), Too Big To Fail – Brauchen wir ein Insolvenzrecht für Banken?, De Gruyter Verlag, Berlin–Boston, 2012, S. 35-63.
- Holinski, N., et al., "Persistent macroeconomic imbalances in the Euro Area: Causes and consequences", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2012, 94(1), S. 1-20.
- Holland, D., "Less austerity, more growth", NIESR Discussion Paper, 2012, (400).
- Ilzetzki, E., et al., "How big (small?) are fiscal multipliers", NBER Working Papers, 2012, (16479).
- Ingram, J. C., "The Case for European Monetary Integration", Essays in International Finance, 1973, (98).
- IWF, World Economic Outlook, Washington D.C., 2010.
- IWF (2012A), World Economic Outlook, Washington D.C., 2012.
- IWF (2012B), Global Financial Stability Report. Restoring confidence and progressing on reforms, Washington D.C., 2012.
- Jordà, Ö., et al., "When credit bites back: Leverage, business cycles, and crises", NBER Working Papers, 2011, (17621).
- Klär, E., "Potential economic variables and actual economic policies in Europe", Intereconomics, 2013, 48(1), S. 33-40.
- Kohler, W., "Resolving sovereign debt crises: Opening or closing the tap?", in OeNB, 40th Economics Conference 2012, Wien, 2012, S. 110-120.
- Laeven, L., Valencia, F., "Resolution of banking crises: The good, the bad, and the ugly", IMF Working Paper, 2010, (WP/10/146).
- Laeven, L., Valencia, F., "Systemic banking crises database: An update", IMF Working Paper, 2012, (WP/12/163).
- McDermott, J., Wescott, R. F., "An empirical analysis of fiscal adjustments", IMF Working Paper, 1996, (WP/96/59).
- McGuire, P., von Peter, G., "The US dollar shortage in global banking", BIS Quarterly Review, 2009, (March), S. 47-63.
- Mendoza, E. G., Terrones, M., "An anatomy of credit booms: Evidence from the macro aggregates and micro data", NBER Working Papers, 2008, (14049).
- Merler, S., Pisani-Ferry, J., "Sudden stops in the Euro area", Bruegel Policy Contribution, 2012, (2012/06).
- Micossi, St., "Unholy Compromise in the Eurozone and How to Mend it", WWWforEurope Working Paper, 2012, (1), <http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/46060>.
- Milesi-Ferretti, G. M., Tille, C., "The Great Retrenchment: International capital flows during the global financial crisis", Economic Policy, 2011, 26(66), S. 285-342.

- Obstfeld, M., "Does the current account still matter?", NBER Working Papers, 2012, (17877).
- Obstfeld, M., Rogoff, K., *Foundation of international macroeconomics*, M.I.T. Press, Cambridge, MA, 1996.
- Perotti, R., "The 'Austerity Myth': Gain Without Pain?", NBER Working Papers, 2011, (17571).
- Poplawski-Ribeiro, M., Weber, A., "Fiscal Multipliers and the State of the Economy", IMF Working Paper, 2012, (12/286).
- Rajan, R. G., "Has financial development made the world riskier?", Federal Reserve Bank of Kansas City, Proceedings, 2005, S. 313-369.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., "Banking crises: An Equal opportunity menace", NBER Working Papers, 2008, (14587).
- Reinstaller, A., Hölzl, W., Kutsam, J., Schmid, Ch., *The Development of Productive Structures of EU Member Countries and Their International Competitiveness*, WIFO, Wien, 2013, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46823>.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, *Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland. Jahresgutachten 2012/13*, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden, 2012.
- Sargent, T. J., Wallace, N., "Rational expectations and the theory of economic policy", *Journal of Monetary Economics*, 1976, 2(2), S. 169-183.
- Schularick, M., Taylor, A. M., "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008", *American Economic Review*, 2012, 102(2), S. 1029-1061.
- Shin, H. S., *Global Banking Glut and Loan Risk Premium*, Princeton University, Princeton, NJ, 2012, http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell_fleming_lecture.pdf (abgerufen am 4. Februar 2013).
- Szczerbowicz, U., "Are unconventional monetary policies ineffective? No", Dipartimento di Economia e Finanza, LUISS Guido Carli, Working Papers CELEG, 2011, (1107).
- Thillaye, R., "The Challenges of EU Governance and the Quest for Long-term Growth", *WWWforEurope Working Paper*, 2013, (4).
- Tichy, G. (2010A), "War die Finanzkrise vorhersehbar?", *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 2010, 11(4), S. 356-382.
- Tichy, G. (2010B), "Why did policy ignore the harbingers of the crisis?", *Empirica*, 2010, 38(1), S. 107-130.
- Tichy, G. (2010C), "Bankenkrise oder falsche Anreizsysteme in der Rentiergesellschaft", in Brügger, Ch., et al. (Hrsg.) *Mensch – Gruppe – Gesellschaft*, ntv, Wien–Graz, 2010, S. 485-497.
- Tichy, G. (2011A), "Did rating agencies boost the financial crisis?", *Intereconomics*, 2011, 46(5), S. 232-245.
- Tichy, G. (2011B), "Die Staatsschuldenkrise: Ursachen und Folgen", *WIFO-Monatsberichte*, 2011, 84(12), S. 797-810, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/43196>.
- Tichy, G. (2011C), "Reicht Bankregulierung zur Vermeidung schwerer Finanzkrisen?", in Kubon-Gilke, G., Held, M., Storn, R. (Hrsg.), *Jahrbuch Normative und institutionelle Grundfragen der Ökonomik*, Band 10: *Ökonomik in der Krise*, Metropolis Verlag, Marburg, 2011, S. 65-91.
- Tichy, G. (2013A), "What can sector accounts tell about the financial crisis?", *Intereconomics*, 2013, 48(2), S. 106-115.
- Tichy, G. (2013B), "Banken- und Staatsschuldenkrise: Ursachen, Folgen, Lösungsansätze", in Hilpold, P., Steinmair, W. (Hrsg.), *Neue europäische Finanzarchitektur – Die Reform der WWU*, Kap. 9, Springer, Heidelberg–New York, 2013.
- Trichet, J.-C., *Monetary policy strategies: A central bank panel*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2005, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/sym05prg.htm> (abgerufen am 5. Mai 2010).
- Trichet, J.-C., *European financial integration*, Speech at the 23 Internationales ZinsFORUM Zinsen 2009, Frankfurt, 2008, <http://www.ecb.int/press/key/date/2008/html/sp081211.en.html>.
- Wynne, M. A., Koech, J., "One-size-fits-all monetary policy: Europe and the U.S.", *DALLASFED Economic Letter*, 2012, 7(9), S. 1-4.
- Wyplosz, Ch., *Macroeconomics After the Crisis: Dealing with the Tobin Curse*, Universität St. Gallen, The Walter-Adolf-Joehr Lecture, 2009.

The Sovereign Debt Crisis as the Crisis of the European Financial System – Summary

European banks have accumulated important risks through excessive rescheduling of debt maturities, purchase of US derivatives and loans extended to companies and households of the European periphery. Aggressive lending in the – already before structurally weak – periphery countries fuelled excess demand that would have collapsed sooner or later even in the absence of a global financial market crisis. The artificial boom ended in a deep recession when over-indebtedness, together with the world-wide confidence crisis, led to a belated increase in interest rate spreads and the breakdown of financing. Economic policy, like the largely neo-classical inspired observers, underestimated the demand overshooting in the periphery countries in the run-up to the crisis, followed by far too optimistic expectations of recovery thereafter. Hence, the repeated disappointment of investors, along with the institutional lag (or even lack) of policy decisions, exacerbated and protracted the crisis. The over-reliance on fiscal retrenchment to counter the crisis is largely based on obsolete perceptions of the strength and effects of multipliers. A path of moderate consolidation, confined to the crisis countries, putting greater emphasis on temporary tax increases with smaller multiplier effects, would arguably have depressed economic activity to a lesser extent.