



Forschungsberichte aus dem  
Institut der deutschen Wirtschaft Köln



Jürgen Matthes / Anna Iara / Berthold Busch

# Die Zukunft der Europäischen Währungsunion

Ist mehr fiskalische Integration unverzichtbar?



Jürgen Matthes / Anna Iara / Berthold Busch

# Die Zukunft der Europäischen Währungsunion

**Ist mehr fiskalische Integration unverzichtbar?**

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek.**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://www.dnb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-602-14972-8 (Druckausgabe)

ISBN 978-3-602-45590-4 (E-Book|PDF)

Haftungsausschluss: Anna Iara ist Wirtschaftsreferentin bei der Europäischen Kommission. Die vorliegende Studie spiegelt ihre persönliche Auffassung wider und entspricht nicht notwendigerweise den Sichtweisen der Europäischen Kommission oder ihrer Dienststellen.

Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Grafik: Dorothe Harren

© 2016 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

[iwmedien@iwkoeln.de](mailto:iwmedien@iwkoeln.de)

[www.iwmedien.de](http://www.iwmedien.de)

Druck: Warlich Druck Meckenheim GmbH, Meckenheim



# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>5</b>
1.1	Hintergrund und Ziel der Analyse	5
1.2	Konzeptioneller Analyserahmen	7
1.3	Gliederungsstruktur	12
<b>2</b>	<b>Schwächen der Europäischen Währungsunion vor und in der Krise</b>	<b>13</b>
<b>3</b>	<b>Reformen der EWU und Maßnahmen zur Krisenbekämpfung</b>	<b>25</b>
3.1	Begrenzung von ökonomischen Ungleichgewichten, Kreditblasen und Privatverschuldung	25
3.2	Begrenzung von Risiken im Banken- und Finanzsystem	28
3.3	Nationale Strukturreformen zur Minderung der Heterogenität und Steigerung der Anpassungsfähigkeit	36
3.4	Minderung des „One-size-does-not-fit-all“-Problems	46
3.5	Stärkung der fiskalischen Governance	47
3.6	Bekämpfung von Illiquiditätskrisen bei Staaten und Banken	54
3.7	Stärkung von Koordinierung und Reformorientierung nationaler Wirtschaftspolitiken	58
3.8	Maßnahmen zur Krisenüberwindung	62
3.9	Zwischenfazit und Reformenerfolge	65
<b>4</b>	<b>Mehr fiskalische Integration? – Argumente auf dem Prüfstand</b>	<b>70</b>
4.1	Forderungen nach mehr fiskalischer Integration	70
4.2	Außergewöhnlicher Charakter der jüngsten Krise	76
4.2.1	Außergewöhnliche Krisenvorgeschichte	76
4.2.2	Temporäre Instrumente gegen verbleibende Krisenwirkungen	81
4.3	Begrenzung zukünftiger Krisen durch Reformen	86
4.3.1	Zur Umsetzung der Reformen und Regelbindungen	86
4.3.2	Zusätzliche Reformnotwendigkeiten im Bankensektor	91
4.3.3	Elementare Konditionalität bei Krisenmechanismen	98
4.4	Bessere Funktionsfähigkeit der EWU durch verringerte Heterogenität und weniger Divergenzen	102
4.4.1	Größere Homogenität auf Arbeits- und Produktmärkten durch Strukturreformen	102

4.4.2	Minderung des Realzinseffekts durch länderspezifische Maßnahmen der Finanzaufsicht	108
4.5	Bessere Funktionsfähigkeit der EWU durch effektivere Anpassungsmechanismen	116
4.5.1	Größere Lohn- und Preisflexibilität in Südeuropa	116
4.5.2	Fortschritte bei der Finanzmarktintegration	117
4.5.3	Stärkere Arbeitskräftemobilität	122
4.6	Effektivere Fiskalpolitik	125
4.6.1	Verbesserung antizyklischer nationaler Fiskalpolitik	126
4.6.2	Mehr Koordination nationaler Fiskalpolitiken?	129
4.7	Weitere mittelfristig notwendige Reformen	132
4.7.1	Umgang mit insolventen Staaten	133
4.7.2	Umgang mit reformunwilligen Staaten	137
4.8	Möglichkeiten und Grenzen weiterer fiskalischer Integration	141
4.8.1	Ökonomische Risiken eines fiskalischen Stabilisierungsfonds	141
4.8.2	Rechtliche und politische Grenzen	143
<b>5</b>	<b>Fazit</b>	146
	<b>Abkürzungsverzeichnis</b>	160
	<b>Literatur</b>	162
	<b>Kurzdarstellung / Abstract</b>	181
	<b>Die Autoren</b>	182

# 1 Einleitung

## 1.1 Hintergrund und Ziel der Analyse

Diese Analyse thematisiert die Zukunft der Europäischen Währungsunion (EWU) und untersucht, welche institutionelle Architektur nötig ist, um den Euroraum dauerhaft stabil und damit zukunftsfähig zu machen. Diese Frage stellt sich seit den Anfängen der Schuldenkrise der Euroländer 2010 mit zunehmender Dringlichkeit. Die Krisenerfahrungen zeigten in den akuten Phasen existenzielle Probleme der Währungsunion auf. Im Zuge von sich selbst verstärkenden Krisen und Ansteckungseffekten galten EWU-Austritte und sogar ein Auseinanderbrechen des Euroraums zeitweise als nicht mehr ausgeschlossen. Dem war ein weitgehend ungezügelter Aufbau von ökonomischen Ungleichgewichten sowie von privater und staatlicher Verschuldung vorausgegangen. Darauf hat die Politik mit vielfältigen Reformen der Euro-Governance reagiert. Doch Wirtschaftsschwäche, soziale Probleme, Einkommensdivergenzen und hohe Verschuldung in Teilen des Euroraums halten weiter an. Dadurch entsteht der Eindruck, dass die bisherigen Reformen nicht ausreichen und mehr fiskalische Integration nötig ist.

Vor diesem Hintergrund hat sich in der öffentlichen Diskussion ein starkes Narrativ herausgebildet, das kaum noch hinterfragt wird. Demnach sei die Währungsunion ohne mehr fiskalische und politische Integration nicht zukunftsfähig. Ein prominenter Vertreter dieser These ist der ehemalige französische Wirtschaftsminister Emmanuel Macron, der das Beibehalten des Status quo als „Selbsterstörung“ bezeichnet hat (Macron, 2015). Auch viele akademische Stimmen sprechen sich für mehr fiskalische Integration oder ein EWU-Budget aus (Enderlein et al., 2012; Wolff, 2012; Allard et al., 2013; Caudal et al., 2013; Furceri/Zdzienicka, 2013; The Eiffel Group, 2014; Mody, 2015; Bénassy-Quéré et al., 2016). Konkreter sind Vorschläge zur Schaffung einer gemeinsamen Arbeitslosenversicherung (Dullien/Fichtner, 2012; Dullien, 2013; Andor, 2014; Trésor-Economics, 2014; Beblavý et al., 2015; Dolls et al., 2015; Maselli/Beblavý, 2015) oder eines fiskalischen makroökonomischen Ausgleichsmechanismus auf EWU-Ebene (Bernoth/Engler, 2012; Delbecque, 2013; Enderlein et al., 2013). Beide Initiativen dienen in erster Linie dazu, divergierende Konjunkturzyklen abzufedern. Dabei spielen im Kontext der Austeritätsdebatte

und der Diskussion über eine säkulare Stagnation auch Präferenzen für eine aktivere Nutzung der Fiskalpolitik eine Rolle (Teulings/Baldwin, 2014; Matthes, 2016) sowie Forderungen nach zusätzlichen Fiskaltransfers, um strukturelle Divergenzen im Euroraum zu mindern (Macron, 2015).

Politisches Gewicht bekommen die Forderungen nach mehr fiskalischer Integration durch zahlreiche einflussreiche politische und ökonomische Akteure (EU Commission, 2012a; 2013; Berès, 2015; Coeuré, 2015; Gabriel/Macron, 2015; Macron, 2015; S&D, 2015). Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang der sogenannte Fünf-Präsidenten-Bericht vom Sommer 2015 (Juncker et al., 2015), der von den Präsidenten der EU-Kommission (Juncker), des Europäischen Rates (Tusk), der Eurogruppe (Dijsselbloem), der Europäischen Zentralbank (Draghi) und des Europäischen Parlaments (Schulz) verfasst wurde. Dieser Bericht avisiert eine Vertiefung der Währungsunion und umfasst dabei in einer zweiten Stufe auch Fortschritte bezüglich einer Fiskalunion. Aufbauend auf einer stärkeren institutionellen Konvergenz der Mitgliedstaaten wird auch ein fiskalisches Stabilisierungsinstrument auf der Ebene des Euroraums in Aussicht gestellt, um nationale makroökonomische Schocks im Rahmen einer gemeinsamen Risikoteilung besser abfedern zu können. Zudem soll ein europäisches Schatzamt den Rahmen für gemeinsame Entscheidungen über noch näher zu bestimmende fiskalpolitische Belange bieten. Um diese bislang recht vagen neuen zentralisierten Instrumente klarer zu umreißen, will die EU-Kommission im Frühjahr 2017 ein Weißbuch vorlegen. Zuvor soll ein Expertengremium Überlegungen dazu anstellen und vor allem Konzepte für einen fiskalischen Ausgleichsmechanismus erarbeiten.

In der bisherigen Debatte hat der Aspekt, ob denn ein fiskalischer Stabilisierungsmechanismus für die dauerhafte Stabilität des Euroraums überhaupt notwendig ist, keine hinreichende Aufmerksamkeit erhalten – zu schnell wurde die Frage des „Wie“ gestellt, ohne das „Ob“ sorgfältig zu untersuchen. Diese Diskurslage birgt die Gefahr, dass der Fokus der ökonomischen Debatte auf das Wie einer weitergehenden fiskalischen Integration von den für die Stabilität des Währungsraums unumgänglichen Reformen ablenkt und den Reformdruck mindert. Auch könnte es der Akzeptanz der europäischen (Währungs-) Integration schaden, wenn die Befürworter einer fiskalischen Risikoteilung immer wieder in der öffentlichen Debatte behaupten, die EWU sei ohne mehr



fiskalische Integration nicht zukunftsfähig. Denn diese These würde im Raum stehen bleiben, wenn sich weitere Integrationsschritte als politisch nicht durchsetzbar erwiesen. Tatsächlich bleibt abzuwarten, ob die Mitgliedstaaten die vom Fünf-Präsidenten-Bericht vorgezeichneten Wege auch wirklich mitgehen werden.

Eine politische Entscheidung für mehr fiskalische Integration muss auf einer soliden ökonomischen Abwägung beruhen. Bevor also über das Wie einer fiskalischen Integration debattiert wird, muss die Frage des Ob klar positiv beantwortet werden können. Diese Frage ist aber nach Einschätzung der Autoren bislang nicht mit hinreichender Gründlichkeit und Konsistenz untersucht worden, nicht zuletzt da selbst große Teile der Fachöffentlichkeit noch zu sehr unter dem unmittelbaren Eindruck der Krise stehen. Auf dieser Basis besteht die Gefahr, dass übereilte Schlussfolgerungen gezogen werden.

Vor diesem Hintergrund hinterfragen die Autoren das Narrativ, nach dem die Krise gezeigt habe, dass die Währungsunion ohne mehr fiskalische Integration nicht zukunftsfähig sei. Dabei wird auch auf die von anderen Experten (Pisani-Ferry, 2012) aufgebrachte, grundlegende Frage eingegangen, inwieweit die Krise auf chronische Probleme der Währungsunion zurückgeht oder Sonderfaktoren und vermeidbare politische Fehlentwicklungen ursächlich dafür waren. Zudem wird systematisch erörtert, in welchem Maß die bereits erfolgten Reformen der Euro-Governance tragen und welche Maßnahmen nötig sind, um die EWU auch für kommende Krisen zukunftsfest zu machen (vgl. dazu auch Baldwin/Giavazzi, 2016).

## 1.2 Konzeptioneller Analyserahmen

Eine klare Ursachenanalyse und ein problemadäquater Analyserahmen sind unabdingbare Voraussetzungen dafür, aus der Euro-Schuldenkrise zu lernen und zielgerichtete Reformen abgrenzen zu können. Der gewählte Analyserahmen beleuchtet die hier identifizierten Hauptursachen. Dabei sind die zentralen Krisenursachen vielfältig und von Land zu Land unterschiedlich. Dazu zählen beispielsweise geplatzte Immobilienblasen (Spanien, Irland), überdimensionierte Bankensektoren (Irland, Zypern) oder ein Mangel an fiskalischer Disziplin – vor allem in Griechenland, aber zu einem gewissen Maß auch in

Portugal und Italien. Die Kumulation der jeweiligen Ursachen führte zu multiplen gleichzeitigen Krisen: Staatsschuldenkrisen, Zahlungsbilanzkrisen, Bankenkrisen und in der Folge Vertrauenskrisen und Krisen bei der Kreditversorgung des (ebenfalls teils hochverschuldeten) Privatsektors.

Die gegenwärtige Krise wird hier in erster Linie als Verschuldungskrise betrachtet, die sich je nach Land in unterschiedlichen Kombinationen privater und öffentlicher sowie inländischer und ausländischer Verschuldung äußert. Der gewählte theoretische Analyserahmen betont daher

- den Verschuldungsaufbau und die damit einhergehenden Zahlungsbilanzungleichgewichte,
- die zentrale Rolle des Banken- und Finanzsystems beim Aufbau privater und öffentlicher Verschuldung und
- die Theorie des Optimalen Währungsraums, die für eine fundierte Analyse einer Währungsunion weiterhin zentral bleibt.

### **Zahlungsbilanzkrisen und Mismatch jurisdiktionaler Kompetenzen**

Gefährdungen des Euroraums können durch Risiken der intertemporalen Solvenz ihrer Mitglieder entstehen, wie sie im klassischen Betrachtungsrahmen der Zahlungsbilanzkrisen analysiert worden sind. In einem Umfeld der Unsicherheit spielen hier jenseits makroökonomischer Fundamentalgrößen auch Erwartungen bezüglich politischer Maßnahmen und das Investoreninteresse eine Rolle (Milesi-Ferretti/Razin, 1996). Hinzu kommt die Möglichkeit der Ansteckung zwischen Volkswirtschaften mit einem höheren Grad wirtschaftlicher Integration und politischer Kooperation. Für solche Krisen muss die öffentliche Hand ein Sicherheitsnetz bieten. Um den Zusammenbruch eines Währungsregimes abzuwehren (Milesi-Ferretti/Razin, 1996), sind ferner die Flexibilität der betreffenden Volkswirtschaft, mit der Preis- und Mengenanpassungen erbracht werden können, und vertrauensfördernde Maßnahmen zur Vorbeugung destabilisierender Kapitalströme zentral.

Im Euroraum bestand lange Zeit Konsens darüber, dass Zahlungsbilanzentwicklungen unter den Mitgliedstaaten keine Bedeutung haben (Pisani-Ferry,

2012). Diese Sicht übersah die Komplexität und mangelnde Nachhaltigkeit des Aufholungsprozesses der Peripherie des Euroraums ebenso wie die Unvollkommenheiten in der Zuweisung von Zuständigkeiten für die gesamtwirtschaftliche Stabilität (Giavazzi/Spaventa, 2010). Mit der Krise wurde offenbar, dass auch Mitglieder der Währungsunion für massive Kapitalabflüsse anfällig sind (Merler/Pisani-Ferry, 2012; Lane, 2013).

Oft wird argumentiert, dass Zahlungsbilanzpositionen von EWU-Mitgliedern untereinander nur deswegen ökonomische Bedeutung haben, da die EWU – im Unterschied zu anderen Währungsunionen – nicht über einen Kreditgeber der letzten Instanz und über ein fiskalisches Stabilisierungsinstrument verfügt. Vor allem die eingeschränkte Rolle der Europäischen Zentralbank (EZB) wird dabei betont. Implizit drückt sich hierbei die Sichtweise aus, dass die Schaffung der zentralisierten Fiskalpolitik der notwendige und hinreichende Schritt sei, der erlauben würde, außenwirtschaftliche Divergenzen unter EWU-Mitgliedern zu ignorieren. Diese Sicht übersieht allerdings wichtige Unterschiede zwischen der EU und anderen Währungsräumen – etwa den USA – jenseits der Fiskalpolitik: In den USA sind Souveränitätsrechte in vielen anderen wichtigen Bereichen, beispielsweise der Steuerpolitik oder der Insolvenzregulierung, ebenfalls in einem höheren Maß zentralisiert (Giavazzi/Spaventa, 2010). Deswegen ist es nicht hilfreich, die Übernahme von Fragmenten institutioneller Konstruktionen aus anderen Währungsräumen für die EU als Lösung der Stabilitätsprobleme des Währungsraums zu fordern.

Stattdessen müssen die Lösungsvorschläge auf umsichtigen Analysen des Gesamtbilds beruhen. Dabei zeigt sich, dass für die Stabilität des Euroraums weniger die Zentralisierung von Kompetenzen als die klare Zuweisung von Verantwortlichkeiten für die Krisenvorbeugung und -bewältigung relevant ist (Hagen, 2014). Ohne diese klare Kompetenzzuweisung würde durch langfristige Fehlanreize dem Phänomen weicher Budgetbeschränkungen Vorschub geleistet (Kornai et al., 2003). Wichtig dabei ist auch die Glaubwürdigkeit der Regelungen: Im Euroraum war diese in den unmittelbaren Krisenjahren aufgrund ökonomischer, finanzieller und politischer Spillover-Effekte in der Handhabung finanzieller und fiskalischer Risiken in einem unvollkommenen institutionellen Rahmen nicht gegeben.

## **Zentrale Rolle des Banken- und Finanzsystems**

Das Banken- und Finanzsystem hat sowohl bei den Ursachen als auch bei den Folgen der Krise eine zentrale Rolle gespielt (vgl. Kapitel 2). Eine wichtige Krisenursache lag darin, dass es im Vorfeld im Gros der Krisenstaaten zu einem exzessiven Finanzzyklus mit ausufernder Verschuldung gekommen war. Dazu hatte das Finanzsystem vor der Krise die Finanzierung und über Kredite einen wesentlichen Teil der Kapitalzuflüsse bereitgestellt, mit denen die Leistungsbilanzdefizite und die steigende Verschuldung von Staat und Privatsektor in den Krisenländern finanziert wurden. Die globale Finanzkrise führte zudem dazu, dass die Staatsverschuldung im gesamten Euroraum stark zunahm.

Auch zum Ausbruch und Andauern der krisenhaften Entwicklung der Euro-Schuldenkrise hat das Banken- und Finanzsystem maßgeblich beigetragen. Nach der Erosion des Vertrauens kam es durch einen rapiden Kapitalabzug zu Zahlungsbilanzkrisen und zu einer zeitweisen starken Fragmentierung des Finanzmarktes im Euroraum. Geschwächte Banken verknappten im weiteren Krisenverlauf Kredite und trugen so zu einer Verzögerung der wirtschaftlichen Erholung bei.

## **Theorie des Optimalen Währungsraums (OWR)**

Die Theorie des OWR formuliert Anforderungen, die Länder erfüllen sollten, wenn sie eine Währungsunion bilden (Mundell, 1961; McKinnon, 1963; Kenen, 1969; Mongelli, 2008; Matthes, 2009). Vereinfacht ausgedrückt sollten die Teilnehmerstaaten ökonomisch hinreichend ähnlich sein und anpassungsfähige wirtschaftliche Strukturen aufweisen. Denn die Teilnahme an einer Währungsunion bringt den Verzicht auf eine eigene Währungs- und Geldpolitik mit sich. Das ist vor allem relevant, wenn einzelne Länder zum Beispiel aufgrund von asymmetrischen ökonomischen Schocks an Wettbewerbsfähigkeit verlieren und deshalb in eine Rezession geraten. In diesem Fall ist es nicht mehr möglich, durch eine Währungsabwertung schnell preisliche Wettbewerbsfähigkeit zurückzugewinnen oder die Konjunktur durch eine expansive eigene Geldpolitik zu stimulieren. Daraus lässt sich folgern:

- Je ähnlicher die Länder einer Währungsunion sind, desto weniger wahrscheinlich sind asymmetrische Schocks und desto leichter fällt es der gemeinsamen Notenbank, eine für alle angemessene Geldpolitik zu betreiben.

- Je flexibler die ökonomischen Strukturen sind, desto leichter und frühzeitiger sind Lohn- und Preisanpassungen möglich, die das Entstehen einer hohen Erwerbslosigkeit vermindern. Denn je weniger Kosten und Preise reagieren, desto mehr werden es die (Beschäftigungs-)Mengen tun.

Die OWR-Theorie ist im Kontext der Euro-Schuldenkrise aus den folgenden Gründen von hoher Relevanz (EU Commission, 2008; Matthes, 2009; Handler, 2013):

- Die Euroländer galten von Beginn an als relativ heterogen – mit Blick auf Einkommensniveaus, Wirtschaftsstrukturen und Marktregulierungen.
- Preise und Löhne waren schon vor Beginn der EWU vor allem in den meisten südeuropäischen Euroländern relativ rigide (Dickens et al., 2006; Holden/Wulfsberg, 2007; 2014). Dabei erwies sich als besonders ungünstig, dass Reallöhne zwar im Aufschwung nach oben relativ flexibel stiegen, aber in Rezessionen zu wenig in die andere Richtung reagierten (Matthes, 2009; Heinz/Rusinova, 2011).
- Die Lohnpolitik kann selbst asymmetrische Schocks entstehen lassen, wenn sie zu expansiv ist und die Löhne schneller steigen als die Arbeitsproduktivität. Tatsächlich ging das Entstehen der großen Leistungsbilanzdefizite in den Krisenländern auch mit deutlich steigenden Lohnstückkosten und damit einer Verschlechterung der preislichen und kostenseitigen Wettbewerbsfähigkeit einher (EU Commission, 2011a; Carlin, 2013).
- Wichtige weitere Anpassungsmechanismen sind traditionell im Euroraum wenig effektiv, zum Beispiel die Arbeitskräftemobilität und die Finanzmarktintegration.
- Zudem war die nationale antizyklische Fiskalpolitik durch die Anstiege von öffentlichen Defiziten und Schulden während der Krise nur begrenzt zur Abfederung von Schocks verfügbar.
- Die einheitliche Geldpolitik der Europäischen Zentralbank war für die vor der Krise boomenden späteren Krisenländer oftmals nicht adäquat und hat

sogar zu einer Verstärkung der entstehenden makroökonomischen Ungleichgewichte beigetragen (vgl. Kapitel 2).

### 1.3 Gliederungsstruktur

Um die Frage zu beantworten, welche institutionelle Architektur nötig ist, um den Euroraum dauerhaft stabil und damit zukunftsfähig zu machen, geht dieser Beitrag in mehreren Schritten vor. Zunächst werden die wesentlichen Ursachen der Euro-Schuldenkrise kurz in systematischer Weise thematisiert (Kapitel 2). Danach wird aufgezeigt, welche Reformen in diesen Ursachenkomplexen erfolgt sind (Kapitel 3). Übersicht 1 gibt einen Überblick über die so vorgegebene Struktur, wobei die Leerzeilen in dem genannten Kapitel ausgefüllt werden.

Auf dieser Basis wird gefragt, ob vor dem Hintergrund der Krisenerfahrungen und der erfolgten Reformen mehr fiskalische Integration unverzichtbar ist, um die EWU zukunftsfähig zu machen (Kapitel 4). Dazu werden die Argumente der Befürworter einer tieferen fiskalischen Integration systematisch geprüft. Dar-

#### Aufbau der Untersuchung

Übersicht 1

Reformnotwendigkeiten	Begrenzung von ökonomischen Ungleichgewichten, Kreditblasen und Privatverschuldung	Begrenzung von Risiken im Banken- und Finanzsystem	Kontext Währungsraum: Nationale Strukturreformen zur Minderung der Heterogenität und Steigerung der Anpassungsfähigkeit	Kontext Währungsraum: Minderung des „One-size-does-not-fit-all“-Problems (Realzinseffekt)	Stärkung der fiskalischen Governance	Bekämpfung von Illiquiditätskrisen bei Staaten und Banken	Stärkung von Koordination und Reformorientierung nationaler Wirtschaftspolitiken (für mehr Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum)
Reformfortschritt	vgl. Übersicht 5 und Zwischenfazit in Kapitel 3.9						
Verbleibender Reformbedarf	vgl. Übersicht 8 und Fazit in Kapitel 5						

aus werden weitere Reformempfehlungen abgeleitet, die sich vorwiegend auf den Finanzmarkt beziehen und unter der Schwelle einer weiteren fiskalischen Integration bleiben. Es wird dabei argumentiert, dass die ergriffenen und noch zu ergreifenden Reformen ausreichen, um die Währungsunion auch ohne zusätzliche fiskalische Integrationschritte dauerhaft stabil zu machen. In dem zusammenfassenden Fazit werden diese Empfehlungen den auf die Krisenursachen zurückgehenden Reformnotwendigkeiten aus Übersicht 1 zugeordnet (Kapitel 5).

## 2 Schwächen der Europäischen Währungsunion vor und in der Krise

Die Ursachen der multiplen Schuldenkrisen wurden in der ökonomischen Literatur eingehend erörtert (Matthes, 2008; 2009; 2015a; Busch et al., 2010; 2011a; Enderlein et al., 2012; Matthes/Busch, 2012; Pisani-Ferry, 2012; Allard et al., 2013; Kuenzel/Ruscher, 2013; Demary/Matthes, 2014; Dullien, 2014b; Baldwin/Giavazzi, 2015). Daher wird hier nur ein knapper Überblick über die wesentlichen Einflussfaktoren gegeben. Die folgenden Ausführungen orientieren sich hierbei an der Spaltenstruktur von Übersicht 1 (vgl. Kapitel 1.3). Dabei ist zu bedenken, dass die Ursachen eng miteinander verwoben sind und dass jede Kategorisierung dem nur bedingt gerecht werden kann.

### **Ökonomische Ungleichgewichte, Privatverschuldung und wirtschaftspolitische Fehlentwicklungen auf nationaler Ebene**

Wirtschaftspolitische Fehlentwicklungen auf nationaler Ebene trugen zu den hohen Leistungsbilanzdefiziten bei, die mit starken Kapitalimporten und somit einem Anstieg der Auslandsverschuldung einhergingen. Vereinfacht ausgedrückt reagierten die betreffenden Euroländer auf das Sinken des Zinsniveaus im Umfeld des EWU-Beitritts wirtschaftspolitisch nicht in angemessener Weise. So sanken die Zinsen in den südeuropäischen Staaten schon vor und auch nach dem Beginn der EWU sehr deutlich. Denn Inflations- und Wechselkursrisiken wurden ausgepreist und Kapital floss in starkem Ausmaß in diese Länder (Chen et al., 2013; Acharya/Steffen, 2014; Hale/Obstfeld, 2014). Beides begünstigte einen starken nachfragegetriebenen Kredit- und Wirtschaftsboom

in den meisten späteren Krisenländern, der vor allem in Griechenland, Spanien und Irland anhielt und teils auch von einem starken Immobilienboom begleitet wurde (EU Commission, 2010; 2016a; Busch et al., 2011b; Kuenzel/Ruscher, 2013; Baldwin/Giavazzi, 2015). So kam es zu einer kredit- und nachfragegetriebenen Fehlallokation von Produktionsfaktoren im Sektor nicht handelbarer Güter (Sy, 2015). Zudem lässt sich zeigen, dass das ausländische Kapital im Zuge der Zinssenkung nicht in die produktivsten Firmen geleitet wurde und somit die Totale Faktorproduktivität (TFP) tendenziell sank (Gopinath et al., 2015).

Die wesentlichen wirtschaftspolitischen Fehlentwicklungen lagen in den folgenden Bereichen:

- In den späteren Krisenländern wurden die Kreditexpansion und die damit einhergehende zunehmende Verschuldung der Wirtschaftsakteure nicht ausreichend durch die nationalen Finanzaufsicher gebremst. Das gilt vor allem für die selbstverstärkenden Effekte zwischen Immobilienpreissteigerungen, Bauwirtschaftsexpansion, Konjunkturboom und Kreditstandardlockerungen in einigen Krisenländern (Schoenmaker/Wierts, 2015, 15).
- Die Lohnpolitik in den Krisenländern war vielfach zu expansiv. Die Löhne stiegen viel schneller als die Arbeitsproduktivität, sodass sich wegen der stark zunehmenden Lohnstückkosten die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutlich verringerte und der reale Wechselkurs stieg.
- Die Fiskalpolitik in den boomenden späteren Krisenländern reagierte vor der Krise nicht oder nicht ausreichend antizyklisch, um den Wirtschaftsaufschwung zu bremsen. Zudem nutzten vor allem einige südeuropäische Staaten die Einsparungen bei Zinsausgaben, um die konsumtiven Staatsausgaben und hier vor allem die Personalausgaben und Sozialleistungen zu erhöhen (Busch et al., 2011b).

Diese wirtschaftspolitischen Fehlentwicklungen wurden auch dadurch möglich, dass es auf EU-Ebene keine hinreichenden institutionellen Vorkehrungen sowie Koordinierungs- und Kontrollmechanismen gab (vgl. letzten Abschnitt dieses Kapitels).



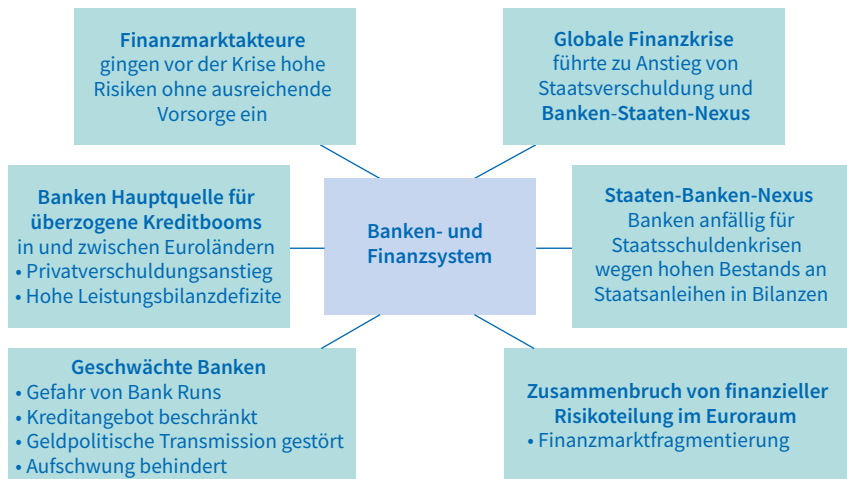
## Fehlentwicklungen im Banken- und Finanzsystem im Euroraum

Das Banken- und Finanzsystem steht im Zentrum der Krisenursachen (Abbildung 1). Seine Relevanz für die Stabilität des Euroraums war von den Gründungsvätern der EWU nicht in voller Dimension erkannt worden (Kuenzel/Ruscher, 2013). Tatsächlich hat das Banken- und Finanzsystem wesentlich zum Aufbau der Risiken und Ungleichgewichte mit beigetragen, die zu den multiplen Krisen in der Euro-Schuldenkrise führten. Dies betrifft zum einen die nationale Ebene und hier im Finanzsystem vor allem den Aufbau der Verschuldung und die Fehlallokation der Kapitalanlagen sowie vonseiten der nationalen Finanzaufsicht das Zulassen von Finanzzyklen (vgl. vorigen Abschnitt). Die Bedeutung des Finanzsystems für die Krise hat zum anderen aber auch eine europäische und internationale Dimension.

So lenkten nordeuropäische Banken vor allem aus Frankreich und Deutschland in großem Ausmaß ausländische Kapitalzuflüsse, auch von außerhalb der Währungsunion, in die Peripherie des Euroraums. Für die damit verbundenen Risiken wurde aus verschiedenen Gründen keine ausreichende Risikovorsorge betrieben, sodass bei Ausbruch der Krise erhebliche Verluste bei den betref-

### Rolle des Banken- und Finanzsystems

Abbildung 1



Eigene Darstellung

fenden Investoren und Banken drohten (Chen et al., 2013; Gros/Alcidi, 2013; Kuenzel/Ruscher, 2013; Acharya/Steffen, 2014; Hale/Obstfeld, 2014).

Dies lag einerseits an einer unzureichenden Berücksichtigung der Risiken durch die Finanzmarktakteure, zu der es in der Hoffnung auf ein anhaltendes Wirtschaftswachstum in Südeuropa (ohne nennenswertes Staatsinsolvenzrisiko) gekommen war. Außerdem leistete die Renditesuche („Search for yield“) in einer Phase niedriger Kapitalmarkttrenditen, in der Anlagen in Südeuropa (etwas) höhere Renditen versprachen, ihren Beitrag zur Entstehung dieser Finanzströme.

Andererseits begünstigten fragwürdige staatliche Rahmenbedingungen das Agieren der Finanzmärkte. So erlaubte die Finanzmarktregulierung beispielsweise, dass Banken Staatsanleihen aus Südeuropa ohne Risikovorsorge als Anlage nutzen und bei der EZB zu günstigen Konditionen als Sicherheiten zur Refinanzierung hinterlegen konnten. Das regulatorisch vorgegebene Nullrisiko von Staatsanleihen wirkte sich auch auf dem Repo-Markt und damit über den Bankensektor hinaus aus und schuf Anreize zum Kauf von Staatsanleihen auch für Investmentfonds und andere Anleger. Schließlich haben die Finanzaufsichtsbehörden in Nordeuropa den Aufbau der ungedeckten Risiken nicht hinreichend kritisch gesehen und entsprechend gedrosselt. Möglich ist auch, dass die No-Bail-out-Regel bei Ankäufen von Staatsanleihen aus den schwächeren Ländern des Euroraums von vornherein nicht als glaubwürdig erachtet wurde. Empirisch wurde gezeigt, dass schwach kapitalisierte Banken sowohl aus dem Zentrum als auch aus der Peripherie von den durch die prudenzielle (finanzaufsichtsrechtliche) Regulierung im Euroraum gebotenen Arbitragemöglichkeiten profitierten (Acharya/Steffen, 2014).

Das Banken- und Finanzsystem spielte in den Krisen nach 2007 noch in weite-  
rer Hinsicht eine unrühmliche Rolle:

- So hatte die globale Finanzkrise 2008/2009 die Wirtschaften und die Staatsfinanzen vieler Euroländer bereits stark geschwächt, wenngleich Banken in Südeuropa weniger bei strukturierten (oft als toxisch bezeichneten) Wertpapieren engagiert waren als Finanzinstitute in Deutschland, Frankreich und Irland.

- In der Euro-Schuldenkrise ab 2010 änderten die Finanzmarktakteure ziemlich schlagartig ihre Risikoeinschätzung, hielten die entstandene Verschuldung in Südeuropa nunmehr für nicht mehr tragfähig und zogen in großem Umfang Kapital und Kredite ab, was dort zu Zahlungsbilanzkrisen führte (Gros/Alcidi, 2013).
- Es entstand ein Teufelskreis aus geschwächten Staaten und Banken: Im Zuge der globalen Finanzkrise war staatliche Intervention wiederholt vonnöten, um die Insolvenz als systemrelevant erachteter Banken zu verhindern. Eine sorgfältige Fallstudie der Restrukturierung von sieben Banken in unterschiedlichen Ländern des Euroraums 2009 bis 2013 zeigt, dass das jeweils gewählte Vorgehen in allen Fällen vermeidbare fiskalische Zusatzkosten beinhaltete (Duebel, 2013) und die prekäre Lage der betroffenen Staatshaushalte zusätzlich belastete. Zugleich litt das Bankensystem durch die aufkommenden Staatsinsolvenzrisiken, zumal die Eigenkapitalbestimmungen für Staatsanleihen keine Risikovorsorge vorsahen (Kuenzel/Ruscher, 2013; Obstfeld, 2013).
- Durch den Kapitalabzug kam es nicht zu einer erstrebenswerten finanziellen Risikoteilung im Euroraum, die durch die vorhergehende Zunahme der Finanzmarktintegration möglich gewesen wäre (Pisani-Ferry, 2012; Allard et al., 2013; Beers et al., 2014; SVR, 2015a, 208 ff.; Schnabel/Seckinger, 2015). Dieser Anpassungsmechanismus spielt in etablierten Währungsunionen eine zentrale Rolle bei der Absorption ökonomischer Schocks (Übersicht 2).

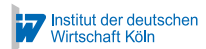
Die Banken- und Finanzsysteme in Südeuropa blieben in der Folge dieser multiplen Krisen in mehrfacher Hinsicht angeschlagen und trugen so zur Verschärfung der Krise und deren Andauern bei (vgl. Abbildung 1): Die Banken litten stark unter den Verlusten nach dem Platzen der Kredit- und Immobilienblasen und auch unter dem Kapitalabzug und der so entstehenden Fragmentierung des europäischen Finanzmarktes. Dies führte zuweilen zu drohenden Bank Runs. Vor allem aber verschärfte und verlängerte die Schwächung der Banken die Krise. Denn sie konnten ihrer Funktion als Intermediäre nicht mehr ausreichend nachkommen, sodass es dort zu einer Verknappung des Kreditangebots kam und der geldpolitische Transmissionsmechanismus durchbrochen wurde.

Empirische Studien sind überwiegend zu dem Ergebnis gekommen, dass fiskalische Instrumente zur Absorption von Schocks in einer Währungsunion eher eine untergeordnete Rolle spielen. Die Wirkungen eines idiosynkratischen Schocks gelten in den empirischen Ansätzen dann als abgemildert, wenn der gesamtwirtschaftliche Konsum in den betreffenden Ländern von der Produktion partiell entkoppelt werden kann. Einbrüche in der Wirtschaftsleistung schlagen dann nur teilweise auf die Konsummöglichkeiten durch. Für eine solche Entkoppelung sind internationale Kapital- und Kreditmärkte (grenzüberschreitende Kreditaufnahme und Geldanlage) deshalb wichtig, weil die heimischen Wirtschaftsakteure durch Kreditaufnahme ihren Konsum glätten können oder ausländische Kapitalbeteiligungen im Inland bei einem schockbedingten Produktionseinbruch auch Wertminderungen erfahren, die aber im Ausland relevant werden.

Als einschlägig gilt die Studie von Asdrubali et al. (1996), die für die Zeit von 1963 bis 1990 für die US-amerikanischen Bundesstaaten untersuchen, welche Schockabsorptionsmechanismen wirksam geworden sind. Danach wurden 39 Prozent eines Schocks durch die Kapitalmärkte, 23 Prozent durch Kreditmärkte und nur 13 Prozent über den US-Bundeshaushalt ausgeglichen. 25 Prozent wurden nicht abgedeckt. In weiteren, jüngeren Untersuchungen variieren die genauen Werte der Stabilisierungsfunktion des Zentralhaushalts bei verschiedenen Ländern etwas, die Größenordnung von etwa 10 bis 20 Prozent wird aber zumeist bestätigt (für einen Überblick vgl. Wolff, 2012; Allard et al., 2013; Feld/Osterloh, 2013, 4 ff.; SVR, 2013, Tz. 329). Gros (2012) weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass föderale Ausgaben und Einnahmen, die auf die Ebene der US-Bundesstaaten durchwirken, deshalb relativ wenig schockabsorbierend wirken, weil sie kaum von den zyklischen Bedingungen auf der regionalen Ebene abhängen.

Abschließend lässt sich festhalten, dass nicht die fiskalische Integration den größten Beitrag zur Risikoteilung in existierenden Währungsunionen leistet, sondern die Finanzmarktintegration.

Eigene Darstellung



### Mangelnde Fortschritte in Richtung OWR

Vor dem Beginn der EWU argumentierten die Befürworter mit der sogenannten Grundsteintheorie (einen Überblick bietet Matthes, 2009). Sie erwarteten, dass der Verlust der eigenen Geld- und Währungspolitik in Ländern mit rigiden Löhnen und Preisen wegen der wahrscheinlich höheren Arbeitslosigkeit zu einem erheblichen Reform- und Anpassungsdruck auf die ökonomischen Institutionen führen würde, die für die Lohn- und Preissetzung wichtig sind. In der ökonomischen Literatur wurden ähnliche Überlegungen unter dem Stichwort der endogenen Theorie des OWR erörtert (Frankel/Rose, 1998; Grauwe, 2007; Mongelli, 2008; Handler, 2013). Dabei spielte auch eine Rolle, dass die EWU den Handel fördern und so zu einer stärkeren Konjunkturangleichung führen sollte (Frankel/Rose, 1998).

Die Hoffnung auf diese Endogenität hat sich – im Rückblick auf die ersten Jahre der EWU bis vor der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise – besonders

in Bezug auf die Lohnpolitik nicht ausreichend erfüllt (Matthes, 2009; Buscher/Gabrisch, 2012; Handler, 2013). Zwar gab es bis zur Krise durchaus Fortschritte bei der Angleichung der Konjunkturzyklen zwischen den Euroländern (Furceri/Karras, 2008; Ferreira Lopes/Pina, 2011; Gächter/Riedl, 2013; Beers et al., 2014). Doch hatte man noch mehr Handelsschaffung und Zyklensynchronisierung erwartet und vor allem mehr Anpassungen bei der Lohnpolitik.

Zudem zeigten sich bei anderen – für den OWR zentralen – Eigenschaften bis vor der Krise kaum Fortschritte gegenüber der Zeit vor der EWU. So blieben länderspezifische (asymmetrische) ökonomische Schocks häufig und substantiell (Pisani-Ferry, 2012), betrafen aber vorwiegend einzelne Länder wie Griechenland, Portugal und Finnland (EU Commission, 2015a). Auch die Schockabsorptionsfähigkeit durch Finanzmarktintegration, Arbeitskräftemobilität und Lohn- und Preisflexibilität blieb zu gering:

- Für die Schockabsorption in anderen Währungsunionen ist die finanzielle Risikoteilung sehr wichtig (vgl. Übersicht 2). Die dazu nötige Finanzmarktintegration war im Euroraum traditionell aber nur relativ gering im Vergleich zu anderen Wirtschaftsräumen (Kalemli-Ozcan et al., 2005; Balli et al., 2012; SVR, 2015a). Nach der EWU-Gründung stieg sie zwar deutlich an (Santis/Gérard, 2009; Kalemli-Ozcan et al., 2012), ging in der Krise, als sie gebraucht wurde, jedoch stark zurück (Matthes/Rother, 2012; Kalemli-Ozcan et al., 2014; SVR, 2015a).
- Zwar hat sich nach EWU-Beginn die Reaktion der Arbeitskräftemobilität auf unterschiedliche Arbeitslosenquoten und auf länderspezifische Nachfrageschocks deutlich verbessert (Trésor-Economics, 2007; EU Commission, 2015b), allerdings blieb der Mobilitätsgrad vor der Krise deutlich geringer als in anderen integrierten Währungsräumen, zum Beispiel in den USA.
- Die traditionellen Lohnrigiditäten und die Inflationpersistenz hielten weiter an (Holden/Wulfsberg, 2014). Vor allem in Südeuropa trugen Lohn- und Preispolitik bis zur Krise weiterhin zu divergierenden realen Wechselkursen bei.

Die Hoffnung auf eine endogene Anpassung der Lohnsetzungssysteme hatte sich bis zur Krise folglich nicht hinreichend erfüllt (Buscher/Gabrisch, 2012;

Handler, 2013). Eine wichtige Erklärung für die enttäuschte Hoffnung der Vertreter der Grundsteintheorie auf eine endogene Anpassung institutioneller Strukturen bei der Lohn- und Preissetzung liegt zweifellos darin, dass es bis vor der Krise in den südeuropäischen Staaten nicht zu dem erwarteten Druck auf Reformen in Arbeits- und Produktmärkten gekommen ist (Willett et al., 2010), obwohl die preisliche Wettbewerbsfähigkeit erodierte. Hierzu trug der (zu wenig gebremste) Boom der Binnennachfrage in einigen späteren Krisenländern wesentlich bei (Matthes, 2009, vgl. nächsten Abschnitt).

### **Divergenzen durch einheitliche Geldpolitik und Realzinseffekt**

Die einheitliche Geldpolitik der EZB richtet sich nicht nach der Konjunkturlage in einzelnen Mitgliedsländern, sondern nach jener in der Währungsunion insgesamt. Damit ist sie für Länder, deren Konjunktursituation deutlich vom Durchschnitt abweicht, nicht vollständig adäquat (Enderlein et al., 2012). Dabei kann die Geldpolitik auch die Anpassung an mögliche exogene Schocks für diese Länder erschweren. Je größer die Abweichung zwischen einheitlicher und für ein einzelnes Land angemessener Geldpolitik ist, desto größer sind die damit verbundenen Wohlfahrtskosten. Die einheitliche Geldpolitik ist dabei bislang tendenziell eher angemessen für größere Euroländer, die mit einem höheren Gewicht in den Euroraum-Durchschnitt eingehen, und für die Kernländer der Währungsunion (Nechio, 2011; Wolff, 2012).

Dieses Problem hat indirekt auch zur Entstehung der ökonomischen Ungleichgewichte beigetragen, die mitverantwortlich für die Tiefe der Euro-Schuldenkrise waren. Ursächlich dafür waren der Realzinseffekt und seine prozyklischen und damit divergierend wirkenden Effekte in einer Währungsunion. Der Realzinseffekt entsteht, wenn die Euroländer aufgrund unterschiedlicher Konjunktursituationen verschiedene Inflationsraten haben, die einheitliche Geldpolitik aber zu gleichen kurzfristigen Nominalzinsen führt. In Ländern im Aufschwung (Abschwung) herrscht in der Regel eine relativ hohe (niedrige) Inflation, sodass der Realzins – vereinfacht ausgedrückt ist das der Nominalzins abzüglich der Inflationsrate – relativ niedrig (hoch) ist. Da der Realzins relevant für Kreditkosten und für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ist, wird in Ländern im Aufschwung (Abschwung) die Konjunktur durch den Realzinseffekt zusätzlich angeheizt (gebremst). Durch diese prozyklische Wirkung vergrößert der Realzinseffekt die Konjunkturunterschiede und wirkt divergierend.

In der Vorkrisenzeit hat dies eine wichtige Rolle gespielt, weil es im Umfeld des EWU-Beitritts in den südeuropäischen Ländern zu starken Zinssenkungen gekommen war. Dies kurbelte die Binnenwirtschaft dort an und die entstehenden Konjunkturunterschiede wurden durch den Realzinseffekt weiter verstärkt (EU Commission, 2016a, 33 ff.; für einen Literaturüberblick vgl. EU Commission, 2008; Matthes, 2009).

Darüber hinaus – und das ist zentral für die Argumentation dieser Analyse – hat der Realzinseffekt auch dazu beigetragen, dass sich die Finanzzyklen und vor allem die Immobilienmärkte zwischen einigen Euroländern deutlich auseinanderentwickelt haben (Maurer, 2012; Merler, 2015). Die niedrigen und teils sogar negativen kurzfristigen Realzinsen begünstigten zudem den starken Aufbau privater Verschuldung im Gros der späteren Krisenländer.

Eine weitere mit dem einheitlichen Wechselkurs verbundene Herausforderung ist, dass dieser für einzelne Mitgliedstaaten zu niedrig oder zu hoch sein kann. Hier sorgt der Wettbewerbsfähigkeitseffekt in einer Währungsunion tendenziell für eine konvergente Entwicklung. In Ländern mit einem Defizit (Überschuss) in der Handelsbilanz kommt es zu einer Schwächung (Stärkung) der Wirtschaftsentwicklung. Dies wirkt tendenziell in Richtung niedrigerer (höherer) Lohn- und Kostenzuwächse. Damit sollten die Lohnstückkosten sinken (steigen) und tendenziell konvergieren. Diese asymmetrische Wirkung der gemeinsamen Währung ist in der Diskussion über den Euroraum nur wenig thematisiert worden; dennoch gilt es, diesen Mechanismus mit Blick auf seine realwirtschaftlichen Wirkungen im Auge zu behalten.

### **Staatsverschuldungsanstieg und fiskalische Governancemängel**

Neben dem Anstieg der Privatverschuldung in den Krisenländern nahm auch die Staatsverschuldung dort stark zu. Das ist je nach Land in unterschiedlichem Ausmaß auf exogene Faktoren wie die globale Finanzkrise oder das Platzen von Immobilienblasen zurückzuführen. Doch auch interne Ursachen trugen dazu bei, indem die Fiskalpolitik auf nationaler Ebene teilweise zu lax war, was der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) nicht hinreichend unterband. Der SWP war zuvor im Jahr 2005 nicht zuletzt auf deutsche und französische Initiative hin aufgeweicht und der diskretionäre Entscheidungsspielraum der Politik erweitert worden (Matthes/Busch, 2012):

- Spanien und Irland wiesen vor der Krise Überschüsse im Staatshaushalt und niedrige öffentliche Schuldenstände auf. Die Kombination aus globaler Finanzkrise und Immobilienkrise führte zu verbreiteten Banken Krisen, die teure staatliche Bankenrettungen nötig machten und mit einer tiefen Rezession einhergingen. In dieser Gemengelage verwandelten sich die Überschüsse sehr rasant in große fiskalische Defizite. Die Beurteilungen im Rahmen des SWP vor der Krise erwiesen sich im Nachhinein als fragwürdig, weil sich die Steuererzielungskapazität im vorangegangenen – von einem exzessiven Finanzzyklus überhitzten – Boom als nicht nachhaltig herausstellte.
- In Portugal und Italien zeigt sich ein differenziertes Bild. Portugal hatte sein Fiskaldefizit zwischen 2005 und 2007 von 6,2 auf 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gedrückt und in Italien war im selben Zeitraum eine Konsolidierung von 4,2 auf 1,5 Prozent des BIP erfolgt. Italien verringerte zudem seine Staatsverschuldung zwischen 1995 und 2007 immerhin von 117 Prozent des BIP auf knapp unter 100 Prozent des BIP – allerdings waren ab 2002 kaum noch weitere Fortschritte zu verzeichnen. Letztlich hätten beide Länder aber angesichts einer recht guten Wirtschaftslage in den Jahren vor der Krise noch mehr konsolidieren müssen, um ihren konjunkturbereinigten Haushaltssaldo annähernd auszugleichen und in der Krise den nötigen Spielraum für eine antizyklische Fiskalpolitik zu haben. Stattdessen lag das konjunkturbereinigte Fiskaldefizit im Jahr 2007 in Italien bei 2,8 und in Portugal bei 3,5 Prozent des BIP. Hier griff die Disziplin des SWP, der einen mittelfristigen annähernden strukturellen Haushaltsausgleich vorsieht, nur teilweise und nicht ausreichend.
- Griechenland überschritt den 3-Prozent-Schwellenwert für das Defizit im öffentlichen Haushalt schon vor der Krise in chronischer Weise, ohne dass es zu Sanktionen im Rahmen des SWP kam.

Der Anstieg der Staatsschulden hatte in mehrfacher Hinsicht problematische Auswirkungen:

- Die Fiskalpolitik konnte ihre Stabilisierungsfunktion in einigen von der Euro-Schuldenkrise besonders stark betroffenen Ländern nur eingeschränkt wahrnehmen, vor allem weil die Staatsdefizite in der globalen Finanz- und



Wirtschaftskrise (und teils auch in der Immobilien- und Bankenkrise) bereits stark gestiegen waren und sich in der Euro-Schuldenkrise weiter erhöhten. Damit konnten dort automatische Stabilisatoren und antizyklische Fiskalpolitik nach 2010 nur noch in begrenzter Weise genutzt werden, um die Rezessionen zu bekämpfen. Auf dieser Basis wird häufig kritisiert, dass die Einhaltung der SWP-Regeln die Wirtschaftskrise massiv verschärft habe. Dieser Ansicht stehen allerdings die Ergebnisse einer gründlichen empirischen Studie entgegen (Dolls et al., 2014). Demnach hat der SWP das Wirken der automatischen Stabilisatoren in Italien, Spanien und Frankreich im Zeitraum 2007 bis 2014 nicht nennenswert eingeschränkt, sodass die Fiskalpolitik auf diesem Weg signifikant zur Konjunkturstabilisierung beitragen konnte.

- Gleichwohl kamen Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsschulden der Krisenländer auf, die deutliche Konsolidierungsschritte nötig machten. Die Hoffnung, dass mit diesen Maßnahmen das Vertrauen der Finanzmärkte zurückkehren würde, erwies sich aufgrund der Tiefe und Breite der Krise als vergeblich. Daher kam es kaum zu Zinssenkungen und auch nicht zu den erhofften expansiven Effekten der Konsolidierung. Stattdessen erwiesen sich die fiskalischen Multiplikatoren – also die kurzfristige Dämpfung des Wirtschaftswachstums durch die Konsolidierungsmaßnahmen – vor allem im Gros der Krisenländer als deutlich größer als erwartet (Alesina/Ardagna, 2013; Blanchard/Leigh, 2013; Kolev/Matthes, 2013).
- Die Probleme auf den Staatsanleihemärkten schlugen in fataler Weise auf die Bankbilanzen durch und trugen maßgeblich zu dem folgenreichen Teufelskreis aus Staaten- und Bankenkrisen bei (vgl. oben).

### **Fehlende Instrumente zur Krisenbekämpfung**

Die Architektur der EWU erwies sich zunächst als unzureichend, um mit den multiplen und systemischen Krisen umzugehen:

- Es mangelte an Instrumenten, um solvente Staaten davor zu bewahren, durch die einbrechende Nachfrage nach ihren Staatsanleihen, möglicherweise auch durch Ansteckungseffekte, in die Zahlungsunfähigkeit getrieben zu werden.

- Vor allem zeigte sich, dass das Vertrauen der Finanzmarktakteure in die Tragfähigkeit der Verschuldung von Staat und Privatsektor auch deshalb gering war, weil die Krisenstaaten über keine eigene Zentralbank als letztinstanzlichen Kreditgeber („Lender of last resort“) verfügten (Grauwe, 2013).
- Auch Instrumente zum Umgang mit nationalen und grenzüberschreitenden Banken Krisen erwiesen sich als unzulänglich.
- Zugleich fehlte es auch an Instrumenten, die den fiskalisch sich in prekärer Lage befindlichen Staaten erlaubt hätte, die Binnennachfrage mit antizyklischen fiskalischen Mitteln zu stabilisieren. In den ersten Jahren der durch die sogenannte Troika verabschiedeten Anpassungsprogramme wurde auf die binnenwirtschaftlichen Kosten eines sehr starken Konsolidierungskurses ein zu geringes Augenmerk gerichtet. Das mündete gegen 2012 in einer breiten Diskussion der Fachwelt über die fiskalischen Multiplikatoren und in einer vorsichtigen Kurskorrektur durch die teilnehmenden Institutionen (vgl. Kapitel 3.8).

### **Mangelnde allgemeine wirtschaftspolitische Koordination**

Vor der Krise war die wirtschaftspolitische Koordinierung zwischen den Ländern des Euroraums recht schwach. Dies war vor allem mit Blick auf die Entstehung von Leistungsbilanzungleichgewichten relevant. Wegen der vielfältigen möglichen Spillover-Effekte von Zahlungsbilanzkrisen auf andere Mitglieder der Währungsunion sollte es ein gemeinsames Anliegen der Beteiligten sein, außenwirtschaftliche Ungleichgewichte frühzeitig zu erkennen und gegenzusteuern. In dieser Hinsicht war die Wirtschaftspolitik vieler Euroländer generell zu wenig auf die Anforderungen des einheitlichen Währungsraums ausgerichtet. Es mangelte an Stabilitätsorientierung und den Voraussetzungen für nachhaltiges Wachstum, wozu besonders Strukturreformen zur Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit und eine nachhaltige Staatsfinanzierung nötig gewesen wären.

# 3 Reformen der EWU und Maßnahmen zur Krisenbekämpfung

Durch eine Reihe von Maßnahmen hat die EU die ökonomische Governance im Euroraum bereits verstärkt. Sie dienen dazu, die fiskalische und außenwirtschaftliche Stabilität sowie Strukturreformen zu fördern. Vor allem sind hier zu nennen: das Six-Pack genannte Gesetzespaket vom November 2011 zur Stärkung der wirtschaftlichen Governance, die darauf folgenden Two-Pack genannten Gesetze vom Frühjahr 2013, der intergouvernementale Fiskalpakt (in Kraft seit Anfang 2013) und die engere und synchronisierte wirtschaftspolitische Koordinierung im sogenannten Europäischen Semester. Ebenso bedeutend sind die in den letzten Jahren eingeführten Schritte zur Schaffung eines einheitlichen Regelwerks für Bankenaufsicht und Finanzmarktregulierung der Bankenunion. Diese und weitere Reformen werden im Folgenden – der Struktur von Übersicht 1 (vgl. Kapitel 1.3) folgend – detailliert dargestellt und dabei jeweils den oben benannten Krisenursachen zugeordnet, deren erneutes Auftreten sie zu verhindern bezwecken.

Mit diesen Ausführungen soll dem Eindruck entgegengewirkt werden, die EWU sei ohne fiskalische Integration nicht zukunftsfähig. Bei dieser Kritik wird häufig implizit suggeriert, die Krisenursachen seien kaum angegangen worden. Demgegenüber wird im Weiteren verdeutlicht, dass umfangreiche und zielgerichtete Reformen ergriffen wurden, um die wesentlichen Ursachen der Euro-Schuldenkrise zu bekämpfen. Wenngleich diese Fortschritte auch nach Ansicht der Autoren noch nicht vollständig ausreichen, um die EWU zukunftsfähig zu machen, darf ihre Relevanz jedoch nicht unterschätzt werden.

## 3.1 Begrenzung von ökonomischen Ungleichgewichten, Kreditblasen und Privatverschuldung

### Makroökonomische Überwachung

Mit dem Six-Pack (Amtsblatt der Europäischen Union, Nr. L 306 vom 23. November 2011) wurde das Verfahren zur makroökonomischen Überwachung eingeführt, das Teil des Europäischen Semesters ist (vgl. Kapitel 3.7). Es ist in

den EU-Verordnungen (VO) 1176/2011 (Verfahren) und 1174/2011 (Durchsetzungsmaßnahmen und Sanktionen für Eurostaaten) geregelt.

Ziel ist es, makroökonomische Ungleichgewichte frühzeitig zu erkennen, zu verhindern und gegebenenfalls zu korrigieren. Dazu wurde ein Warnmechanismus eingerichtet. Hierzu erstellt die EU-Kommission jährlich einen Warnmechanismusbericht, der vom Rat bewertet wird. Sie stützt sich dabei auf ein sogenanntes Scoreboard. Das Scoreboard enthält eine Reihe von Indikatoren, die mit Schwellenwerten verbunden sind. Zu den Indikatoren gehört neben den Kredit-, Verschuldungs-, Arbeitsmarkt- und Wettbewerbsfähigkeitsindikatoren auch die Leistungsbilanzposition, wobei sich die Bewertung von hohen Leistungsbilanzdefiziten und -überschüssen unterscheiden kann. Im Jahr 2015 wurden zudem soziale Indikatoren (Erwerbsquote, Langzeitarbeitslosenquote und Jugendarbeitslosenquote) ergänzt (EU-Kommission, 2013).

Für jeden Mitgliedstaat, der nach Auffassung der Kommission von Ungleichgewichten betroffen oder bedroht sein könnte, erstellt die Behörde eine eingehende länderspezifische Überprüfung. Diese stützt sich auf eine breite Palette wirtschaftlicher Variablen und ist mit Überwachungsmissionen im betroffenen Mitgliedsland verbunden. Wenn die Kommission ein Ungleichgewicht feststellt, kann der Rat auf Empfehlung der Kommission auf der Grundlage von Art. 121 Abs. 2 AEUV Empfehlungen bezüglich spezifischer wirtschaftspolitischer Maßnahmen an den Mitgliedstaat richten, damit dieser das Ungleichgewicht zurückführt.

Das formelle Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht, das in der Praxis etwas angepasst wurde, läuft gemäß VO 1176/2011 wie folgt ab:

- Kommt die Kommission zu dem Ergebnis, dass in einem Land übermäßige Ungleichgewichte bestehen, kann der Rat auf Empfehlung der Kommission ein übermäßiges Ungleichgewicht feststellen und dem betreffenden Mitgliedstaat Korrekturmaßnahmen empfehlen. Dieser muss dann einen Korrekturmaßnahmenplan vorlegen.
- Wenn der Rat den Plan für unzureichend hält, empfiehlt er auf Vorschlag der Kommission, dem Mitgliedstaat innerhalb von zwei Monaten einen

neuen Korrekturmaßnahmenplan vorzulegen. Die Kommission überwacht die Durchführung der Korrekturmaßnahmen, die der Rat dem betreffenden Land empfohlen hat.

- Kommt der Rat zu der Auffassung, dass die empfohlenen Korrekturmaßnahmen nicht ergriffen wurden, stellt er dies in einem Beschluss auf Empfehlung der Kommission fest. Diese Empfehlung der Kommission gilt als vom Rat angenommen, wenn er nicht innerhalb von zehn Tagen mit qualifizierter Mehrheit dagegen stimmt (Art. 10 VO 1176/2011).

Das Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht ist für Staaten des Euroraums sanktionsbewehrt (Art. 1 VO 1174/2011). Vorgesehen sind je nach Verstoß und Verfahrensschritt eine verzinsliche Einlage oder eine Geldbuße. Die Sanktionen erfolgen auf Empfehlungen der Kommission und gelten als vom Rat angenommen, wenn dieser nicht innerhalb von zehn Tagen mit qualifizierter Mehrheit dagegen stimmt. Verzinsliche Einlagen oder Geldbußen sollen 0,1 Prozent des Vorjahres-BIP des Mitgliedstaats betragen.

Die Kommission hat die Kategorisierung von makroökonomischen Ungleichgewichten im Zeitverlauf etwas verändert und zwischenzeitlich zwei Kategorien übermäßiger Ungleichgewichte eingeführt. Nur bei der gravierenderen Kategorie ist die Eröffnung eines formellen Verfahrens vorgesehen. Dies ist bislang noch in keinem Fall geschehen (EU-Kommission, 2015g, 6). Insgesamt gesehen sind die Interpretationsspielräume der Kommission bei der Diagnose übermäßiger Ungleichgewichte und bei den daraus abgeleiteten Empfehlungen an den Rat groß und es wurden einige Entscheidungen kontrovers diskutiert (vgl. Kapitel 4.3.1).

Im Fünf-Präsidenten-Bericht (Juncker et al., 2015, 9 f.) wird daher eine Schärfung des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten gefordert. Die Kommission hat darauf bereits im Oktober 2015 einige Vorschläge unterbreitet (EU-Kommission, 2015a), innerhalb derer sie unter anderem auch zugesagt, in Zukunft ihre Entscheidungen zur Kategorisierung und zur Ableitung von Empfehlungen transparenter zu machen und auf Basis von dargelegten Kriterien besser zu begründen. Zudem will sie erörtern, wie ein zeitlich befris-

tetes Monitoringverfahren für die Unterstützung der Umsetzung von Korrekturmaßnahmen eingerichtet werden kann.

In ihrer Mitteilung vom 8. März 2016 zum Europäischen Semester hat die Europäische Kommission schließlich die Anzahl der Kategorien im makroökonomischen Ungleichgewichteverfahren von sechs auf vier verringert (EU Commission, 2016b). Dabei hat sie drei Kategorien von Ungleichgewichten, die noch nicht als exzessiv eingestuft werden, zu einer einzigen Kategorie zusammengefasst.

### **Makroprudenzielle Finanzaufsicht**

Zur Bekämpfung der übermäßigen Verschuldung des Privatsektors und dem Aufbau von Kreditzyklen dient im Rahmen der Finanzaufsicht auch ein neuer sogenannter makroprudenzieller Ansatz, der stärker als zuvor die Stabilität des gesamten Finanzsystems in Europa in den Blick nimmt (vgl. Kapitel 3.2).

#### **Zwischenfazit**

Mit der Einführung der neuen makroökonomischen Überwachung und mit der Einführung einer makroprudenziellen Finanzaufsicht wurden Lücken im institutionellen Regelwerk der EWU geschlossen. Diese wichtigen Reformen können in Zukunft wesentliche Ursachen der jüngsten Krise bekämpfen, wenn sie effektiv genutzt werden.

## **3.2 Begrenzung von Risiken im Banken- und Finanzsystem**

In Kapitel 2 wurden als wesentliche Mitursachen für die Tiefe der Euro-Schuldenkrise identifiziert: eine exzessive und (meist im Einklang mit den regulatorischen Vorgaben) nicht risikoadäquat bepreiste Kreditvergabe durch Banken, eine zu geringe Kapitalisierung der Finanzinstitute und eine nicht hinreichend konsequente nationale Finanzaufsicht. Zahlreiche Maßnahmen und Reformen zielen auf die Bekämpfung dieser Probleme im Bankensektor.

Als Teil einer breiten Reformagenda der G-20 zur Bekämpfung der Ursachen der globalen Finanzkrise wurden die Eigenkapitalanforderungen an Banken erhöht. Dazu dienen die Regelwerke Basel III, die europäische Umsetzung

dieser neuen Standards durch CRD IV (Capital Requirements Directive) und CRR (Capital Requirements Regulation) und das Regelwerk Solvency II für Versicherungen. Hierbei sind längere Übergangszeiten vorgesehen. Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) hat die Erfüllung dieser Anforderungen für Banken der Euroländer vorgezogen und somit dazu beigetragen, dass die harte Kernkapitalquote (Common Equity Tier 1 – CET 1) der großen systemrelevanten Banken im Euroraum im Median von 7 Prozent im Jahr 2008 bereits bis 2014 auf rund 12,8 Prozent stieg (Constâncio, 2015). Im Gefolge des von der EZB durchgeführten Stresstests im Jahr 2014 sind hier weitere Fortschritte erfolgt. Darüber hinaus wurden die Banken- und Finanzsektoren der Krisenländer Spanien, Portugal, Griechenland und Irland im Zuge der Hilfs- und Reformprogramme grundlegend reformiert und teils auch gesondert rekapitalisiert.

Der wesentliche institutionelle Baustein der Reformagenda im Finanzsystem ist die Schaffung der Bankenunion im Euroraum. Sie basiert auf einem einheitlichen Regelwerk (Single Rulebook) aus Rechtsakten, das für alle Finanzinstitute verbindlich ist, das aber bislang nur Teile der Bankenregulierung in Europa vereinheitlicht. Dieses einheitliche Regelwerk enthält unter anderem Eigenkapitalvorschriften für Banken und Maßnahmen zur Prävention und Abwicklung von Bankenpleiten. Die Bankenunion selbst besteht im Kern aus mehreren Elementen. Die folgenden Ausführungen, die die neuen umfangreichen Regelungen nur überblicksartig skizzieren, orientieren sich an den Ausführungen der Deutschen Bundesbank (2014a; 2014b) und von Demary (2014a).

### **Einheitlicher Bankenaufsichtsmechanismus SSM**

Mit dem einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) erhielt die EZB ab November 2014 die direkte Finanzaufsicht über die rund 120 großen und als systemrelevant identifizierten Banken im Euroraum. Die nicht systemrelevanten Banken werden weiter von den nationalen Aufsichtsbehörden beaufsichtigt, dabei hat die EZB aber grundsätzlich indirekte Durchgriffsrechte auf diese Banken. Im Rahmen ihres SSM-Aufsichtsmandats besitzt die EZB umfangreiche Kompetenzen: von der Sicherstellung der Einhaltung von Regulierungsvorschriften wie den Eigenkapitalanforderungen oder die Beschränkung auf Großkredite über frühzeitiges Eingreifen bei Nichterfüllung von aufsichtsrechtlichen Anforderungen bis zur Zulassungsentziehung.

## **Neue einheitliche Abwicklungsinstrumente**

Die Regeln und Instrumente für die Abwicklung von Banken werden in der EU vereinheitlicht und zentrale Abwicklungsmechanismen im Euroraum geschaffen. Mit der ab dem 1. Januar 2016 für alle 28 EU-Länder geltenden Abwicklungsrichtlinie (Bank Restructuring and Resolution Directive – BRRD) werden europaweit einheitliche Abwicklungsinstrumente eingeführt. Zudem wurden ein einheitlicher Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism – SRM) mit einer zentralen Entscheidungsfindung und ein einheitlicher Bankenabwicklungsfonds (Single Resolution Fund – SRF) ab 2016 geschaffen, der allerdings noch von den Banken in den nächsten Jahren zu befüllen ist. Die Abwicklungsrichtlinie führt einheitliche Abwicklungsinstrumente dezentral für alle Länder der EU ein, die aber auch für den zentralisierten SRM gelten. Neben dem Verkauf der Bank gehören dazu vor allem die Ausgliederung von notleidenden Vermögenswerten in eine Bad Bank, die Umwandlung von Gläubigerforderungen in Eigenkapital (Bail-in) und die Errichtung einer staatlich kontrollierten Brückenbank aus den gesunden und systemrelevanten Teilen. Von den Banken wird verlangt, einen Maßnahmenplan (ein sogenanntes Testament) zu erarbeiten, um das jeweilige Institut ohne staatliche Hilfe und Gefährdung der Finanzstabilität abzuwickeln.

Bei einem Bail-in ist eine festgelegte Haftungsreihenfolge zu beachten: Zunächst haften das Kernkapital und damit vor allem die Aktionäre, dann die Gläubiger in verschiedenen Abstufungen und die nicht gesicherten Einlagen und schließlich die Einlagensicherungssysteme, nicht aber geschützte Bankeinlagen. Zwar können einzelne Kategorien dieser Verbindlichkeiten (zum Beispiel bei Gefahr systemischer Ansteckungseffekte) von der Haftung ausgenommen werden. Banken müssen jedoch sicherstellen, dass Bail-in-fähige Forderungen in einem ausreichenden Maß zur Verfügung stehen.

Die Abwicklungsentscheidung, der eine Abwicklungsempfehlung der EZB vorausgehen kann, wird von dem neu geschaffenen Ausschuss für die einheitliche Abwicklung (Single Resolution Board – SRB) und den nationalen Abwicklungsbehörden getroffen. Sie tritt allerdings erst in Kraft, wenn EU-Kommission und Rat nicht innerhalb von 24 Stunden widersprechen. Sollte dieser Widerspruch erfolgen, muss die Entscheidung innerhalb von acht Stunden vom SRB abgeändert werden.



Der zentrale Bankenabwicklungsfonds SRF wird von den Banken finanziert. Er dient dazu, die über das Bail-in hinausgehenden Kosten der Bankenabwicklung zu decken, zum Beispiel die Finanzierung einer Bad Bank. Der SRF soll rund 1 Prozent der geschützten Einlagen der Bankensektoren der Mitgliedstaaten betragen (rund 55 Milliarden Euro, Stand 2014). Er wird allerdings erst innerhalb von acht Jahren nach und nach durch Finanzierungsbeiträge aller Banken im Euroraum aufgebaut. In dieser Phase bleibt er noch in nationale Kammern aufgeteilt, eine Haftungsvergemeinschaft erfolgt aufgrund des Altlastenproblems in den Bilanzen der Krisenländer nur graduell. Der SRF kann bei einem zu geringen Volumen der nationalen Kammern auch Kredite aufnehmen, die durch nachträgliche Beiträge der Finanzinstitute zurückgezahlt werden sollen. Während der Aufbauphase des Abwicklungsfonds soll zudem ein gemeinsamer staatlicher Auffangmechanismus (Fiscal Backstop) als Ultima Ratio geschaffen werden, dessen Ausgestaltung aber noch nicht näher bestimmt ist. Auch der Europäische Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism – ESM) kann unter bestimmten Bedingungen in den Abwicklungsprozess eingebunden werden.

### **Verbesserte und vereinheitlichte Einlagensicherung**

Die Vorschriften für die nationale Einlagensicherung in der EU wurden im Gefolge der Krisen nach 2008 verschärft und vereinheitlicht (EU Commission, 2015c). Seit Ende 2010 sind Bankeinlagen bis zu 100.000 Euro gesichert. Die bereits verkürzte Auszahlungsfrist von 20 Werktagen soll bis 2024 auf sieben Tage gesenkt werden. Die nationalen Einlagensicherungsfonds sollen innerhalb von zehn Jahren einen Zielwert von 0,8 Prozent der geschützten Bankeinlagen erreichen und dabei ex ante von Banken durch größen- und risikoabhängige Beiträge finanziert werden. Im Bedarfsfall ist es auch möglich, dass Banken in Grenzen nachgelagerte Beitragszahlungen leisten, sich die nationalen Fonds auf freiwilliger Basis begrenzte Kredite geben oder bei öffentlichen oder privaten dritten Parteien (zum Beispiel dem ESM) Kredite aufnehmen.

Die Schaffung eines gemeinsamen europäischen Einlagensicherungsfonds ist Teil des durch die EU-Kommission im Jahr 2012 vorgestellten Plans zur Schaffung einer europäischen Bankenunion. Nachdem die gemeinsame Bankenaufsicht und -abwicklung als zentrale Mechanismen der Bankenunion bereits erste Gestalt angenommen haben, hat die Kommission im November 2015

einen Vorschlag für ein gemeinsames europäisches Sicherungssystem für Einlagen bis zu 100.000 Euro im Fall von Bankeninsolvenzen und -abwicklungen vorgestellt (EU-Kommission, 2015i). Im Euroraum soll die Sicherung solcher Einlagen bis 2024 graduell und ab diesem Zeitpunkt vollständig durch den gemeinsamen Fonds übernommen werden. Zusammen mit dem Vorschlag wurden auch Maßnahmen zur Verringerung der Risiken in nationalen Bankensystemen präsentiert. Die politische Diskussion im Ministerrat über dieses Einlagensicherungssystem ist derzeit im Gange.

### **Makroprudenzielle Aufsicht**

Eine wichtige Neuerung ist zudem die in Kapitel 3.1 bereits erwähnte makroprudenzielle Finanzaufsicht (ESRB, 2014; SVR, 2014). Die globale Finanzkrise hat gezeigt, dass die Finanzaufsicht nicht allein einzelne Banken und Versicherungen (mit mikroprudenzieller Perspektive) im Blick halten muss, sondern auch das Finanzsystem insgesamt sowie mögliche Ansteckungsgefahren und systemische Risiken. Auch Finanzzyklen, die mit starkem Kreditwachstum und zunehmender Verschuldung einhergehen, sind letztlich ein makroökonomisches Phänomen und fallen daher unter die makroprudenzielle Aufsicht.

Als zentrale Reformen des EWU-Regelwerks sind mehrere makroprudenzielle Instrumente geschaffen worden (ESRB, 2014). Zusätzlich zu Kapitalpuffern, die an Systemrisiken ansetzen, gehören dazu auch solche Instrumente, mit denen man gegen zeitlich dimensionierte Risiken durch Finanzzyklen angehen kann – und damit gegen überzogenes Kreditwachstum, exzessive Verschuldung und ausufernde Vermögenspreise. Hierzu zählen vor allem ein antizyklischer Kapitalpuffer und ein Kapitalerhaltungspuffer, die in Krisen abgebaut werden können, oder sektorspezifische Risikogewichte, zum Beispiel zeitlich begrenzte höhere Kapitalanforderungen für Immobilienkredite.

Im Zuge der ergriffenen Reformen nehmen nun nicht nur die nationalen Finanzaufsichter stärker die makroprudenzielle Sichtweise ein, sondern es wurden auch auf EU-Ebene neue Institutionen geschaffen. So wurde zunächst im Jahr 2011 der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board – ESRB) als Allfinanzaufsichtsorgan gegründet, das für die makroprudenzielle Aufsicht zuständig ist. Dabei arbeitet das ESRB im Rahmen des europäischen Finanzaufsichtssystems eng mit den drei ebenfalls neuen europä-

ischen Finanzaufsichtsbehörden zusammen, die jeweils für das Banken-, Versicherungs- und Wertpapierwesen neu gegründet wurden. Die ESRB-Leitungsgremien bestehen in erster Linie aus Vertretern der EZB, der nationalen Zentralbanken, der europäischen Finanzaufsichtsbehörden, der EU-Kommission und der nationalen Aufsichtsbehörden (Letztere ohne Stimmrecht). Das ESRB kann Empfehlungen und Warnungen zu makroprudenziellen Fragen oder Maßnahmen auf der Ebene der Mitgliedstaaten abgeben. Die nationalen Aufsichtsbehörden brauchen sich nicht zwingend daran zu halten, müssen Abweichungen aber begründen („Comply-or-explain“-Ansatz). Die heterogene Besetzung, unklare Verantwortlichkeiten und die begrenzten Durchgriffsrechte des ESRB auf nationaler Ebene lassen allerdings Zweifel aufkommen, ob das ESRB seine makroprudenzielle Aufsichtsaufgabe hinreichend effektiv ausfüllen kann.

Angesichts dessen erscheint es hilfreich, dass die EZB im Rahmen ihrer Funktion als einheitliche Finanzaufseherin im Euroraum (SSM) weitreichende und damit stärkere makroprudenzielle Kompetenzen erhalten hat als das ESRB. Zwar verbleibt auch im Euroraum die primäre Verantwortung für die Makroprudenz grundsätzlich bei den nationalen Aufsehern. Doch die EZB kann nationale makroprudenzielle Aufsichtsmaßnahmen, nach Rücksprache mit den nationalen Aufsichtsbehörden, verschärfen und sogar aktiv werden, wenn die nationalen Aufseher untätig bleiben (Deutsche Bundesbank, 2014b; SVR, 2014, 200). Damit bestehen deutlich stärkere Durchgriffsrechte und auch eine veränderte Anreizstruktur für die nationalen Aufseher.

Allerdings ist das Repertoire, auf das die EZB als einheitliche Finanzaufseherin zurückgreifen kann, auf die überwiegend kapitalbasierten Instrumente unter Basel III/CRD IV/CRR beschränkt. Damit hat die EZB keinen direkten Zugriff auf schuldnerbasierte Instrumente wie darlehensbezogene Einschränkungen (SVR, 2014; Merler, 2015). Hierzu gehören Beschränkungen der Relation zwischen Darlehenswert und dem Wert der verfügbaren Sicherheit (Loan to Value Ratio – LTV), der Relation zwischen Darlehenswert und Einkommen des Schuldners (Loan to Income Ratio – LTI) sowie der Relation zwischen Schuldendienst und Einkommen des Schuldners (Debt Service to Income Ratio – DSTI).

Theoretisch dürften schuldnerbasierte makroprudenzielle Instrumente effektiver wirken als Instrumente, die die Kapitalunterlegung und damit die Risiko-

vorsorge der Banken stärken. Letztere wirken zwar kostenerhöhend, bedingen aber keine harten Grenzen für die Kreditexpansion. Wenn die Kreditvergabe hinreichend profitabel erscheint, dürften kapitalbasierte Instrumente in ihrer Wirksamkeit eher begrenzt sein (Schoenmaker/Wierts, 2015).

Vor der Krise haben die südeuropäischen Länder und Irland zwar vereinzelt auch schuldnerbasierte Maßnahmen genutzt, aber in aller Regel keine harten Grenzen für die Kreditvergabe eingezogen, sondern bei einer Überschreitung der Grenzen lediglich eine höhere Kapitalvorsorge vorgeschrieben (Lim et al., 2011).

### **Beurteilung der Reformen im Banken- und Finanzsystem**

Durch diese umfassenden Maßnahmen, die jedoch aufgrund der verbleibenden Probleme noch durch weitere Reformen zu ergänzen sind (vgl. Kapitel 4.3.2), werden bereits viele der in Kapitel 2 geschilderten Probleme angegangen:

- Eine stärkere Kapitalisierung der Banken macht sie resistenter und vermindert damit die Gefahr von Bankenkonkursen, die vom Steuerzahler aufgefangen werden müssten.
- Die einheitliche Bankenaufsicht durch den SSM dürfte in Zukunft dazu beitragen, dass Banken übermäßige Risiken nicht mehr in dem bisherigen Maß eingehen. So wird die Gefahr vermindert, dass nationale Finanzaufsicher aufgrund von politischem Druck zu lax mit den nationalen Banken umgehen, beispielsweise um den eigenen Finanzstandort zu fördern oder um eine gute, aber durch überzogene Kreditvergabe getriebene Wirtschaftsentwicklung nicht zu stark zu bremsen. Es besteht die begründete Hoffnung, dass sich die EZB als unabhängige und mit einem klaren Auftrag versehene Institution besser gegen derartige politische Widerstände durchsetzen kann.
- Die Schaffung einer makroprudenziellen Finanzaufsicht, die im Euroraum beim SSM und damit bei der EZB als zentraler und unabhängiger Institution angesiedelt ist, ist ein sehr wichtiger Schritt, um zukünftige Finanzkrisen weniger wahrscheinlich zu machen. Da die EZB die makro- und mikroprudenzielle Perspektive einnimmt, können sich beide ergänzen. Auf diese Weise kann auch die makroökonomische Überwachung entscheidend flän-

kiert werden. Denn um die makroökonomischen Effekte von Finanzzyklen einzudämmen, ist es unabdingbar, direkt am Finanzsystem anzusetzen. Die makroökonomische Überwachung hat dazu nicht die ausreichenden Instrumente.

- Der Abwicklungsmechanismus zielt auf die Schaffung eines geordneten Verfahrens, um eine von der Insolvenz bedrohte international tätige Bank zumindest in Teilen weiterführen zu können. Damit können das Bankensystem und die Realwirtschaft vor dem unkontrollierten Zusammenbruch einer möglicherweise systemrelevanten Bank geschützt werden. Wenn in Zukunft auch eine systemrelevante Bank mit einer Abwicklung und damit das Management mit der Entlassung rechnen müsste, verringerten sich die Fehlanreize in Richtung auf eine zu risikobehaftete Geschäftstätigkeit. Derartige Fehlanreize entstehen bislang durch die Erwartung, dass eine solche Bank sehr wahrscheinlich vom Staat gerettet würde. Die globale Finanzkrise hat die Notwendigkeit solcher Maßnahmen in aller Deutlichkeit aufgezeigt.
- Allerdings bleiben Zweifel, ob das „Too-big-to-fail“-Problem wirklich gelöst ist und große systemrelevante Finanzinstitute in Zukunft im Konkursfall tatsächlich konsequent abgewickelt werden. Zwar wird von den Banken verlangt, einen Abwicklungsplan zu erarbeiten. Allerdings waren die im April 2016 gemachten Erfahrungen der US-Bankenaufsicht mit den Abwicklungsplänen systemrelevanter Großbanken beispielsweise nahezu vollständig negativ (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016).
- Die Finanzierung von Abwicklungs- und Einlagensicherungsfonds durch die Finanzinstitute zielt ebenso wie das Bail-in in erster Linie darauf ab, die Steuerzahler bei Banken Krisen zu schonen. Damit wird auch der nationale Banken-Staaten-Nexus geschwächt, der Staaten-Banken-Nexus jedoch noch nicht. Das Bail-in von Aktionären und Gläubigern dient darüber hinaus auch dazu, die Disziplinierungsfunktion des Finanzmarktes zu stärken, weil Verlustrisiken realistischer kalkuliert werden müssen und damit die Risikoprämien steigen dürften.
- Zudem trägt das Bail-in dazu bei, die Funktionsfähigkeit der EWU zu verbessern. Denn indem es auch ausländische Aktionäre und Gläubiger an den

Abwicklungslasten beteiligt, wird die internationale Risikoteilung über den Finanzmarkt eher gewährleistet.

- Die verbesserte Einlagensicherung dient vor allem dazu, bei Banken Krisen Bank Runs zu verhindern, die die Lage noch deutlich verschlimmern würden.

### **Zwischenfazit**

Alles in allem sind durch die Reformen wichtige Schritte unternommen worden, damit sich die Fehlentwicklungen, die zu den Krisen der letzten Jahre geführt haben, in der dabei erlebten Schwere nicht wiederholen können. Es bleibt aber die Frage, ob die neuen Verfahren mit hinreichender Stringenz umgesetzt werden. Zudem bestehen einige Probleme und Fehlansätze fort, zum Beispiel durch die mangelnde Risikounterlegung von Staatsanleihen, durch das verbleibende Systemrisiko großer Banken und durch eine überzogene Haftungsvergemeinschaftung. In Kapitel 4.3.2 werden diese Probleme näher beschrieben und Reformvorschläge zu deren Bekämpfung gemacht.

## **3.3 Nationale Strukturreformen zur Minderung der Heterogenität und Steigerung der Anpassungsfähigkeit**

Strukturreformen auf Arbeits- und Produktmärkten können in vielfältiger Weise dazu dienen, die Krisenursachen und -auswirkungen zu bekämpfen.<sup>1</sup> Deshalb gilt das Hauptaugenmerk der länderspezifischen Empfehlungen der EU-Ebene an die nationale Wirtschaftspolitik im Rahmen des Europäischen Semesters neben dem Abbau außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte auch diesen Reformen. Die folgenden Vorteile von Strukturreformen sind zu nennen:

- Die Stärkung des Potenzialwachstums (für einen Überblick vgl. Matthes, 2015a; Roeger et al., 2015) ist für den mittelfristigen Abbau der hohen Verschuldung von Staaten und privaten Wirtschaftsakteuren von erheblicher Bedeutung und verbessert in den Krisenländern die Chancen auf eine Wiederaufnahme der Einkommenskonvergenz (Buti/Turrini, 2015).

---

1 Die Ausführungen in diesem Kapitel orientieren sich eng an Matthes (2015a).

- Darüber hinaus erhöhen die Strukturreformen Innovations- und Arbeitsanreize. Dadurch steigt tendenziell die Produktivität und damit über verbesserte Lohnstückkosten auch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit, die sich vor der Krise in vielen Krisenstaaten deutlich verschlechtert hat.
- Derartige Reformen verbessern auch die Funktionsweise von Märkten, vor allem indem sie durch mehr Lohn- und Preisflexibilität die Anpassungsfähigkeit einer Volkswirtschaft gegenüber ökonomischen Schocks stärken.
- Die Reformen können auch zu mehr sozialer Gerechtigkeit beitragen, wenn aufgrund einer größeren Lohnflexibilität in Rezessionen das Risiko einer steigenden Arbeitslosigkeit gemindert wird oder wenn zum Beispiel Eintrittsbarrieren in freie Berufe zugunsten von Arbeitslosen (Outsidern) verringert werden. Auch bei der Reform der Beschäftigungsschutzregulierung geht es nicht um einen pauschalen Abbau, sondern um eine Abwägung der Interessen von Insidern und Outsidern. Ein hohes Beschäftigungsschutzniveau kann sich auf die Gesamtbeschäftigung negativ auswirken, wenn es Unternehmen davon abhält, neue Stellen zu schaffen. Das kann aus der Sorge vor zu hohen Lohnkostenbelastungen in schlechten Zeiten der Fall sein oder weil die rechtlichen Hürden bei einer Kündigung sehr hoch sind.

### **Bestandsaufnahme relevanter Strukturreformen**

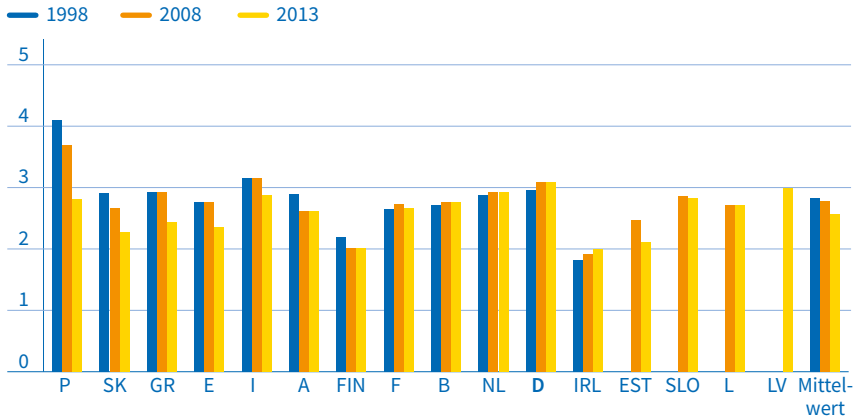
Im Folgenden wird ein knapper Überblick über wesentliche Strukturreformen der Krisenländer auf Arbeits- und Produktmärkten gegeben (ausführlich dazu vgl. Matthes, 2015a; für Reformen auch in anderen Bereichen vgl. unter anderem Roeger et al., 2015). Hierzu wird auf einschlägige Indikatoren der Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) zurückgegriffen (Abbildungen 2 und 3).

Hierbei zeigt sich: Die südeuropäischen Staaten haben die Regulierungsintensität ihrer Arbeits- und Produktmärkte seit 1998 – und besonders seit 2008 – meist stärker als die übrigen Mitglieder des Euroraums reduziert. Bei beiden Regulierungskategorien ragt Portugal mit den größten Fortschritten heraus, gehörte zuvor aber auch zu den Ländern mit der höchsten anfänglichen Regulierungsintensität. Unter den besten drei Reformstaaten findet sich in beiden Fällen auch Griechenland. Hier mag jedoch eine gewisse Vorsicht bei der In-

## Beschäftigungsschutzregulierung

Abbildung 2

für reguläre Arbeitsverträge und bei individuellen oder kollektiven Entlassungen auf einer Skala von 0 (sehr flexibel) bis 6 (sehr rigide)



2013: aktueller Datenstand; Länder sortiert nach der Veränderung der Beschäftigungsschutzregulierung 1998–2013; Mittelwerte für EWU-Länder mit durchgehender Datenverfügbarkeit.

Daten: <http://link.iwkoeln.de/304712>

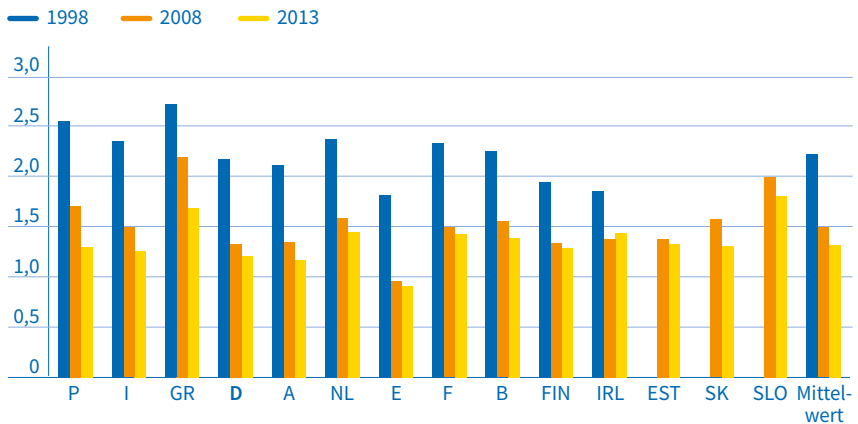
Quelle: OECD, 2015a



## Produktmarktregulierung

Abbildung 3

auf einer Skala von 0 (sehr flexibel) bis 6 (sehr rigide)



2013: aktueller Datenstand; Länder sortiert nach der Veränderung der Produktmarktregulierung 1998–2013; Mittelwerte für EWU-Länder mit durchgehender Datenverfügbarkeit.

Daten: <http://link.iwkoeln.de/304713>

Quelle: OECD, 2015b





terpretation dieser Indikatoren angebracht sein, da es dort zuweilen daran mangelte, dass erfolgte Gesetzesänderungen auch wirklich von der Verwaltung vollständig umgesetzt wurden.

Im Ergebnis schneiden einzelne Krisenstaaten inzwischen bei einigen Indikatoren sogar besser ab als der EWU-Durchschnitt, obwohl sich dieser ebenfalls verbessert hat. Dies gilt beim Beschäftigungsschutz für Griechenland und Spanien sowie bei der Produktmarktregulierung für Spanien und marginal auch für Italien und Portugal.

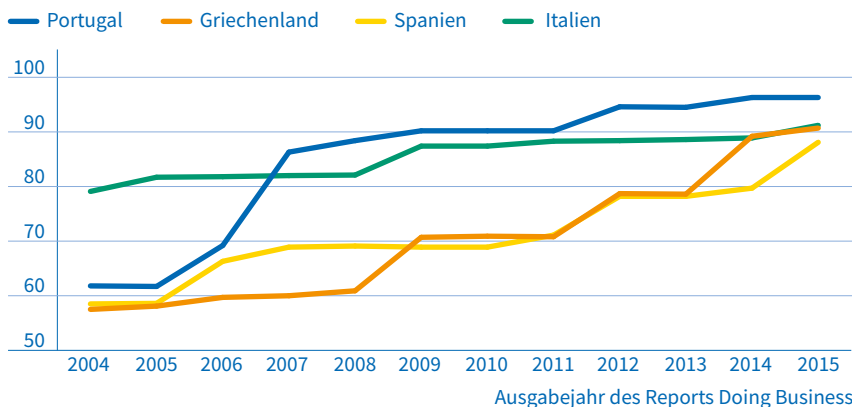
Hervorzuheben sind grundlegende Arbeitsmarktreformen in Spanien, Portugal und zuletzt auch in Italien (Letztere spiegeln sich in den OECD-Indikatoren noch nicht wider). Allerdings verbleibt in Teilbereichen von Arbeits- und Produktmärkten durchaus noch relevanter Reformbedarf (Matthes, 2015a).

Auch bei der Regulierung der Bedingungen von Unternehmensgründungen gab es in den südeuropäischen Krisenländern – besonders ab 2008 – erhebliche Fortschritte, wie der einschlägige Indikator aus der Doing-Business-Datenbank der Weltbank in Abbildung 4 zeigt.

### Regulierungsintensität von Unternehmensgründungen in Euro-Krisenländern

Abbildung 4

Vergleich zur Bewertung des jeweils besten Landes;  
Skala von 0 (jeweils schlechtestes Land) bis 100 (jeweils bestes Land)



Daten: <http://link.iwkoeln.de/304714>  
Quelle: World Bank, 2015

## **Relevanz für die Funktionsfähigkeit der Währungsunion**

Die genannten Strukturreformen verbessern die Anpassungsfähigkeit der Krisenländer an exogene Schocks und erhöhen damit die Funktionsfähigkeit der EWU. Wie Kapitel 2 gezeigt hat, kamen vor der Wirtschafts- und Schuldenkrise ab 2008 in der EWU nicht wie erhofft die notwendigen Reformen zustande, um den Währungsraum hinreichend zu optimieren. Vor allem in Südeuropa blieben die Lohn- und Preisrigiditäten hoch. Doch das hat sich mit der Krise geändert, weil diese den Reformdruck massiv erhöhte. Dies kann als deutliche Evidenz dafür gewertet werden, dass die Endogenitätshypothese und die Grundsteintheorie (vgl. Kapitel 2) sich als relevant erwiesen haben, wenngleich dies nur verzögert und erst im Kontext des krisenbedingt außergewöhnlichen Handlungsbedarfs deutlich wurde. Durch den Druck der Troika, des Finanzmarktes und der hohen Arbeitslosigkeit sind Reformen erfolgt, die den Währungsraum deutlich funktionsfähiger gemacht haben.

Diese These lässt sich durch weitere Erläuterungen untermauern. Verschiedene Studien belegen, dass rigide Löhne und Preise eng mit der mangelnden Flexibilität auf Arbeits- und Produktmärkten sowie den Mechanismen von Lohnverhandlungssystemen zusammenhängen (Holden/Wulfsberg, 2007; 2014; Babecký et al., 2010; Heinz/Rusinova, 2011; Jaumotte/Morsy, 2012). Jaumotte/Morsy (2012) weisen explizit nach, dass Lohnrigiditäten systematisch und statistisch signifikant mit der Intensität des Beschäftigungsschutzes – gemessen an dem hier verwendeten OECD-Indikator – variieren.

Zudem beeinflussen auch stark regulierte Produktmärkte die Lohn- und vor allem die Preisrigiditäten – beispielsweise in Griechenland: Trotz erheblicher Reduktion der Lohnstückkosten haben die griechischen Unternehmen diese Einsparungen kaum als Preissenkungen an den Markt und die Verbraucher weitergegeben. In der Folge sank der reale effektive Wechselkurs (REWK) auf Basis von Lohnstückkosten zwischen 2009 und 2013 deutlich um rund 18 Prozent, der REWK auf Basis der Exportpreise stieg dagegen mit rund 1 Prozent sogar noch leicht an. Eine wichtige Ursache für diese Entwicklung liegt in der geringen Wettbewerbsintensität auf den griechischen Produktmärkten.

Neben ihrem Einfluss auf Lohn- und Preisrigiditäten mindert eine hohe Regulierungsintensität von Arbeits- und Produktmärkten auch die Fähigkeit einer

Volkswirtschaft zum Strukturwandel und damit zur Reallokation von Ressourcen. Auch dieser Mechanismus spielt als Anpassungsventil eine wichtige Rolle, wenn wie im aktuellen Fall in Teilen Südeuropas im Zuge von hohen Leistungsbilanzdefiziten und zuweilen auch Immobilienbooms zu viele Produktionsfaktoren im Sektor nicht handelbarer Güter eingesetzt wurden. In dieser Hinsicht sind Produktmarktreformen und erleichterte Unternehmensgründungen besonders relevant.

### **Verbesserung der Lohnflexibilität auch durch Reform der Lohnfindungssysteme**

Die vormals relativ starke Rigidität der Löhne in den meisten südeuropäischen Staaten und die damit verbundene Gefahr von längerfristigen Aufwertungen des realen Wechselkurses hängen neben der Regulierungsintensität der Märkte auch eng mit der Funktionsweise der Lohnfindungssysteme zusammen. Verschiedene Elemente trugen dazu bei, dass sich Lohnveränderungen traditionell zu wenig an der Produktivitätsentwicklung und der Konjunkturlage orientierten (EU Commission, 2011a; für Griechenland: EU Commission, 2012b):<sup>2</sup>

- Generell mangelte es an Dezentralisierung und Betriebsnähe bei der Lohnfindung. Gesamtwirtschafts- oder branchenbezogene Tarifverträge galten als sehr umfassend. Oft wurden sie auch nicht tarifgebundenen Unternehmen und nicht gewerkschaftlich organisierten Arbeitnehmern oktroyiert. Aufgrund eines Mangels an Öffnungsklauseln hatten daher besonders kleinere Betriebe mit wirtschaftlichen Problemen kaum die Möglichkeit, Löhne, Arbeitszeiten und andere Arbeitsbedingungen in Problemphasen ausreichend anzupassen. Trotz oftmals schwacher Produktivitätsentwicklung mussten auch sie überzogene tariflich vereinbarte Lohnerhöhungen umsetzen. Damit wurden zahlreiche kleinere Firmen zu Entlassungen gezwungen, die bei mehr Lohnflexibilität nicht nötig gewesen wären.
- Lang laufende Tarifverträge und lange Nachwirkungsfristen ausgelaufener Tarifverträge erschwerten eine schnelle Reaktion der Lohnpolitik auf konjunkturelle Entwicklungen.

---

2 In der Folge reagierten die Löhne wie oben erwähnt nicht nur zu wenig auf eine exogene Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit, sondern sie trugen endogen mit dazu bei, dass sich die Wettbewerbsfähigkeit verschlechterte.

- Teilweise orientierten sich die Tarifpartner mehr oder weniger explizit an der Inflationsentwicklung, ohne die Produktivitätsentwicklung im Blick zu haben. Bei moderaten Inflationsraten, aber sehr schwacher Produktivitätsentwicklung in einigen südeuropäischen Staaten trug diese Strategie zu einer Erhöhung der Lohnstückkosten bei, obwohl sich die Reallöhne nur recht moderat entwickelten (Matthes, 2008). Im Allgemeinen zeigte sich hierbei, dass die Lohnsetzungssysteme in diesen Ländern nicht in der Lage waren, die Lohnentwicklung an die Erfordernisse des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts anzupassen – eine Notwendigkeit bei unabhängiger Geldpolitik (Carlin, 2013).

Übersicht 3 verdeutlicht, dass es in den Lohnfindungssystemen der ehemaligen Krisenstaaten inzwischen zu erheblichen Reformen gekommen ist, mit denen diese Probleme angegangen werden. Dahinter steht das Ziel, die Reaktionsfähigkeit der Lohnentwicklung auf Produktivitätsfortschritte und konjunkturelle Bedingungen zu erhöhen. Besonders umfangreiche Reformen gab es demnach in Griechenland, deutliche Reformen aber auch in Spanien, Portugal und Italien (in absteigender Reihenfolge). Der Befund erheblicher Reformfortschritte wird für diese Länder mit einer gewissen Abschwächung bei Italien auch von Marginson/Welz (2014) geteilt.

## Reformen der Lohnfindungssysteme seit 2008

Übersicht 3

x: nennenswerte Reform; (x): partielle Reform

	P	E	GR	I
Dezentralisierung/mehr Betriebsnähe				
Priorität für Firmentarifverträge	(x)	x	x	
Verringerung von Allgemeinverbindlichkeit	(x)		x	(x)
(Mehr) Öffnungsklauseln		x	x	x
Ausdehnung von Arbeitszeitflexibilität	x	x	x	x
Abschlussrecht für Nichtgewerkschaftler	(x)		x	
Verkürzung Dauer/Nachwirkung Tarifverträge	x	x	x	
Lohnindexierung (Abschaffung/Minderung)		x		x
Senkung (Einfrieren) gesetzlicher Mindestlöhne	(x)		x	
Weitere Lohnkosteneinsparungen	x		x	x

Bewertung auf Basis von Informationen vor allem von Eurofound, aus Ländersurveys von OECD und IWF sowie Reformumsetzungsberichten der Krisenländer mit einem Hilfsprogramm und Berichten im Rahmen des Europäischen Semesters.

Quelle: Matthes, 2015a

## Evidenz für Wirkungen der Strukturreformen

Die erfolgten Strukturreformen blieben nicht ohne Wirkungen. So stellen mehrere Studien einen direkten Zusammenhang zu der jüngeren Lohn- und Arbeitsmarktentwicklung in den Krisenländern her (vgl. Matthes, 2015a, für Quellenangaben):

- Für Portugal gilt dies für die Entwicklung der Lohnstückkosten und den Beschäftigungsaufbau seit 2013 – besonders auch bei dauerhaften Arbeitsverträgen. Bemerkenswert ist, dass die saisonbereinigte Arbeitslosenquote von einem Maximum von 17,3 Prozent im ersten Quartal 2013 bereits bis zum vierten Quartal 2015 auf 12,2 Prozent gesunken war. Seitdem gab es weitere moderate Fortschritte.
- Für Spanien werden zum Beispiel eine höhere Intensität bei der Arbeitsuche und eine größere Lohnflexibilität auf Betriebsebene konstatiert. Die damit verbundene stärkere Ausrichtung der Lohnpolitik an der ökonomischen Situation wird insofern positiv hervorgehoben, als sie zu einem geringeren Anstieg der Arbeitslosigkeit und jüngst auch zu einem nennenswerten Beschäftigungsaufbau vor allem bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) beigetragen haben dürfte (für einen kurzen Studienüberblick vgl. Leandro/Romero, 2016). Der IWF stellt fest, dass die Reformen die Beschäftigungsschwelle des Wachstums gesenkt haben dürften, dass also die Beschäftigung bereits ab einer geringeren Wachstumsrate steigt als zuvor (IMF, 2014a).
- Für Griechenland werden ebenfalls schon seit längerem Reformwirkungen auf die Lohnentwicklung festgestellt. Sie erstrecken sich inzwischen nicht mehr nur auf deutliche Lohnanpassungen, eine verbesserte kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit und generell auf eine höhere Responsivität der Löhne in Bezug auf die konjunkturelle Entwicklung. Zudem dürften die Reformen im Jahr 2013 zu einer – trotz einer negativen Wirtschaftsentwicklung – dynamischeren Entwicklung von Neueinstellungen geführt haben. Diese positiven Tendenzen erhielten 2015 durch den politischen Wechsel einen Dämpfer.
- In Italien sind bislang nur erste Anhaltspunkte für eine Reformwirkung auf die Lohnentwicklung sichtbar.

Es existieren weitere Belege für die größere Lohnflexibilität. So war die Lohnflexibilität vor allem in der Phase nach der globalen Finanzkrise deutlich größer als gemeinhin angenommen. Die Kritik setzt in der Regel daran an, dass die Reallöhne je Beschäftigten auch in Rezessionen häufig mit kaum verringerter Dynamik weiter gestiegen sind. Dies wird vor allem in den Krisenländern als Beleg für die hohe Lohnrigidität und die mangelnde Funktionsfähigkeit dieses Anpassungsmechanismus in der Europäischen Währungsunion gesehen. Eine neuere Studie (Verdugo, 2016) kommt jedoch zu einer deutlich optimistischeren Einschätzung, indem sie die Lohnentwicklung nicht wie üblich mit Durchschnittsangaben analysiert, sondern auf der Ebene von haushaltsbezogenen Mikrodaten betrachtet. Dabei werden acht größere EU-Länder (einschließlich Italien, Portugal und Spanien) im Zeitraum der Jahre 1994 bis 2011 einbezogen.

Es zeigt sich, dass eine Durchschnittsbetrachtung das Problem der Lohnrigiditäten deutlich überschätzt. Ursächlich für die verzerrten Ergebnisse ist eine Veränderung der Beschäftigungsstruktur in Rezessionen. So werden in einer wirtschaftlichen Schwächephase üblicherweise vor allem Arbeitsplätze mit geringeren Qualifikationsanforderungen und relativ niedrigen Löhnen abgebaut. Dies führt für sich genommen dazu, dass der durchschnittliche Reallohn je Beschäftigten steigt. Damit erscheint es so, als ob Reallöhne auch in einer Rezession kaum anpassungsfähig sind. Schaut man jedoch wie die erwähnte Studie auf die Lohnentwicklung bei den weiterhin Beschäftigten auf der Mikroebene, werden zumeist nennenswerte Lohnsenkungen in Schwächephasen und vor allem in der jüngsten Krisenphase sichtbar.

Verdugo (2016) weist nach, dass das bereinigte Reallohnwachstum deutlich auf einen Anstieg der Arbeitslosigkeit reagiert (statistisch signifikante Elastizität zwischen  $-0,6$  und  $-1$ ), und zwar in einem ähnlichen Maß wie in den USA. Die Effekte auf die Beschäftigungsstruktur waren nach 2008 besonders groß. Vor allem in den Krisenländern kam es demnach in dieser Phase zu einer signifikanten Senkung der Durchschnittslöhne der noch Beschäftigten. Insgesamt findet die Studie keine Hinweise auf eine nach unten beschränkte Rigidität bei Nominal- oder Reallöhnen während der großen Rezession. Sie widerlegt damit die These, dass der Lohnanpassungsmechanismus in Krisen nicht funktionieren würde.

Von großer Bedeutung ist zudem die Erkenntnis, dass die Lohnflexibilität auch vor der Krise bereits deutlich höher war als gemeinhin angenommen. Dies weist Verdugo (2016) für Italien, Portugal und Spanien nach. Demnach lag der Anteil der Vollzeitbeschäftigten, die in wirtschaftlichen Schwächephasen ein negatives jährliches Lohnwachstum verzeichneten, in den Jahren von der Jahrtausendwende bis 2007 bei den Nominallöhnen bei rund einem Drittel und bei den Reallöhnen bei knapp der Hälfte (etwas weniger in Portugal). In der großen Rezession stieg dieser Anteil in Portugal und Spanien noch einmal deutlich an.

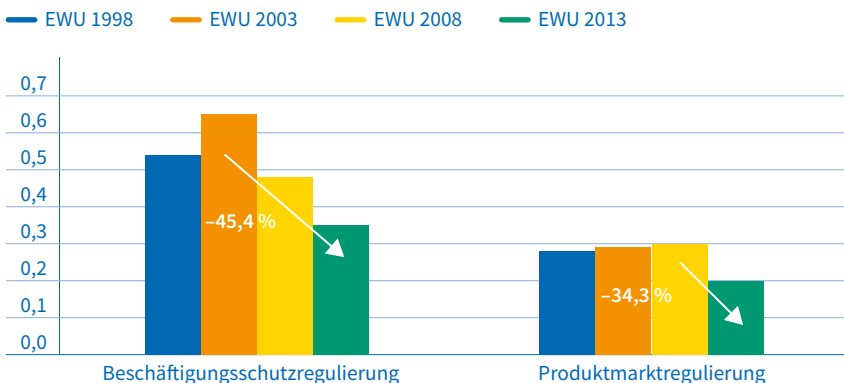
### Verringerung der Heterogenität zwischen den Euroländern

Neben einer höheren Lohnflexibilität ist es auch bedeutsam, dass sich die Heterogenität zwischen den EWU-Ländern bei der Rigidität der Arbeits- und Produktmärkte verringert hat. Die Unterschiedlichkeit der Euroländer gilt als wichtiger Mangel der Währungsunion im Kontext der OWR-Theorie. Da die südeuropäischen Länder rigidere Marktregulierungen hatten, aber vor allem seit der Krise mehr reformiert haben, sind die Euroländer einander ähnlicher geworden. Dies sollte über den erwähnten Einfluss der Regulierungen auf die Lohn- und Preisflexibilität die Funktionsfähigkeit des einheitlichen Währungs-

### Streuung der Regulierungsintensität im Euroraum

Abbildung 5

Standardabweichung zwischen den EWU-Ländern



2013: aktueller Datenstand; Angaben für EWU-Länder mit durchgehender Datenverfügbarkeit.

Daten: <http://link.iwkoeln.de/304715>

Quellen: OECD, 2015a; 2015b; eigene Berechnungen

raums verbessern. Abbildung 5 zeigt, dass die Standardabweichung als Heterogenitätsmaß im Euroraum bei der Beschäftigungsschutzregulierung um knapp die Hälfte und bei der Produktmarktregulierung um rund ein Drittel gesunken ist.

### **Zwischenfazit**

Insgesamt gesehen stellen die Strukturreformen der Krisenländer einen sehr wichtigen Fortschritt dar, da sie neben der Wachstums- und Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Staaten auch die Funktionsfähigkeit der Währungsunion insgesamt verbessern. Auch muss auf Basis der Erkenntnisse von Verdugo (2016), wenngleich noch weiterer Forschungsbedarf auf der Mikroebene existiert, ein deutliches Fragezeichen hinter den vermeintlichen stilisierten Fakt gesetzt werden, dass die Lohnrigidität im Euroraum und vor allem in Südeuropa eine der zentralen Achillesfersen der EWU ist.

## **3.4 Minderung des „One-size-does-not-fit-all“-Problems**

Die Probleme der einheitlichen Geldpolitik und das damit verbundene Kernproblem des divergierend wirkenden Realzinseffekts (vgl. Kapitel 2) sind mit den oben beschriebenen Reformen indirekt auch angegangen worden. So tragen die Reformen, die das Entstehen ökonomischer Ungleichgewichte im Euroraum verhindern sollen, dazu bei, den Realzinseffekt zu mindern. Hierzu zählen vor allem die makroökonomische Überwachung (Kapitel 3.1) sowie die Schaffung eines makroprudenziellen Ansatzes und der einheitlichen Finanzaufsicht beim SSM mit Durchgriffsrechten auf die nationale Ebene auch in der Makroprudenz (Kapitel 3.2). Entscheidend ist hierbei, dass diese Instrumente und vor allem die direkt am Finanzsystem ansetzende Makroprudenz länderspezifisch einsetzbar sind. Damit kann die Finanzaufsicht eine zentrale Rolle dabei spielen, den divergierend wirkenden Effekten der einheitlichen Geldpolitik entgegenzuwirken und damit ein Kernproblem der EWU zu mindern (für weitere Ausführungen und Reformempfehlungen vgl. Kapitel 4.4.2).



### 3.5 Stärkung der fiskalischen Governance

#### Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspakts

Die Verschärfung des SWP erfolgte zunächst ebenfalls im Rahmen des sogenannten Six-Packs. Inhaltlich sind vor allem Sanktionsverschärfungen, ein strengerer Automatismus bei der Sanktionsverhängung und eine stärkere Berücksichtigung des Schuldenstandskriteriums bedeutsam.

**Sanktionsverschärfungen.** Mit der Reform sind Sanktionen früher und in verschärfter Form möglich:

- Bereits im präventiven SWP-Teil<sup>3</sup> kann nun eine Sanktion in Form einer verzinslichen finanziellen Einlage in Höhe von 0,2 Prozent des BIP verhängt werden, wenn ein Mitgliedstaat keine wirksamen Gegenmaßnahmen gegen eine erhebliche Abweichung vom mittelfristigen Haushaltsziel oder vom Anpassungspfad ergriffen hat.
- Wenn der Rat ein übermäßiges Defizit feststellt und der Mitgliedstaat bereits eine verzinsliche Einlage hinterlegt hat (präventiver Arm) oder die Kommission besonders schwerwiegende Verstöße gegen die haushaltspolitischen Verpflichtungen des SWP feststellt, kann eine unverzinsliche Einlage angeordnet werden.
- Zudem wurde im korrektiven SWP-Teil<sup>4</sup> die Möglichkeit einer Geldbuße in Höhe von 0,2 Prozent des BIP schon für den Fall eingeführt, dass ein Mitgliedstaat keine wirksamen Maßnahmen zur Rückführung eines übermäßigen Defizits ergriffen hat (auf Basis von Art. 126 Abs. AEUV).

---

3 Der präventive Arm des SWP stützt sich auf Art. 121 AEUV. Sekundärrechtlich ist hier die Verordnung 1466/97 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken von Bedeutung, die zuletzt im Rahmen des Six-Packs durch die Verordnung 1175/2011 geändert wurde. Je nachdem, ob es sich um Euroländer handelt oder nicht, gelten unterschiedliche Bestimmungen. Zudem ist die Verordnung 1173/2011 im Rahmen des Six-Packs eingeführt worden und hier relevant. Sie gilt nur für die Länder des Euroraums.

4 Der korrektive Arm ist primärrechtlich in Art. 126 AEUV geregelt und sekundärrechtlich in der Verordnung 1467/97 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem öffentlichen Defizit, die zuletzt im Rahmen des Six-Packs durch die Verordnung 1177/2011 geändert wurde.

- Verschärft wird zudem die Sanktionsmöglichkeit nach Art. 126 Abs. 11 AEUV. In der ursprünglichen Fassung der VO 1467/97 von 1997 wurde als Regel eine unverzinsliche Einlage genannt; jetzt ist die „Regelstrafe“ eine Geldbuße, die bis zu 0,5 Prozent des BIP betragen kann.

**Quasi-Automatismus durch umgekehrte Mehrheitsregel.** Die Einführung einer umgekehrten Mehrheitsregel soll zu weniger politischem Entscheidungsspielraum des Rates und damit zu einem stärkeren Automatismus führen. Bei den vorgenannten Sanktionsmöglichkeiten muss der Rat zunächst den jeweiligen Tatbestand feststellen (beispielsweise ein übermäßiges Fiskaldefizit oder keine wirksamen Gegenmaßnahmen). Wenn dieser Beschluss gefasst ist, gibt die Kommission innerhalb einer kurzen Frist eine entsprechende Sanktionsempfehlung ab. Die Empfehlung gilt als angenommen, wenn der Rat sie nicht innerhalb von zehn Tagen mit qualifizierter Mehrheit ablehnt. Dieser Quasi-Automatismus wird freilich geschwächt durch die zuvor nötige Ratsfeststellung, die mit üblicher qualifizierter Mehrheit erfolgt. Abstimmungen mit umgekehrter qualifizierter Mehrheit sind nicht für die Eröffnung des Verfahrens vorgesehen.

**Stärkere Berücksichtigung des Schuldenstandskriteriums.** Das vormals für das SWP-Verfahren kaum relevante Schuldenstandskriterium wurde in mehrfacher Hinsicht aufgewertet:

- Im präventiven SWP-Teil muss ein Mitgliedstaat, dessen Schuldenstand mehr als 60 Prozent des BIP beträgt, sein strukturelles Defizit um mehr als 0,5 Prozentpunkte pro Jahr senken und damit schneller, als es zuvor vorgesehen war.
- Im korrektiven SWP-Teil gilt nun bei einem Schuldenstand von mehr als 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, dass sich als Richtwert der Abstand des aktuellen Schuldenstands zum 60-Prozent-Referenzwert in den letzten drei Jahren jährlich durchschnittlich um ein Zwanzigstel verringern soll (Art. 1 VO 1177/2011; Hamer, 2015, Rn. 38). Da sich das Zwanzigstel aber nicht auf die Differenz zum anfänglichen Schuldenstand bezieht, sondern auf die Differenz zum aktuellen Schuldenstand, kommt es nicht zu einer linearen, sondern zu einer abnehmenden Verringerung des Schuldenstands

in Prozent des BIP (SVR, 2012, Tz. 206). Eine Ausnahme betrifft die Länder, die sich am 8. November 2011 in einem Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits befanden. Sie müssen erst drei Jahre nach der Korrektur des übermäßigen Defizits die neue Vorschrift konsequent befolgen (Art. 2 Abs. 1a VO 1177/2011).

## **Fiskalpakt**

Der unter dem Namen Fiskalpakt bekannte Teil des zwischenstaatlichen Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung (SKS-Vertrag) in der Wirtschafts- und Währungsunion (Bundesrat, 2012) wurde im März 2012 geschlossen. Er verankert die auf europäischer Ebene durch den SWP vorgesehene Budgetdisziplin stärker auf der Ebene der Mitgliedstaaten. Der Fiskalpakt erfüllt damit eine Art Brückenfunktion. Er sieht vor, dass wesentliche und teils verschärfte Bestandteile des SWP in nationales Recht umgesetzt werden, vorzugsweise mit Verfassungsrang oder auf gleichwertigem Niveau. Der Fiskalpakt gilt in allen Euroländern, wobei die Kommission die genaue Umsetzung der vereinbarten Regeln prüft (EU-Kommission, 2015a, 10).

Der Fiskalpakt wurde als völkerrechtlicher (intergouvernementaler) Vertrag außerhalb des EU-Regelwerks geschlossen, weil eine Änderung des Primärrechts der EU auf den Widerstand des Vereinigten Königreichs stieß. Es besteht das Ziel, den Fiskalvertrag mittelfristig in das Primärrecht der EU zu überführen. Wichtige Elemente, für die auch die Bezeichnung nationale Schuldenbremse gängig ist, sind hierbei:

- Das mittelfristige Haushaltsziel entspricht einem strukturellen Haushaltsdefizit von nicht mehr als 0,5 Prozent des BIP (1 Prozent des BIP, falls der Staatsschuldenstand erheblich unter 60 Prozent des BIP liegt).
- Bei Abweichungen vom Anpassungspfad zum mittelfristigen Haushaltsziel, die unter außergewöhnlichen Umständen erlaubt sind, greift ein automatischer Korrekturmechanismus, mit dem diese Abweichungen später zu korrigieren sind.
- Das Prinzip der umgekehrten qualifizierten Mehrheit im Rat soll auch hier bei wichtigen Entscheidungsschritten zur Geltung kommen.

## **Two-Pack**

Mit dem Begriff Two-Pack oder Zweierpaket werden zwei Verordnungen bezeichnet, die den wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der Euroländer verbessern sollen (EZB, 2013, 61). Nur die Verordnung 473/2013 ist direkt relevant für die Überwachung der Haushaltspolitik der Eurostaaten und stärkt den SWP zusätzlich. So soll sichergestellt werden, dass die nationalen Haushaltspläne mit den im Rahmen des SWP und des Europäischen Semesters geltenden wirtschaftspolitischen Leitlinien vereinbar sind. Ein zentrales Element ist, dass die Mitgliedstaaten ihre Haushaltsentwürfe für den Zentralstaat im Herbst und damit wesentlich früher als zuvor einreichen müssen. Somit kann die Kommission deutlich früher im Prozess der nationalen Entscheidungsfindung dazu Stellung nehmen und bei besonders schwerwiegenden Verstößen gegen die SWP-Vorgaben eine Korrektur verlangen (innerhalb von zwei Wochen nach der Übermittlung der Haushaltsplanung). Zuvor konnte die Kommission erst Stellung beziehen, wenn die Haushaltspläne bereits weitgehend beschlossen waren, was eine Änderung politisch sehr erschwerte.

Euroländer, die sich im Defizitverfahren befinden, werden zudem strenger überwacht und unterliegen strengeren Berichtspflichten. Sie müssen Wirtschaftspartnerschaftsprogramme vorlegen, in denen sie Maßnahmen und Strukturreformen zur Defizitkorrektur und zur Steigerung von Wettbewerbsfähigkeit und langfristigem Wachstum darlegen.

## **Flexibilitätsinterpretation im Stabilitäts- und Wachstumspakt**

Die EU-Kommission hat im Januar 2015 neue Leitlinien vorgelegt, in denen sie ihre Interpretation der Regelungen im Stabilitäts- und Wachstumspakt darlegt (EU-Kommission, 2015b). Intendiert sind eine stärkere Berücksichtigung der Wirtschaftslage in den Mitgliedstaaten, die Unterstützung von Strukturreformen und die Förderung bestimmter Investitionen.

Die mit der Schuldenregel in dem präventiven SWP-Teil verbundenen fiskalischen Anpassungserfordernisse werden flexibler gehandhabt und mithilfe einer Zehn-Felder-Matrix beschrieben. Dabei wird zum einen beim Schuldenstand zwischen einem Niveau unter und einem Niveau über 60 Prozent des BIP differenziert. Zum anderen wird die konjunkturelle Situation in Abhängigkeit von dem realen Wachstum und/oder der Produktionslücke in fünf Phasen

unterteilt. In wirtschaftlich außergewöhnlich schlechten Zeiten (reales Wachstum kleiner 0 Prozent oder Produktionslücke unter  $-4$  Prozent des BIP) ist unabhängig vom Schuldenstand keine Anpassung erforderlich. In guten Zeiten (Produktionslücke größer oder gleich 1,5 Prozent) ist eine Anpassung von mehr als 0,5 Prozent nötig. Auch im korrektiven Arm des Stabilitäts- und Wachstumspakts beabsichtigt die Kommission, flexibler zu urteilen, um Haushaltsentwicklungen danach zu unterscheiden, ob sie von der Regierung beeinflusst werden können oder nicht.

Gewisse Strukturreformen sollen gemäß der vorgelegten Flexibilitätsinterpretation von der Kommission sowohl im korrektiven als auch im präventiven Arm des Pakts berücksichtigt werden. Sofern ein Strukturreformplan vorliegt, kann die Kommission bei der Eröffnung eines Defizitverfahrens eine längere Frist für die Korrektur des Defizits empfehlen. Bei Ländern, gegen die bereits ein Verfahren läuft, kann die Kommission vorschlagen, die Frist für die Korrektur zu verlängern, wenn ein Strukturreformplan vorliegt.

Investitionen sollen gefördert werden, indem nationale Beiträge eines Landes zum Europäischen Fonds für strategische Investitionen (EFSI) in beiden SWP-Armen außer Acht gelassen werden. Bei einer Abweichung vom 3-Prozent-Defizitkriterium werden diese Investitionen nicht als defizitwirksam berücksichtigt, wenn die Abweichungen geringfügig und von vorübergehender Dauer sind. Zudem hat die Kommission ihre 2013 eingeführte sogenannte Investitionsklausel präzisiert. Danach können Mitgliedstaaten im präventiven Arm des Pakts unter bestimmten Bedingungen vom mittelfristigen Haushaltsziel oder dem Anpassungspfad abweichen, wenn sich das Investitionsniveau erhöht. Unter anderem zählen zu den berücksichtigungsfähigen Investitionen nationale Kofinanzierungsausgaben von EU-Projekten im Rahmen der Kohäsionspolitik, der transeuropäischen Netze und der Fazilität „Connecting Europe“.

Diese Interpretationen wurden von der EZB (2015a) und der Deutschen Bundesbank (2015a, 77) aus gutem Grund kritisiert:

- Die Flexibilitätsinterpretation eröffnet zu große Spielräume für diskretionäre Ad-hoc-Entscheidungen der EU-Kommission und löst sich damit zu sehr von dem vorgesehenen regelgebundenen Ansatz.

- Kritikwürdig ist vor allem, dass mit der Vorlage von Strukturreformplänen allein Reformabsichten zu Ausnahmen führen können und dass bei der Neuinterpretation der Investitionsklausel die Schuldenregel nicht mehr berücksichtigt wird. Damit besteht die Gefahr, dass im präventiven Teil des SWP die Anforderungen struktureller Anpassungen erheblich reduziert werden.
- Auch rechtlich wird ein fragwürdiger Weg eingeschlagen. So weicht die Kommission mit den Kriterien in der Matrix von dem bestehenden Verhaltenskodex des SWP ab (EZB, 2015a, 39). Auch die Deutsche Bundesbank (2015a, 77) verweist darauf, dass der juristische Dienst des Rates einige Aspekte der Flexibilisierung durch die Kommission nicht von den Verordnungstexten abgedeckt sieht.

### **Einschränkung der Flexibilität durch den Verhaltenskodex des Rates**

Daher ist es zu begrüßen, dass die Flexibilitätsspielräume im Rahmen einer Reform des Verhaltenskodexes des Rates zur Auslegung des SWP wieder stärker eingeschränkt werden sollen (Council of the European Union, 2015; Economic and Financial Committee, 2015). Im Wirtschafts- und Finanzausschuss wurden einige Elemente der von der EU-Kommission vorgeschlagenen erhöhten Flexibilität abgelehnt. Dazu gehört vor allem das Vorhaben, den nationalen Regierungen im korrektiven Arm des SWP mehr Zeit einzuräumen, wenn sie Reformvorhaben planen, diese aber noch nicht gesetzlich abgesichert haben. Zudem soll während der Anpassungsphase an das mittelfristige Haushaltsziel der Rückgriff auf die Ausnahmeklausel bei Strukturreformen und Investitionen nur einmal möglich und zudem im Ausmaß begrenzt sein.

### **Fiskalausschuss**

Um die fiskalische Governance auf EU-Ebene weiter zu stärken, sind Überlegungen aufgekommen, eine unabhängige Institution zu schaffen, die die SWP-Umsetzung überwacht. Im Fünf-Präsidenten-Bericht wurde dazu ein neuer Fiskalausschuss gefordert, der mit unabhängigen Experten besetzt ist und auf europäischer Ebene eine zeitnahe, öffentliche und unabhängige Bewertung der Haushaltspläne und ihrer Umsetzung mit Blick auf die Ziele und Empfehlungen im Rahmen der europäischen fiskalischen Governance vornimmt. Die Kommission soll von den Standpunkten des Fiskalausschusses abweichen können, falls sie dies begründen kann. Auch sollte der Fiskalausschuss im

Sinne des Fünf-Präsidenten-Berichts den fiskalischen Kurs auf nationaler Ebene und für das Aggregat des Euroraums auf Basis der Regeln des Stabilitätspakts bewerten können. Im November 2015 hat die Kommission die Schaffung des Fiskalausschusses beschlossen (EU-Kommission, 2015c), der im Herbst 2016 seine Arbeit aufgenommen hat. Er soll „die Angemessenheit des auf Ebene des Euro-Währungsgebiets und auf nationaler Ebene verfolgten haushaltspolitischen Kurses“ evaluieren. Doch weicht die gewählte Gestaltung des Fiskalausschusses von den Vorgaben des Fünf-Präsidenten-Berichts in etlichen Punkten ab (EZB, 2015b, Kasten 5, 34 ff.):

- Der Fiskalausschuss soll formell unabhängig sein, wird jedoch von der EU-Kommission ernannt und finanziert. Zudem ist er dem Generalsekretariat der EU-Kommission organisatorisch angegliedert. Der Vorsitzende ist den Mitgliedern gegenüber weisungsbefugt. Somit ist die tatsächliche Unabhängigkeit dieses neuen Organs und seiner Mitglieder nicht unbedingt gewährleistet.
- In den Regeln für den Fiskalausschuss ist keine Rede davon, dass die Kommission von ihren Empfehlungen nur in explizit zu begründenden Fällen abweicht.
- Der Fiskalausschuss soll nach derzeitiger Informationslage lediglich einen Jahresbericht veröffentlichen und keine Echtzeit-Stellungnahmen in der Öffentlichkeit abgeben. Somit wird die Gelegenheit vertan, der Arbeit des Ausschusses eine breitere Öffentlichkeitswirksamkeit und somit mehr Gewicht in der politischen Entscheidungsfindung zu verleihen.

Mit diesen Charakteristika bleiben die Rahmenbedingungen für die Arbeitsweise des Fiskalausschusses hinter dem zurück, was für die Entfaltung seines Beitrags zur Verbesserung der fiskalpolitischen Koordinierung in der EWU oder der EU wünschenswert gewesen wäre. Es bleibt zu hoffen, dass die Mitglieder des Fiskalausschusses sich als qualifizierte, profilierte und unvoreingenommene Persönlichkeiten erweisen, die die Qualität des europäischen Diskurses positiv beeinflussen. Prinzipiell hat die Einrichtung eines Fiskalausschusses das Potenzial, das institutionelle fiskalpolitische Gefüge des Euroraums weiter zu stärken: Es wäre daher für die Arbeit dieses neuen Gremiums wünschenswert, wenn die institutionellen Rahmenbedingungen verbessert würden.

### **Zwischenfazit**

Insgesamt gesehen sind mit den Reformen der fiskalischen Governance – bis auf wesentliche Teile der Flexibilitätsinterpretation – wichtige Maßnahmen ergriffen worden, um für mehr Haushaltsdisziplin zu sorgen. Allerdings wird sich ihre Wirksamkeit nur dann voll entfalten können, wenn die neuen Regeln hinreichend konsequent angewendet werden. Eine Einordnung der Regelbefolgung wird in Kapitel 4.3.1 vorgenommen. Wirtschaftspolitische Empfehlungen für eine effektivere antizyklische Wirkung der nationalen Fiskalpolitik werden in Kapitel 4.6.1 gegeben.

## **3.6 Bekämpfung von Illiquiditätskrisen bei Staaten und Banken**

Eine wichtige Ursache für die Tiefe der Krise bestand darin, dass die EWU nicht über ausreichende Instrumente zur Krisenbekämpfung verfügte (vgl. Kapitel 2). Dies hat sich im Krisenverlauf nach und nach geändert, da der Euro-Rettungsschirm gegründet wurde und die EZB ihre Rolle als Wahrerin der Stabilität im Banken- und Finanzsystem aktiv interpretierte. Dies wird im Folgenden verdeutlicht, indem ein kurzer Überblick über den Verlauf der Krisenbekämpfung gegeben und die institutionelle Bedeutung der neuen Stabilisierungsinstrumente in der EWU beurteilt wird.<sup>5</sup>

### **Krisenverlauf und Entwicklung der Instrumente zur Krisenbekämpfung**

Verschiedene Krisenmechanismen wurden im Frühjahr 2010 in großer Eile geschaffen oder aktiviert:

- Das erste Hilfspaket für Griechenland umfasste bilaterale Hilfen (Greek Loan Facility), erreichte die erwünschte Stabilisierung aber nicht.
- Angesichts bedrohlicher Ansteckungseffekte im Euroraum wurde der Euro-Rettungsschirm gegründet. Zunächst war dies ein temporärer Krisenmechanismus mit einer avisierten Kreditvergabekapazität von rund 500 Milliarden Euro. Er bestand aus zwei Instrumenten:

---

5 Die folgenden Ausführungen basieren auf Matthes (2015b).



- der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (European Financial Stability Facility – EFSF) der Euroländer mit einer geplanten Kreditkapazität von 440 Milliarden Euro. Die effektive Kreditvergabekapazität lag jedoch aufgrund eines zu geringen Garantievolumens zunächst deutlich unter dieser Größenordnung. Daher wurde die Garantiesumme vom EFSF mit Beschluss vom 24. Juni 2011 auf 780 Milliarden Euro aufgestockt und so die avisierte effektive Kreditvergabekapazität von 440 Milliarden Euro ermöglicht;
- dem Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) als EU-Gemeinschaftsinstrument mit einer Kreditkapazität von 60 Milliarden Euro.
- Parallel zu der Gründung des Rettungsschirms begann auch die EZB im Rahmen des dafür neu aufgelegten Security Markets Programme (SMP), zunächst Staatsanleihen von Griechenland und bald auch von Portugal und Irland zu kaufen. Ab August 2011 tat sie dies auch bei Italien und Spanien.
- Ein weiteres wichtiges – gleichwohl nicht neues – Krisenbekämpfungsinstrument bestand darin, dass sich die nationalen Zentralbanken im Rahmen des Target-2-Zahlungssystems beim Eurosystem verschulden konnten. Damit gab es einen Mechanismus, mit dem die durch private Kapitalabflüsse induzierten Zahlungsbilanzkrisen in Südeuropa abgefedert werden konnten.

Im Herbst 2010 breitete sich die krisenhafte Entwicklung zunächst auf Irland und Portugal, im Frühsommer 2011 auf Italien und Spanien und in 2012 auf Zypern aus. Bis auf Italien erhielten diese Länder auch ein Hilfsprogramm (Spanien nur für den Finanzsektor). Mit Italien und Spanien erreichte die Euro-Schuldenkrise aufgrund der Größe dieser Länder eine Dimension, die von der EFSF mit ihrem bisherigen Volumen nicht mehr ohne weiteres aufzufangen war (Matthes, 2012). Dies führte neben der erwähnten EFSF-Aufstockung des Rettungsschirms zur Erweiterung seines Instrumentenportfolios um vorsorgliche Kredite, Primär- und Sekundärmarktkäufe sowie indirekte Hilfen zur Bankenrettung, für die der jeweilige Heimatstaat der Banken haftet.

Zudem stützte die EZB, die geringeren Finanzierungsrestriktionen unterliegt, wie bereits erwähnt auch italienische und spanische Staatsanleihen und schuf

zur Jahreswende 2011/2012 neue Instrumente in Form von langfristigen Refinanzierungsgeschäften für die Banken des Euroraums, die in Höhe von über 1.000 Milliarden Euro (brutto) genutzt wurden. Doch erst durch die Ankündigung des neuen konditionierten Staatsanleihekaufprogramms (Outright Monetary Transactions – OMT) gelang es der EZB, die Euro-Schuldenkrise nachhaltig einzudämmen. Das OMT, unter dem keine Staatsanleihekäufe nötig wurden, zielte als geldpolitisches Instrument darauf ab, den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik wiederherzustellen, bei dem die Staatsanleihemärkte eine wichtige Rolle spielen. Dies wurde in Deutschland stark kritisiert und mündete in Klagen vor dem Bundesverfassungsgericht, die aber weitgehend erfolglos blieben (für einen Überblick über die Kritik sowie eine Bewertung des OMT vgl. Matthes/Demary, 2013).

Am 8. Oktober 2012 trat der permanente Rettungsmechanismus ESM mit einem Kreditvergabevolumen von 500 Milliarden Euro in Kraft, das sich aus 80 Milliarden Euro an Barreserve und aus 420 Milliarden Euro an abrufbarem Kapital zusammensetzt. Zuvor hatte das deutsche Bundesverfassungsgericht diesen Schritt Mitte September 2012 vorläufig und unter Vorbehalt für verfassungsmäßig erklärt. Der ESM wurde mit einem intergouvernementalen Vertrag unter den Euroländern institutionell verankert. Seit Juli 2013 dürfen EFSF und EFSM, da sie für drei Jahre als temporäre Rettungsmechanismen etabliert worden waren, keine neuen Hilfsprogramme gewähren. Sie verwalten die bestehenden Programme (Griechenland, Irland, Portugal) aber bis zur vollständigen Rückzahlung der Hilfskredite weiter. Um den Jahreswechsel 2013/2014 endeten die Hilfsprogramme für Irland und Spanien, im Juni 2014 folgte Portugal (vgl. Kapitel 3.9). Griechenland erhielt schließlich im Juli 2015 ein drittes Hilfspaket, das durch den ESM verwaltet wird.

### **Institutionelle Relevanz des ESM**

Der Rettungsschirm füllt im Regelwerk des Euroraums eine institutionelle Lücke. Denn eine einbrechende kurzfristige Nachfrage nach Staatsanleihen kann dazu führen, dass der betreffende Staat wegen fehlender Refinanzierungsmöglichkeit de facto zahlungsunfähig wird, auch wenn seine Solvenz trotz gewisser ökonomischer Probleme noch als gegeben angesehen werden kann. Dies kann aufgrund von sich selbst verstärkenden Zinsspiralen oder sich selbst erfüllenden Prophezeiungen geschehen (Grauwe, 2011; Grossmann,

2011; Matthes/Demary, 2013). Der Rettungsschirm begrenzt diese Risiken und dient dazu, mögliche Ansteckungseffekte auf andere Euroländer einzudämmen. Der ESM kann durch das OMT der EZB flankiert werden und so auch bei Problemen von großen Ländern im Euroraum glaubwürdig agieren.

In der deutschen Debatte wurde zuweilen befürchtet, der mögliche Zugang zu Hilfskrediten würde Moral-Hazard-Probleme schaffen und vor allem Anreize zu einer sparsamen Fiskalpolitik unterminieren (unter anderem Blankart, 2012; Homburg, 2012; Konrad, 2013). Das Grundprinzip des ESM besteht jedoch darin, Hilfe nur in Verbindung mit Reformverpflichtungen zu vergeben. Denn mit dem Antrag auf ein Hilfsprogramm muss sich eine nationale Regierung zugleich auf ein Reformprogramm einlassen und einen Reformvertrag (Memorandum of Understanding – MoU) unterschreiben. Mit diesem Konditionalitätsprinzip einher geht die regelmäßige Überprüfung des Reformprogramms durch den IWF, die EU-Kommission und die EZB. Dies kommt für das betroffene Land einem temporären partiellen Souveränitätsverlust gleich, der politisch sehr abschreckend wirkt. So sträubte sich die spanische Regierung in der akuten Krisenphase ab Mitte 2011 stark, ein vollständiges Hilfsprogramm zu beantragen. Zudem haben Irland und Portugal große Anstrengungen unternommen, um einen vollständigen Ausstieg aus dem Hilfsprogramm zu erreichen und bewusst auf ein vorsorgliches Hilfsprogramm für eine Übergangszeit verzichtet. Damit ist das Prinzip der Konditionalität des Rettungsschirms eine unverzichtbare Säule des neuen institutionellen Regelwerks des Euroraums, die nicht geschwächt werden darf (vgl. Kapitel 4.3.3).

### **Finanzielle Risiken**

Die Rettungsstrategie ist zweifellos mit erheblichen finanziellen Risiken für die Hilfsgeberländer verbunden. Daher kam in der Phase vor der Ratifizierung des ESM-Vertrags in Deutschland die Kritik auf, die finanziellen Risiken würden immer weiter ausgedehnt und seien durch die nationalen Parlamente nicht mehr kontrollierbar. Diese Diskussion – so überaus skeptisch sie auch geführt wurde – hat sicherlich mit dazu beigetragen, dass die schließlich getroffenen Vorkehrungen des ESM diese Befürchtungen weitestgehend entkräften konnten.

Konkret sind nationale Haftungsgrenzen im ESM-Vertrag – und durch eine völkerrechtliche Zusicherung – deutlich festgeschrieben. Ebenfalls ist der Hand-

lungsspielraum des ESM-Gouverneursrats klar umrissen, obwohl er die notwendige Flexibilität hat, in Krisensituationen rasch zu handeln.

### **Zwischenfazit**

Insgesamt gesehen sind mit der Schaffung des ESM und dem OMT der EZB wichtige institutionelle Lücken geschlossen worden. Mit Blick auf die Zukunft helfen diese Instrumente, individuelle Länderkrisen (steigende Risikoprämien und drohende Zahlungsunfähigkeit) zu kontrollieren und Ansteckungseffekte auf den Euroraum insgesamt einzuhegen. Durch die Flankierung der Hilfsmaßnahmen mit Reformbedingungen lassen sich potenzielle Fehlanreize deutlich eingrenzen.

## **3.7 Stärkung von Koordinierung und Reformorientierung nationaler Wirtschaftspolitiken**

Um die vor der Krise nur schwache wirtschaftspolitische Koordinierung im Euroraum und den Mangel an Strukturreformen (vgl. Kapitel 2) anzugehen, wurden über die makroökonomische Überwachung (vgl. Kapitel 3.1) hinaus weitere institutionelle Reformen ergriffen.

### **Europäisches Semester**

Mit dem Six-Pack wurde auch das sogenannte Europäische Semester (mit VO 1175/2011) eingeführt (BMF, 2015), das für alle EU-Staaten gilt. Es hat zum Ziel, die Überwachung unter dem SWP und der makroökonomischen Überwachung in einem einheitlichen administrativen Rahmen zusammenzuführen und eine stärkere Koordinierung der nationalen Wirtschafts- und Beschäftigungspolitiken zu ermöglichen (Deutscher Bundestag, 2011; SVR, 2012, Tz. 240).

Das Europäische Semester beginnt im November mit dem Jahreswachstumsbericht der Kommission. Dieser Bericht beschreibt die wichtigsten finanz-, wirtschafts- und beschäftigungspolitischen Aufgaben des kommenden Jahres. Darauf folgen unter anderem horizontale politische Leitlinien des Rates, im Frühjahr veröffentlichte Länderberichte der Kommission, in denen Reformagenden und Ungleichgewichte beschrieben werden, sowie darauf aufbauende Berichte der Mitgliedstaaten zu mittelfristigen Haushaltsstrategien und

nationalen Reformprogrammen. Auf dieser Grundlage gibt die Kommission länderspezifische Empfehlungen zur nationalen Haushalts-, Wirtschafts- und Sozialpolitik ab. Nach einer Debatte darüber endet das Europäische Semester mit der Billigung der länderspezifischen Empfehlungen durch den Rat im Juli. Danach schließt sich gewissermaßen das nationale Semester an, das mit der Vorlage der Haushaltsplanung durch die Mitgliedstaaten spätestens im Oktober endet.

Die länderspezifischen Empfehlungen, die zu nachhaltigem Wachstum, zur Schaffung von Arbeitsplätzen, zur Steigerung von Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit und zu fiskalischer Stabilität beitragen sollen, sind jedoch nicht rechtsverbindlich und wurden bislang nur unzureichend umgesetzt. Eine nähere Aufschlüsselung für die Jahre 2012 und 2013 zeigt, dass 1 Prozent vollständig umgesetzt wurde. Substanzielle Fortschritte gab es bei 9 Prozent, gewisse Fortschritte bei 49 Prozent und begrenzte Fortschritte bei 38 Prozent der Empfehlungen (Deroose/Griesse, 2014). Auswertungen für das Europäische Parlament kommen für 2014 und 2015 zu schlechteren Werten (Gros/Alcidi, 2015; Hradiský, 2016). Für 2015 werden eine vollständige oder substanzielle Umsetzung bei 4 Prozent der Empfehlungen und gewisse Fortschritte bei 41 Prozent der Empfehlungen konstatiert. Bei 48 Prozent werden keine oder geringe Fortschritte festgestellt; die Umsetzung von 7 Prozent der Empfehlungen konnte zum Bewertungszeitpunkt nicht ermittelt werden (Hradiský, 2016). Hier gibt es also noch einigen Verbesserungsbedarf.

Zwar gab es inzwischen Versuche, das Verfahren effektiver zu machen (EU-Kommission, 2015a, 3): Der Prozess wurde gestrafft. Durch frühere Publikation der Länderberichte und Empfehlungen wurde mehr Zeit für Diskussionen geschaffen, zudem wurde die Anzahl der Empfehlungen verringert. Man konzentrierte sich mehr auf prioritäre Schlüsselbereiche. Zudem ist die Kommission dabei, themenbezogene Benchmarking-Diskussionen anzustoßen, um an bewährten Praktiken orientierte Reformdiskussionen in den betreffenden Ratsformationen und der Eurogruppe zu fördern. Diese Diskussionen dienen der Vertiefung des Verständnisses wichtiger wirtschaftspolitischer Herausforderungen und Maßnahmen mit Erfolgsaussicht, um diesen zu begegnen. Die Diskussionen könnten die Erarbeitung gemeinsamer Perspektiven auf die betreffenden Probleme vorantreiben und damit auch nationale Verantwortung und mitgliedstaatliches

Engagement für die zu ergreifenden Maßnahmen fördern. Es muss sich jedoch noch zeigen, ob sich so die Umsetzungsquoten erhöhen lassen (vgl. Kapitel 4.4.1 für weitere Reformvorschläge).

### **Two-Pack**

Stärkere Durchgriffsrechte sind mit einer Verordnung des Two-Packs (VO 472/2013) zum Ausbau der wirtschafts- und haushaltspolitischen Überwachung im Euroraum verbunden. Sie zielt vorwiegend auf makroökonomische Gefährdungen der Finanzstabilität ab und verzahnt dabei auch den intergouvernementalen Rettungsschirm mit den EU-Verträgen. Unter bestimmten Umständen kann die Kommission Mitgliedstaaten unter eine verstärkte Überwachung stellen und der Rat kann auf Vorschlag der Kommission einem Mitgliedstaat empfehlen, vorsorgliche Korrekturmaßnahmen zu ergreifen oder ein makroökonomisches Anpassungsprogramm zu entwerfen. Die Kommission würde die Umsetzung eines solchen Programms überwachen. Bei Nichteinhaltung sind zwar keine Sanktionen vorgesehen, doch wenn ein Land gleichfalls Finanzhilfen beantragt, würde die Konditionalität des ESM gelten. Übersicht 4 stellt die Elemente der wirtschaftspolitischen Steuerung im Euroraum im Überblick dar.

### **Nationale Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit**

Die Divergenz der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zwischen den Euroländern war eine Mitursache der Euro-Schuldenkrise (vgl. Kapitel 2). Daher schlägt der Fünf-Präsidenten-Bericht vor, auf nationaler Ebene unabhängige Institutionen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit einzurichten. Inzwischen hat die EU-Kommission eine entsprechende Empfehlung zur Einrichtung nationaler Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit – inzwischen Produktivitätsausschüsse genannt – vorgelegt (EU-Kommission, 2015d).

Diese neuen Institutionen sollen im jeweiligen Mitgliedstaat vor allem die Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit überwachen, die durch politische Maßnahmen oder durch einschlägige Faktoren beeinflusst wird. Hierzu zählen in kürzerer Frist Preise und Qualität von Waren und Dienstleistungen im Verhältnis zu den internationalen Wettbewerbern. In erweiterter Perspektive werden darüber hinaus auch langfristige Wachstumstreiber wie Produktivität und Innovationskapazität betrachtet.

## Elemente der wirtschaftspolitischen Steuerung im Euroraum Übersicht 4

im Rahmen von Europäischem Semester, Two-Pack und makroökonomischer Überwachung

	Grundlage	Inhalt
Stabilitätsprogramme	VO 1466/97 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordination der Wirtschaftspolitik (Stabilitätspakt)	Finanzpolitische Strategie für tragbare öffentliche Finanzen der Euroländer
Konvergenzprogramme		Finanzpolitische Strategie für tragbare öffentliche Finanzen der Länder ohne Euro
Nationale Reformprogramme	Europa-2020-Strategie, Europäisches Semester	Maßnahmen zur Verwirklichung der Europa-2020-Strategie und im Rahmen des Europäischen Semesters zur Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen des Vorjahres
Korrekturmaßnahmenplan	VO 1176/2011 mit Verfahren der makroökonomischen Überwachung	Enthält die spezifischen politischen Maßnahmen, die ein Mitgliedstaat durchführen will, einschließlich eines Zeitplans
Wirtschaftspartnerschaftsprogramme	VO 473/2013 über gemeinsame Bestimmungen für die Überwachung und Bewertung der Übersichten über die Haushaltsplanung und für die Gewährleistung der Korrektur übermäßiger öffentlicher Defizite	Weiterentwicklung des nationalen Reformprogramms und des Stabilitätsprogramms für Länder, für die ein übermäßiges Defizit festgestellt wurde; politische Maßnahmen und strukturelle Reformen für eine wirksame und dauerhafte Korrektur des übermäßigen Defizits; umfassende Berücksichtigung der Ratsempfehlungen über die integrierten Leitlinien für die Wirtschafts- und Beschäftigungspolitik; Ermittlung einer Reihe spezifischer Prioritäten zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit, zur Wachstumsförderung und um strukturelle Schwächen in Angriff zu nehmen
Makroökonomische Anpassungsprogramme	VO 472/2013 über den Ausbau der wirtschafts- und haushaltspolitischen Überwachung von Mitgliedstaaten im Euro-Währungsgebiet, die von gravierenden Schwierigkeiten in Bezug auf ihre finanzielle Stabilität betroffen oder bedroht sind	Stützt sich auf und ersetzt Wirtschaftspartnerschaftsprogramme, enthält Haushaltsziele, geht die spezifischen Risiken an, die vom betroffenen Land auf die Stabilität im Euroraum ausgehen

Eigene Zusammenstellung

Der Ansatz des Fünf-Präsidenten-Berichts, dass die Stellungnahmen dieser Einrichtungen bei Tarifverhandlungen als Richtschnur zugrunde liegen sollen, ist im Hinblick auf die Autonomie der Tarifpartner problematisch (Deutscher

Bundestag, 2015, 9). Im Vorschlag der Kommission wird vorsichtiger formuliert: Es gehöre zu den Aufgaben der Ausschüsse, einschlägige Informationen für die Lohnbildungsprozesse auf nationaler Ebene bereitzustellen. Tatsächlich öffnet sich hier ein Spannungsfeld:

- Auf der einen Seite geht es um die Wahrung der Tarifautonomie auf nationaler Ebene, die in Deutschland sogar im Grundgesetz festgeschrieben ist.
- Auf der anderen Seite ist in Zukunft zu verhindern, dass überzogene Lohnabschlüsse, die anhaltend über das Produktivitätswachstum hinausgehen, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit einzelner Länder beeinträchtigen und damit zu makroökonomischen Ungleichgewichten und Leistungsbilanzdefiziten beitragen, wie es vor der Krise der Fall war.

Es stellt sich die Frage, wie es gelingen kann, die unabhängig agierenden Tarifparteien ausreichend und verlässlich in eine gesamtwirtschaftliche Verantwortung einzubinden. Richtig genutzt, können die nationalen Ausschüsse einen Beitrag leisten, die Tarifpartner für ihre Verantwortung für die Wahrung der außenwirtschaftlichen Stabilität zu sensibilisieren.

### **Zwischenfazit**

Insgesamt erscheinen die vorgestellten Maßnahmen zur Stärkung der wirtschaftspolitischen Koordination zwischen den Eurostaaten begrenzt effektiv. In dem Maße, wie es an Einsicht in ihre Sinnhaftigkeit sowie an Bereitschaft zur Umsetzung auf nationaler Ebene fehlt, wird es auch weiterhin schwerfallen, nationale stabilitätsorientierte Reformen für mehr Wachstum, Beschäftigung und Wettbewerbsfähigkeit in Gang zu bringen.

## **3.8 Maßnahmen zur Krisenüberwindung**

Trotz der aufgezeigten Reformen auf europäischer und nationaler Ebene beruhigte sich die Euro-Schuldenkrise erst allmählich und wirkt in einigen Bereichen weiter nach. Der Aufschwung nach der Double-Dip-Rezession im Euroraum, bei der ein zweiter Abschwung einer kurzen Erholungsphase nach dem ersten Abschwung folgte, bleibt in wichtigen Euroländern noch eher schwach.



Die Verspannungen bei der Kreditvergabe in den meisten Krisenländern flauen erst allmählich ab (Demary, 2015). Dahinter steht eine in Teilbereichen noch anhaltende Schwäche bei den Banken und der Privatwirtschaft. Finanzinstitute in einigen Krisenländern sind weiterhin mit umfangreichen notleidenden Krediten und durch eine schwache Ertragslage belastet. Zudem sind private Unternehmen und Haushalte in einigen Ländern noch recht hoch verschuldet und der Schuldenabbau schreitet gerade im Vergleich zu den USA nur recht langsam voran (IMF, 2014b; Demary/Hüther, 2015). Zudem erscheint die Unsicherheit der Wirtschaftsakteure noch recht hoch, was den Konsum und vor allem die Investitionen in vielen Euroländern weiterhin dämpft. Vor allem ist problematisch, dass in vielen Euroländern private und öffentliche Investitionen deutlich eingebrochen sind und die Arbeitslosigkeit hoch bleibt. Auch aufseiten der Konsumnachfrage hat die Wirtschaftskrise ihre Spuren hinterlassen, und dies in einer Situation, in der Geld- wie Fiskalpolitik in den hochverschuldeten Ländern gleichermaßen an ihre Grenzen gestoßen sind. Hinzu kommt, dass eine – vor allem durch sinkende Energiepreise – sehr niedrige Inflation den Realzins höher ausfallen lässt und den Schuldenabbau erschwert (Moghadam et al., 2014). Die Erfahrung zeigt, dass die wirtschaftliche Erholung nach einer Schuldenkrise in der Regel langwierig ist (Buttiglione et al., 2014). Daher kann es nicht überraschen, dass die Erholung nach den Krisen ab 2008 nur sehr schleppend erfolgt.

Durch einige bisher schon erwähnte Maßnahmen wird an diesen vielfältigen und eng miteinander zusammenhängenden Problemen angesetzt. Zu nennen sind vor allem Strukturreformen zur Wachstumsförderung sowie zur Bankenrekapitalisierung und Bankenunion, mit denen die Finanzinstitute gestärkt werden sollen. Hinzu kommen konditionierte Hilfsprogramme mit niedrigen Zinsen zur Vertrauensstärkung und Schuldendienstentlastung. Doch neben diesen für die institutionellen Rahmenbedingungen der EWU wichtigen Reformen wurden zu Recht auch temporäre Maßnahmen ergriffen, um die makroökonomische Dynamik zu stärken (vgl. auch Berg et al., 2015):

- Die Geldpolitik hat mit extremen Niedrigzinsen und einer Vielzahl neuer und unkonventioneller Instrumente reagiert (Vollzuteilung, negativer Einlagenzins, Langfristgeschäfte, Ankaufprogramme von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren). Wichtige Zwischenziele dabei waren, die Banken zu

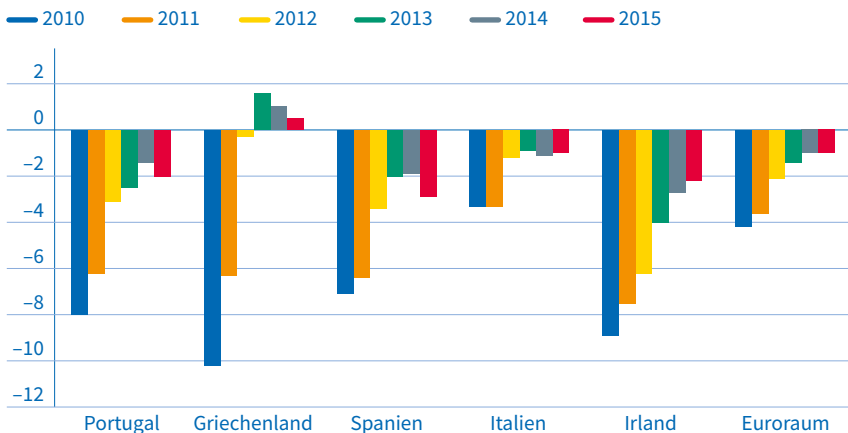
stärken, die Inflationserwartungen wieder zu erhöhen und eine Abwertung des Euro zu erreichen.

- Auch fiskalpolitisch wurde reagiert. So ließ die EU-Kommission aufgrund der schwachen Wirtschaftsentwicklung und der höher als erwarteten fiskalischen Multiplikatoren (vgl. Kapitel 2) zu, dass viele Eurostaaten langsamer als ursprünglich vorgesehen konsolidierten (Abbildung 6). Sie erhielten auf diese Weise mehr Zeit, um die 3-Prozent-Schwelle des öffentlichen Budgetdefizits zu erreichen (für eine Bewertung vgl. Kapitel 4.3.1).
- Zudem ist mit dem EFSI ein nachfrage- und angebotsseitiger Wachstumsstimulus beschlossen und mit der Verordnung VO 2015/1017 in Gang gesetzt worden. Er zielt auf die Erhöhung der schwachen privaten Investitionstätigkeit ab. Versehen mit einer staatlichen Anschubfinanzierung von 21 Milliarden Euro, die vor allem Darlehensgarantien umfasst, sollen private Investitionen von bis zu 300 Milliarden Euro angestoßen werden. So richtig dieses Ziel ist, so kann doch die Aufstellung und die Effektivität des Fonds

### Strukturelles Defizit der öffentlichen Hand in Euro-Krisenländern<sup>1)</sup>

Abbildung 6

in Prozent des Produktionspotenzials



1) Bereinigt um Konjunktur- und Einmaleffekte.

Daten: <http://link.iwkoeln.de/304716>

Quelle: EU-Kommission, 2016a

aus ordnungspolitischer Sicht durchaus kritisch gesehen werden (Diermeier/Hüther, 2015; IfW, 2015, 10 ff.). Hinterfragbar ist beispielsweise der Nachweis des Marktversagens. Außerdem erscheint es nicht durchweg gesichert, dass wirklich zusätzliche Investitionen mit Staatsgarantien gefördert werden.

- Das Problem der hohen Privatverschuldung wurde teilweise angegangen, indem private Wirtschaftsakteure begannen, ihre Bilanzen zu bereinigen, und in einigen Euroländern private Insolvenzverfahren reformiert wurden. Das trifft vor allem auf Spanien, Portugal und Italien, aber weniger auf Griechenland zu (Liu/Rosenberg, 2013; Demary/Matthes, 2014). Vor allem dort, teils aber auch in den übrigen südeuropäischen Staaten, sind weitere Anstrengungen nötig (vgl. Kapitel 4.2.2). Es gilt zu verhindern, dass Banken mit nicht mehr einbringbaren Schulden belastet bleiben und damit zu sogenannten Zombie-Banken werden, was die Kreditvergabe weiterhin dämpfen würde.

### 3.9 Zwischenfazit und Reformfolge

Wie Übersicht 5 deutlich macht, haben die in Kapitel 3 dargestellten bisherigen Reformen an den Kernursachen der multiplen Krisen angesetzt. Zu den wichtigsten Aspekten gehören hierbei:

- Es wurden Reformen gegen die Entstehung neuer Ungleichgewichte in Makroökonomie und im Finanzsystem durchgeführt (Spalten 2, 3 und 5). Zu nennen sind hier vor allem die Schaffung der makroökonomischen Überwachung, einer makroprudenziellen Finanzaufsicht sowie der Bankenunion mit einem zentralen Aufsichtsmechanismus und einem zentralen Abwicklungsmechanismus (mit Gläubigerbeteiligung und Haftungskaskade). Wichtig ist, dass diese Instrumente länderspezifisch eingesetzt werden können. Bereits im Jahr 2014 zeigten viele Indikatoren, dass es gelungen war, das Bankensystem deutlich zu stabilisieren (Demary/Matthes, 2014; ECB, 2014a; IMF, 2014b).
- Strukturreformen auf den Arbeits- und Produktmärkten der Krisenländer haben die Funktionsfähigkeit der EWU verbessert (Spalte 4). Damit wurde die Heterogenität zwischen den Euroländern in wichtigen Bereichen ver-

Reformnotwendigkeiten	Begrenzung von ökonomischen Ungleichgewichten, Kreditblasen und Privatverschuldung	Begrenzung von Risiken im Banken- und Finanzsystem	Kontext Währungsraum: Nationale Strukturreformen zur Minderung der Heterogenität und Steigerung der Anpassungsfähigkeit	Kontext Währungsraum: Minderung des „One-size-does-not-fit-all“-Problems (Realzinseffekt)	Stärkung der fiskalischen Governance	Bekämpfung von Illiquiditätskrisen bei Staaten und Banken	Stärkung von Koordination und Reformorientierung nationaler Wirtschaftspolitiken (für mehr Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum)
Reformfortschritt	Makroökonomische Überwachung mit MIP	Bankenunion (SSM, BRRD, Bail-in, SRM, SRF, ESM, harmonisierte nationale Einlagensicherung)	Bessere Funktionsfähigkeit des Währungsraums durch nationale Strukturreformen auf Arbeits- und Produktmärkten (höhere Lohn- und Preisflexibilität, geringere Heterogenität im Euroraum)	Verbesserung Bankenaufsicht durch SSM (zentraler unabhängiger SSM ist stark in Mikroprudenz und kann nationale Makroprudenzmaßnahmen verschärfen; weniger Arbitrage und Inaction Bias)	Verschärfung des SWP durch Six-Pack und Two-Pack	Für Staaten: EFSF, ESM (konditionalisiert) Für Banken: ESM und SRF	Europäisches Semester mit länderspezifischen Empfehlungen
	Makroprudenzielle Aufsicht durch SSM, ESRB und Basel III mit neuen makroprudenziellen Instrumenten (u. a. antizyklische und systemische Kapitalpuffer)	Eigenkapitalstärkung von Banken (durch Basel III, forciert durch EBA und EZB vor Etablierung SSM)	Verbesserte Arbeitskräftemobilität, partielle Finanz-Integration durch Krisenberuhigung und EZB-Maßnahmen	Länderspezifische Anwendbarkeit (neuer) makroprudenzieller Instrumente	Fiskalpakt mit nationalen Schuldenbremsen und Korrekturmechanismus bei Verfehlung	EZB für Staaten: OMT (konditionalisiert) EZB für Banken: unkonventionelle Geldpolitik und Target 2	Wettbewerbsfähigkeitsräte (national und zentral); bei Reformschwäche: Mehr Überwachung und Reformprogramme (unter MIP und Two-Pack)

mindert. Zudem dürfte dadurch die Reagibilität von Löhnen und Preisen auf Konjunkturunbrüche größer werden. Der Reformdruck der aktuellen Krisenphase und teils auch die Konditionalität des Rettungsschirms haben diese meist wenig populären Reformen in Gang gebracht. Im Kontext der OWR-Theorie betrachtet, haben so (wie vor EWU-Beginn von den Vertretern der Grundsteintheorie erwartet) endogene Anpassungsmechanismen die Funktionsfähigkeit der Währungsunion verbessert – wenn auch mit erheblicher Verzögerung und unter hohen ökonomischen Kosten.

- Der SWP wurde reformiert und der Fiskalpakt eingeführt, um die fiskalpolitische Disziplin zu stärken (Spalte 6). Frühere Sanktionen, weniger diskretionärer Handlungsspielraum und eine stärkere Übertragung europäischer Fiskalregeln auf die nationale Ebene sind dabei wichtige Stichworte, deren konsequente Anwendung aber noch zu wünschen übrig lässt.
- Die Rettungs- und Reformstrategie des Euroraums – und damit die Schaffung von konditionierten Krisen- und Stabilisierungsmechanismen wie dem ESM und dem OMT (Spalte 7) – haben sich als grundsätzlich richtig erwiesen. Das gilt trotz der verbleibenden Probleme mit dem Sonderfall Griechenland und zeigt sich vor allem in Irland, Spanien und Portugal (vgl. nächsten Abschnitt). Diese Staaten haben die Reformauflagen sehr weitgehend erfüllt. Spanien tat dies im Rahmen eines nur auf den Bankensektor beschränkten Hilfspakets. Die Programme sind inzwischen erfolgreich beendet und die Rückkehr an den Finanzmarkt ist ohne Probleme erfolgt. Die Konditionalität hat sich dabei als unverzichtbare Säule des neuen institutionellen Regelwerks erwiesen, die es zu erhalten gilt.
- Die wirtschaftspolitische Koordinierung im Euroraum im Sinne einer für die Währungsunionsmitgliedschaft angemessenen Wirtschaftspolitik wurde durch die Einführung des Europäischen Semesters (mit länderspezifischen Empfehlungen), der makroökonomischen Überwachung und des Two-Packs verbessert, ist aber weiterhin noch nicht ausreichend (Spalte 8).

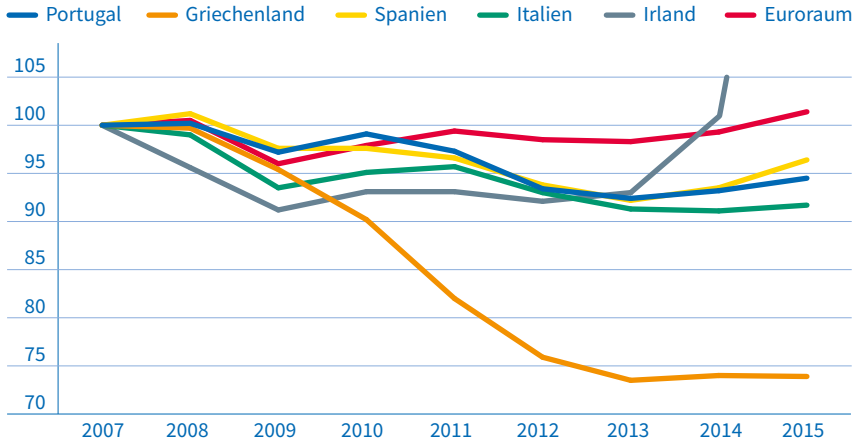
### **Ökonomische Erfolge**

Diese und die darüber hinaus ergriffenen Reformen und Krisenbekämpfungsmaßnahmen haben mit dazu beigetragen, dass sich die ökonomische Situation

## Reales Bruttoinlandsprodukt von Euro-Krisenländern

Abbildung 7

Index 2007 = 100



Preis-, saison- und arbeitstäglich bereinigte Werte;

Irland: saisonbereinigte Werte; nicht kalenderbereinigt; Wert für 2015: 127,5 (einmaliger Sondereffekt).

Daten: <http://link.iwkoeln.de/304717>

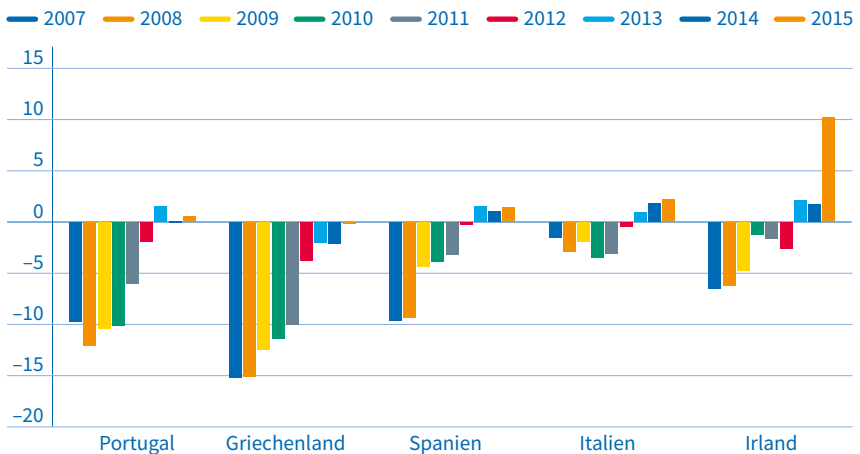
Quelle: Eurostat, 2016



## Leistungsbilanzsalden von Euro-Krisenländern

Abbildung 8

in Prozent des BIP



Daten: <http://link.iwkoeln.de/304718>

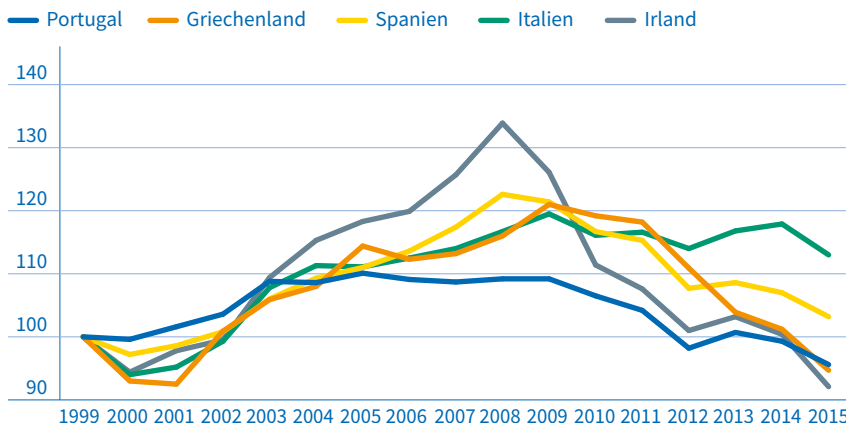
Quelle: Eurostat, 2016



## Preisliche Wettbewerbsfähigkeit<sup>1)</sup> von Euro-Krisenländern

Abbildung 9

Realer effektiver Wechselkurs auf Lohnstückkostenbasis (Gesamtwirtschaft),  
Index 1999 = 100



1) Gegenüber 37 Ländern (EU-Staaten und weiteren OECD-Ländern).

Daten: <http://link.iwkoeln.de/304719>

Quellen: EU-Kommission, 2016b; eigene Berechnungen



in den Krisenländern (bis auf Griechenland) und im Euroraum wieder verbessert hat. Spanien und Irland, die einen vergleichsweise konsequenten Reformkurs verfolgt haben, wachsen seit einiger Zeit im Durchschnitt deutlich stärker als der Euroraum (Abbildung 7). Damit konvergiert der Wohlstand in Spanien wieder, der Wohlstand Irlands ist ohnehin überdurchschnittlich. Die vielfach beklagte Divergenz bei der Wachstumsentwicklung lässt sich folglich in erster Linie dadurch beseitigen, dass es zunächst bei Strukturreformen zu einer stärkeren Konvergenz kommt.

Bemerkenswert ist zudem die Verringerung der makroökonomischen Ungleichgewichte in den Krisenländern (Abbildung 8), die auch auf eine Korrektur der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zurückgeführt werden kann (Abbildung 9).

# 4 Mehr fiskalische Integration? – Argumente auf dem Prüfstand

## 4.1 Forderungen nach mehr fiskalischer Integration

Eine wesentliche Forderung zur Weiterentwicklung der institutionellen Architektur des Euroraums, die bereits frühzeitig vorgetragen wurde und seitdem von einflussreichen Akteuren weiterhin propagiert wird, ist die Einrichtung eines fiskalischen Instruments auf EWU-Ebene. Dabei werden unterschiedliche Begründungen für die Notwendigkeit eines solchen Instruments vorgetragen:

- Ein häufiges Argument verweist auf die Inkonsistenz einer zentralisierten Geldpolitik ohne fiskalpolitische Kompetenzen auf gleichem Niveau. Der ökonomische Kern dieses Arguments (Grauwe, 2011) besagt, dass ein Währungsraum mit einer exogenen Geldpolitik für einzelne Länder ohne fiskalpolitische Instrumente nicht in der Lage ist, selbsterfüllende Solvenzkrisen abzuwenden, da die Funktion des letztinstanzlichen Kreditgebers unbesetzt bleibt.
- Vor allem amerikanische Ökonomen nennen eine Version der OWR-Theorie, die Fiskaltransfers als Abfederungsinstrument gegen exogene Schocks betont (Kenen, 1969).
- Andere Forderungen führen die Effizienzvorteile der zentralisierten fiskalpolitischen Stabilisierung an oder argumentieren, dass die Stabilisierungsfähigkeit nationaler Fiskalpolitik durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt bis zur Bedeutungslosigkeit eingeschränkt worden ist.

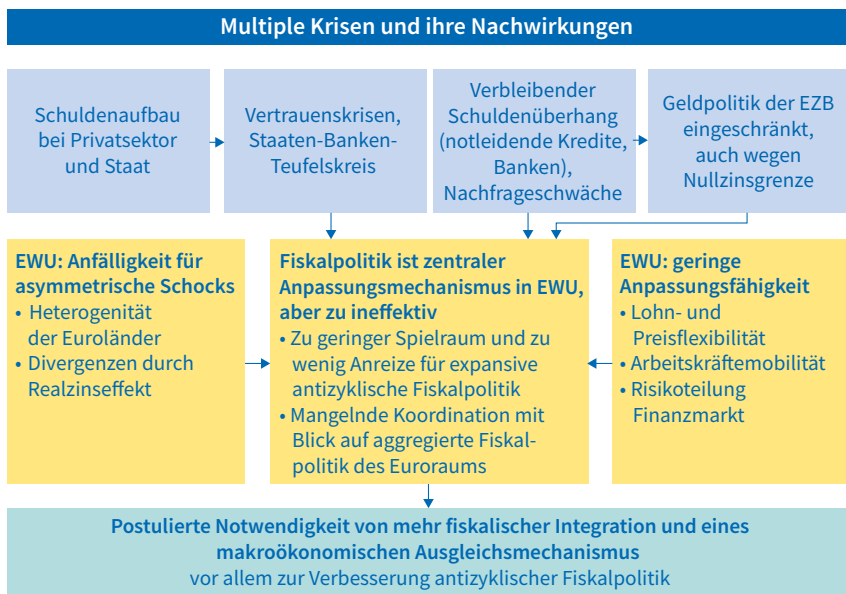
Eine zentrale Referenzgröße der Befürworter fiskalischer Zentralisierung sind die USA. Deren System des fiskalischen Föderalismus – so wird behauptet – mit starker zentraler Stabilisierungsfunktion und stark eingeschränktem Handlungsspielraum für antizyklische Fiskalpolitik auf bundesstaatlicher Ebene wird als Beispiel für die angemessene Allokation staatlicher Funktionen angeführt. In jüngerer Zeit erhalten diese Forderungen Aufwind, da die Wachstumsdynamik im Euroraum trotz der Governance-Reformen und trotz der teilweise erzielten ökonomischen Erfolge schwach bleibt und die multiplen Krisen geradezu traumatisch nachwirken.



Auf den Euroraum übertragen, werden unterschiedliche Zuschnitte einer gemeinsamen fiskalischen Kapazität ins Auge gefasst (Iara, 2016):

- Einige Autoren befürworten durch die Mitgliedstaaten anteilig zum Volkseinkommen (gegebenenfalls unter Berücksichtigung zyklischer Konditionen) aufgebrauchte Mittel. Diese sollen zu makroökonomischen Stabilisierungszwecken entweder als Haushaltszuschüsse ohne spezifische Zweckbindung oder aber für vorgegebene Ausgabenkategorien – allen voran für Arbeitslosengeld oder für wachstumsfördernde Investitionen – zur Verfügung gestellt werden. Beispiele für diese Forderungen sind zu finden bei Wolff (2012), Enderlein et al. (2013) und Bontout/Lejeune (2013) für Haushaltszuschüsse ohne Zweckbindung, bei Bontout/Lejeune (2013) für die Alternative der Arbeitslosenhilfe und bei Bogdandy et al. (2013) für die Zweckbindung für Investitionsausgaben.
- Auf der Einnahmenseite werden auch neue Eigenmittel auf der Ebene der EWU vorgeschlagen, die als wachstumsstimulierende Investitionen der zentralen Ebene verwendet werden sollen. Alternativ könnten sie auch für eine gemeinsame Arbeitslosenunterstützung des Euroraums eingesetzt werden, für die auch eine Finanzierung durch individuelle Sozialabgaben auf EWU-Ebene ins Gespräch gebracht wird. In diese Kategorie gehören die Vorschläge von Caudal et al. (2013) für aus Eigenmitteln finanzierte Investitionen, von Bénassy-Quéré et al. (The Eiffel Group, 2014) für die aus Eigenmitteln finanzierte gemeinsame Arbeitslosenhilfe sowie von Bontout/Lejeune (2013) für die aus Sozialabgaben finanzierte gemeinsame Arbeitslosenhilfe. Bénassy-Quéré et al. (2014) schließlich befürworten ein eigenmittelfinanziertes Fiskalinstrument ohne genauere Angaben zur Mittelverwendung.

Noch im Jahr 2012 hat die Europäische Kommission (EU Commission, 2012a) die Einrichtung eines gemeinsamen fiskalischen Instruments für den Euroraum in einem fünfjährigen Horizont angesetzt. Das Ziel dabei war zunächst, in Kombination mit entsprechenden Auflagen für den gesamten Währungsraum wichtige Reformen voranzutreiben. Darüber hinaus sollte in einem längeren Zeithorizont ein gemeinsames Stabilisierungsinstrument aufgebaut werden. In dem Fünf-Präsidenten-Bericht wird ein solches fiskalisches Instrument avisiert, das allerdings am Ende eines Prozesses signifikanter wirtschaftlicher



Eigene Darstellung



Konvergenz, finanzieller Integration, fiskalpolitischer Koordinierung und einer Vertiefung der demokratischen Rechenschaftspflichten steht (Juncker et al., 2015, 14).

Sicherlich können sich Effizienzgewinne ergeben, wenn eine gegenseitige Versicherung zwischen Volkswirtschaften eingeführt wird, die strukturell ähnlich sind, sich in den Phasen ihrer Zyklen jedoch unterscheiden. Aus dieser theoretischen Perspektive lässt sich somit die Einrichtung eines entsprechenden Instruments nach erfolgreicher Konvergenz realwirtschaftlicher und institutioneller Strukturen zwar grundsätzlich rechtfertigen. Keinesfalls aber taugt die gemeinsame Fiskalpolitik als Substitut für entsprechende Reformen auf nationaler Ebene. Vor allem halten die Autoren der vorliegenden Analyse sie für die langfristige Integrität des Währungsraums für verzichtbar.

Dennoch kann ein derartiger Mechanismus als Ergebnis politischer Entscheidungen aufgebaut werden. In der politischen Diskussion darüber ist jedoch zu

beachten, dass Sachzwänge für eine fiskalische Stabilisierungskapazität auf EWU-Ebene nicht vorliegen. Dieses Fazit der vorliegenden Analyse steht im Gegensatz zu häufig anderslautenden Behauptungen. Um es zu begründen, wird in den folgenden Kapiteln die Notwendigkeit eines solchen Instruments systematisch hinterfragt, indem Kernargumente einzelner Begründungsstränge relativiert werden.

Abbildung 10 bietet eine systematisierte Darstellung der in der Literatur angeführten Begründungsstränge für ein fiskalisches Stabilisierungsinstrument auf EWU-Ebene. Gemäß den meisten Befürwortern eines fiskalischen Instruments für die Währungsunion hat die nationale Fiskalpolitik eine zentrale Funktion als Anpassungsmechanismus an ökonomische Schocks, erscheint aber aus verschiedenen Gründen in ihrer Handlungsfähigkeit als zu wenig effektiv. Aus der Kombination von Relevanz und Unzulänglichkeit resultiert die Forderung nach mehr fiskalischer Integration.

Um die vermeintlich hohe Relevanz der nationalen Fiskalpolitik zu begründen, setzen die Befürworter der EWU-Fiskalkapazität an den postulierten Unzulänglichkeiten der Währungsunion an (vgl. Kapitel 2 und 3):

- Es wird betont, die Anfälligkeit der EWU für asymmetrische Schocks sei groß, weil die Euroländer zu heterogen seien und zudem der Realzinseffekt, der aus der einheitlichen Geldpolitik resultiert, zu divergierende Effekte habe (Feld links mittig in Abbildung 10).
- Zudem seien alternative Anpassungsmechanismen an ökonomische Schocks zu schwach, namentlich die Lohn- und Preisflexibilität, die Arbeitskräftemobilität und die Risikoteilung über den Finanzmarkt (Feld rechts mittig in Abbildung 10).

Aus der Kombination gravierender asymmetrischer Schocks und schwacher nicht fiskalischer Anpassungsmechanismen wird die zentrale Rolle der Fiskalpolitik für die Schockabsorption postuliert.

Die Notwendigkeit fiskalpolitischer Interventionen wird auch makroökonomisch begründet. Demnach sei die gesamtwirtschaftliche Nachfrage vor dem

Hintergrund des verbleibenden Schuldenüberhangs zu schwach, gleichzeitig allerdings die Handlungsfähigkeit der Geldpolitik an der Nullzinsgrenze so stark eingeschränkt, dass sie dieses Problem allein nicht ausreichend bekämpfen könne (Feld rechts oben in Abbildung 10; vgl. Krugman, 2014; Summers, 2015; Matthes, 2016).

Zudem wird argumentiert, dass trotz der Notwendigkeit einer aktiven Fiskalpolitik deren nationaler Handlungsspielraum unzureichend sei:

- In der Wirtschaftskrise waren Haushaltsdefizite zur Konjunkturstimulierung in der erforderlichen Höhe nicht möglich, da auf den Staatsanleihemärkten Vertrauenskrisen und Ansteckungseffekte zu befürchten waren, die zu selbst-erfüllenden Solvenzkrisen zu führen drohten. Angesichts der weiterhin hohen Staatsschuldenstände in vielen Euroländern sei die Handlungsfähigkeit der nationalen Fiskalpolitik auch in Zukunft nicht gesichert (Felder mittig oben in Abbildung 10).
- Zudem habe der Stabilitäts- und Wachstumspakt auch in der Krise einen zu restriktiven fiskalpolitischen Kurs vorgeschrieben, der die Rezessionen weiter verschärft habe (Feld im Zentrum von Abbildung 10).

Auch bei negativen symmetrischen Schocks gilt der Spielraum für eine fiskalpolitische Expansion in den Ländern des Euroraums als möglicherweise zu gering, da unkoordiniertes Handeln nicht in der Lage sei, das Optimum an fiskalpolitischer Stimulierung zu erreichen: Unter Berücksichtigung positiver Externalitäten jenseits der eigenen Grenzen würden nationale Konjunkturpakete zu gering angesetzt. Zugleich mangle es jedoch an der effektiven Koordination der nationalen Politiken, um auf der Ebene des gesamten Währungsraums einen adäquaten fiskalpolitischen Kurs zu erreichen (Feld im Zentrum von Abbildung 10).

Aus der Kombination dieser Thesen werden die wesentlichen Argumente für eine stärkere fiskalische Zentralisierung und besonders für einen fiskalischen makroökonomischen Stabilisierungsmechanismus abgeleitet (Feld unten in Abbildung 10). Um diese Thesen auf ihre Plausibilität zu überprüfen, ergeben sich die folgenden Fragen:

- Gelten die Argumente nur für die spezifischen Umstände der aktuellen Krise oder wären sie auch in zukünftigen Krisen – unabhängig davon, wie diese ausfielen – relevant?
- Inwieweit haben die in den letzten Jahren ergriffenen Reformen die Argumente obsolet gemacht (vgl. dazu auch Dullien, 2014a)?
- Wäre ein fiskalischer Stabilisierungsmechanismus die angemessene Antwort auf den noch verbleibenden politischen Handlungsbedarf? Gibt es andere Instrumente, um noch bestehende Gefährdungen der Stabilität des Euro-raums zu beheben? Was spricht für diese, was für alternative Lösungsansätze?
- Wie sind die verbleibenden Auswirkungen der in den letzten Jahren erfahrenen Krise mit ihren spezifischen Besonderheiten anzugehen?

Diesen Fragen widmen sich die folgenden Kapitel dieser Analyse. In diesen werden die aufgeführten Argumente für die Notwendigkeit der fiskalischen Integration im Euroraum relativiert. Damit wird die vermeintliche Unumgänglichkeit eines fiskalischen Stabilisierungsinstrumentes für die Zukunftsfähigkeit der Währungsunion hinterfragt:

- Kapitel 4.2 legt die Faktoren dar, aufgrund derer die aktuelle Krise außergewöhnlich war und nicht als Blaupause für zukünftige Krisen anzusetzen ist. Dort wird auch diskutiert, welche Maßnahmen notwendig sind, um die spezifischen, weiterhin schwierigen Nachwirkungen der aktuellen Krise konkret anzugehen.
- Kapitel 4.3 zeigt auf, inwieweit aufgrund der bereits ergriffenen Reformen davon auszugehen ist, dass zukünftige Krisen weniger gravierend ausfallen, da mit den Reformen Finanzzyklen und starken Verschuldungsanstiegen vorgebeugt wird. Gleichfalls werden die Notwendigkeit weiterer Reformen und die Umsetzung bereits beschlossener Maßnahmen thematisiert.
- Kapitel 4.4 und 4.5 stellen dar, dass die bereits erfolgten und teils noch zu ergreifenden Reformen die Optimalitätseigenschaften des Euroraums im

Sinne der Theorie des Optimalen Währungsraums verbessern. Dies gilt für die geringe Anfälligkeit für asymmetrische Schocks und für die verbesserten Anpassungsmechanismen an idiosynkratische Schocks.

- Kapitel 4.6 erläutert, wie die Stabilisierungsfunktion der Fiskalpolitik in der Währungsunion auf nationaler Ebene gestärkt werden kann. Zudem wird hinterfragt, dass die nationale Fiskalpolitik bei asymmetrischen Schocks unzureichende Stabilisierungsmöglichkeiten habe. Schließlich wird die Problematik des aggregierten fiskalpolitischen Kurses im Euroraum diskutiert.
- Kapitel 4.7 widmet sich der Frage, wie die Funktionsfähigkeit der dezentralen Kompetenzzuordnung für Fiskalpolitik und Wettbewerbsfähigkeit in der EWU in Zukunft besser sichergestellt werden kann. Es umreißt, welche institutionellen Lücken im EWU-Regelwerk mittelfristig zu schließen sind, um mit insolventen oder reformunwilligen Eurostaaten umgehen zu können.
- Kapitel 4.8 stellt relevante rechtliche und politische Probleme für die Ansiedlung fiskalpolitischer Kompetenzen auf EWU-Ebene dar.

## 4.2 Außergewöhnlicher Charakter der jüngsten Krise

Die Schuldenkrise im Euroraum war außergewöhnlich in ihrer Breite und Tiefe und sollte deshalb nicht als Maßstab für zukünftige Konjunkturschwächen und Rezessionen angesehen werden. Denn sie war eine Kombination aus multiplen, simultanen und sich gegenseitig verstärkenden Krisen: Zahlungsbilanzkrisen mit ihren Aspekten einbrechender Wettbewerbsfähigkeit und Überschuldung, Bankenkrisen verflochten mit Staatsschuldenkrisen. Diesen Krisen konnte wegen der fehlenden Governance-Strukturen und Instrumente auf EWU-Ebene nur mit einiger Verzögerung entgegengetreten werden. Dies förderte den Vertrauensverlust der Wirtschaftsakteure und verlängerte die Rezession (vgl. Kapitel 1 und 2).

### 4.2.1 Außergewöhnliche Krisenvorgeschichte

Zentral für die folgende Argumentation ist, dass die Vorgeschichte der Euro-Schuldenkrise außergewöhnlich war und daher mit großer Wahrscheinlichkeit in wesentlichen Teilen als einmalig angesehen werden kann (Abbildung 11).



Eigene Darstellung



**Gravierender asymmetrischer Zinssenkungsschock zu EWU-Beginn**

In Kapitel 2 wurde erläutert, dass in den Krisenländern vor der Krise ein verschuldungsgetriebener Boom der Binnennachfrage entstand, der durch wirtschaftspolitische Fehler vor allem bei der Finanzaufsicht sowie bei der Fiskal- und Lohnpolitik nicht ausreichend gebremst wurde. Dieser Boom wurde durch den Realzinseffekt der einheitlichen Geldpolitik vor allem in Spanien und Griechenland noch weiter angeheizt. Besonders problematisch war, dass der Realzinseffekt den sogenannten Wettbewerbsfähigkeitseffekt dominierte (Matthes, 2009; EU Commission, 2016a). Der Wettbewerbsfähigkeitseffekt wirkt dabei wie folgt: Ein Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit verschlechtert die Handelsbilanz. Der resultierende negative Wachstumsbeitrag des Außenhandels dämpft die Konjunktur und lässt die Arbeitslosigkeit steigen. Dies führt zu einer Korrektur von überzogenen Löhnen und Preisen und damit wieder zu einer Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit.

Grundsätzlich wirkte der Wettbewerbsfähigkeitseffekt. Denn es lässt sich ein klarer Zusammenhang nachweisen zwischen dem Konjunkturmaß der Produktionslücke und der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gemessen am realen effektiven Wechselkurs auf Basis des BIP-Deflators (EU Commission, 2016a, auch für weitere Literaturverweise zur Effektivität des Wettbewerbsfähigkeitseffekts). Doch in der Vorkrisenphase blieb seine Wirkungskraft begrenzt und wurde vom Realzinseffekt überlagert: Zwar führte der zunehmende Verlust der

preislichen Wettbewerbsfähigkeit in Spanien, Portugal und Griechenland zu einem negativen Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags (als Implikation steigender Leistungsbilanzdefizite) und dämpfte so das Wachstum. Doch die über den Realzinseffekt stark angetriebene Binnennachfrage verhinderte einen Wachstumseinbruch. Somit kam es nicht zu Rezessionen und steigender Arbeitslosigkeit, was den erwarteten Reformdruck und ein Eindämmen der kreditgetriebenen Ungleichgewichte ermöglicht und wahrscheinlich gemacht hätte (Willett et al., 2010).

Eine entscheidende Frage für die Zukunftsfähigkeit der EWU liegt darin, ob die Dominanz des divergierend wirkenden Realzinseffekts über den konvergierend wirkenden Wettbewerbsfähigkeitseffekt strukturell bedingt ist und sich daher in dem erlebten problematischen Ausmaß wiederholen wird. Zwar wirkt der Realzinseffekt grundsätzlich schneller als der Wettbewerbsfähigkeitseffekt (EU Commission, 2016a). Doch ist zu bedenken, dass der Realzinseffekt in den ersten Jahren der EWU in Südeuropa durch den einmaligen asymmetrischen Zinssenkungsschock und die damit stark vergünstigten Kreditkosten sehr stark angetrieben wurde. So gingen die langfristigen Realzinsen auf Basis des Deflators der privaten Konsumausgaben gemäß OECD-Daten in den südeuropäischen Euroländern von um die 6 Prozent (in Griechenland sogar von über 7 Prozent) Mitte der 1990er Jahre auf um die 2 Prozent im Jahr 2000 zurück. Zudem dürfte der Wettbewerbsfähigkeitseffekt in Zukunft schneller wirken, da es gerade in den Krisenländern zu vielfältigen Strukturreformen auf den Arbeits- und Produktmärkten gekommen ist (vgl. Kapitel 3.3 und 4.5.1).

Gegenwärtig herrschen zwar in Südeuropa und anderen Euroländern ähnlich niedrige langfristige Realzinsen (außer in Griechenland). Doch sprechen verschiedene Argumente dagegen, dass diese einen erneuten asymmetrischen Kredit- und Konjunkturboom anstoßen:

- Erstens handelt es sich anders als vor der Währungsunion nicht um einen so großen Zinsschock. Die Anpassung an ein neues Gleichgewicht mit tendenziell niedrigeren Zinsen und einem höheren Kreditbestand als vor der Währungsunion dürfte in den Jahren vor der Krise grundsätzlich erfolgt sein – Übersteigerungen bei dieser Anpassung werden derzeit teilweise noch korrigiert.



- Zweitens ist in vielen Euroländern die private Verschuldung deutlich gestiegen und wirkt bei Verspannungen auf den Kreditmärkten noch weiter nach. In der noch andauernden Phase des Schuldenabbaus (Deleveraging) verleiht daher das niedrige Zinsniveau der Kredit- und damit der Binnennachfrage in den meisten betroffenen Euroländern nur wenig Dynamik.
- Drittens wurde die (makroprudenzielle) Finanzaufsicht verbessert und ermöglicht eine effektive, länderspezifische Nutzung, die starken Asymmetrien entgegenwirken kann (vgl. Kapitel 4.3 und 4.4.2).

### **Kreditboom und globale Finanzkrise**

Auch krisenverursachende Finanzmarktentwicklungen sind zumindest teilweise als außergewöhnliche Sondereffekte in der Krisenvorgeschichte zu bewerten, die sich in dieser Ausprägung vermutlich nicht wiederholen dürften. Das gilt erstens für die starke und teils übermäßige Zunahme des Kreditvolumens und der damit einhergehenden Verschuldung: zum einen grenzüberschreitend in Richtung Südeuropa und zum anderen innerhalb der späteren Krisenländer. Und zweitens ist diese These auch für die globale Finanzkrise relevant, die die Staatshaushalte durch Rettungspakete für Banken und Konjunktur sowie durch die folgende tiefe Wirtschaftskrise stark belastete und in der Euro-Schuldenkrise verwundbarer und weniger handlungsfähig machte (vgl. Kapitel 1.2 und 2). Hier ist zu erwarten, dass eine verbesserte makroökonomische Überwachung und eine verbesserte makro- und mikroprudenzielle Finanzaufsicht, die im Rahmen der Bankenunion verschärft und zentralisiert wurde, derartige Finanzstabilitätsrisiken besser eindämmen können. Gleichwohl sind noch weitere Maßnahmen zu ergreifen, um derartige Risiken wirksam zu minimieren (vgl. Kapitel 4.3).

### **Reformphase in Deutschland nach Beginn der EWU**

Neben dem Zinssenkungsschock und dem dadurch außergewöhnlich stark angetriebenen Realzinseffekt haben auch Entwicklungen in Deutschland zu den erheblichen Divergenzen bei Wettbewerbsfähigkeit und Leistungsbilanzsalden innerhalb des Euroraums vor der Krise beigetragen. Zwar zielte die Reformphase bei der Arbeitsmarkt- und Lohnpolitik im vergangenen Jahrzehnt hierzulande darauf ab, die damals sehr hohe Arbeitslosigkeit zu verringern, was auch sehr erfolgreich gelang. Gleichwohl hat diese Reformphase dazu

beigetragen, dass sich die deutsche kostenseitige und preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbesserte, während sie sich aufgrund einer überzogenen expansiven Lohnpolitik in Südeuropa deutlich verschlechterte (Busch et al., 2011b).<sup>6</sup>

Derzeit deutet wenig darauf hin, dass sich eine solche Reformphase in Deutschland wiederholt. Vielmehr sind die Indikatoren für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit seit Ausbruch der Krise auch deshalb wieder konvergiert, weil die gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten in Deutschland in jedem Jahr seit 2011 schneller gestiegen sind als im Durchschnitt des Euroraums (Datenbasis: EU-Kommission, 2016a). Die gute Lage am Arbeitsmarkt spricht aus heutiger Sicht dafür, dass eine erneute Phase starker Lohnzurückhaltung in Deutschland nicht zu erwarten ist.

Anders als zuweilen behauptet, hat Deutschland in der Reformphase keine „Beggary-neighbour“-Politik betrieben. Zwar resultierten Lohnzurückhaltung und Arbeitsmarktreformen in einer schwachen Binnennachfrage und einer verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Doch waren diese nicht zu verhindernde Nebenwirkungen einer Reformpolitik, mit der gravierende wirtschaftspolitische Fehlentwicklungen korrigiert wurden – in einer Zeit, als Deutschland als der kranke Mann Europas bezeichnet wurde. Das Hauptziel der Reformen bestand darin, die stark gestiegene Arbeitslosigkeit nachhaltig zu bekämpfen und die Phase der Stagnation nach der New-Economy-Krise zu überwinden. Tatsächlich haben sich die Reformen in dieser Hinsicht und vor allem am Arbeitsmarkt als überaus erfolgreich erwiesen (Dustmann et al., 2014; Kirkegaard, 2014). Damit hat Deutschland erst die Grundlage dafür geschaffen, dass Lohnentwicklung, Binnennachfrage und damit auch die Nachfrage nach Importen aus anderen Euroländern zunehmen können.

### **Globalisierungsschocks**

Vor allem die südeuropäischen Staaten mit ihrer oft weniger technologieintensiven Produktionspalette wurden stark von großen Globalisierungsschüben erfasst. Neben dem generellen dynamischen Vordringen der Schwellenländer auf viele Märkte der Industrieländer haben vor allem zwei handelspolitische

---

6 Zu der häufig diskutierten Frage der sozialen Folgekosten der deutschen Lohnpolitik vor der Krise vgl. Kapitel 4.4.1.

Weichenstellungen eine schockartige Wirkung entfaltet, die die Euroländer unterschiedlich getroffen hat.

Zum einen ist dies der Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation WTO im Jahr 2002, der mit einer deutlichen Senkung der Handelsbarrieren der EU für chinesische Produkte einherging. Zum anderen ist dies die Osterweiterung der EU (Pisani-Ferry, 2012). Bereits seit Ende der 1990er Jahre hatte die EU die Handelsbarrieren für Importe aus den mittel- und osteuropäischen Ländern (MOE) reduziert, die 2004 EU-Mitglied wurden. Zudem verbesserte sich im Zuge des EU-Beitritts die Rechtssicherheit in diesen Ländern und damit auch die Standortattraktivität für niedriglohnorientierte Produktionsverlagerungen aus den westlichen EU-Ländern deutlich. Dies ging teilweise zulasten der vormaligen Niedriglohnländer in Südeuropa.

Diese Entwicklungen sind in ihrer zeitlichen und ökonomischen Intensität weitgehend als einmalig einzuordnen. Zwar wird der Globalisierungsdruck der Schwellenländer erhalten bleiben und vor allem China wird nach und nach weiter in die anspruchsvolleren Produktionskategorien vordringen. Jedoch dürfte diese Entwicklung wesentlich moderater vor sich gehen als in der vorigen Dekade, zumal einige große Schwellenländer wie China, Russland und Brasilien derzeit selbst wirtschaftliche Probleme haben. Ferner ist auch zu bedenken, dass die betroffenen europäischen Unternehmen inzwischen Zeit hatten, sich an die veränderten Wettbewerbsbedingungen anzupassen. Beispielsweise verbesserte Portugal, das besonders hart von der Konkurrenz aus China und den MOE-Staaten betroffen war, seine Exportperformance zwischen 2010 und 2014 um rund 10 Prozent.<sup>7</sup> Die spanische Wirtschaft erreichte im selben Zeitraum eine Steigerung von über 5 Prozent.

#### **4.2.2 Temporäre Instrumente gegen verbleibende Krisenwirkungen**

Die anhaltende Nachfrage- und Wachstumsschwäche im Euroraum gibt weiterhin Anlass zur Besorgnis. Gleichwohl bietet sie keine zwingende Rechtfertigung für neue fiskalische Ausgleichsmechanismen in der EWU, weil sie in

---

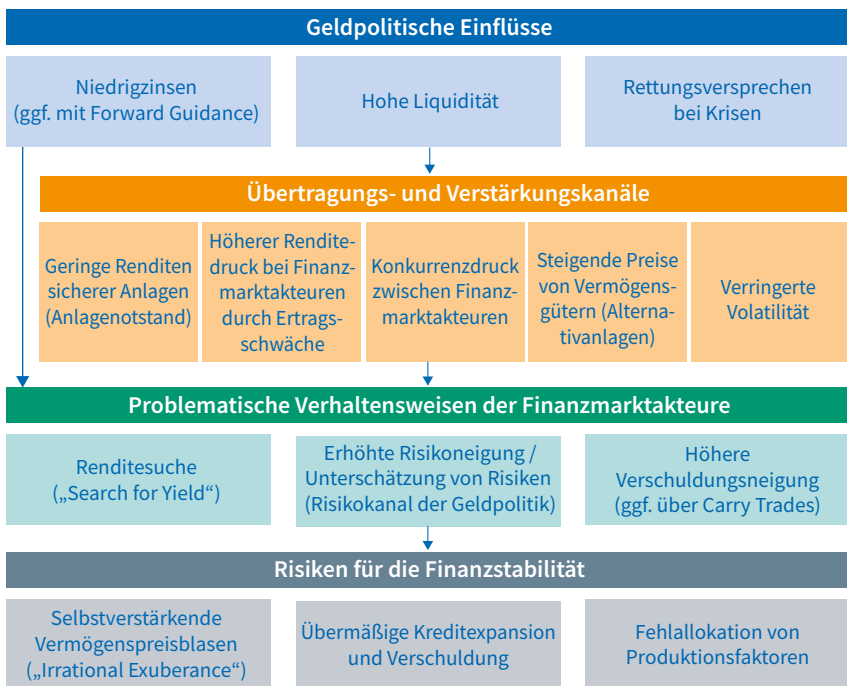
7 Die Exportperformance misst, wie sich die Exporte eines Landes relativ zu den Importen seiner Handelspartner entwickeln. Ein Anstieg bedeutet damit einen Marktanteilsgeinn des betreffenden Landes in Bezug auf seine spezifischen Exportmärkte insgesamt.

erster Linie eine Nachwirkung der außergewöhnlich tiefen Schuldenkrise ist. Wenn der Schuldenabbau bei Banken, Unternehmen und Haushalten hinreichend erfolgt ist, dürfte auch die Wachstumsdynamik wieder zurückkehren, wie die Beispiele Spanien und Irland deutlich machen. Statt mit der Schaffung permanenter neuer fiskalischer Institutionen sollte dieses Problem daher wie bisher mit weitgehend temporären Instrumenten (Geldpolitik, EFSI) bekämpft werden, die an einigen Stellen allerdings zu verbessern und zu ergänzen sind.

In dieser Situation waren die bisher von der EZB ergriffenen Maßnahmen hilfreich. Bei ihrer weiteren Umsetzung ist es aber wichtig, ausreichende Vorsicht walten zu lassen. Zu Recht bleibt die Geldpolitik sehr expansiv und nutzt ein sehr breites Arsenal an Instrumenten, um die mittelfristigen Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure in der Nähe ihres Inflationsziels zu verankern,

### Risiken des Niedrigzinsumfelds

Abbildung 12



Eigene Darstellung

die Kreditbedingungen zu verbessern und den Euro-Wechselkurs zu senken. Da aber sehr niedrige Zinsen über mehrere Kanäle Gefahren für die Finanzstabilität bergen (Abbildung 12), darf die Geldpolitik die Verantwortung für die Finanzstabilität nicht allein der Finanzaufsicht überlassen. Vielmehr sollte sie beim Aufkommen relevanter Risiken auch moderat mit ihrer Zinspolitik reagieren („Leaning against the wind“), wenngleich dieses Instrument sehr grob ist und unerwünschte makroökonomische Nebenwirkungen haben kann (Deutsche Bundesbank, 2015b; IMF, 2015a).

Der EFSI kann trotz hinterfragbarer ordnungspolitischer Begründung (Diermeier/Hüther, 2015; vgl. Kapitel 3.8) mit dazu beitragen, die anhaltende Investitionsschwäche im Euroraum zu überwinden, die auch das mittelfristige Wachstumspotenzial zu mindern droht. Verbesserte ökonomische Rahmenbedingungen für Investitionen sind dafür zwar deutlich wichtiger als staatliche Förderung; dem gilt das Augenmerk der sogenannten zweiten Säule des Investitionsprogramms von Kommissionspräsident Juncker. Insofern muss aber klar sein, dass die Verantwortung für gute Investitionsbedingungen auf nationaler Ebene liegt. Ebenso sind die Nationalstaaten gefordert, bei Einsparungen von Staatsausgaben öffentliche Investitionen möglichst wenig zu beschneiden. Die anhaltende Investitionsschwäche auf privater und staatlicher Seite in einigen Euroländern, die auf anhaltende Unsicherheit und starken Konsolidierungsdruck zurückgeht, rechtfertigt aber einen Verteilungsschlüssel der vom EFSI geförderten Investitionen, der stärker auf Problemländer zugeschnitten ist als bisher. Außerdem sollte darüber nachgedacht werden, ob der EFSI auch im Umfeld der Schuldenüberhangsbereinigung bei Unternehmen (und Banken) genutzt werden kann, weil dies das dringlichste Problem ist. Dabei müssen die internen Prozesse so gestaltet werden, dass nur rentable und vor allem grenzüberschreitende Projekte gefördert werden. Zentral ist aber, dass der EFSI nur ein temporäres Instrument bleibt.

Der Abbau des privaten Schuldenüberhangs ist bislang in den meisten betroffenen Euroländern nur langsam vorangeschritten. Dabei zeigt die Erfahrung, dass die Erholung nach Krisen umso stärker ist, je schneller eine Schuldenbereinigung erfolgt (Bech et al., 2012; Chen et al., 2015). Daher muss das Ziel weiterer Reformen sein, einen zügigen Schuldenabbau im Privatsektor zu ermöglichen – allerdings mit möglichst geringen Nebenwirkungen für Gesamt-

wirtschaft und Finanzstabilität sowie ohne Fehlanreize für Schuldner zu generieren, ihren Schuldendienst einzustellen.

Für die bislang oft nur zögerlichen Fortschritte beim Schuldenabbau sind verschiedene Gründe verantwortlich, an denen – teilweise temporäre und teilweise auf Dauer angelegte – wirtschaftspolitische Maßnahmen ansetzen sollten (IMF, 2014b; Aiyar et al., 2015):

- Betroffene Banken haben bislang oft nur relativ wenig notleidende Kredite restrukturiert – in erster Linie, um Abschreibungen und damit eine weitere Schwächung ihrer Kapitalbasis zu vermeiden. Der IWF schätzte den Bestand an notleidenden Krediten im Euroraum im Jahr 2015 noch auf rund 900 Milliarden Euro (IMF, 2015b). Die geringen Refinanzierungskosten der Banken im aktuellen Niedrigzinsumfeld bergen dabei die Gefahr, dass diese Kredite in der Hoffnung auf eine Erholung der Kreditnehmer („Gambling for resurrection“) in den Bilanzen verbleiben („Evergreening“). Damit bleiben Unternehmen und Haushalte zu stark mit Schulden und Banken zu stark mit nicht einbringbaren Forderungen belastet, sodass Kreditnachfrage und Kreditangebot anhaltend beeinträchtigt sowie rentable und zukunftsweisende Investitionen begrenzt werden. Banken sollten daher durch die Finanzaufsicht stärkere Anreize und Vorgaben erhalten, absehbare Forderungsverluste zeitnah abzuschreiben und dafür ausreichende Kapitalvorsorge zu betreiben. Die Finanzaufsicht kann dabei beispielsweise Fristen setzen, zusätzliche bankenspezifische Kapitalanforderungen erheben und die Bewertung von Sicherheiten kritisch prüfen (IMF, 2016).
- Der Bestand an notleidenden Krediten in den Bankbilanzen lässt sich auch mindern, indem diese Forderungen ausgelagert und an institutionelle Investoren wie Hedgefonds verkauft werden. In Spanien ist es gelungen, einen funktionsfähigen Markt für notleidende Forderungen zu etablieren. Jassaud/Kang (2015) fordern dies auch für Italien. Auch mit dieser Vorgehensweise sind Verluste in den Bankbilanzen verbunden, die abhängig von der Höhe der erzielbaren Preise beim Verkauf der notleidenden Kredite an Finanzmarktinvestoren sind. Die Werthaltigkeit dieser Forderungen wiederum hängt von der Verwertbarkeit der damit verbundenen Sicherheiten und vom Insolvenzrecht ab.

- Eine stärkere Abschreibung von notleidenden Krediten kann bei den betroffenen Banken zu Verlusten führen, wenn die Kapitalvorsorge nicht ausreicht. Daher müssen diese Banken ihre Kapitalbasis zeitnah weiter stärken und dies so weit wie möglich am privaten Finanzmarkt. Sind sie dazu nicht in der Lage, werden je nach Schwere der Lage staatliche Unterstützungsmaßnahmen, Restrukturierungen oder Abwicklungen nötig. Hier – und dies gilt auch für Italien – sind erneut pragmatische, aber einmalige und temporäre Lösungen gefragt, die auch eine eng begrenzte europäische Risikoteilung beinhalten können. Das anhaltende Problem des Schuldenüberhangs ist schlichtweg zu dringlich. Den rechtlichen Weg hierfür kann die Möglichkeit einer vorsorglichen staatlichen Rekapitalisierung ebnen, wenn der Zustand der einzelnen Bank dies zulässt. Hier sollte die EU-Kommission die neuen Bankenregeln nicht zu eng auslegen und Ausnahmetatbestände einbeziehen, zum Beispiel die negativen Wirkungen des Brexit-Referendums auf die private Kapitalaufnahme für Banken. Darüber hinaus sind Bad-Bank-Modelle nötig, um mögliche Restrukturierungen und Auslagerungen von notleidenden Krediten aufzufangen. Hier liegt die Verantwortung zunächst auf nationaler Ebene bei den privaten Akteuren und der Regierung. Soweit deren Kapazität nachweislich überfordert ist, ist auch eine europäische Unterstützung denkbar. Dabei sollte Solidarität mit Konditionalität verbunden werden. Dazu wäre ein ESM-Finanzsektorprogramm denkbar, das möglicherweise durch zusätzliche Solidaritätselemente ergänzt werden kann.
- Private Insolvenzverfahren spielen eine zentrale Rolle beim Abbau des Schuldenüberhangs. Diese Verfahren sind in den Krisenländern trotz bereits erfolgter Reformen in mehrfacher Hinsicht – allerdings von Land zu Land in unterschiedlichen Bereichen – verbesserungsbedürftig:
  - Die Verwertbarkeit der Kreditforderungen lässt sich dadurch verbessern, dass teils überlange Gerichtsverfahren schneller, reibungsloser und kostengünstiger werden. Dazu sind bei Bedarf juristische Verfahren effizienter und leistungsfähiger zu machen, unter anderem durch klare Rechtsvorgaben. Ein weiterer wichtiger Ansatz können außergerichtliche Schiedsverfahren sein. Bei einer sehr großen Anzahl von betroffenen KMU ist auch zu erwägen, einen standardisierten Ansatz zu verwenden, um zwischen solventen und insolventen Firmen zu unterscheiden (Bergtha-

ler et al., 2015). Zudem gilt es zu prüfen, ob die Regeln für Zwangsversteigerungen eine adäquate Balance zwischen der Schutzbedürftigkeit sozial schwacher Schuldner und dem Verwertungsinteresse der Forderungsinhaber gewährleisten. Griechenland schnitt hier vor den zuletzt erfolgten Reformen Ende 2015 deutlich schlechter ab als die übrigen Krisenstaaten. Dagegen bleiben in Italien Insolvenzverfahren besonders teuer.

- Um existenzfähige Unternehmen zu erhalten und zukunftsfähig aufzustellen, sind Anreize und Möglichkeiten für frühzeitige Schuldenrestrukturierungen nötig. Carcea et al. (2015) finden positive ökonomische Wirkungen von effizienten vorgelagerten Insolvenzrahmenbedingungen. Diese fördern das Unternehmertum und verbessern die Wirkungen des Schuldenabbaus (Deleveraging) auf Wirtschaftsaktivität und Finanzstabilität. Nicht mehr überlebensfähige Firmen hingegen sollten zügig aufgelöst werden, um die dort gebundenen Ressourcen für eine produktivere Verwendung freizusetzen.

Mit diesen Maßnahmen lässt sich dazu beitragen, zentrale Ursachen der derzeitigen Wachstumsschwäche zielgenau zu beseitigen und die Nachwirkungen der Krise dauerhaft zu überwinden. Hierbei ist entscheidend, dass die nachfrageseitig ansetzenden Instrumente der Geldpolitik und des europäischen Investitionsfonds EFSI auf die Zeit der Nachfrageschwäche begrenzt und damit temporär bleiben.

### 4.3 Begrenzung zukünftiger Krisen durch Reformen

Die ergriffenen Governance-Reformen tragen bei konsequenter Implementierung dazu bei, dass zukünftige Krisen und Rezessionen im Euroraum weniger tief sein werden, weil ökonomische Ungleichgewichte und systemische Instabilitäten frühzeitig erkannt und rechtzeitig eingedämmt werden können. Aber vor allem im Bankensystem sind noch weitere gezielte Reformen nötig.

#### 4.3.1 Zur Umsetzung der Reformen und Regelbindungen

##### Reformen mit Potenzial zur Verminderung zukünftiger Krisen

Das Ausmaß der ökonomischen Ungleichgewichte vor der Euro-Schuldenkrise war extrem und hat zu den multiplen und sich gegenseitig verstärkenden



Krisen maßgeblich beigetragen. Vor allem exzessive Kreditzyklen, nicht hinreichend gegen Risiken abgesicherte grenzüberschreitende Bankenkredite (und andere Kapitalzuflüsse) sowie die damit einhergehende private und staatliche Verschuldung sind dabei als maßgeblich identifiziert worden. An diesen Ursachen haben mehrere institutionelle Reformen angesetzt (vgl. Übersicht 5, Kapitel 3.9).

Diese Reformen lassen hoffen, dass zukünftige Krisen weniger gravierend verlaufen, vor allem wenn es gelingt, den Anstieg privater und staatlicher Verschuldung in Zukunft zu begrenzen. Die ökonomische Forschung zeigt, dass Rezessionen dann besonders tief und anhaltend sind, wenn es zuvor zu einem Kreditboom und steigender Verschuldung kam. Denn der in und nach der Krise nötige Verschuldungsabbau dämpft die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit den nächsten Aufschwung meist für längere Zeit (Gourinchas/Obstfeld, 2012; Schularick/Taylor, 2012).

### **Hinreichende Implementierung?**

Allerdings stellt sich die Frage, wie konsequent die aufgeführten Reformen umgesetzt werden. Nur bei hinreichender Implementierung können die Potenziale der neuen wirtschaftspolitischen Weichenstellungen auch ausgeschöpft werden.

Es ist dabei auch zu klären, wie gut die Verbindung zwischen den Vorgaben auf der europäischen Ebene und der Umsetzung auf nationaler Ebene funktioniert. Beim SWP ist diese Brücke durch den Two-Pack und den Fiskalpakt deutlich stärker institutionalisiert als bei der makroökonomischen Überwachung. Daher ist es gutzuheißen, dass bei Letzterer im Rahmen der Umsetzung des Fünf-Präsidenten-Berichts eine Stärkung eingeleitet wurde, auch wenn die Kommission offenbar davor zurückscheut, das volle Potenzial der ihr zur Verfügung stehenden Instrumente zu nutzen. Auch die Einführung von Wettbewerbsfähigkeits- oder Produktivitätsausschüssen auf nationaler und europäischer Ebene ist in diesem Zusammenhang grundsätzlich zielführend.

Die bisherigen Erfahrungen mit der Umsetzung des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht sowie mit SWP und Fiskalpakt sind sicherlich gemischt (für einen ausführlichen Überblick vgl. Boysen-Hogrefe et al.,

2014), doch erscheint es derzeit noch zu früh, aus ökonomischer Sicht ein finales Urteil über die Implementierungsqualität zu fällen.

Im Rahmen der makroökonomischen Überwachung ist bereits mehrfach ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt, jedoch bislang noch kein formelles Verfahren eröffnet worden (vgl. Kapitel 3.1). Dies kann als kritikwürdig gesehen werden (SVR, 2013, 195 f.; EZB, 2015c, Kasten 5, 53 ff.). Allerdings sind die Euroländer noch dabei, die großen vor der Krise entstandenen makroökonomischen Ungleichgewichte zu korrigieren (vgl. Kapitel 3.9). Leistungsbilanzdefizite sind erfreulicherweise stark gesunken, bei Bestandsgrößen wie Privat- und Auslandsverschuldung brauchen Verbesserungen aber naturgemäß länger. Warnindikatoren des Scoreboards können daher weiterhin anschlagen, obwohl die Reformrichtung stimmt. Zuweilen mögen größere Fortschritte sicherlich wünschenswert sein. Doch eine Situation, bei der die Grundtendenz der Anpassung in die richtige Richtung geht, unterscheidet sich deutlich von einer möglichen Lage in der Zukunft, bei der sich erneut makroökonomische Ungleichgewichte in bedenklichem Maß aufbauen könnten. Erst dann steht der wirkliche Lackmustrast an.

Positiv hervorzuheben ist auch: Die Anzahl der Staaten, für die die Kommission ein übermäßiges Ungleichgewicht diagnostiziert hat, hat über die letzten Jahre abgenommen. Die Einforderung von Korrekturmaßnahmen und der Druck der makroökonomischen Überwachung dürften dazu beigetragen haben (EU Commission, 2015d; 2016b).

Ähnlich lässt sich auch mit Blick auf den SWP argumentieren. Auch hier sind die Euroländer derzeit noch in der Konsolidierungsphase. Einzelne Staaten machten dabei zuletzt kaum noch Fortschritte. Dies wurde von der EU-Kommission und dem Rat toleriert, beispielsweise indem die Anpassungsfristen bis zum Erreichen der 3-Prozent-Schwelle für das öffentliche Haushaltsdefizit zum Teil mehrfach verlängert wurden. Der SWP und der Fiskalpakt wurden dabei recht flexibel ausgelegt, was durch die inzwischen sehr komplexen und wenig transparenten Regeln erleichtert wurde.

Diese Entwicklung ist nicht unbedenklich. Das Argument der Kritiker, dass die hohe Flexibilität der Regeln zwar die Situationsadäquatheit erhöhe, dadurch

aber den Eindruck der Nichteinhaltung erzeuge, ist nicht von der Hand zu weisen. Allerdings ist unbestritten, dass die fiskalischen Multiplikatoren in den vergangenen Jahren größer als erwartet waren (vgl. Kapitel 2). Offensichtlich legt die EU-Kommission in der Nachkrisenphase ein hohes Gewicht auf diese makroökonomischen Effekte. Tatsächlich könnte sich der noch recht schwache Aufschwung in einigen Euroländern bei starken Konsolidierungsmaßnahmen als anfällig erweisen. Obwohl weiterhin in erster Linie Bedarf an angebotsorientierten Reformen in vielen Euroländern besteht, kann auch die schwache Nachfrageentwicklung und vor allem Investitionsentwicklung in einigen Euroländern nicht vollkommen ignoriert werden.

Entscheidend ist, wie die europäischen Fiskalregeln umgesetzt werden, wenn der Aufschwung deutlich ist und dann automatische Stabilisatoren kräftig zur Konsolidierung beitragen sollten oder wenn einzelne Euroländer ihre Fiskaldefizite wieder deutlich steigen lassen (vgl. Kapitel 4.6.1). Hier gibt der Umgang mit Spanien und Portugal wichtige Hinweise, die beide im Jahr 2015 ihre strukturellen Fiskaldefizite wieder vergrößerten und damit Konsolidierungsschritte rückgängig machten. Hier wurde zwar das Defizitverfahren – wie in den europäischen Fiskalregeln vorgesehen – verschärft, aber die EU-Kommission hat aus politischen Erwägungen auf die Verhängung einer Sanktion vollständig verzichtet. Damit hat sie sich zwar formal an das Regelwerk gehalten, welches diese Möglichkeit als Reaktion auf begründete Forderungen (Reasoned Requests) der betroffenen Mitgliedstaaten vorsieht. Doch ohne Zweifel hat die Kommission die SWP-Regeln damit sehr großzügig ausgelegt. Es besteht die Gefahr, dass damit ein Präzedenzfall geschaffen worden ist. Daher bleibt abzuwarten, wie EU-Kommission und Rat agieren, sollte die Konsolidierungsdisziplin auch bei anderen Euroländern erodieren.

### **Zur Umsetzbarkeit von Regelbindungen**

Für die hier vertretene These, dass künftige Krisen weniger gravierend sein dürften, müssen die europäischen Regeln nicht immer vollständig umgesetzt werden. Es reicht, wenn übermäßige Fehlentwicklungen bei privater und staatlicher Verschuldung vermieden werden. Dazu müssten die europäischen Regeln nur so weitgehend umgesetzt werden, dass sie die Entstehung größerer Ungleichgewichte verhindern; zugleich ist es wichtig, das Bewusstsein für die Notwendigkeit der betreffenden Maßnahmen zu stärken.

Diese Überlegungen sind sehr relevant für die Debatte über die Sinnhaftigkeit und Umsetzbarkeit von Regelbindungen bei einem dezentralen Agieren der Euroländer – und damit für eine weitere Rechtfertigung von weiterer fiskalischer Integration. Die These lautet in diesem Zusammenhang: Wenn Regelbindungen versagen, muss stärker auf Institutionen wie ein EWU-Schatzamt oder einen gestärkten Finanzkommissar (oft bezeichnet als sogenannter europäischer Finanzminister) gesetzt werden, um eine bessere Regeldurchsetzung zu erreichen und diese gegebenenfalls mit Solidaritätselementen zu kombinieren. Weil die EWU-Staaten dazu in einem wichtigen Bereich nationale Souveränität aufgeben müssten, dies den Autoren aber in absehbarer Zeit politisch nicht realistisch erscheint, wird an dieser Stelle für eine Beibehaltung des regelgebundenen dezentralen Ansatzes argumentiert. Es ist zudem nicht erkennbar, welche Mechanismen auf EU-Ebene besser funktionieren sollen als auf der Ebene der Einzelstaaten, um die hinlänglich bekannten Verzerrungen der Fiskalpolitik zu sich verstetigenden Defiziten und steigender Staatsverschuldung einzudämmen.

Dabei ist auch anzuerkennen, dass die europäischen Regeln die nationale Politik auch bei unvollständiger Befolgung verbessern. Es spricht vieles dafür, dass ohne den SWP die Fiskaldefizite vor der Krise in vielen Euroländern noch deutlich höher ausgefallen wären. Zudem ist eine strikte Regelbindung weder ökonomisch sinnvoll noch politisch realistisch:

- Da Regeln nicht für jeden einzelnen Fall konzipiert werden können, bedarf es aus ökonomischer Sicht stets eines begrenzten politischen Handlungsspielraums.
- Politisch zeigt die Erfahrung, dass die EU-Institutionen von den nationalen Hauptstädten (vor allem der großen Länder) immer wieder unter Druck gesetzt werden und es erfahrungsgemäß immer wieder zu Regelaufweichungen kommt. Auf diese Weise werden Regeln in der Praxis zuweilen gedehnt. Das Beispiel von Spanien und Portugal verdeutlicht, dass diese Regeldehnung auch sehr weit gehen kann. Es bleibt abzuwarten, ob das Bekenntnis beider Staaten zum SWP auch tatsächlich mit einer größeren Fiskaldisziplin einhergeht und somit die europäischen Fiskalregeln die nationale Politik doch deutlich verbessern.

Grundsätzlich kommt es darauf an, den Regelanspruch so hoch zu setzen, dass auch eine weitgehende Erfüllung ausreicht, um größere ökonomische Ungleichgewichte im Euroraum zu verhindern. Entscheidend ist, dass eine problematische nationale Politik auch bei gedehnten europäischen Regeln hinreichend verbessert wird. Die erfolgte Schärfung der Euro-Governance bei Fiskalregeln und makroökonomischer Überwachung wirkt deutlich in diese Richtung.

Vor diesem Hintergrund kann die bislang zu beobachtende Dehnung der verschärften Governance-Regeln noch nicht als Beleg dafür angesehen werden, dass eine Regelbindung grundsätzlich nicht erfolgreich sein kann. Es kommt vielmehr – wie zuvor erläutert – darauf an, dass die Regeln dann hinreichend eingehalten werden, wenn der Aufbau gravierender ökonomischer Ungleichgewichte und Fiskaldefizite droht. Die Bewährungsprobe steht hier noch aus.

Hierbei kommt der Kommission als Hüterin der Verträge eine Schlüsselrolle und hohe Verantwortung zu. Bei Regeldehnungen, so individuell gerechtfertigt sie auch erscheinen mögen, droht grundsätzlich die Gefahr, Präzedenzfälle zu schaffen, auf die sich andere Eurostaaten später berufen können. Diesem Risiko könnte auch ein formell wie faktisch unabhängiger Fiskalausschuss entgegenwirken (vgl. Kapitel 3.5).

#### **4.3.2 Zusätzliche Reformnotwendigkeiten im Bankensektor**

Um ausufernde Kreditzyklen und Verschuldungsanstiege in Zukunft zu vermeiden sowie den Teufelskreis aus nationalen Banken- und Staatsschuldenkrisen nachhaltig zu durchbrechen, muss der Banken- und Finanzsektor im Zentrum der Überlegungen stehen. Darüber hinaus muss das Bankensystem für eine dauerhafte Stärkung der Finanzmarktintegration im Euroraum ausreichend gefestigt werden (vgl. Kapitel 4.5.2).

Die Bankenunion ist auf diesem Weg ein Meilenstein (vgl. Kapitel 3.2). Doch das Regelwerk ist noch deutlich weniger ausgefeilt als beim SWP und es existieren auch noch keine Erfahrungen, da das Gros der neuen Bestimmungen erst im Verlauf des Jahres 2016 in Kraft getreten ist. Daher stellen sich auch hier Umsetzungsfragen – vor allem bei dem komplexen Regelwerk der zentralen Bankenabwicklung durch SRM und SRB oder den zahlreichen Ausnahme-

möglichkeiten bei der Gläubigerbeteiligung (Bail-in). Es wird genau zu beobachten sein, ob die getroffenen Regelungen ausreichen, effektive Abwicklungen und den weitgehenden Schutz der Steuerzahler wirklich zu gewährleisten. Sollten sich hier in Zukunft bei der Anwendung Probleme zeigen, müssen Nachbesserungen im Regelwerk erfolgen, wie eine Kompetenzstärkung des SRB sowie mit Blick auf das Bail-in eine Begrenzung der Ausnahmen und Ermessensspielräume.

Darüber hinaus sind folgende Maßnahmen nötig, um die zu Beginn dieses Kapitels formulierten Ziele zu erreichen (vgl. mit ähnlichen Forderungen SVR, 2014):

- Die Finanzaufsicht sollte die umfangreichen neuen Möglichkeiten zur Stärkung der Eigenkapitalbasis von Banken im Rahmen von Basel III/CRD IV/CRR umfassend nutzen. Das gilt besonders für die zeitvariablen Puffer wie den antizyklischen Kapitalpuffer und den Kapitalerhaltungspuffer. Hierbei gilt es zu verhindern, dass die Banken zur Erfüllung der erhöhten Eigenkapitalanforderungen die Neukreditvergabe weiterhin zu stark einschränken (Demary, 2015). Zudem sollte die Finanzaufsicht die internen Risikomodelle der Banken zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen hinreichend harmonisieren, um eine überzogen optimistische Risikobewertung zu verhindern.
- Banken in den Krisenländern, die weiterhin viele notleidende Kredite in ihren Büchern halten, sind gesondert gefordert, ihr Risikovorsorgekapital zu stärken (vgl. Kapitel 4.2.2).
- Aufgrund der großen Rolle von Kreditrisiken für die Finanzstabilität braucht die Finanzaufsicht genaueren Einblick in die Risiken der Kreditvergabe durch die Banken. Dafür ist ein umfangreiches Kreditregister nötig, wie es die EZB derzeit aufbaut (SVR, 2015a, 197). Dabei ist der Datenschutz durch möglichst weitgehende Anonymisierung zu gewährleisten und eine möglichst kosten-schonende Lösung anzustreben.
- Aufgrund der langen Niedrigzinsphase können bei einer Zinswende der Geldpolitik erhebliche Risiken drohen. Daher sollte die Finanzaufsicht Zins-

änderungsrisiken in den Bankbilanzen genau beobachten und gegebenenfalls für ausreichende Risikovorsorge sorgen.

- Das Aufsichtsrecht im Bankensektor des Euroraums muss im Rahmen des Single Rulebook noch weiter vereinheitlicht werden. Das gilt beispielsweise für verbleibende nationale Regelungen bei der Bankenabwicklung.
- Zudem ist konsequent sicherzustellen, dass auch internationale Großbanken abgewickelt werden können und das „Too-big-to-fail“-Problem behoben wird. Hierzu ist zu prüfen, ob die vorliegenden Abwicklungspläne ausreichen, um dieses Ziel zu erreichen. Sollte es ernste Anzeichen von Problemen bei der Bankenabwicklung geben, wäre es auch anzuraten, die Möglichkeit der Einführung des Trennbankensystems nicht aus den Augen zu verlieren.

### **Sicherstellung eines effektiven Bail-in**

Bei Bankenabwicklungen sind nach neuem Recht private Aktionäre und Gläubiger im Rahmen eines Bail-in zu beteiligen, bevor ein Bankenrettungsfonds oder staatliche Hilfen fließen können. Es wurde jedoch darauf verzichtet, formal eine Mindestquote der im Abwicklungsfall verfügbaren Eigenmittel und Verbindlichkeiten (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities – MREL) vorzuschreiben. Damit verfügen die zuständigen Abwicklungsbehörden bislang über einen fallspezifischen Entscheidungsspielraum. Diese Regelung greift jedoch zu kurz. Stattdessen sollte die ursprünglich in der Abwicklungsrichtlinie BRRD vorgesehene Mindestvorschrift von 8 Prozent „Bail-in“-fähiger Mittel verbindlich auf der Ebene einzelner Banken auch in den Ausführungsbestimmungen festgeschrieben werden. Eine weitere notwendige Maßnahme zur Stärkung der Praxistauglichkeit des neuen Bankenabwicklungsmechanismus, die auch der sogenannte Liikanen-Report 2012 zur Bankenstrukturreform in Europa vorgeschlagen hat, ist die Vorschrift, „Bail-in“-fähiges Kapital vorwiegend außerhalb des Bankensektors zu halten (Liikanen et al., 2012).

### **Durchbrechen des Staaten-Banken-Teufelskreises**

Der Banken-Staaten-Nexus wird bekämpft durch die Stärkung des Bankenkapitals, das Bail-in und die Schaffung eines von Banken finanzierten zentralen Abwicklungsfonds. Doch der Staaten-Banken-Nexus ist zwar entschärft, aber

noch nicht gebrochen: Die Gefahr, dass Staatsinsolvenzkrise dem Bankensektor schaden, ist noch nicht vollständig gebannt. Stattdessen wurde zugelassen, dass vor allem die Banken in Südeuropa ihre Exponierung gegenüber Risiken der Anleihen des eigenen Staates erhöhten, indem sie den Bestand an nationalen Staatsanleihen ausbauten (Bruegel Datenbank basierend auf Merler/Pisani-Ferry, 2012). Dieses Problem muss dringend angegangen werden.

Dazu sollten Staatsanleihen nicht länger als risikolos gelten (Demary, 2014a; SVR, 2015a). Sie sind von den Banken risikoadäquat mit Eigenkapital zu unterlegen. Zudem bedarf es Obergrenzen für den Bestand an Staatsanleihen in Bankbilanzen und es ist eine bessere Diversifikation mit Blick auf Staatsanleihen der Euroländer anzustreben. Eigenkapitalunterlegung und Obergrenzen sollten mit dem Ausfallrisiko variieren, wobei längerfristige Durchschnitte zur Berechnung dienen sollten, um Prozyklizität zu vermeiden (SVR, 2015a). Auch bei den Liquiditätsvorschriften für Banken sind die Risiken, die von Staatsanleihen ausgehen können, ausreichend zu beachten.

Tatsächlich gibt es Überlegungen in diese Richtung, wie eine im November 2015 vorgelegte Mitteilung der Kommission zur Vollendung der Bankenunion (EU Commission, 2015e) deutlich macht, in der es auch um die Risikominderung im Bankensektor geht. Dabei bleibt jedoch abzuwarten, wie der veränderte Umgang mit Staatsanleihen konkretisiert wird.

Für die Umsetzung sind Übergangsregelungen notwendig, um Turbulenzen an den Finanzmärkten zu verhindern. Dazu ist denkbar, dass die Neuregelungen beispielsweise ab 2018 zunächst nur für Neuemissionen von Staatsanleihen gelten. Damit wäre der Bestand an Staatsanleihen in den Bankbilanzen erst nach und nach von den verschärften Anforderungen betroffen. Die Anpassungslasten und damit die Gefahr von Erschütterungen der Staatsanleihemärkte würden damit deutlich vermindert.

Im Idealfall wären diese Reformen global im Rahmen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht zu koordinieren. Wenn das nicht zeitnah gelingt, wäre von der EU-Kommission zu erwarten, dass sie hier voranschreitet, wenn zügig in Auftrag gegebene Auswirkungsstudien zeigen, dass sich die nachteiligen Finanzierungskosteneffekte für die Eurostaaten im Vergleich zu anderen Staa-



ten in vertretbaren Grenzen halten. Im gegenwärtig wohl noch andauernden Niedrigzinsumfeld ist eine solche Reform sicherlich besser umsetzbar als in einer derzeit noch nicht absehbaren Phase höherer Zinsen.

### **Einbeziehung des Schattenbankensektors und Schaffung einer effektiven Allfinanzaufsicht**

Mittelfristig ist eine zentrale Allfinanzaufsicht im Euroraum nötig, die über den Bankensektor hinausgreift und auch Versicherungen und die Fondsbranche umfasst. Denn bei einem stärker regulierten Bankensystem drohen Risiken stärker in andere, weniger regulierte Bereiche wie den Schattenbankensektor abzuwandern (ECB, 2015a; vgl. auch Kapitel 4.4.2). Daher muss der Schattenbankensektor – einschließlich Wertpapier- und Derivatehandel – stärker einbezogen werden, wenn Finanzzyklen im Euroraum in Zukunft effektiv begrenzt werden sollen (Constâncio, 2015; Schoenmaker/Wierts, 2015).

Die EZB kann diese umfassenderen Aufgaben in ihrer Funktion als für den SSM verantwortliche Institution nicht wahrnehmen, da der SSM nur für den Bankensektor zuständig ist. Daher bieten sich in erster Linie zwei Möglichkeiten an: Zum einen könnte das ESRB, dessen Zuständigkeit sich auf das gesamte Finanzsystem bezieht, in seinen Durchgriffsrechten gestärkt werden. Es erscheint allerdings fraglich, ob die komplexe institutionelle innere Gestaltung des ESRB eine ausreichend effektive Handlungsfähigkeit gewährleisten kann. Zum anderen aber erscheint der Vorschlag des SVR (2014) zielführender, in absehbarer Zeit eine durchgriffsstarke neue Institution zu gründen, in der die Allfinanzaufsicht gebündelt wird.

Als weitere konkrete Maßnahme zur Risikobegrenzung im Schattenbankensektor ist zunächst mehr Transparenz über Kredit- und Liquiditätsrisiken nötig. Beispielsweise sind Stresstests auch für offene Immobilienfonds regelmäßig durchzuführen, weil diese Akteure als Finanzgeber an die Realwirtschaft wichtiger geworden sind (Constâncio, 2015; ECB, 2015a). Darüber hinaus ist die Forderung von Schoenmaker/Wierts (2015) zielführend, eine pauschale aggregierte Verschuldungsgrenze (Leverage Ratio) für alle Akteure und Aktivitäten einzuführen, die mit hoher Verschuldung im Finanzmarkt agieren. Eine solche Schuldengrenze wie auch Liquiditätsvorgaben für den Schattenbankensektor wären in antizyklischer Weise an den Finanzzyklus anzupassen.

## **Gemeinsame Einlagensicherung Zug um Zug**

Zur Durchschlagung des Teufelskreises zwischen nationalen Banken- und Staatenkrisen hat die EU-Kommission zusätzlich zu den bereits erfolgten Reformen der Einlagensicherung (vgl. Kapitel 3.2) vorgeschlagen, die Einlagensicherung über einen gemeinsamen Einlagensicherungsfonds schrittweise zu vergemeinschaften. Damit soll das Sicherungsvolumen erhöht, das Vertrauen in Bankeinlagen gesteigert und die Wahrscheinlichkeit von Finanzmarktfragmentierung vermindert werden. Die Notwendigkeit, die Bankenunion zu vollenden, steht für die langfristige Stabilität der Währungsunion außer Frage. Doch ist auf dem Weg dorthin Vorsicht geboten, damit es nicht zu ungerechtfertigten Umverteilungen innerhalb des Euroraums und zu Fehlanreizen kommt, vor allem weil Bankenpleiten in einigen Staaten wahrscheinlicher sein könnten. In dieser Hinsicht existieren noch einige Problembereiche:

- Die Bestände an notleidenden Krediten, die meist Altlasten (Legacy Assets) der Euro-Schuldenkrise sind, fallen unterschiedlich hoch und besonders in den Krisenländern groß aus.
- Banken von hochverschuldeten Ländern halten häufig sehr viele Staatsanleihen ihres Staates, sodass ihnen in einer Staatsinsolvenz enorme Verluste drohen.
- Divergenzen bei privaten Insolvenzverfahren tragen zu strukturell unterschiedlichen Insolvenzwahrscheinlichkeiten von Banken bei, da es in einigen Ländern schwererfällt, ausstehende Kreditforderungen zu verwerten, und somit größere Verluste für Banken bei einer Insolvenz des Kreditnehmers entstehen können.
- Ähnliche Wirkung auf Bankenverluste können verbleibende Unterschiede der nationalen Gesetzgebungen bei den Abwicklungsregeln haben.
- Auch sind nationale Bankenfonds teilweise noch nicht ausreichend gefüllt.

Die Kommission hat Maßnahmen vorgeschlagen, die am Gros dieser Aspekte ansetzen und Risiken für Bankenverluste vermindern sollen. Zudem soll die Vergemeinschaftung nur schrittweise erfolgen und nur für Staaten, die die

vereinbarten Regeln umsetzen und einhalten. Hier ist der Ansatz berechtigt, dass die Vergemeinschaftung parallel mit der Risikominderung erfolgt.

Überdies gilt es, wie bei jeder Versicherung, Fehlanreize zu verhindern. Sie bestehen darin, dass Banken im Wissen um die gemeinsame Einlagensicherung zu riskante Geschäftsstrategien wählen, um ihre Gewinne zu steigern. Es erscheint fraglich, ob die Fehlanreize mit risikobasierten Beiträgen zu dem gemeinsamen Fonds ausreichend vermindert werden können. Daher kommt es darauf an, dass die einheitliche Aufsicht in den Händen der EZB effektiv agiert und übermäßig risikoreiche Strategien eindämmt oder für die entsprechende adäquate Risikovorsorge sorgt.

Neben den Banken, die den Einlagensicherungsfonds und den SRF finanzieren, sollen in letzter Instanz auch Staaten grenzüberschreitend bei Banken Krisen haften. Neben dem ESM ist dazu die Einrichtung eines fiskalischen Auffangmechanismus (Fiscal Backstop) geplant, dessen Design und Umfang zu verhandeln sind. Für das Restrisiko der Staatshaftung für Banken Krisen gilt es allerdings, ordnungspolitisch zu bedenken, dass in kleinen Ländern mit einem im Vergleich zur Wirtschaftsleistung großen Bankensystem der jeweilige Staat kaum in der Lage sein wird, sich an der Restrukturierung von größeren Problembanken zu beteiligen. Im Krisenfall würden daher mehr Haftungsrisiken auf die übrigen Euroländer umverteilt werden als in größeren Ländern mit einem relativ kleinen Bankensystem. Das könnte zu einer impliziten Subventionierung von (möglicherweise zu risikoreichen) bankenbasierten Geschäftsmodellen einzelner Länder führen. Auch deswegen ist die glaubwürdige Abwicklung von systemrelevanten Banken gerade in solchen Ländern eine absolute Notwendigkeit für das Funktionieren des gemeinsamen Mechanismus.

### **Aufhebung der steuerlichen Begünstigung der Fremdkapitalfinanzierung**

Eine weitere notwendige Reform, um die Verschuldungsneigung im Privatsektor zu vermindern, ist die Eliminierung der in vielen europäischen Steuersystemen angelegten Begünstigung von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital (Deutsche Bundesbank, 2015c; Dombret, 2015; Hentze, 2016). Die Begünstigung des Fremdkapitals ist derzeit in der Unternehmensfinanzierung und teils auch bei der Spartätigkeit der Haushalte relevant, beispielsweise beim Eigenheimwerb.

Die mit hohen Schuldenständen verbundene Verwundbarkeit hat in den letzten Jahren eine Diskussion um den sogenannten Debt Bias angestoßen und die Erkenntnis geliefert, den steuerlichen Vorteil der Fremdfinanzierung abzuschaffen. In der Körperschaftbesteuerung kann dies durch die Gewährung eines Freibetrags für eigenkapitalfinanzierte Investitionen („Allowance for corporate equity“) geschehen. In ihrem im September 2015 präsentierten Aktionsplan hat die Europäische Kommission in Aussicht gestellt, im Rahmen der Arbeiten am Vorschlag für eine gemeinsame konsolidierte Körperschaftsteuer-Bemessungsgrundlage zu untersuchen, wie die unterschiedliche Behandlung von Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung angegangen werden kann (EU-Kommission, 2015h). Hier sollten baldmöglichst konkrete Maßnahmen abgeleitet und zeitnah umgesetzt werden.

### 4.3.3 Elementare Konditionalität bei Krisenmechanismen

Die neu errichteten Instrumente ESM und OMT sowie der im Eurosystem angelegte Target-2-Mechanismus der EZB können in Zukunft die Eskalation von Schuldenkrisen verhindern (vgl. Kapitel 3.6). Denn diese Mechanismen stabilisieren die Erwartungen der Finanzmarktakteure und mindern die Gefahr, dass solvente Staaten und Banken durch die Anlagestrategien der Finanzmarktakteure in die Zahlungsunfähigkeit getrieben werden. Bei Existenz multipler Gleichgewichte kann eher das gute Gleichgewicht erhalten werden (Grauwe, 2013), bei dem Staaten und Banken bei relativ niedrigen Risikoprämien solvent bleiben (statt bei hohen Risikoprämien zahlungsunfähig zu werden). Auch sinkt die Gefahr, dass zukünftige Krisen ähnlich gravierend ausfallen werden wie die derzeitige.

#### **ESM und OMT sichern auch hochverschuldete Staaten ab**

Zwar kann die weiterhin hohe Staatsschuldenquote mancher Euroländer bei einem negativen ökonomischen Schock in Zukunft Unsicherheiten über die Schuldentragfähigkeit auslösen. In der Folge könnte der Finanzmarkt nicht bereit sein, eine antizyklische Fiskalpolitik über steigende öffentliche Defizite zu akzeptablen Zinsen zu finanzieren. Doch ist dies keine Rechtfertigung für die Schaffung eines fiskalischen Ausgleichsmechanismus. Vielmehr kann in solchen Fällen der ESM eingreifen, gegebenenfalls flankiert durch die EZB mit dem OMT. Ein ESM-Hilfsprogramm ermöglicht dem betreffenden Land Zugang zu sehr niedrig verzinsten Kreditfinanzierung unter der Bedingung, dass eine

verbindliche Reformvereinbarung unterzeichnet wird. Solange sich das Land bei Programmbeginn an die Vorgaben des SWP hält, sollte es im Rahmen eines ESM-Programms auch möglich sein, antizyklische Fiskalpolitik zu betreiben und automatische Stabilisatoren wirken zu lassen. Der Fokus der Reformvereinbarung sollte daher auf strukturellen Reformen liegen und auf der Vorzeichnung eines mittelfristigen Konsolidierungspfads. Dies setzt jedoch voraus, dass hochverschuldete Staaten bis zu der nächsten Rezession Vertrauen und ein Mindestmaß an fiskalpolitischem Spielraum dadurch aufbauen, dass sie einen mittelfristigen Konsolidierungspfad verlässlich verfolgen.

Auch der Einwand, dass das ESM-Kreditvolumen im Rahmen bisheriger dreijähriger Hilfsprogramme nicht ausreicht für große Länder wie Italien, lässt sich entkräften. So kann zunächst nur ein vorsorgliches Programm vereinbart werden. Sollte dies zur Stabilisierung der Marktfinanzierungsbedingungen nicht ausreichen, käme hier eine ursprünglich von der Deutschen Bundesbank (2011, 72 ff.) aufgestellte Forderung zum Zuge (für Details vgl. Kapitel 4.7.1). Demnach soll am Beginn eines dreijährigen ESM-Vollprogramms automatisch ein Hinausschieben der Rückzahlung aller Schulden um drei Jahre vereinbart werden, wobei die Zinsen auf diese Schulden aber weiter zu zahlen wären. Damit verringert sich der Finanzierungsbedarf erheblich, weil lediglich die laufenden Fiskaldefizite, nicht aber der Bestand an fällig werdenden Staatsschulden zu finanzieren wäre. Der Finanzierungsbedarf für ein potenzielles Fiskaldefizit Italiens in Höhe von 5 Prozent des BIP würde pro Jahr rund 85 Milliarden Euro ausmachen. Dies wäre für den ESM auch über drei Jahre tragbar, da er im Juli 2016 eine Leihkapazität von über 370 Milliarden Euro auswies.

Dieser Ansatz hätte den weiteren Vorteil, dass es weniger als bislang zu einem starken Wechsel der Gläubigerstruktur weg von privaten und hin zum ESM käme – ein Effekt, der vor allem in Griechenland aktuell ein großes Problem darstellt, weil ein weiterer Schuldenschnitt dann letztlich zulasten der europäischen Steuerzahler ginge.

Ein automatisches Hinausschieben von Schuldenrückzahlungen hätte zwar einen technischen Zahlungsausfall (Default) zur Folge. Gewisse damit vorübergehend möglicherweise einhergehende Turbulenzen am Finanzmarkt erscheinen aber verkraftbar, weil eine Finanzierung am Kapitalmarkt nicht

nötig ist und weil die Verringerung des Barwerts der ausstehenden Schulden durch die Beibehaltung der Zinszahlungen in engen Grenzen gehalten wird. Auch größere und andauernde Ansteckungseffekte auf andere Länder erscheinen durch die Präsenz von ESM und OMT nur wenig wahrscheinlich.

### **Gefährdungen des Konditionalitätsprinzips nicht zulassen**

Das Konditionalitätsprinzip, nach dem Finanzhilfen nur gegen verbindliche Reformzusagen vergeben werden, darf nicht gefährdet werden, weil anderenfalls Fehlanreize für eine zu laxen Fiskalpolitik entstehen würden (vgl. Kapitel 3.6). Allerdings zeigen sich bei näherer Betrachtung einige Schwachstellen, bei denen eine Aufweichung des Konditionalitätsprinzips droht:

- Erstens sind manche Formulierungen im ESM-Vertrag und in einigen Ausführungsrichtlinien sehr vage. Dies betrifft vor allem den Umgang mit der obligatorischen Schuldentragfähigkeitsprüfung, die Bedingungen für eine mögliche Privatsektorbeteiligung und die Konditionalität bei einigen Zusatzinstrumenten wie den vorsorglichen Kreditlinien, Sekundärmarktinterventionen und direkten Bankenhilfen (Matthes, 2015c).
- Zweitens zeigt der Fall Griechenlands die Problematik der möglicherweise mangelnden mitgliedstaatlichen Bereitschaft, notwendige Reformen mitzutragen, respektive das Risiko des politischen Kurswechsels bei Empfängern der Zahlungsbilanzhilfen. Konkret drohte in Griechenland im ersten Halbjahr 2015 eine Aufweichung der Konditionalität, da die neu gewählte Regierung den Reformkurs grundsätzlich aufkündigte. Trotzdem spekulierte sie darauf, eine Verlängerung des zweiten Hilfspakets oder ein drittes Hilfspaket zu erhalten. Aber die Europartner ließen sich darauf nicht ein und beharrten auf dem Konditionalitätsprinzip. Im Sommer 2015 spitzte sich die Situation in Griechenland bis hin zu einem Referendum und folgenden Neuwahlen zu. Schließlich hat die jetzige Regierung – gleichwohl bei schwachem nationalen Engagement – zugesagt, die Reformvorgaben des dritten Hilfspakets grundsätzlich einzuhalten. Es muss auch in Zukunft gesichert bleiben, dass eine anhaltende Reformverweigerung die Einstellung von Hilfszahlungen nach sich zieht: Deswegen ist ein glaubwürdig implementierbares Staatsinsolvenzverfahren in mittlerer Frist unerlässlich (Matthes/Schuster, 2015a; vgl. Kapitel 4.7.1).

- Drittens wird die Konditionalität auch durch die Kritik an der demokratischen Legitimität der Troika aus EU-Kommission, EZB und IWF – seit kurzem und im Folgenden die Institutionen genannt – hinterfragt. Die Zuständigkeit der Institutionen ist es, Vorschläge für den Zuschnitt für Reformen zu entwickeln und ihre Umsetzung zu kontrollieren.<sup>8</sup> Formell sind die Institutionen jedoch ausreichend demokratisch legitimiert. Nicht die Beamten der Institutionen treffen die relevanten Entscheidungen, sondern die demokratisch legitimierten Finanzminister und die nationalen Parlamente. Dass der Entscheidungsspielraum dabei zuweilen nicht sehr groß ist, liegt nicht an den Institutionen, sondern an der üblicherweise schwierigen ökonomischen Lage. Ferner ist für die Konzeption und vor allem die Überwachung von Reformprogrammen eine gewisse politische Unabhängigkeit sinnvoll. Dies wird auch durch die Einbindung von EZB und IWF gewährleistet. Auch der IWF wird durch ein Gremium kontrolliert, in dem von Regierungen entsandte Mitglieder sitzen.

Daher wäre auch bei der Integration des ESM – derzeit intergouvernemental aufgestellt – in das gemeinschaftliche Institutionengefüge dessen hinreichende Unabhängigkeit zu gewährleisten. Gleiches gilt für den Erhalt der heutigen Abstimmungsregeln, die die nötige Handlungsfähigkeit mit der gleichfalls notwendigen nationalstaatlichen Kontrolle kombinieren.

Spielräume zur Erhöhung der politischen Legitimität gibt es zudem dadurch, dass Anpassungsprogramme sozial verträglicher gestaltet werden und dies bereits bei der Planung systematisch und verpflichtend berücksichtigt wird. Diesem Aspekt wurde in der bisherigen Krisenbekämpfung insgesamt zu wenig Augenmerk gewidmet (zur sozialverträglichen Gestaltung von Strukturreformen vgl. Kapitel 4.4.1). Dessen ungeachtet liegt eine Herausforderung darin, die ausreichende Rückbindung komplexer supranationaler institutioneller Strukturen (wie des Euro-Rettungsschirms) an die demokratische Grundlage des Wählerwillens mehrerer Länder zu gewährleisten. Dies gilt umso mehr im europäischen Umfeld, in dem ein einheitlicher politischer Diskurs nicht vorhanden ist. Dieser Aspekt kann an dieser Stelle nicht weiter vertieft werden.

---

8 Dieser Absatz orientiert sich eng an Matthes (2015b).

### **Zwischenfazit**

Die nach der Krise ergriffenen Governance-Reformen, die vor allem im Finanzsektor durch weitere gezielte Maßnahmen zu ergänzen sind, dürften bei konsequenter Umsetzung dazu beitragen, dass zukünftige Krisen im Euroraum weniger gravierend sein werden.

## **4.4 Bessere Funktionsfähigkeit der EWU durch verringerte Heterogenität und weniger Divergenzen**

Es wurde aufgezeigt, dass die Euro-Schuldenkrise aus verschiedenen Gründen außergewöhnlich war (vgl. Kapitel 4.2) und dass zukünftige Krisen wegen bisheriger und einiger noch notwendiger Reformen, die eine verbesserte Handhabung von Krisenwirkungen ermöglichen, weniger gravierend sein dürften (vgl. Kapitel 4.3). Im folgenden Kapitel wird das Argument vorgebracht, dass sich die Funktionsfähigkeit der Währungsunion selbst in verschiedenen Hinsichten verbessert hat. Verschiedene ergriffene und noch zu ergreifende Reformen tragen zu einer geringeren Heterogenität und Divergenz in der EWU bei. Damit besteht ein weiterer Grund zu der Annahme, dass die EWU mit zukünftigen Krisen deutlich besser umgehen kann als bisher.

### **4.4.1 Größere Homogenität auf Arbeits- und Produktmärkten durch Strukturreformen**

#### **Reformwirkungen**

Ein unterschiedliches Maß an Flexibilität auf Arbeits- und Produktmärkten bei den Mitgliedern der Währungsunion führte dazu, dass exogene Schocks durch die mitgliedstaatlichen Ökonomien unterschiedlich gravierend verliefen und auch gemeinsame exogene Schocks im Euroraum asymmetrisch wirken konnten (vgl. Kapitel 2). Die in Kapitel 3.3 beschriebenen umfangreichen Strukturreformen auf den Arbeits- und Produktmärkten in den Krisenländern haben die Länder des Euroraums in dieser zentralen Dimension ähnlicher und somit im Sinne der OWR-Theorie funktionsfähiger gemacht.

Auch stark unterschiedliche private Verschuldungsgrade führen zu divergierenden Anpassungspfaden an derartige Schocks (EU Commission, 2016a).



Daher dürfte auch der Fortschritt beim Abbau privater Verschuldung durch die in den Kapiteln 3.8 und 4.2.2 erläuterten Reformen (zum Beispiel beim privaten Insolvenzrecht) dazu beitragen, dass exogene Schocks in der Währungsunion weniger asymmetrisch wirken. Um die Heterogenität innerhalb der EWU weiter abzubauen (und auch um Wachstum, Beschäftigung und Wettbewerbsfähigkeit zu fördern), sollten die Strukturreformen in den Ländern des Euroraums weiter fortgeführt werden.

### **Institutionelle Anreize für Strukturreformen weiter stärken**

Das EWU-Regelwerk sollte noch stärkere Anreize für Strukturreformen setzen. Dies gilt vor allem für das Europäische Semester und die bislang mangelnde Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen (vgl. Kapitel 3.7). Hierzu sind verschiedene Ansatzpunkte denkbar. Die im Jahr 2013 geschaffene Möglichkeit, Auszahlungen im Rahmen der EU-Kohäsionspolitik mit der Umsetzung der relevanten länderspezifischen Empfehlungen zu verbinden (Konditionalität) und Strukturreformen zu fördern (EU-Kommission, 2015a), könnte dabei als hilfreiche Verbesserung gelten. Zielführend scheint ebenfalls der neu eingerichtete Kommissionsdienst zur Unterstützung bei der technischen und administrativen Umsetzung nationaler Strukturreformen (EU-Kommission, 2015e) zu sein. Auch hier wäre eine engere Verbindung der Tätigkeit dieses Diensts mit den länderspezifischen Empfehlungen denkbar. Dies ist im Kommissionsvorschlag einer Verordnung angesprochen worden, mit der ein Programm zur Unterstützung von Strukturreformen vom November 2015 eingerichtet werden soll (EU Commission, 2015f).

Wünschenswert wäre vor allem eine stärkere Einsicht in die Notwendigkeit und Sinnhaftigkeit von Strukturreformen auf der nationalen Ebene („Ownership“). Dazu existiert bereits eine Reihe von Ansätzen im Rahmen des Europäischen Semesters, die der Fünf-Präsidenten-Bericht (Juncker et al., 2015) weiter stärken will:

- Die EU-Kommission kann im Rahmen des Europäischen Semesters eine wichtige Rolle spielen, indem sie aufzeigt, dass es erfolgreiche Ansätze (Best Practices) gibt, um nationale Probleme zu bekämpfen, etwa eine hohe Arbeitslosigkeit oder ein nicht nachhaltig finanziertes Sozialsystem. Sie kann zudem im Rahmen eines Benchmarkingprozesses darstellen, wie einzelne

Staaten bei der Bekämpfung dieser Probleme aufgestellt sind. Beide Ansätze können überzeugen, wenn sie mit dem aktuellen Stand der evidenzbasierten Forschung umfassend wissenschaftlich untermauert werden.

- Gerüstet mit diesen objektivierten Argumenten kann die Kommission noch stärker als bislang in die Diskussion mit nationalen Entscheidungsträgern treten. Der Fünf-Präsidenten-Bericht sieht hierbei vor, dass das Europäische Parlament und auf nationaler Ebene die Parlamente, Sozialpartner und die Zivilgesellschaft stärker einbezogen werden. Dies kann – insbesondere in Kombination mit einer angemessenen Kommunikation in den nationalen Medien – dabei helfen, Reformwiderstände zu vermindern. Durch eine stärkere Einsicht in die nationalen Befindlichkeiten kann die EU-Kommission zudem möglicherweise dazu beitragen, Reformpakete zu schnüren, die effektiv, durchsetzbar und hinreichend sozial gerecht sind.
- Aufseiten der Verantwortlichkeit des Rates wäre es eine Maßnahme im Interesse aller, bei den Beratungen auf Ratsebene mehr gegenseitigen politischen Druck (Peer Pressure) aufzubauen, indem über die Umsetzung auf höherer politischer Ebene intensiver und länger diskutiert wird.

Darüber hinaus sollten gezielte Strukturreformen auch die Handelsintensität im Euroraum weiter stärken. Denn je mehr Mitgliedsländer einer Währungsunion miteinander handelsmäßig verflochten sind, desto geringer ist tendenziell die Divergenz der Konjunkturzyklen. Gefordert ist hier vor allem der weitere Ausbau des Gemeinsamen Marktes (Busch, 2013), insbesondere durch Abbau noch vorhandener Barrieren für den grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr und durch das Vorantreiben der digitalen Agenda.

### **Mögliche kurzfristige Nachteile von Strukturreformen relativierbar**

Angesichts der Wachstumsschwäche im Euroraum wird darüber diskutiert, Strukturreformen hinauszuschieben.<sup>9</sup> So warnen Eggertson et al. (2014) und Summers (2015) vor dämpfenden kurzfristigen ökonomischen Effekten von Strukturreformen in Zeiten sehr niedriger Zinsen. Bei Leitzinsen nahe an der

---

9 Dieser Abschnitt orientiert sich eng an Matthes (2015d).

Nullgrenze („Zero lower bound“) – so die Argumentation – könnten preissenkende Effekte von Produktmarktreformen zu höheren Realzinsen führen und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage weiter dämpfen. Darüber hinaus sind vor allem in Krisen, bei denen es vorab zu einer Überhitzung und zu einer Fehlallokation von Ressourcen kam, in der kurzen Frist meist schmerzhaft Anpassungen nötig. Parallel durchgeführte Strukturreformen, etwa die Erleichterung von Entlassungen oder Kürzungen von Sozialprogrammen, können diese Effekte vorübergehend noch weiter verschärfen.

Doch lässt sich die Befürchtung relativieren, dass Strukturreformen zu starken negativen Kurzfristeffekten führen (EZB, 2014, 65 f.). So berücksichtigen Eggertson et al. (2014) in ihrem nicht sehr komplexen DSGE-Modell (Dynamic Stochastic General Equilibrium) nicht, dass die EZB für eine expansive Geldpolitik noch andere Instrumente als nur Zinssenkungen hat und derzeit auch sehr aktiv nutzt. Außerdem vernachlässigen sie, dass Strukturreformen in der Regel zu einem Anstieg der Profitabilität von Investitionen, der verfügbaren Einkommen und der Wettbewerbsfähigkeit führen (Vogel, 2014) und dass schon die Erwartungen eines zukünftigen Vermögensanstiegs (in Reaktion auf heutige Reformen) zu einer Expansion der Wirtschaftsaktivität führen können (Fernandez-Villaverde et al., 2011). In der Tat ermitteln viele andere DSGE-Modelle keine oder nur zu vernachlässigende kurzfristige Kosten von Strukturreformen (Bouis/Duval, 2011; Annicchiarico et al., 2013; Varga et al., 2014). Nicht modellgestützte ökonometrische Schätzungen auf Basis von Ländervergleichen kommen tendenziell zu ähnlichen Ergebnissen (Bouis et al., 2012).

Es gibt auch die Sorge, dass Strukturreformen vor allem aufgrund möglicher dämpfender kurzfristiger ökonomischer Effekte die Staatshaushalte vorübergehend belasten können. Diese Befürchtung wird von den Entscheidungsträgern in einigen Ländern des Euroraums als weiterer Grund für das Zögern bei Strukturreformen angeführt. Die EZB (2015b, 62 ff.) untersucht diesen Aspekt ausführlich. Dabei kommt sie zu dem (aufgrund methodischer Fragen mit gewisser Vorsicht geäußerten) Ergebnis, dass nur wenige Arten von Strukturreformen zu negativen und kurzfristigen Effekten auf die Staatsfinanzen führen.

Bei einigen strukturpolitischen Reformmaßnahmen sind positive Wirkungen bereits in kurzer Frist zu erwarten (OECD, 2013). In einer Situation geringen

fiskalischen Handlungsspielraums und fragilen Wachstums ist die Umsetzung solcher Reformen besonders wichtig. Eine weitere Möglichkeit der Stabilisierung bei bedrohlichen makroökonomischen Ungleichgewichten ist, Reformen mit verzögertem Inkrafttreten unumkehrbar zu beschließen, beispielsweise eine Anhebung des Renteneintrittsalters.

Insgesamt gesehen sind negative Kurzfristeffekte von Strukturreformen nicht auszuschließen. Dabei dürfen ohnehin unvermeidliche Krisenwirkungen aber nicht den Reformen zugeschrieben werden. Als politische Schlussfolgerung sollten Strukturreformen wegen möglicher begrenzter negativer Kurzfristeffekte nicht aufgeschoben werden. Denn oft sind solche Reformen nur in der Krise politisch durchsetzbar. Gefordert ist aber eine kluge Konzeptionierung von Reformpaketen, bei denen die negativen Kurzfristeffekte durch kompensierende Reformen oder Maßnahmen möglichst minimiert werden. Zugleich ist es wichtig, die Kosten der Reformmaßnahmen realistisch einzuschätzen, um spätere legitimitätsschädigende Revisionen – wie in der Debatte um die fiskalischen Multiplikatoren – zu vermeiden.

### **Strukturreformen sozialverträglich gestalten**

Ein bedeutender Grund für das Zögern politischer Entscheidungsträger beim Angehen von Strukturreformen liegt auch in der Furcht der Wahlbevölkerung vor sozialen Folgekosten. In der Tat versetzen etliche der oben diskutierten Reformen einzelne betroffene Bevölkerungsgruppen in eine ungünstigere Lage. Beispielsweise beeinträchtigt die Senkung des Beschäftigungsschutzes oder die Dezentralisierung von Lohnfindungssystemen die Position von beschäftigten Arbeitnehmern. Und die Reduktion von Lohnersatz- und anderen Sozialleistungen mit dem Ziel, die Arbeitsangebotsanreize zu erhöhen, verschlechtert die Lage von Empfängern dieser Leistungen.

Allerdings sind derartige Reformen bei einer Abwägung der Vor- und Nachteile durchaus zu rechtfertigen. Soweit Reformen der Arbeitslosenversicherungen oder Einsparungen an Staatsausgaben die fiskalische Nachhaltigkeit sichern, tragen sie zu mehr Gerechtigkeit unter den Generationen bei. Zudem dient eine Senkung des Beschäftigungsschutzes oder von Mindestlöhnen dazu, die Eintrittsbarrieren für Arbeitslose in den Arbeitsmarkt zu verringern. Insoweit begünstigen solche Reformen die sozial schwächergestellten Outsider am

Arbeitsmarkt auf Kosten der sozial bessergestellten Insider, wobei Letztere in der Regel politisch einflussreicher sind.

Bei den meisten Reformen gibt es demnach Gewinner und Verlierer. Darauf sollte die Politik in der Art reagieren, dass sie durch eine Kombination von Einzelreformen die Kosten der Anpassung in der Gesellschaft angemessen verteilt. Die Anpassungslasten dürfen nicht einseitig den Beziehern von Erwerbseinkommen zugewiesen werden, sondern es gilt, durch parallele Arbeits- und Produktmarktreformen auch ökonomische Renten abzubauen (Grüner, 2013). Zudem ist zu erwägen, identifizierbare Verlierergruppen zumindest teilweise zu kompensieren (Aiginger/Bauer, 2016).

Um die soziale und politische Nachhaltigkeit von Strukturreformen zu sichern, sollten deren Verteilungsdimension mit berücksichtigt und gegebenenfalls Anpassungen der Steuer- und Transfersysteme vorgenommen werden. EU-weit ist die Ungleichheit der Markteinkommen in der Wirtschaftskrise zwar gestiegen, was bei Wirtschaftskrisen nicht unüblich ist. Allerdings haben die Steuer- und Transfersysteme der EU-Mitgliedstaaten die zunehmende Markteinkommensungleichheit in unterschiedlichem Maß aufzufangen vermocht (EU Commission, 2014b). Dies zeigt den deutlichen Handlungsspielraum der nationalstaatlichen Steuer- und Sozialpolitik. Aufgrund der berechtigten Sorgen der Bevölkerung über die sozialen Folgekosten von Strukturreformen ist es daher notwendig, den Verteilungswirkungen der Reformen besonderes Augenmerk zu widmen und diese möglichst in nachhaltiger Weise sozialverträglich zu gestalten.

Die Verantwortung dafür liegt vorwiegend auf nationaler Ebene. Allerdings gibt es hier durchaus Verbesserungsbedarf. Beispielsweise zeigt eine inzwischen mehrfach wiederholte Studie der Bertelsmann Stiftung (Schraad-Tischler/Kroll, 2014; Schraad-Tischler, 2015), dass gerade die EU-Mitglieder in der südlichen Peripherie des Euroraums in mehreren Dimensionen sozialer Gerechtigkeit auch bereits in den ersten Jahren der Krise, also vor den Anpassungsprogrammen, im EU-Vergleich deutlich unterdurchschnittlich abschnitten.

Doch auch die Anpassungsprogramme der Institutionen Europäische Kommission, IWF und EZB haben dieser Dimension anfangs zu wenig Beachtung

gewidmet (für Griechenland vgl. Matsaganis/Leventi, 2013). Allerdings ist hier aufgrund der Erfahrungen mit der Krise ein Fortschritt zu verzeichnen. So hat die EU-Kommission vor dem dritten Hilfsprogramm für Griechenland im August 2015 eine Abschätzung der zu erwartenden sozialen Folgen der in der Programmvereinbarung niedergelegten Maßnahmen präsentiert – zur Berücksichtigung sowohl in den Verhandlungen als auch während der Beobachtung der Implementierung (EU Commission, 2015g). Damit hat sie mit der Umsetzung der politischen Leitlinien der Juncker-Kommission, die eine reguläre Vorabbewertung der sozialen Folgen der Anpassungsprogramme fordert, den Anfang gemacht.

#### 4.4.2 Minderung des Realzinseffekts durch länderspezifische Maßnahmen der Finanzaufsicht

##### **Aktive Nutzung länderspezifischer makro- und mikroprudenzieller Aufsicht**

Auch das Problem, dass die einheitliche Geldpolitik in der EWU vor allem über den Realzinseffekt divergierend wirkt (vgl. Kapitel 2), soll mit den erfolgten Governance-Reformen entschärft werden. Allerdings wird das in der öffentlichen Debatte nicht ausreichend wahrgenommen. So zielen alle Reformen, die das Entstehen ökonomischer Ungleichgewichte im Euroraum verhindern sollen, auch darauf ab, die Auswirkungen des Realzinseffekts zu mindern. Dazu zählen vor allem die makroökonomische Überwachung und die makroprudenzielle Finanzaufsicht (vgl. die Kapitel 3.1 und 3.2). Entscheidend ist dabei, dass diese Instrumente und vor allem die direkt am Finanzsystem ansetzende Makroprudenz länderspezifisch einsetzbar sind. Damit spielt die Finanzaufsicht eine zentrale Rolle, den divergierend wirkenden Effekten der einheitlichen Geldpolitik entgegenzuwirken und damit ein Kernproblem der EWU zu mindern. Gerade derzeit ist dies von großer Bedeutung, da in einzelnen Euroländern, in denen die Konjunkturerwicklung überdurchschnittlich ist, in der aktuellen Niedrigzinsphase Gefahren für die Finanzstabilität, zum Beispiel erneute Immobilienblasen, aufkommen können.

Daher ist es unabdingbar, die Finanzaufsicht im Euroraum in aktiver Weise dezentral und damit länderspezifisch einzusetzen.<sup>10</sup> Dies legen auch strukturelle Unterschiede am Finanzmarkt zwischen den Euroländern nahe, zum Beispiel die Verwendung von überwiegend festen oder variablen Zinsen bei

Immobilienkredit (Rubio, 2013). Das ESRB erlaubt länderspezifische Maßnahmen, jedoch müssen diese in der Regel dem ESRB gemeldet und teilweise auch genehmigt werden (ESRB, 2014). Das ist aber kein Hindernis für die Nutzung wichtiger Maßnahmen, wie die Ausführungen unten zu den derzeit genutzten makroprudenziellen Instrumenten in mehreren Euroländern zeigen.

Da die Makroprudenz im Euroraum noch relativ unerprobt ist und zudem viele neue Instrumente geschaffen wurden (vgl. Kapitel 3.2), stellt sich die Frage, wie effektiv sie bei der Bekämpfung des Realzinseffekts sein kann (Maurer, 2010; Goodhart/Perotti, 2012; 2014; Houben et al., 2012; Angeloni, 2014; Demary, 2014b; ESRB, 2014; Remsperger, 2014; Viñals/Nier, 2014). Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass es weniger um das Eindämmen gewöhnlicher Konjunkturzyklen, sondern in erster Linie um die Vermeidung exzessiver Finanzzyklen in einzelnen Euroländern geht, damit eine mögliche nächste Krise weniger gravierend wird (vgl. Kapitel 4.3). Bei der Frage nach der Effektivität ist nach der Wirksamkeit und in Verbindung damit auch nach möglichen Umsetzungsproblemen zu fragen. Hierzu zählen mögliche Ausweichreaktionen in nicht regulierte Bereiche (zum Beispiel Schattenbanken), die Kompatibilität mit dem Binnenmarkt und die Frage der Durchsetzungskraft gegen politische Widerstände. Auf diese Aspekte wird im Folgenden genauer eingegangen.

### **Zur Wirksamkeit makroprudenzieller Maßnahmen**

Bei der Frage nach der Wirksamkeit ist zwischen modellbezogenen Studien und Erfahrungen mit dem tatsächlichen Einsatz makroprudenzieller Instrumente zu unterscheiden. Bisher gibt es nur recht wenige modellbezogene Studien, die Auswirkungen von dezentraler Makroprudenz untersuchen. Mit einem DSGE-Modell zeigen Brzoza-Brzezina et al. (2013) für eine Währungsunion mit heterogenen Mitgliedsländern, dass eine länderspezifische makroprudenzielle Politik, die in einer antizyklischen Weise eingesetzt wird, in der

---

10 Vgl. dazu auch Black (2010), Maurer (2010), Horn et al. (2012), Houben et al. (2012), Brzoza-Brzezina et al. (2013), Kok et al. (2014), Remsperger (2014), Constâncio (2015) und Schoenmaker/Wierts (2015). Einige dieser Autoren gehen noch weiter und fordern den Einsatz länderspezifisch differierender geldpolitischer Instrumente im Euroraum. Horn et al. (2012) und Maurer (2010) schlagen dazu Mindestreserveanforderungen vor. Black (2010) erwägt sogar differierende Refinanzierungssätze und verweist darauf, dass die US Federal Reserve eine regional differenzierte Geldpolitik zwischen 1914 und 1941 angewendet hat.

Peripherie des Euroraums teilweise für den Verlust einer eigenen, unabhängigen, nationalen Geldpolitik kompensieren kann. Mit einem ähnlichen Ansatz demonstrieren Quint/Rabanal (2014) sowie Rubio (2013), dass eine dezentral eingesetzte Makroprudenz unter bestimmten Bedingungen wohlfahrtserhöhend wirkt.

Neben diesen wichtigen Erkenntnissen der modellhaften Untersuchungen existiert inzwischen auch eine Reihe von Studien zu den Auswirkungen tatsächlich eingesetzter makroprudenzieller Instrumente – seien es kapitalbasierte, schuldnerbasierte oder andere. Solche Maßnahmen wurden bislang vor allem in Schwellenländern und in mittel- und südosteuropäischen Staaten eingesetzt, die stark von internationalen Kapitalzuflüssen betroffen waren. Diese Länder versuchten damit vor allem, eine stark expandierende Kreditvergabe und meist auch Immobilienblasen zu begrenzen. Doch auch einige westeuropäische Staaten haben bereits makroprudenzielle Maßnahmen zu ähnlichen Zwecken eingesetzt.

Die verfügbaren Studien kommen nicht durchweg, aber weit überwiegend zu ähnlichen Ergebnissen, aus denen sich bei aller Vorsicht einige Tendenzangaben ableiten lassen:

- Generell erweist sich der Einsatz makroprudenzieller Instrumente insofern als wirksam, als sie ausufernde Finanzzyklen dämpfen. Dies zeigen vor allem einschlägige Mehrländerstudien (Lim et al., 2011; Vandenbussche et al., 2012; Kuttner/Shim, 2013; Claessens et al., 2014; Jácome/Mitra, 2015; für einen Überblick über zahlreiche weitere Studien mit ähnlichen Ergebnissen vgl. Vandenbussche et al., 2012.). Wo es an Effektivität mangelt, dürfte dies nicht zuletzt auf zu spätes Agieren der Finanzaufsicht zurückzuführen sein (Kok et al., 2014).
- Die Erfahrungen mit schuldnerbasierten makroprudenziellen Instrumenten<sup>11</sup> sind zumeist erheblich besser als jene mit einer reinen kapitalbasierten

---

11 Hierzu gehören (vgl. Kapitel 3.2) Beschränkungen der Relation zwischen Darlehenswert und dem Wert der verfügbaren Sicherheit (Loan to Value Ratio – LTV), der Relation zwischen Darlehenswert und Einkommen des Schuldners (Loan to Income Ratio – LTI) und der Relation zwischen Schuldendienst und Einkommen des Schuldners (Debt Service to Income Ratio – DSTI).



Risikoversorge (Crowe et al., 2011; Kuttner/Shim, 2013; Claessens et al., 2014; Kok et al., 2014). Dies bestätigt die in Kapitel 3.2 geäußerten theoretischen Vermutungen.

- Schuldnerbasierte und andere Instrumente verringern tendenziell vor allem das Kreditwachstum und erweisen sich als etwas weniger effektiv bei der Dämpfung von Immobilienpreisanstiegen (Kuttner/Shim, 2013; Cerutti et al., 2015; Jácome/Mitra, 2015).
- Generell sind makroprudenzielle Instrumente wirksamer im Aufschwung als im Abschwung eines Finanzzyklus (Claessens et al., 2014; Cerutti et al., 2015) – und tatsächlich ist ihre Notwendigkeit besonders in der Aufschwungphase gegeben.

Vor allem schuldnerbasierte Instrumente (mit harten Kreditgrenzen) bieten sich daher dafür an, die Effekte des Realzinseffekts auf den Finanzzyklus zu mindern. Obwohl sie in der Regel effektiver wirken als kapitalbasierte Instrumente, können sie nicht mit Sicherheit einen exzessiven Kreditboom verhindern. Beispielsweise verliert die LTV-Ratio mit ihrer Darlehensgrenze, die an den Wert der Sicherheit gebunden ist, bei stark steigenden Immobilienpreisen an Wirkungskraft. Und bei der DSTI-Ratio können extreme Niedrigzinsen dazu führen, dass die Relation des Schuldendienstes zum Einkommen tragbar erscheint, obwohl dies bei einem merklichen Zinsanstieg nicht mehr gewährleistet wäre. Daher müssen die zuständigen Aufsichtsbehörden die Entwicklung im Blick behalten und gegebenenfalls die Kredit- oder Belastungsgrenzen weiter verschärfen.

Die stärkere Nutzung von schuldnerbasierten makroprudenziellen Instrumenten im Euroraum könnte auch dadurch beeinträchtigt werden, dass diese der EZB in ihrer Rolle als einheitlicher Finanzaufseher nicht zur Verfügung stehen. Hier kann die Gefahr bestehen, dass nationale Aufsichtsbehörden, vor allem wenn sie regierungsabhängig sind, möglicherweise wie vor der Krise zu lax agieren, um einen Konjunkturboom mit sprudelnden Steuereinnahmen nicht zu sehr zu dämpfen.

### **Mögliche Verzerrungen im Binnenmarkt**

Makroprudenzielle Maßnahmen in einzelnen Ländern können zu Beeinträchtigungen im EU-Binnenmarkt führen (Maurer, 2010; ESRB, 2014). Beispielsweise könnte eine Bank im heimischen Land, in dem relativ hohe makroprudenzielle Anforderungen gestellt werden, Wettbewerbsnachteile erleiden, wenn Banken aus anderen EU-Ländern, die geringeren Anforderungen unterliegen, im Land der erstgenannten Bank ihre Produkte aufgrund der Unterschiede günstiger anbieten können.

Doch lassen sich diese Gefahren durch verschiedene Maßnahmen mindern. Wenn dem ESRB relevante Maßnahmen gemeldet werden, prüft es mögliche Spillover-Effekte und Wirkungen auf den Binnenmarkt mit dem Ziel, problematische Wirkungen zu verhindern (ESRB, 2014). Darüber hinaus besteht die Möglichkeit und bei einigen Instrumenten auch der Zwang für nationale Aufsichtsbehörden, im Zuge einer effektiven Kooperation in bestimmter Weise zusammenzuarbeiten (Reziprozität). Um diese Möglichkeiten, Binnenmarktverzerrungen zu minimieren, noch weiter zu verbessern, wird innerhalb des ESRB eine Expertengruppe weitere Analysen vornehmen und auf dieser Basis Empfehlungen abgeben (EZB, 2015c). Ferner kann eine enge Zusammenarbeit zwischen makro- und mikroprudenzieller Aufsicht dazu beitragen, dass Banken wettbewerbsverzerrende Möglichkeiten im Binnenmarkt nicht oder sehr viel weniger wahrnehmen. Darauf kann die mikroprudenzielle Aufsicht auch über Moral Suasion hinwirken, das heißt, indem sie Druck auf die betreffenden Banken ausübt. Dies setzt jedoch voraus, dass sie ein intensives Monitoring betreibt sowie ausreichende Informationen über die Geschäftstätigkeit und Kreditvergabe der Banken besitzt.

### **Gefahr von Ausweichreaktionen**

Außerdem ist es möglich, dass länderspezifische makroprudenzielle Maßnahmen unterlaufen werden (ESRB, 2014, 54 ff.; Viñals/Nier, 2014; Reinhardt/Sowerbutts, 2015) – sei es durch Ausweichreaktionen innerhalb oder außerhalb des Bankensystems. Beispielsweise könnten Kapitalanforderungen auf Kredite innerhalb einer internationalen Bankengruppe umgangen werden, wofür Reinhardt/Sowerbutts (2015) Belege liefern. Dies wird zum Beispiel möglich, indem Kredite von einer heimischen Tochtergesellschaft auf die ausländische Muttergesellschaft umgebucht werden, die niedrigeren Kapitalanforderungen

unterliegt und möglicherweise sogar in einer Steueroase angesiedelt ist (CGFS, 2010; Maurer, 2010). Besonders relevant sind darüber hinaus Ausweichreaktionen in weniger regulierte Bereiche des Finanzmarktes wie den sogenannten Schattenbankensektor (Goodhart/Perotti, 2012; 2014). Diese Umgehungsmöglichkeiten sind dann besonders virulent, wenn die Bankenregulierung deutlich verschärft wird und damit der Anreiz steigt, Geschäftstätigkeiten in weniger regulierte Bereiche zu verlagern (vgl. Kapitel 4.3.2).

Die Möglichkeiten der Finanzaufseher, gegen diese Ausweichmöglichkeiten gerade im Schattenbankensektor oder in den Steueroasen anzugehen, sind nicht so begrenzt, wie es auf den ersten Blick erscheint. Die nationalen Finanzaufsichtsbehörden können bei wichtigen makroprudenziellen Instrumenten die Maßnahmen so umsetzen, dass sie für alle heimischen Transaktionen gelten, also unabhängig davon, welche Institution Kredite an Haushalte vergibt. Damit unterliegen auch ausländische Banken und Schattenbanken dieser Maßnahme. Diese Möglichkeit existiert vor allem für die relativ effektiven schuldnerbasierten Maßnahmen LTV-Ratio, LTI-Ratio und DSTI-Ratio (ESRB, 2014). Tatsächlich weisen Reinhardt/Sowerbutts (2015) nach, dass die Umgehung makroprudenzieller Regulierungen – durch Kreditbezug heimischer Kreditnehmer bei ausländischen Banken – bei schuldnerbasierten Instrumenten eine deutlich kleinere Rolle spielt als bei kapitalbasierten.

### **Politische Widerstände**

Anders als die pauschal wirkende Geldpolitik, die über Zinserhöhungen auch gegen Finanzzyklen angehen kann, wirken makro- und mikroprudenzielle Maßnahmen direkt auf die Geschäftstätigkeit der Wirtschaftsakteure ein. Zudem beschränken sie im Boom lukrativ erscheinende Geschäftsmöglichkeiten (die aus Sicht der Finanzaufseher zu große Risiken entstehen lassen könnten). Weil die Betroffenheit direkter, wahrnehmbarer und auf bestimmte Wirtschaftsakteure konzentriert ist, richten sich aus der Privatwirtschaft in der Regel relativ große politische Widerstände gegen finanzaufsichtsrechtliche Maßnahmen (Mishkin, 2013; Viñals/Nier, 2014). Auch vonseiten der Regierung können Widerstände aufkommen, wenn aufgrund makroprudenzieller Maßnahmen weniger Steuereinnahmen drohen oder der Finanzplatz an Attraktivität verlieren könnte. Tatsächlich stellen Kok et al. (2014) fest, dass es bei dem (bisher nur begrenzten) Einsatz makroprudenzieller Instrumente in Europa zuweilen zu

zögerlichem Handeln der Aufsichtsbehörden kam. Daher ist es wichtig, dass die Finanzaufsichtsbehörden hinreichend unabhängig und in ihrer Zielsetzung klar auf die Erhaltung der Finanzstabilität ausgerichtet sind.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, wie gut die neue institutionelle Konstruktion – mit dem ESRB als makroprudenzielle Koordinierungs- und Warninstitution und vor allem mit der EZB als unabhängige einheitliche makro- und mikroprudenzielle Aufseherin – eine effektive Finanzaufsicht im Euroraum gewährleistet (vgl. Kapitel 3.2). Sehr wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass sich die Anreize der nationalen Aufsichtsbehörden, von denen einige vor der Krise zu lax agierten, im neuen Regelwerk verändert haben. Sie werden vom ESRB, das selbst zwar nur begrenzte Durchgriffsmöglichkeiten hat, intensiv beobachtet, beurteilt und müssen auf mögliche ESRB-Empfehlungen im Rahmen eines „Comply-or-explain“-Ansatzes reagieren. Darüber hinaus müssen sie bei zögerlichem Verhalten damit rechnen, dass die EZB in ihrer Funktion als einheitliche Finanzaufseherin im Euroraum statt der nationalen Behörden aktiv wird oder deren Maßnahmen verschärft. Dieses neue institutionelle Gefüge spricht eher dafür, dass die Finanzaufsicht auf nationaler Ebene in Zukunft effektiver wird und sich damit auch eher gegen politische Widerstände durchsetzen kann. Das ist wichtig, da die makroprudenziellen Kompetenzen und die alleinigen Kompetenzen für schuldnerbasierte Instrumente primär auf nationaler Ebene angesiedelt sind. Darüber hinaus dürften die Finanzaufseher generell aus den Fehlern vor der aktuellen Krise gelernt haben und ihr Verhalten anpassen.

Ein wichtiges Indiz für diese Sichtweise ist, dass zahlreiche Euroländer angesichts der Niedrigzinsphase und drohender Risiken in den letzten Jahren vor allem im Immobiliensektor Dutzende finanzaufsichtsrechtliche kapital- oder schuldnerbasierte Maßnahmen ergriffen haben (Constâncio, 2015; für eine ausführliche Aufstellung vgl. ESRB, 2015; SVR, 2015a). Dabei nutzen bereits acht SSM-Länder schuldnerbasierte Instrumente, einige wenden auch Sensitivitätstests für mögliche Zinssteigerungen für neue Hypothekenkredite an (Constâncio, 2015). Am Beispiel von Irland kann dies illustriert werden (Übersicht 6).

Mit Blick auf Irland lässt sich feststellen, dass auch die nationalen Finanzaufseher aktiver als vor der Krise gegen aufkommende Finanzzyklen angehen. So hat die irische Zentralbank im Februar 2015 bei Neukrediten für private Wohnimmobilien eine LTV-Ratio zwischen 70 und 90 Prozent und eine LTI-Ratio von 3,5 des Bruttojahreseinkommens bei Eigennutzung eingeführt. Diese Beleihungsgrenzen sollen dauerhaft bestehen bleiben.

Damit reagierten die irischen Finanzaufseher darauf, dass sich angesichts des kräftigen Aufschwungs in Irland auch der Wohnungsmarkt nach einem starken Einbruch in der Krise wieder deutlich erholt hatte und erneute Überhitzungsgefahren aufzogen. Dies war ablesbar an einem verstärkten Kreditwachstum mit einem steigenden Anteil von Krediten mit LTV-Ratios zwischen 80 und 90 Prozent. Kredite mit derart hohen LTV-Ratios hatten sich zuvor in der Krise als deutlich stärker ausfallgefährdet erwiesen als Kredite mit geringeren LTV-Ratios. Außerdem hatten die Preise für private Wohnimmobilien im Jahr 2014 deutlich angezogen. Hinzu kommt nach Auskunft der irischen Zentralbank die Erfahrung, dass bei der Erwartung deutlicher Preissteigerungen ein selbstverstärkender Mechanismus zwischen Kreditvergabe und Immobilienpreisen in Gang kommen kann und dass der Wettbewerb um Marktanteile Banken unvorsichtiger werden lässt.

Darauf hat die irische Zentralbank gezielt reagiert, um eine zu laxe Kreditvergabe zu unterbinden und um die Preissteigerungserwartungen der Wirtschaftsakteure zu mindern. Sie tut dies mit dem explizit formulierten Ziel, nie wieder zuzulassen, dass sich eine kreditgetriebene Immobilienblase entwickeln kann. Dabei haben sich die Finanzaufseher gegen politische Widerstände und gegen den Vorwurf durchgesetzt, sie würden zwar ein legitimes Ziel verfolgen, dies aber mit unverhältnismäßigen Mitteln tun.

Es mangelt bislang noch an Daten, um die Effektivität der Maßnahmen bewerten zu können. Umfragen deuten aber darauf hin, dass Erwartungen an steigende Wohnimmobilienpreise deutlich gedämpft wurden. Als eine wichtige Ursache hierfür wurden die makroprudenziellen Maßnahmen der irischen Zentralbank genannt. Gleichwohl bleibt abzuwarten, ob die Eingriffe ausreichen und sich die Kreditvergabe verlangsamt, wofür es bislang nach Angaben der irischen Zentralbank noch kaum Anzeichen gibt. Auch muss sichergestellt werden, dass am Markt für gewerbliche Immobilien, wo sich ebenfalls die Warnzeichen mehren, keine Blase entsteht.

Eigene Darstellung in Anlehnung an Gerlach, 2015



### Wirtschaftspolitische Forderungen

Von den obigen Überlegungen lassen sich die folgenden konkreten wirtschaftspolitischen Forderungen ableiten. Vor allem schuldnerbasierte makroprudenzielle Instrumente sollten – flankiert von kapitalbasierten Instrumenten – aktiv genutzt werden:

- Um Aufsichtsarbitrage in Form eines zu zögerlichen Agierens der nationalen Aufseher zu vermeiden, sollte die EZB in ihrer Funktion als einheitlicher Aufseher auch Zugriff auf schuldnerbasierte Maßnahmen erhalten. Daher sollten diese Instrumente möglichst bald in das CRD-IV-/CRR-Paket integriert werden, in dessen Rahmen die EZB agieren kann (Constâncio, 2015).

- Dabei sollte die LTV-Ratio, die das Wertrisiko bei Sicherheiten umfasst, kombiniert mit LTI-Ratio oder DSTI-Ratio genutzt werden, die am Schuldnerisiko ansetzen (ESRB, 2015). Außerdem ist die Anwendung nicht nur bei privaten Wohnimmobilien, sondern auch bei Überhitzungen im Gewerbeimmobilienmarkt nötig, wenngleich schuldnerebasierte Instrumente hier schwieriger zu kalibrieren sind.
- Schuldnerbasierte Maßnahmen sollten so weit wie möglich auf alle heimischen Transaktionen angewendet werden, um Ausweichreaktionen besonders in den Schattenbankensektor zu erschweren.
- Auch in Deutschland sind schuldnerebasierte makroprudenzielle Instrumente umgehend zu schaffen, wie es der Ausschuss für Finanzstabilität vorschlägt, der beim Bundesfinanzministerium angesiedelt ist (SVR, 2015a, 197). Allerdings ist das Kreditvergabeverhalten der Banken hier traditionell recht konservativ, sodass eine zu risikoreiche und ausufernde Kreditvergabe in Deutschland wenig wahrscheinlich ist. Daher müssen deutliche Risiken auch im deutschen Markt nachweisbar sein, bevor diese Instrumente gezielt eingesetzt werden.

Finanzaufsichtsbehörden können effektiv agieren, wenn sie zum Beispiel Aufweichungen von Kreditstandards, Ausweichreaktionen in den Schattenbankensektor und Binnenmarktverzerrungen erkennen können. Um dazu in der Lage zu sein, müssen sie ausreichend über die Kredit- und Schuldnerisiken informiert sein und brauchen dafür ein umfangreiches Kreditregister. Außerdem sollte der Schattenbankensektor selbst im Rahmen einer Allfinanzaufsicht stärker reguliert und beaufsichtigt werden (vgl. Kapitel 4.3.2).

## 4.5 Bessere Funktionsfähigkeit der EWU durch effektivere Anpassungsmechanismen

### 4.5.1 Größere Lohn- und Preisflexibilität in Südeuropa

Die Lohnflexibilität im Euroraum ist höher als gemeinhin angenommen. Sie war in der Phase zwischen 2008 und 2011 so hoch wie in den USA, wie eine Untersuchung der Lohnentwicklung auf der Mikroebene zeigt (Verdugo, 2016;

für eine nähere Erläuterung vgl. Kapitel 3.3). Die in Südeuropa im Zuge der Krise ergriffenen Strukturreformen auf Arbeits- und Produktmärkten dürften die Lohn- und Preisflexibilität weiter erhöhen. Zunächst haben sie mit dazu beigetragen, dass sich über Lohn- und Preisanpassungen die Beschäftigungslage und die Wettbewerbsfähigkeit wieder verbessert haben (vgl. Kapitel 3.9). Die erfolgten Reformen in den Lohnfindungssystemen sprechen dafür, dass sich Löhne in Zukunft stärker als früher an der Produktivität und der Konjunkturentwicklung orientieren. Die Produktmarktreformen sollten die Reaktionsfähigkeit der Preise verbessern, da die Reformen die Wettbewerbsintensität erhöhen. Damit ist ein grundlegendes Problem, das die Funktionsfähigkeit der Währungsunion stark beeinträchtigt hatte (vgl. Kapitel 2), reduziert worden.

#### 4.5.2 Fortschritte bei der Finanzmarktintegration

In Kapitel 2 wurde argumentiert, dass eine starke Finanzmarktintegration im Euroraum zentral ist für die Funktionsfähigkeit der Währungsunion, weil über eine finanzielle Risikoteilung negative ökonomische Schocks zu einem erheblichen Anteil absorbiert werden können. In der Euro-Schuldenkrise hat dieser Anpassungsmechanismus aber in wichtigen Aspekten versagt. Der Befund ist bei genauerer Betrachtung jedoch differenziert und erlaubt die Ableitung von relevanten Schlussfolgerungen:

- Es kam zu einem Kapitalabzug vorwiegend bei eher kurzfristig orientierten schuldenbasierten Anlagen im Interbankengeschäft sowie bei Staatsanleihen und teils auch bei Unternehmensanleihen (SVR, 2015a).
- Demgegenüber blieben tendenziell eher langfristig orientierte Eigenkapitalengagements (einschließlich Direktinvestitionen), Investmentfondsanlagen und direkte grenzüberschreitende Retail-Kredite weitgehend stabil (EZB, 2016).

Aktienengagements im Euroraum nahmen seit der Krise sogar an Bedeutung zu und sind stärker ausgeprägt als gemeinhin wahrgenommen. Eine Zunahme ist auch seit Beginn der Europäischen Währungsunion zu verzeichnen. So wuchs der Anteil der im Euroraum grenzüberschreitend gehaltenen Aktienanlagen an dem im Euroraum emittierten Aktienvolumen von rund 15 Prozent im Jahr 1997 auf 42 Prozent im Jahr 2013 auf rund das Dreifache (ECB, 2015b). Auch

andere, eher langfristig orientierte Anlageformen haben seit Beginn der EWU (Santis/Gérard, 2009; EZB, 2016) oder seit der Krise an Bedeutung gewonnen (EZB, 2016):

- Direkte grenzüberschreitende Retail-Kredite machten vor Beginn der EWU erst rund 15 Prozent der grenzüberschreitenden Kreditvergabe (einschließlich Interbankenkredite und Wholesale Financing) aus. Dieser Anteil stieg bis 2015 auf über 30 Prozent.
- Der Anteil von langfristiger Auslandsverschuldung im Euroraum an der gesamten Auslandsverschuldung über alle Laufzeiten stieg zwischen 2008 und 2015 von rund 58 auf rund 63 Prozent – auf Basis eines Anstiegs der langfristigen Komponente um 59 Prozent.
- Im selben Zeitraum nahm der Anteil von langfristig orientierten Direktinvestitionen an allen Investitionen um 5 Prozentpunkte auf rund ein Drittel zu.

Damit fällt die Finanzmarktintegration im Euroraum tatsächlich höher aus und hat sich in wichtigen Teilbereichen deutlich besser entwickelt als vielfach wahrgenommen.

Dieser Befund gilt nur in abgeschwächter Form für die Krisenländer (EZB, 2016). Dies hat mit den verbleibenden Krisennachwirkungen zu tun, die bei den hier empfohlenen Reformen aber nach und nach an Gewicht verlieren werden. Generell unterstreicht die ausbaufähige finanzielle Einbindung der Krisenländer darüber hinaus die Notwendigkeit, aber auch das Potenzial von attraktiven Standortbedingungen, die sich durch wachstumsfördernde Strukturreformen verbessern lassen.

Auch die Krisenmechanismen fördern im Krisenfall die finanzielle Risikoteilung, indem sie in Rezessionen Zugang zu neuen zinsgünstigen Krediten ermöglichen und in den Krisenländern eine Konsumglättung ermöglichen. Die bloße Existenz von Sicherungsmechanismen wie ESM und OMT dient zum einen dazu, den Zugang zu privaten Finanzierungsquellen zu akzeptablen Zinskonditionen aufrechtzuerhalten. Zum anderen vergibt der ESM selbst Kredite zu sehr güns-



tigen Konditionen. Schließlich verschafft das Target-2-System (zusammen mit der Vollzuteilung der EZB bei erleichterten Sicherheitsanforderungen und gegebenenfalls dem ELA-Zugang) den Banken der Krisenländer Zugang zu gering verzinsten Zentralbankkrediten. Die Relevanz der so erreichten Risikoteilung sollte nicht unterschätzt werden.

Obwohl die Finanzmarktintegration im Euroraum somit stärker erscheint und sich zuletzt auch besser entwickelt hat als vielfach wahrgenommen, sind die Potenziale für finanzielle Risikoteilung noch weiter auszubauen. Dabei kann es allerdings zu einem Zielkonflikt kommen: Je stärker die Finanzverflechtungen im Euroraum sind, desto größer ist die Gefahr von systemischen Ansteckungseffekten im Krisenfall, falls betroffene Akteure systemrelevant sind, zu große Risiken eingehen und zu wenig Vorsorge betreiben. Dies zu verhindern, ist eine der zentralen Herausforderungen bei der Stärkung der Funktionsfähigkeit der Währungsunion.

Zusätzlich zu den bisher ergriffenen Reformmaßnahmen sind noch weitere nötig, um eine Verringerung des Risikos von systemgefährdenden Finanzmarktkrisen zu erreichen (vgl. dazu auch Valiante, 2016). Die Bankenreformen, die Bankenunion und auch die Kapitalmarktunion sind dabei wichtige Errungenschaften und Anknüpfungspunkte:

- **Risikovorsorge.** Eine bessere Kapitalisierung bei Banken (und Versicherungen) ist unverzichtbar. Bisherige Fortschritte im Rahmen der Umsetzung von Basel III, CRD IV und CRR (sowie durch Solvency II für Versicherungen) sind erheblich, aber weitere systemische und zyklische Kapitalpuffer sollten bei Bedarf aktiv genutzt und eine Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen bald eingeführt werden (vgl. die Kapitel 3.2, 4.3.2 und 4.4.2).
- **Risikodiversifizierung bei Anlagen.** Diversifikation von Risiken ist ein entscheidendes Konzept, um zu verhindern, dass mögliche Forderungsausfälle wichtige Finanzmarktakteure überfordern und systemisch wirken. Banken und Versicherungen sollten daher angehalten werden, ihre Finanzanlagen im Euroraum breiter zu streuen, um Risiken zu mindern und Klumpenrisiken zu verhindern. Das gilt auch und gerade für Staatsanleihen, bei denen die Heimatpräferenz durch die dringend nötige Einführung von Obergrenzen

stark gemindert werden muss (vgl. Kapitel 4.3.2). Um dieses Ziel zu erreichen, sollten die Eigenkapitalvorschriften bei Banken und Versicherungen so verändert werden, dass sie eine Konzentration (Diversifikation) von Anlagen mit höheren (niedrigeren) Kapitalunterlegungsvorgaben versehen (Demary, 2014a).

- **Risikodiversifizierung bei Akteuren.** Die mit einer stärkeren Finanzmarktintegration im Euroraum einhergehenden Risiken sollten auf möglichst viele Schultern verteilt werden. Neben Banken und Versicherungen ist dabei auch an andere Akteure wie Investmentfonds und Hedgefonds zu denken. Zwar waren auch vor der Krise zahlreiche Akteure schon grenzüberschreitend im Euroraum aktiv (SVR, 2015a), doch gibt es hier noch Steigerungspotenzial, beispielsweise durch eine noch stärkere Harmonisierung und Transparenz bei der Finanzmarktregulierung zwischen den Euroländern (Allard et al., 2013). Allerdings ist auch bei einem grenzüberschreitenden Engagement anderer Finanzmarktakteure sicherzustellen, dass keine Systemrelevanz entsteht und daher Forderungsexposures hinreichend diversifiziert erfolgen und ausreichend abgesichert sind.
- **Starke Allfinanzaufsicht.** Um auch die übrigen Finanzinstitute zu überwachen, fehlt es an einer Allfinanzaufsicht mit hinreichenden Kompetenzen, die sich auch auf den Schattenbankensektor erstrecken. Die Einführung einer pauschalen aggregierten Verschuldungsgrenze (Leverage Ratio) für alle schuldenintensiven Aktivitäten, wie von Schoenmaker/Wierts (2015) gefordert, kann hier ein wichtiger Schritt zur Risikobegrenzung sein (vgl. Kapitel 4.3.2).
- **Mehr Eigenkapitalverflechtung.** Die Effektivität der Risikoteilung im Euroraum durch die Finanzmarktintegration lässt sich verbessern, indem es grenzüberschreitend zu noch mehr eigenkapitalbasierter Verflechtung kommt (Dombret, 2015). Denn Eigenkapitalforderungen wie Aktien oder Direktinvestitionen schwanken in ihrem Wert, während eine Fremdkapitalforderung fixiert ist und daher über die Wertänderung keine Risikoteilung ermöglicht. Zwar ist die grenzüberschreitende Eigenkapitalverflechtung seit EWU-Beginn wie erläutert erheblich gestiegen, doch kann und sollte sie noch weiter erhöht werden.

- **Anreize gegen zu kurzfristige Exposures.** In der Euro-Schuldenkrise kam es vor allem zu einem Abzug bei Kapitalanlagen mit kurzer Fristigkeit. Dieses Problem spielte bereits in vielen früheren Finanzkrisen in Schwellenländern eine Rolle. Die neuen Liquiditätsbestimmungen für Banken sind diesbezüglich hilfreich. Doch hier bedarf es konkreter Anreize für langfristige und gegen kurzfristige Exposures.
- **Kapitalmarktunion als Plattform.** Die Kapitalmarktunion (EU-Kommission, 2015h; Demary et al., 2015; Valiante, 2016) bietet eine Plattform für viele dieser Vorhaben, zum Beispiel die stärkere Diversifikation und die Eigenkapitalverflechtung. Allerdings bedarf es noch einer stärkeren Ausrichtung auf das Ziel, die finanzielle Risikoteilung zu fördern. Daher sollte eine klar definierte Roadmap erstellt werden, um dieses Ziel auf den gleichen Rang zu heben wie das Ziel der Kapitalmarktunion, die Unternehmensfinanzierung zu verbessern (Constâncio, 2015).
- **Abschaffung der steuerlichen Begünstigung des Fremdkapitals.** Diese Maßnahme (vgl. Kapitel 4.3.2) kann zu einer größeren Eigenkapitalverflechtung beitragen. Dies ist gemäß dem Fünf-Präsidenten-Bericht (Juncker et al., 2015) ein weiterer Aspekt, der im Rahmen der Kapitalmarktunion vorgesehen ist.
- **Aktionärs- und Gläubigerbeteiligung sicherstellen.** Die Einführung eines einheitlichen Abwicklungsregimes für Banken mit einem Bail-in mit Haftungskaskade (vgl. Kapitel 3.2) ist eine zentrale Voraussetzung für eine effektivere Risikoteilung. Allerdings müssen diese neuen Vorschriften im Krisenfall auch wirklich genutzt werden.
- **Begrenzter Risikoschutz.** Da grenzüberschreitend engagierte Aktionäre und Gläubiger bei Bankenabwicklungen wegen dieser neuen Regeln mit einer größeren Verlustwahrscheinlichkeit rechnen dürften, besteht die Gefahr, dass es schon bei frühzeitigen Krisenanzeichen bei einer Bank zu einem Kapitalabzug kommt. Dies kann und soll zwar disziplinierend auf die Kapitalnehmer wirken, allerdings kann eine Tendenz zum Herdenverhalten eine Kapitalflucht einleiten. Damit kann eine sich selbst erfüllende Prophezeiung in Gang gesetzt werden, weil Kapitalabzug zu Liquiditätsengpässen führt

und so eine Zahlungsunfähigkeit bereits drohen kann, wenn die Solvenz fundamental noch gesichert ist. Gegen dieses Liquiditätsrisiko helfen der Zugang der Banken zur ELA-Fazilität (Emergency Liquidity Assistance) der EZB und auch die Möglichkeit eines direkten und indirekten ESM-Kredits an potenziell betroffene Banken. Beides sollte die Risiken von Vertrauenskrisen reduzieren. Darüber hinaus muss dieses Spannungsverhältnis aber ausgehalten werden. Umso mehr sind Risikovorsorge und Diversifizierung nötig, um bei Bankenpleiten gravierende systemische Ansteckungseffekte zu verhindern.

### 4.5.3 Stärkere Arbeitskräftemobilität

#### **Weitere Fortschritte in der Krise**

Schon vor der Krise war die Arbeitskräftemobilität innerhalb der EWU gestiegen und reaktionsfähiger auf Konjunkturunterschiede geworden (vgl. Kapitel 2). Während der Euro-Schuldenkrise kam es zu weiteren Verbesserungen in dieser Hinsicht, wenngleich die längerfristige Mobilität weiter deutlich hinter der in anderen Währungsräumen zurückbleibt. Die längerfristige Mobilität der Arbeitskräfte in der EU – gemessen an dem Bestand von ausländischen Beschäftigten aus der EU – ist im Vergleich zu den USA weiterhin relativ gering. Fortschritte mit Blick auf die kürzerfristige Mobilität lassen sich in mehrfacher Hinsicht verzeichnen.

Erstens existieren einige Studien, die die Pufferfunktion der Arbeitskräftemobilität unter Einbezug von Daten auch nach Krisenbeginn 2008 erfassen. Sie geben erste, aber wichtige Hinweise auf eine in der Krise deutlich erhöhte Migration:

- Dao et al. (2014) weisen nach, dass die Nettomigration zwischen den Regionen in Europa im Vergleich der Zeiträume 1998 bis 2003 und 2004 bis 2009 deutlich angestiegen ist. Dabei ist die Mobilität in den Regionen der EU-15 etwas geringer als in der Gruppe der 21 EU-Staaten, die auch neue Mitgliedstaaten enthält. Die Studie basiert auf dem Ansatz von Blanchard/Katz (1992), mit dem die Arbeitskräftemigration als Residuum der Reaktion von Arbeitslosigkeit und Erwerbsquote auf einen Arbeitsnachfrageschock ermittelt wird.

- Spezifische Hinweise lassen sich bei Beers et al. (2014) finden, da sie EWU-Länder direkt untersuchen und Daten von 1983 bis 2012 mit einbeziehen. Sie weisen einen deutlichen Anstieg der Arbeitskräftemobilität im Euroraum im Vergleich zu den 1980er Jahren nach. Zwar bleibt die längerfristige Migration in den USA deutlich höher. Doch in der kurzen Frist (innerhalb eines Jahres) zeigen sich mit dem gleichen methodischen Ansatz kaum Unterschiede zwischen dem Euroraum und den USA bei der Reaktion der Arbeitskräftemobilität auf einen identischen negativen Arbeitsnachfrageschock.
- Huart/Tchakpalla (2015) verdeutlichen auf Basis von Daten des Zeitraums 2007 bis 2013 (und teilweise 2014) mit einer Regressionsanalyse, dass die Reaktion von Migrationsströmen auf Arbeitslosigkeitsdivergenzen im Euroraum sehr viel stärker war, als sie von der EU-Kommission (EU Commission, 2011b) mit einem ähnlichen Ansatz auf Basis von Daten zwischen 1992 und 2009 geschätzt wurde.

Zweitens lässt sich mit Migrationsdaten zeigen, dass es im Zuge der Krise vor allem in den Ländern der Euro-Peripherie zu einem deutlichen Anstieg der Arbeitskräftemobilität gekommen ist (Trésor-Economics, 2015). In den kleineren Peripheriestaaten nahm die jährliche Auswanderung von heimischen Bürgern (und nicht von Immigranten) sehr stark zu und erreichte im Jahr 2012 in Irland 0,9 Prozent, in Griechenland 0,8 Prozent und in Portugal knapp 0,5 Prozent der Bevölkerung. Im Jahr 2006 lag dieser Anteil noch bei rund 0,3 Prozent in Irland und unter 0,1 Prozent in den beiden anderen Staaten (Trésor-Economics, 2015). Zum Vergleich: Die jährliche grenzüberschreitende Mobilität beträgt rund 2,4 Prozent zwischen den 50 Bundesstaaten der USA, rund 1,5 Prozent zwischen acht australischen Staaten oder Territorien und rund 1 Prozent zwischen zehn kanadischen Provinzen (OECD, 2012).

Wird die Auswanderung aus den Krisenstaaten von Migranten aus Nicht-EWU-Heimatländern mit einbezogen, die zuvor in der Boomphase zugewandert waren (vor allem nach Spanien und Irland), ergeben sich zuletzt noch deutlich größere Abwanderungsströme im Euroraum. Diese Umkehrung der Arbeitsmigration aus Nicht-EWU-Staaten dürfte zu dem bemerkenswerten Ergebnis von Beers et al. (2014) beigetragen haben. Auch wenn die (gestiegene) Emigra-

tionsneigung heimischer Bürger der Euroländer weiterhin begrenzt bleibt, hat die Ventilfunktion der Nicht-EWU-Migration einen wichtigen Beitrag zu der gewünschten Entlastung der Arbeitsmärkte in den Krisenländern geleistet.

### **Weitere Verringerung der Mobilitätshemmnisse nötig**

Es bleibt Aufgabe der Wirtschaftspolitik, die Arbeitskräftemobilität in der EWU weiter zu stärken und an den verbleibenden Wanderungsbarrieren anzusetzen. Als Hauptgründe für die relativ geringe Neigung, in einem anderen Mitgliedstaat zu arbeiten, gelten Sprache sowie kulturelle und familiäre Aspekte (EU-Kommission, 2012a, 8; OECD, 2012, 24). Daneben spielen auch noch andere Faktoren eine Rolle: administrative Hindernisse, Anerkennung von Qualifikationen, Vorschriften bei den Altersversorgungssystemen und steuerliche Hindernisse beim Umzug (EU-Kommission, 2012a). Nach Ansicht der OECD ist der Zugang zum öffentlichen Dienst, obwohl konträr zur rechtlichen Situation, für EU-Bürger aus einem anderen Mitgliedstaat oftmals verschlossen (OECD, 2012, 25). Zudem sind in manchen EU-Ländern die Kosten für Immobilientransaktionen sehr hoch. Für Wohnimmobilientransfers wird für Belgien (Brüssel) ein Wert zwischen 8,5 und 11,5 Prozent des Immobilienwerts ausgewiesen, in Zypern sind es 8 Prozent, in Spanien über 7 Prozent und in Deutschland 6 Prozent. Am niedrigsten sind die Transaktionskosten für Immobilien in Dänemark mit unter 1 Prozent (Ernst & Young, 2014, 84).

Zur Verbesserung der Mobilität der Arbeitskräfte hat der EU-Gesetzgeber im November 2013 eine Änderung sowohl der Richtlinie über die Anerkennung von Berufsqualifikationen als auch der Verordnung über die Verwaltungszusammenarbeit mithilfe des Binnenmarkt-Informationssystems beschlossen (EP, 2013). Dabei geht es besonders um die Straffung, Vereinfachung und Verbesserung der Vorschriften für die Anerkennung beruflicher Qualifikationen. Dazu wurden unter anderem ein europäischer Berufsausweis und ein Evaluierungssystem für regulierte Berufe geschaffen. Darüber hinaus sind weitere Fortschritte erzielt worden (Barslund et al., 2014):

- Zur Förderung des kulturellen Austauschs und des Spracherwerbs von jungen Menschen wurde das Programm Erasmus+ im Zeitraum 2014 bis 2020 mit über 40 Prozent mehr an zusätzlichen finanziellen Mitteln ausgestattet als das Vorgängerprogramm.

- Inzwischen gibt es in der EU die Möglichkeit, bei einer Arbeitsuche in einem anderen Mitgliedstaat den Anspruch auf Arbeitslosentransfers im Herkunftsland für drei bis maximal sechs Monate zu behalten.
- Mit EURES (European Employment Services) stellt die EU ein grenzüberschreitendes Vermittlungssystem zur Verfügung, mit dem EU-weit offene Stellen und Bewerberprofile zusammengebracht werden sollen.
- Die Anerkennung von Qualifikationen soll durch ein einheitliches europäisches System (European Skills, Competences and Occupations – ESCO) auf eine neue Grundlage gestellt werden. ESCO soll zunehmend auf nationaler Ebene bei Arbeitsämtern, Firmen und Bildungseinrichtungen verfügbar sein.

Zwar werden Kultur- und Sprachbarrieren auch in Zukunft verhindern, dass bei der Arbeitskräftemigration eine Angleichung an das US-Niveau stattfindet. Doch werden die aufgeführten wirtschaftspolitischen Maßnahmen dazu beitragen, die Mobilität in Europa zu erhöhen und damit auch die Funktionsfähigkeit des Währungsraums weiter zu verbessern.

## 4.6 Effektivere Fiskalpolitik

In den vorigen Kapiteln wurde aufgezeigt, dass

- die restlichen Nachwirkungen der in den letzten Jahren erlebten multiplen Krisen mit spezifischen, temporären Instrumenten zu bekämpfen sind;
- die ergriffenen und weitere Reformen wesentlich dazu beitragen, die Anfälligkeit der Mitglieder des Europäischen Währungsraums für gravierende asymmetrische und durch Finanzzyklen hervorgerufene Krisen zu verringern;
- die nicht fiskalischen Anpassungsmechanismen in den Mitgliedern der Währungsunion durch die erfolgten Reformen verbessert wurden und mit weiteren Maßnahmen gezielt weiter verbessert werden können.

Im Folgenden wird argumentiert, dass auch im Rahmen des reformierten und mit dem Fiskalpakt ergänzten Stabilitäts- und Wachstumspakts nationale an-

tizyklische Fiskalpolitik weiterhin möglich ist, mithin das Argument ihrer Unzulänglichkeit unzutreffend ist. Das Kapitel zeigt Maßnahmen auf, wie die Effektivität der fiskalpolitischen Stabilisierung auf nationaler Ebene erhöht werden kann. Zugleich wird untersucht, in welchem Maß eine stärkere Koordinierung der Fiskalpolitik auf EWU-Ebene zur Stabilisierung beitragen kann und insofern für die Stabilität des Euroraums hilfreich ist. Eine solche Koordinierung wird oft gefordert, um Spillover-Effekte zu berücksichtigen und einen adäquaten aggregierten fiskalpolitischen Kurs zu erreichen.

#### 4.6.1 Verbesserung antizyklischer nationaler Fiskalpolitik

##### **Mehr fiskalpolitischer Spielraum im (nächsten) Abschwung**

In der Wirtschaftskrise hatten einige Staaten des Euroraums nur begrenzten Spielraum für die fiskalische Konjunkturstimulierung, da die Wirkungen der globalen Finanzkrise bereits zu einer deutlichen Erhöhung der öffentlichen Defizite und der Staatsverschuldung geführt hatten (vgl. Kapitel 2). Auch gegenwärtig sind die öffentlichen Haushalte in manchen Mitgliedern des Euroraums strukturbereinigt von einem Ausgleich deutlich entfernt. Daher bleibt der Spielraum für fiskalische Stimuli in diesen Staaten derzeit tatsächlich stark eingeschränkt. Diese Situation ist jedoch, wenngleich schwierig, dennoch vorübergehend und den spezifischen Umständen geschuldet: Sie bietet daher keinen Grund für die Schaffung dauerhafter fiskalischer Stabilisierungsmechanismen auf EWU-Ebene (vgl. Kapitel 4.2.2).

Vielmehr bietet auch der verschärfte Stabilitäts- und Wachstumspakt (vgl. Kapitel 3.5) durch seine Ausrichtung auf konjunkturbereinigte Budgetsalden grundsätzlich erhebliche Flexibilität für antizyklische Stabilisierungsmaßnahmen. Dolls et al. (2014) zeigen, dass nationale automatische Stabilisatoren in den Jahren 2007 bis 2014 im Euroraum maßgeblich zur Stabilisierung der Konjunktur beigetragen haben, ohne in dieser Funktion durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt eingeschränkt gewesen zu sein.

In einer Mikrosimulation der nationalen Steuer- und Transfersysteme zeigen Dolls et al. (2014) zudem, dass durch diese Systeme im Euroraum durchschnittlich 47 Prozent der dem historischen Durchschnitt entsprechenden makroökonomischen Schocks abgefedert werden, in den USA hingegen nur 30 Prozent.



Dies ist bereits ein beträchtlicher Wert. Zudem lässt sich die Effektivität der nationalen fiskalpolitischen Stabilisierung weiterhin verbessern. In der Tat haben verschiedene Staaten automatisch greifende indikatorbasierte Mechanismen geschaffen, mit denen nur in Rezessionen ab einer gewissen Größenordnung Steuerzahlungen gemindert oder staatliche Transfers gezahlt oder erhöht werden (IMF, 2015c, 45; vgl. auch OECD, 2014, 65 f.). Durch die zeitliche Begrenzung kann verhindert werden, dass der Staatsanteil dauerhaft zunimmt.

Damit auch die hochverschuldeten Mitglieder des Euroraums die für die fiskalpolitische Stabilisierung notwendige Flexibilität zurückgewinnen, ist allerdings die Fortsetzung der fiskalpolitischen Konsolidierung notwendig. In der Tat wurde diese aufgrund der schwachen Wirtschaftsdynamik in einigen Ländern weitgehend zu Recht gemäßigt (vgl. Kapitel 3.8). Bei Erstarren des Aufschwungs sind hier allerdings wieder mehr Fortschritte und auch ein stringentes Befolgen des SWP erforderlich, um zu verhindern, dass strukturelle Defizite chronisch werden. Nur über einen baldigen strukturellen Haushaltsausgleich entstehen die nötigen fiskalischen Handlungsspielräume, um zukünftige Krisen effektiv bekämpfen zu können.

Auch die derzeit eingeschränkte fiskalpolitische Handlungsfähigkeit hochverschuldeter Mitglieder des Euroraums bietet – anders als von etlichen Befürwortern gefordert – keinen überzeugenden Grund für eine gemeinsame fiskalische Stabilisierungskapazität auf EWU-Ebene. Denn mit ESM und OMT bestehen Instrumente, die auch für diese Staaten eine antizyklische Fiskalpolitik ermöglichen (vgl. Kapitel 4.3.3). Erneut gilt das Argument, dass die Verantwortung für die Stabilisierung in erster Linie auf der nationalen Ebene liegt: Eine mangelnde Bereitschaft, einen strukturellen Ausgleich des Staatshaushalts zu erreichen, kann als Begründung für eine supranationale Stabilisierungsfunktion nicht herhalten.

### **Stärkere Vorgaben für antizyklische Fiskalpolitik in Boomphasen**

Antizyklische Fiskalpolitik ist nicht nur notwendig, um in Krisenzeiten den Wachstumsrückgang einzudämmen und strukturelle Wachstumseinbußen durch Hystereseeffekte zu verhindern, sondern auch um überzogene Boomphasen zu dämpfen (IMF, 2015c, Chapter 2). Im Euroraum hat die Erfahrung gezeigt,

dass diese Funktion besonders im Aufschwung versagte: Den in Kapitel 2 und Kapitel 4.4.2 beschriebenen Divergenzen im Zuge von Realzinseffekt und Kreditbooms wurde durch die nationale Fiskalpolitik kaum durch einen restriktiven Kurs entgegengewirkt. Teils wurden sie sogar noch prozyklisch verstärkt, indem steigende Steuereinnahmen zum Anlass genommen wurden, um Steuersätze zu senken oder Ausgaben zu erhöhen. Ein Grund hierfür lag darin, dass die höheren Einnahmen in Boomphasen als dauerhaft eingeschätzt wurden. Das kann auch in Zukunft wieder geschehen.

Ein Arbeitspapier des IWF (Budina et al., 2015) findet Belege, dass derartige Entwicklungen bei Finanzzyklen häufig vorkommen. Die Autoren identifizieren dazu Finanzzyklen anhand der Entwicklung der Verschuldung des privaten Sektors (ohne Banken) sowie der Preise von Immobilien und Aktien. Sie zeigen, dass in Boomphasen starke Effekte auf die Staatsfinanzen zu verzeichnen sind. Dabei wird der Anstieg von Steuereinnahmen vor allem bei Immobilienblasen in der Regel als in weiten Teilen permanent angesehen. Offenbar wird vor allem deswegen die restriktive Wirkung der automatischen Stabilisatoren speziell in der Boomphase nicht in einem ausreichenden Maß zugelassen und es kommt damit über den Finanzzyklus hinweg zu einem deutlichen Anstieg der Staatsverschuldung.

Diese Beobachtungen legen nahe, dass Finanzzyklen (wie in die makroökonomische Überwachung) auch in die fiskalische EWU-Governance systematisch einbezogen werden sollten. Es existieren bereits empirische Ansätze für die Berücksichtigung von Finanzzyklen in der Berechnung von Outputlücken und damit der Höhe struktureller Defizite (Aramendia/Raciborski, 2015; Berger et al., 2015). Diese Ansätze gilt es weiter auszubauen. Auf dieser Basis ist dann zu prüfen, ob sie für die Praxis des Stabilitäts- und Wachstumspakts anwendbar sind. Es besteht somit die Chance, die Schätzung struktureller Fiskaldefizite verlässlicher zu machen. Zudem würden die Vorgaben des SWP im Finanzzyklusboom deutlich schärfer ausfallen und der expansiven Neigung der Fiskalpolitik engere Grenzen setzen.

Doch selbst ohne diese Verfeinerung des SWP ist es Aufgabe der Kommission und des Rates, die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts auch im Boom sicherzustellen. Nur so kann es gelingen, dass die automatische Stabi-

lisierung im Aufschwung ausreichend restriktiv wirkt und zusätzliche Steuereinnahmen zur Defizit- und Schuldenreduktion eingesetzt werden.

Insgesamt gesehen muss in Boomphasen – besonders bei Kreditbooms – besser als bisher gewährleistet werden, dass die Fiskalpolitik hinreichend antizyklisch reagiert. Es ist sicherzustellen, dass eine höhere Privatverschuldung mit einer sinkenden Staatsverschuldung einhergeht. Einerseits wird der nötige Handlungsspielraum für die nationale antizyklische Fiskalpolitik im Abschwung vorbereitet. Andererseits kann die Fiskalpolitik durch einen restriktiveren Kurs in Boomphasen dazu beitragen, die divergierenden Effekte von Realzinseffekt und Finanzzyklusboom einzudämmen, und auch so die Funktionsfähigkeit der EWU verbessern.

#### **4.6.2 Mehr Koordination nationaler Fiskalpolitiken?**

Aus theoretischer Sicht kann bezweifelt werden, dass unkoordinierte nationale Fiskalpolitiken auf einen negativen symmetrischen Schock, der in allen Euroländern die Wirtschaftsentwicklung dämpft, ausreichend expansiv reagieren (Wolff, 2012). Denn nationale Regierungen würden – so die These – berücksichtigen, dass ein Teil ihrer Konjunkturpakete nicht ihnen selbst zugutekäme, weil die stimulierenden Effekte durch grenzüberschreitende Spillover-Effekte (vor allem eine stärkere Importnachfrage) auch in anderen Euroländern wirksam würden. Aufgrund dieser positiven externen Effekte auf das Ausland würde demnach jede nationale Regierung im theoretischen Denkmodell den Fiskalstimulus zu gering wählen.

Ähnlich wird bei der Forderung argumentiert, den fiskalpolitischen Kurs des Euroraums, der sich aus der Aggregation der nationalen Fiskalpolitiken ergibt, hinsichtlich seiner zyklischen Angemessenheit zu verbessern (EU-Kommission, 2015a; Juncker et al., 2015; Trésor-Economics, 2016). Dahinter steht in der aktuellen Debatte die Sorge, dass die Fiskalpolitik im Euroraum insgesamt zu restriktiv agiert hat, weil einige Länder einem starken Konsolidierungsdruck ausgesetzt waren und andere nach Meinung der Befürworter expansiverer Fiskalpolitik unnötig stark konsolidiert haben. In der Tat haben die Länder des Euroraums in der Nachkrisenphase ihre Staatsdefizite deutlich reduziert, um die Tragfähigkeit ihrer Staatsschulden zu sichern. Ein weiteres Ziel bestand darin, nach den hohen, wenngleich zyklisch bedingten Defiziten der Krisen-

jahre erneut Spielraum für eine fiskalische Stabilisierungspolitik zu gewinnen. Im Aggregat für den Euroraum ergab sich damit jedoch eine restriktive Fiskalpolitik in einer Zeit schwachen Wirtschaftswachstums, in der eine expansive Fiskalpolitik aus der Sicht mancher Beobachter angebracht gewesen wäre.

Hier setzt die Forderung an, die nationalen Fiskalpolitiken stärker zu koordinieren, um den aggregierten fiskalischen Kurs des Euroraums den makroökonomischen Bedingungen besser anzupassen und den von der Krise besonders getroffenen Staaten über Spillover-Effekte Wachstumsimpulse zu geben. Zu diesem Zweck sollten Länder mit einem größeren fiskalpolitischen Handlungsspielraum, so auch Deutschland, eine expansivere Fiskalpolitik einschlagen. Diesem Gedanken trägt auch die Two-Pack-Verordnung 473/2013 Rechnung, die dem Rat die Formulierung von wirtschaftspolitischen Empfehlungen an den gesamten Euroraum aufträgt. Dies bezieht sich auch auf den angemessenen aggregierten fiskalpolitischen Kurs, den Kommission und Rat bei der Bewertung der Haushaltspläne der Mitgliedstaaten berücksichtigen sollen. Die Angemessenheit des fiskalischen Spielraums für den gesamten Euroraum ist auch als Bewertungsmaßstab bezüglich der Umsetzung der finanzpolitischen Rahmenvorschriften der Union durch den neu eingerichteten Fiskalausschuss vorgesehen.

Dass die Koordinierung nationaler Fiskalpolitiken in dieser Hinsicht bisher kaum Wirkung gezeigt hat, gilt als weiteres Argument für ein gemeinsames fiskalisches Instrument. Solche Forderungen, in deren Kern der angemessene fiskalische Kurs im Aggregat steht, setzen sehr stark auf die stimulierende Wirkung von Nachfrage-Spillover-Effekten in den von der Krise am meisten betroffenen Ländern. Der tatsächliche Umfang dieser Spillover-Effekte nationaler Konjunkturprogramme von Euroländern auf das Ausland erscheint jedoch empirisch sehr begrenzt und teils auch negativ, wie zahlreiche Studien zeigen (Bénassy-Quéré/Cimadomo, 2006; SVR, 2010; Cwik/Wieland, 2011; Veld, 2013; ECB, 2014b; EU Commission, 2014a; Gadatsch et al., 2015).

Eine neuere Studie von Blanchard et al. (2015) widerspricht diesen Ergebnissen. Sie weist sehr große Effekte eines Fiskalstimulus von 1 Prozent der EWU-Kernländer auf das BIP der EWU-Peripherie in Höhe von ebenfalls rund 1 Prozent nach. Hierzu verwenden die Autoren allerdings ein Modell, in dem die Geldpo-

litik aufgrund einer Liquiditätsfalle für drei Jahre beschränkt ist und die Wirtschaftsakteure das voraussehen. In einem solchen Setting gewinnt die Fiskalpolitik deutlich an Durchschlagskraft. Der SVR (2015a, 158) relativiert dieses Ergebnis jedoch mit einem ähnlichen Modell, das aber zusätzlich Wechselkurse sowie Handels- und Kapitalströme zwischen dem Euroraum und Drittländern berücksichtigt und damit der Realität näher kommt. Zwar zeigt sich auch hier, dass durch die Beschränkung der Geldpolitik die Spillover-Effekte eines Konjunkturpakets in Deutschland auf den Rest des Euroraums etwas größer werden. Doch bleiben sie mit unter 0,1 Prozent sehr begrenzt. Die Ergebnisse von Blanchard et al. (2015) hängen demnach stark von der Spezifikation des verwendeten Modells ab. Vor diesem Hintergrund würde eine bestenfalls geringe Verbesserung der fiskalischen Lage in einem Krisenland mit einer Expansion in anderen Teilen des Euroraums erkaufte, obwohl die Fiskalpolitik dort prozyklisch wirken könnte. Ein solches Vorgehen lässt sich nach Ansicht der Autoren der vorliegenden Analyse nicht rechtfertigen.

Abgesehen von diesen grundsätzlichen Überlegungen war das Problem einer zu restriktiven aggregierten Fiskalpolitik im Euroraum in jüngerer Vergangenheit lediglich temporärer Natur. Es stand im Zusammenhang mit den Nachwirkungen der multiplen Krisen. Erneut ist darauf zu verweisen, dass die passende Reaktion nicht in der Schaffung dauerhafter Mechanismen besteht, sondern in temporären Mechanismen wie dem EFSI (vgl. Kapitel 4.2.2). Tatsächlich wird die aggregierte fiskalpolitische Ausrichtung im Euroraum in den Jahren 2015 und 2016 nicht (mehr) als restriktiv eingeschätzt, sondern als weitgehend neutral und der Konjunkturlage angemessen (EU-Kommission, 2015f; IMF, 2015d). Damit entfällt auch die Rechtfertigung dafür, von einigen Ländern eine expansivere Fiskalpolitik zu fordern.

Auch mit Blick auf die Zukunft ist eine zu restriktive aggregierte Fiskalpolitik im Euroraum dann unwahrscheinlich, wenn sich die Euroländer an den SWP halten. Ist nämlich ein strukturell ausgeglichener Fiskalhaushalt durchweg erreicht, hat jedes Land Raum für antizyklische Fiskalpolitik und muss nicht in einer Krise prozyklisch restriktiv agieren. Damit können sowohl Euroländer in einer Rezession als auch Staaten in einem Boom eine für ihre makroökonomischen Bedingungen angemessene Fiskalpolitik betreiben. Das Aggregat des Euroraums sollte dann auch angemessen sein.

Schließlich sprechen auch grundsätzliche Argumente gegen eine zu aktive Fiskalpolitik. Denn bereits auf nationaler Ebene bestehen bei der Umsetzung erfahrungsgemäß erhebliche Probleme bei der Konjunkturdiagnose, den Datenrevisionen und Wirkungsverzögerungen (Eyraud/Wu, 2015). Da diese Probleme sich im Aggregat noch kumulieren können, ist eine intensive Koordinierung der nationalen Fiskalpolitiken eher kritisch zu sehen.

Dessen ungeachtet ist nicht von der Hand zu weisen, dass in einem Umfeld globaler makroökonomischer Unsicherheiten, sehr niedriger Inflation und zum Teil hoher Dringlichkeit des Schuldenabbaus in den Unternehmens- und Haushaltssektoren der hochverschuldeten Länder des Euroraums ein Mehr an Wachstumsimpulsen nötig sein kann. Dieses Problem ist aber mit dem temporären Instrument des EFSI zu bekämpfen, der umfangreicher, effektiver und stärker auf die Krisenländer ausgerichtet werden sollte (vgl. Kapitel 4.2.2).

#### **4.7 Weitere mittelfristig notwendige Reformen**

Die bisherige Analyse zeigt, dass bereits entscheidende Maßnahmen ergriffen wurden, um ein Wiederauftreten der gravierenden Krisen der vergangenen Jahre zu verhindern. An einem wichtigen Punkt sind das Regelwerk und das institutionelle Gefüge allerdings weiterhin unvollkommen: in der Zuweisung der Letztverantwortung für Staatsschulden an eine eindeutige gebietskörperschaftliche Ebene. Der Maastrichter Vertrag hat diese Verantwortung mit der No-Bail-out-Bestimmung den Mitgliedstaaten zugewiesen. Diese Bestimmung wurde durch die Schaffung neuer Krisenmechanismen aus nachvollziehbaren Gründen aufgeweicht (vgl. Kapitel 3.6). Der Disziplinierungsmechanismus des Marktes auf die staatliche Fiskalpolitik wurde damit in seiner Wirkungskraft allerdings gemindert. Das derzeitige Regelwerk setzt auf die Wirkung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit und einem makroökonomischen Ungleichgewichtsverfahren und damit auf die präventiven und korrektiven Komponenten. Zudem wirkt die Drohung abschreckend, dass ein ESM-Hilfsprogramm mit einem Reformprogramm und somit mit einem Souveränitätsverlust einhergeht.

Es erscheint fraglich, ob souveräne Staaten ohne ausreichende Anreize bereit sein werden, die teils schmerzhaften notwendigen Reformen durchzuführen,

um sich erneut ausreichenden fiskalpolitischen Handlungsspielraum zu sichern, damit sie asymmetrischen Schocks begegnen können. Ohne den disziplinierenden Druck des Finanzmarktes dürfte dies auf Dauer nicht gewährleistet sein. Auch kann die Gefahr einer Reformumkehr drohen. Deswegen ist es zur Vervollständigung der Architektur der Europäischen Währungsunion unerlässlich, die Verantwortung für die Staatsschulden glaubwürdig den Mitgliedstaaten zuzuweisen.

Um dies zu erreichen, sind zwei weitere Reformschritte mittelfristig notwendig: klare Vorgaben für den Fall einer Staatsinsolvenz einerseits und für den Fall der Reformverschleppung andererseits. Finanzmarktakteure müssten sowohl bei einer Staatspleite als auch bei Reformverweigerung eines Landes mit Verlusten auf ihre Anlagen rechnen. Dann sollte zu erwarten sein, dass der Finanzmarkt grobe wirtschaftspolitische Fehlentwicklungen durch Risikoaufschläge sanktioniert.

Beide Reformschritte dürften kurzfristig politisch nicht leicht umsetzbar sein. Anders als bei den meisten anderen zusätzlichen Reformvorschlägen besteht auch kein sofortiger Handlungsbedarf. Doch notwendig sind diese weiteren Schritte gleichwohl – insbesondere in dem Maß, in dem sich der regelgebundene Ansatz zur fiskalischen Disziplin als wenig effektiv erweisen sollte.

#### **4.7.1 Umgang mit insolventen Staaten**

Im institutionellen Regelwerk der Währungsunion fehlen Regelungen für den Umgang mit überschuldeten, insolventen Mitgliedstaaten.<sup>12</sup> In der gegenwärtigen Krise hat sich die Frage der Staatsinsolvenz vor allem im Fall von Griechenland gestellt. Hier wird um das Problem der Schuldentragfähigkeit und die Notwendigkeit eines erneuten Schuldenschnitts weiterhin gerungen.

Ohne ein Staatsinsolvenzverfahren droht eine Insolvenzverschleppung und schließlich aufgrund eines ungeordneten Staatsbankrotts eine gravierende Wirtschaftskrise für das betroffene Land. Darüber hinaus gilt es, Fehlanreize

---

12 Die Ausführungen in diesem Kapitel orientieren sich an Busch/Matthes (2015). Die Autoren wägen Vor- und Nachteile eines Staatsinsolvenzverfahrens systematisch gegeneinander ab und leiten auf dieser Basis Anforderungen an und Empfehlungen für ein solches Verfahren ab.

für die Fiskalpolitik zu senken, indem die No-Bail-out-Klausel des Vertrags über die Arbeitsweise der EU (AEUV) und die Disziplinierungswirkung der Finanzmärkte gestärkt werden. Auch sollte eine Transferunion im Euroraum verhindert werden, die droht, wenn ohne ein verlässliches Insolvenzverfahren ein Ausstieg aus einem ESM-Hilfsprogramm kaum möglich erscheint. Dafür sprechen vor allem politische Gründe. Ferner sind Vorkehrungen nötig gegen das sogenannte Holdout-Problem. Denn einzelne Gläubiger haben Anreize, sich einer Umschuldung zu verweigern und vor Gerichten auf vollständige Erfüllung ihrer Forderungen zu klagen (Holdout-Strategie). Das behindert eine Lösung, schafft Rechtsunsicherheit, erschwert dem Staat möglicherweise einen neuen wirtschaftlichen Anfang und führt beim Erfolg der Klagen zu fragwürdigen Umverteilungseffekten zwischen den Gläubigern. Die seit 2013 für Staatsanleihen mit über zwölfmonatiger Laufzeit im Euroraum obligatorischen Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses – CAC) haben dieses Problem im Prinzip gemindert. Aber um ihre effektive Wirkungsweise zu ermöglichen, erscheinen Veränderungen der Bestimmungen notwendig.

Allerdings sind auch Risiken eines geordneten Staatsinsolvenzverfahrens zu beachten: Es können Fehlanreize für die Fiskalpolitik entstehen, wenn die negativen Folgen eines Staatsbankrotts zu stark abgemildert und die damit verbundenen Entschuldungsmöglichkeiten missbräuchlich genutzt würden. Dies würde eine problematische Umverteilung zulasten der Gläubiger beinhalten. Zudem muss die Reaktion der Finanzmärkte einbezogen werden. Vor allem könnte es im Zuge eines „Rush to the exit“ zu vorgezogenen und sich selbst verstärkenden Krisenerscheinungen an den Staatsanleihemärkten kommen. Andererseits sind Ansteckungseffekte auf Länder mit ähnlichen Fundamentaldaten möglich.

Falls Staatsbankrotte im Euroraum in der Praxis möglich sind, dürften die Risikoprämien auf die Staatsanleihezinsen steigen. Auch droht die Schwierigkeit, dass ein bankrotter Staat nach der Umschuldung nur schwer und nur zu hohen Risikoprämien an den Finanzmarkt zurückkehren kann. Dies ist wegen der disziplinierenden Finanzmarktwirkung positiv zu sehen. Doch aus diesem Grund muss bei der Einführung eines geordneten Staatsinsolvenzregimes mit nennenswerten politischen Widerständen der Staaten gerechnet werden, da deren Handlungsspielraum enger wird.



Bei der Schaffung eines anreizkompatiblen Staatsinsolvenzverfahrens sollten die Vorteile maximiert und mögliche Nachteile minimiert werden. Insgesamt muss, um der No-Bail-out-Klausel wieder Geltung zu verschaffen, ein Staatsbankrott im Euroraum – als Ultima Ratio – möglich sowie ein Staatsinsolvenzverfahren glaubwürdig und funktionsfähig sein, ohne jedoch eine zu leichte Entschuldung zu ermöglichen. Ein staatliches Staatsinsolvenzverfahren könnte aus den folgenden Elementen bestehen:

- Auslöser eines Staatsinsolvenzverfahrens ist in der Regel das betreffende Land. Alternativ hierzu könnte ein Verfahren zwangsweise eingeleitet werden, wenn ein vorhergehendes, aber nicht erfolgreiches ESM-Programm nach drei Jahren ausgelaufen ist. Für die Auslösung sollte keine Regelbindung gelten, weil dies die Gefahr einer Krise am Staatsanleihemarkt durch einen „Rush to the exit“ der Anleger verstärken würde. Stattdessen sollte die Praxis des ESM beibehalten werden, dass auf Basis von Schuldentragfähigkeitsanalysen der Institutionen EU-Kommission, EZB und IWF über die Solvenz eines Staates entschieden wird. Dabei sind im ESM-Vertrag klarere Vorgaben als bisher für die Auslösung eines Insolvenzverfahrens bei mangelnder Solvenz vorzusehen.
- Entscheidend dafür, dass die No-Bail-out-Klausel und die Disziplinierungsfunktion der Finanzmärkte gestärkt werden, ist eine hohe Glaubwürdigkeit und Funktionsfähigkeit eines Staatsinsolvenzverfahrens. Dazu muss das Verfahren selbst möglichst effektiv, schnell, fair und rechtssicher sein. Zudem gilt es, Ansteckungseffekte zu verhindern – sei es auf andere Eurostaaten, indem ESM und EZB diese abschirmen, oder sei es auf Banken im Euroraum, indem die Anforderungen an deren Eigenkapitalbasis weiter erhöht und die Bevorzugung von Staatsanleihen in der Bankenregulierung abgeschafft werden.
- Um ein möglichst effektives Insolvenzverfahren zu gewährleisten, wird ein abgestufter Verhandlungsprozess zwischen Schuldnerland und Gläubigern mit mehreren zeitlich begrenzten Schritten vorgeschlagen. Dieser Prozess ermöglicht zunächst in einer ersten Stufe eine Zweimonatsfrist für eine marktbasierende Verhandlungslösung, sieht danach aber einen institutionalisierten und transparenten Verhandlungsrahmen vor, der dem Schuldner-

land starke Anreize für ein konstruktives Verhalten setzt. Dabei erhält ein zu schaffendes moderierendes juristisches Gremium eine zentrale Rolle. Es begleitet die Verhandlungen ab der zweiten Stufe konstruktiv zunächst mit seiner Expertise, kann aber in einer letzten Stufe eine bindende Entscheidung treffen, jedoch nur als Ultima Ratio. Die Autoren schlagen vor, als moderierendes juristisches Gremium eine neue Kammer am Europäischen Gerichtshof (EuGH) zu schaffen (Gianvity et al., 2010). Mit der Bindungswirkung als Ultima Ratio sollen die Einigungsanreize für beide Seiten erhöht werden.

- Neben der Möglichkeit einer Ultima-Ratio-Entscheidung dienen weitere Mechanismen dazu, die Holdout-Problematik zu begrenzen. Dazu sollten die neu eingeführten Umschuldungsklauseln im Euroraum dahingehend geändert werden, dass eine qualifizierte Mehrheit von 75 Prozent aller ausstehenden Staatsanleihen für die Umschuldung ausreicht und nicht wie bislang auch eine Abstimmung auf Ebene jeder Einzulemission nötig ist. Zudem ist eine, vorerst auf den Verhandlungszeitraum befristete, Immunitätsklausel einzuführen, die die betroffenen Staaten während der Umschuldungsverhandlungen vor Klagen und Vollstreckungen privater Gläubiger schützt.
- Es gilt, anreizkompatible und vertretbare Vorkehrungen gegen die negativen ökonomischen Folgewirkungen eines Staatsbankrotts und zur Aufrechterhaltung elementarer Staatsfunktionen zu treffen. Staat und Wirtschaft sind nämlich in der Regel nach Einleitung einer Insolvenz vom Finanzmarkt abgeschnitten. Dazu dienen vor allem befristete, begrenzte und konditionierte Überbrückungskredite und, falls nötig, Wiedereinstiegshilfen des ESM bei der Rückkehr an den Kapitalmarkt. Durch die Befristung, die mit den Verfahrensstufen synchronisiert ist, werden die Anreize des Schuldnerstaats für ein kooperatives Verhalten gestärkt.
- Diese Hilfsmaßnahmen sind allerdings so zu gestalten, dass für den ESM und die Hilfsgeber finanzielle Risiken möglichst begrenzt bleiben und keine Fehlanreize für die Fiskalpolitik durch eine zu stark abgefederte Entschuldungsmöglichkeit entstehen. Hierzu dient vor allem, dass die Finanzhilfen mit einem obligatorischen Reformprogramm verknüpft sind, das wegen des damit verbundenen partiellen Souveränitätsverlusts erfahrungsgemäß stark

abschreckend wirkt. Zudem werden die befristeten Überbrückungshilfen nur tranchenweise ausgezahlt und erhalten einen Senioritätsstatus.

- Um den Finanzierungsbedarf des ESM zu begrenzen, wird ein Vorschlag der Deutschen Bundesbank (2011, 73) aufgegriffen, der eine Änderung des ESM-Vertrags und auch der Staatsanleihebedingungen nötig macht. Demnach muss es bei Einleitung eines ESM-Programms zu einer Verschiebung ausstehender Rückzahlungen auf Staatsschulden von drei Jahren kommen, was der Programmlaufzeit entspricht; Zinsen werden aber weiter gezahlt. Damit müsste der ESM nur noch die laufenden Defizite des Programmlandes finanzieren. Ein weiterer Vorteil dieses Vorschlags liegt darin, dass der ESM als Gläubiger in einem sehr viel geringeren Maß private Investoren ersetzt, als er es bei Griechenland getan hat. Im griechischen Fall würde ein weiterer Schuldenerlass, der aufgrund einer Verschlechterung der Schuldentragfähigkeit im Programmverlauf nötig werden kann, überwiegend zulasten europäischer Steuerzahler gehen.
- Ein solches Staatsinsolvenzverfahren kann nicht sofort eingeführt werden. Um krisenhafte Zuspitzungen zu verhindern, müssen erst die teilweise sehr hohen Staatsschuldenquoten hinreichend zurückgeführt, die Eigenkapitalbasis der Banken gestärkt und das Gewicht der Staatsanleihen in ihren Portfolios verringert werden. Zudem bedarf es längerer Zeit, bis genug neue Staatsanleihen mit geänderten Staatsanleihebedingungen in Umlauf sind. Gleichwohl sollte zeitnah und verlässlich entschieden werden, dass mittelfristig ein Staatsinsolvenzverfahren im Euroraum eingeführt wird.

#### **4.7.2 Umgang mit reformunwilligen Staaten**

Die Erfahrung mit Griechenland im ersten Halbjahr 2015 hat sehr deutlich gezeigt, dass die EWU kein fest umrissenes Verfahren hat, wie sie mit reformunwilligen Staaten im Hinblick auf die Hilfsprogramme des Euro-Rettungsschirms umgehen soll. Hier klafft eine weitere Lücke im institutionellen Regelwerk, die das Fundament der reformierten EWU-Architektur gefährden könnte. Denn die Konditionalität der Hilfsprogramme – als unverzichtbare Säule des neuen Regelwerks zur Verhinderung fiskalischer Fehlanreize durch den ESM (vgl. die Kapitel 3.6 und 4.3.3) – wäre vermutlich erodiert, wenn Griechenland ein neues Hilfspaket erhalten hätte, ohne sich (wenn auch widerwillig)

zum Reformkurs zu bekennen. Ein solches Aufweichen der Konditionalität hätte mit großer Wahrscheinlichkeit einen Präzedenzfall geschaffen, auf den sich andere Krisenländer berufen hätten. Zudem wäre es fatal gewesen, wenn Griechenland die EWU-Partnerländer erfolgreich mit der Drohung unter Druck gesetzt hätte, seinen Schuldendienst gegenüber dem Rettungsschirm nicht zu leisten. Diese Negativszenarien sind erfreulicherweise nicht eingetreten, auch wenn man Griechenland im neuen Reformprogramm – beispielsweise bei der Höhe des Primärüberschusses – etwas entgegengekommen ist. Stattdessen musste die neu gewählte griechische Regierung erneut ein umfangreiches strukturelles Reformprogramm unterschreiben, um Zugang zu dem dritten Hilfspaket zu bekommen.

Diese Wendung ist erst zum Ende des Verhandlungsprozesses erfolgt, als ein EWU-Austritt Griechenlands nicht mehr völlig auszuschließen war. Die Aussicht auf die vermutlich katastrophalen ökonomischen Folgen eines ungeordneten Austritts hat die griechische Regierung schließlich bewogen, einzulenken. Dieses Beispiel wird andere Krisenstaaten vermutlich abschrecken, ähnlich weit zu gehen wie Griechenland.

Gleichwohl sollte ein solches Ad-hoc-Vorgehen nicht dauerhaft zum Maßstab werden. Auf mittlere Sicht benötigt man klarere Regeln für solche Fälle. Andernfalls droht möglicherweise eine Gefahr für die Konditionalität, wenn Staaten Reformauflagen nicht hinreichend erfüllen, denen sie bei Abschluss des Hilfsprogramms zugestimmt haben. Um hier die richtigen Anreize zu setzen, sind die folgenden Vorschläge angebracht (Matthes/Schuster, 2015a; 2015b):

- Damit eine nachhaltige Reformverweigerung festgestellt werden kann, sollten die Institutionen regelmäßig eine quantitative Reformerfüllungsquote publizieren. Dies bedeutet, dass die Reformen deutlicher als bisher die als SMART (specific, measurable, actionable, realistic, time-bound – spezifisch, meßbar, ausführbar, realistisch, mit Zeitvorgabe) bezeichneten Kriterien erfüllen müssen. Unterschreitet diese Quote einen bestimmten Wert, sollten die Institutionen in einem qualitativen Bericht bewerten, ob ein substanzieller, nachhaltiger und nicht entschuldbarer Verstoß gegen das Reformprogramm vorliegt. In diesem Fall muss auf politischer Ebene der EU entschieden werden, die Hilfszahlungen einzustellen.

- Wenn damit ein Zahlungsausfall des betroffenen Staates drohen würde, wäre die EZB gefordert, Ausnahmen für Staatsanleihen des Staates (und staatlich garantierte Anleihen) aufzuheben, die bei schlechter Bonität für die Refinanzierung der heimischen Banken beim Eurosystem in der Regel gelten. Dieser Schritt wäre im Fall einer geordneten Staatsinsolvenz nach den oben beschriebenen Regeln nicht nötig, weil damit ein ESM-Reformprogramm einhergeht. Dieses erlaubt der EZB, die Ausnahmen aufrechtzuerhalten. Damit wird ein Staatsbankrott innerhalb der EWU ermöglicht. Dies hat das Beispiel Griechenland im Jahr 2012 gezeigt. Der ESM hatte dabei zeitweilig Garantien für griechische Staatsanleihen übernommen, die sich im Default-Status befanden.
- Bei einer Reformverweigerung wäre diese Möglichkeit jedoch nicht mehr gegeben. Neben der Refinanzierungs-Ausnahme müsste die EZB auch den Zugang zu den ELA-Notfallkrediten für diejenigen heimischen Banken untersagen, die durch die Staatsbankrottfolgen insolvent würden. Eine Bankinsolvenz droht dabei durch Verluste auf Staatsanleihen im Bankportfolio, die stark eingeschränkte Refinanzierung im Eurosystem, die zu erwartende ökonomische Krise nach der Einstellung der Hilfszahlungen und durch mögliche Bank Runs. Wenn eine größere Anzahl von Banken den ausreichenden Zugang zu Refinanzierungskrediten des Eurosystems verliert, ist nicht auszuschließen, dass es zu einem Zusammenbruch der Zentralbankgeldversorgung im betreffenden Land kommt. In diesem Fall kann ein Staat gezwungen sein, eine neue eigene Währung einzuführen und aus der EWU auszutreten.

Die Perspektiven eines EWU-Austritts als letzte Konsequenz der Reformverweigerung sind ambivalent:

- Für die Ultima-Ratio-Lösung spricht, dass eine nachhaltige Reformverweigerung nicht hinnehmbar ist, weil damit die Konditionalität als Grundpfeiler der neuen EWU-Architektur untergraben wird. Das Konditionalitätsprinzip würde ordnungspolitisch gestärkt, wenn das betreffende Land die damit verbundenen ökonomischen Risiken selbst schultern muss (Kapitalflucht, Überschuldung und eine massive Bankenkrise infolge der hohen Unsicherheit und der zu erwartenden starken Abwertung einer neuen Währung).

- Ein Gegenargument sind die möglichen langfristigen Folgen eines EWU-Austritts. Ein solcher könnte vom Finanzmarkt als Präzedenzfall gewertet werden und zu einem starken Anstieg der Risikoprämien bei den von der Krise betroffenen Staaten führen, weil Abwertungsrisiken eingepreist werden. In einem pessimistischen Szenario könnte dies die Stabilität des Euroraums gefährden, falls die neuen krisenpolitischen Instrumente nicht in der Lage wären, Austrittsspekulationen und mögliche Ansteckungseffekte aufzufangen. In einem optimistischeren Szenario blieben die Folgen auf einzelne Euroländer begrenzt und kontrollierbar, weil die Krisenmechanismen größere Ansteckungseffekte verhindern.
- Zudem ist bei einem EWU-Austritt auch zu bedenken, dass das Eurosystem – und damit die verbleibenden Euroländer – möglicherweise Verluste auf ihre Target-2-Forderungen gegenüber dem betreffenden Staat hinnehmen müssen. Das Ausmaß dieser Verluste hängt von der jeweiligen Verhandlungsmacht ab. Diese mag aufseiten der verbleibenden Euroländer durchaus nennenswert sein. Da der betreffende Staat rein rechtlich vorübergehend aus der EU austreten muss, um aus der EWU ausscheiden zu können, wäre er bei der Wiederaufnahme in die EU auf das Wohlwollen der verbleibenden Euroländer angewiesen.

Es ist einerseits anzunehmen, dass ein Land, das sich gegen notwendige Strukturreformen sperrt, wegen des langfristig schädlichen Potenzials für den Euroraum von den politischen Entscheidungsträgern nicht leichtfertig in den Exit entlassen wird. Andererseits ist eine Währungsunion mit notorischen Reformverweigerern ökonomisch und politisch nicht tragfähig und eine dauerhafte Transferunion nicht hinnehmbar. In diesem Fall müssen die Konsequenzen eines Austritts aus dem Euroraum in Kauf genommen werden – dies wird für die verbleibenden Mitglieder umso eher verkraftbar sein, je stabiler und anpassungsfähiger ihre Wirtschaften sind, um mit asymmetrischen Schocks fertigzuwerden.

## 4.8 Möglichkeiten und Grenzen weiterer fiskalischer Integration

### 4.8.1 Ökonomische Risiken eines fiskalischen Stabilisierungsfonds

Bisher wurde hier argumentiert, dass die Einrichtung einer fiskalischen Stabilisierungskapazität auf EWU-Ebene unnötig ist – entgegen dem verbreiteten Narrativ der vermeintlichen Unverzichtbarkeit eines solchen Instruments zur Stabilisierung des Euroraums. Gleichwohl ist die Einrichtung eines derartigen Fiskalmechanismus im Ergebnis eines politischen Willensbildungsprozesses aller beteiligten Mitgliedstaaten denkbar (vgl. Übersicht 7 für das Beispiel einer gemeinsamen Arbeitslosenversicherung im Euroraum). Die politische Diskussion über die Einrichtung eines solchen Mechanismus muss die damit verbundenen möglichen Nachteile ebenfalls vollumfänglich in den Blick nehmen. Dazu gehört besonders die Sorge, dass ein neues Transfersystem etabliert wird, das auf politische Widerstände in den Nettogeberländern stoßen dürfte.

Darüber hinaus geht es um mögliche Fehlanreize. Ein problematischer Aspekt jeder Versicherung ist das sogenannte moralische Risiko (Moral Hazard). Demnach besteht ein Fehlanreiz für unzureichende eigene Anstrengungen zur Verhinderung des Versicherungsfalls, da die Kosten bei Eintritt dieses Falls durch die anderen Versicherten mitgetragen werden. Konkret heißt dies bei einem makroökonomischen Stabilisierungsmechanismus, dass vor allem die Neigung der Mitgliedstaaten verstärkt zu werden droht, flexibilisierungsfördernde Reformen zu verzögern. Denn die Kosten einer gravierenden Krise würden zum Teil von den anderen Staaten mitgetragen.

Versicherungen sollten deswegen prinzipiell nur diejenigen Mitglieder zulassen, bei denen ein solches Fehlverhalten unwahrscheinlich erscheint. Dieser Ansatz ist beim Vorschlag des Fünf-Präsidenten-Berichts (Juncker et al., 2015) zu erkennen. Er sieht vor, einen gemeinsamen fiskalischen Stabilisierungsmechanismus als Kulminationspunkt eines realwirtschaftlichen und institutionellen Konvergenzprozesses anzusetzen. Die dabei zu erreichende Homogenität lässt sich als Zugangskriterium zum Versicherungsinstrument verstehen.

Eine solche Konvergenz würde einerseits eine sehr begrüßenswerte Verbesserung nationaler Strukturen bedeuten. Sollte dies tatsächlich erfolgen, wäre

Unter den Vorschlägen für einen fiskalischen Stabilisierungsfonds kursiert auch das Modell einer Arbeitslosenversicherung auf EWU-Ebene (für eine umfangreiche Diskussion vgl. Bontout/Lejeune, 2013). Hierzu sind verschiedene Ausgestaltungen denkbar. Es besteht Konsens darüber, dass das gemeinsame EWU-Instrument keine Finanzhilfen für Langzeitarbeitslosigkeit bieten soll. Dies dürfte mit einer flexibilitätsorientierten Arbeitsmarktpolitik nicht anreizkompatibel sein. Diskutiert wird die Bereitstellung eines zu bestimmenden Anteils der Arbeitslosenunterstützung in den ersten Monaten mit einer einheitlichen Ausgestaltung hinsichtlich der Bezugsberechtigung und der relativen Höhe. Möglich wären verschiedene Varianten: eine stetige Auszahlung vom Fonds an bezugsberechtigte Arbeitslose unabhängig von der zyklischen Position der Empfängerstaaten oder aber die Aktivierung der Zahlungen durch einen auslösenden Faktor, beispielsweise die Überschreitung einer bestimmten Höhe der Arbeitslosigkeit. Wenn die EWU-Hilfe ergänzend zu nationalen Mitteln auf eine kurze Anfangsphase der Arbeitslosigkeit beschränkt ist, ist ein derartiger Fonds mit den notwendigen Anreizen für die Ausgestaltung von Arbeitsmarktinstitutionen nicht unbedingt inkompatibel. Vielmehr ist es theoretisch sogar möglich, dass ein derartiges System gerade die leistungsfähigeren Mitgliedstaaten mit dynamischeren Arbeitsmärkten belohnt, in denen die Jobtrennungsrate relativ höher ausfällt.

Dennoch ist die Ex-post-Transferneutralität eines solchen Modells nicht gesichert. Dolls et al. (2015) kommen beispielsweise bei dem Studium unterschiedlicher Designs einer gemeinsamen Arbeitslosenversicherung auf EWU-Ebene auf der Grundlage von Daten der Jahre 2000 bis 2013 zu dem Ergebnis, dass sich bei einem Design ohne spezifische Aktivierungsmechanismen je nach Design mehrere Länder, darunter Spanien, durchweg in einer Empfängerposition befunden hätten. Um die Transferneutralität zu gewährleisten, könnte daher auch hier die Führung einzelstaatlicher Konten mit einer mittelfristigen Ausgleichspflicht ins Auge gefasst werden. Dies würde dem US-amerikanischen Modell des Treuhandfonds der Arbeitslosenkassen folgen („Federal unemployment trust fund“). Bei umsichtigen Fiskalpolitiken sollte die Errichtung einer Arbeitslosenkasse auf EWU-Ebene für Stabilisierungszwecke weiterhin aus ökonomischer Sicht nicht nötig sein. Die Vorteile einer europäischen Arbeitslosenversicherung wären eher politischer Natur und lägen in der Symbolkraft der auf der individuellen Ebene erfahrbaren europäischen Solidarität im Rahmen der Wirtschafts- und Währungsunion. Dies wäre gleichsam ein soziales Komplement für die wirtschaftlichen Vorteile des durch die gemeinsame Währung vertieften Binnenmarktes. Auch wird von manchen Befürwortern die Aussicht auf eine Konvergenz von Arbeitsmarktinstitutionen unter den Vorteilen eines solchen Instruments aufgeführt. Die Tragkraft dieses Arguments beruht jedoch auf der Bewertung einer solchen Konvergenz, die an dieser Stelle nicht vorgenommen wird, da sie nicht zu den notwendigen Bedingungen der langfristigen Stabilität des Währungsraums gehört.

Eigene Darstellung



ein gemeinsamer Stabilisierungsfonds für den Europäischen Währungsraum zwar weiterhin nicht notwendig, aber eine denkbare politische Entscheidung mit im Prinzip überschaubaren ökonomischen Risiken. Dazu müsste allerdings gewährleistet sein, dass ein Land den Zugang zum Stabilisierungsinstrument verliert, wenn es Reformen umkehrt und wieder ein Divergenzprozess der institutionellen Strukturen einsetzt. Andererseits ließen sich die Gefahren des moralischen Risikos und von ungewollten Transferzahlungen theoretisch auch mit der Einführung begrenzter Ansprüche auf Auszahlungen aus dem Fonds einschränken. In diesem Modell hätten die Mitgliedstaaten jeweils spezielle



Anspruchskonten für Zahlungen aus dem Stabilisierungsfonds, verbunden mit dem Erfordernis, diese in einer festgelegten zeitlichen Frist nach dem Abklingen der Rezession wieder auszugleichen. Mit der klaren Vorgabe der langfristig ausgeglichenen Position würde verhindert, dass ein für die antizyklische Stabilisierung aufgesetzter Fonds asymmetrische Transfers in bestimmte Mitgliedstaaten mit sich bringt. Damit würde zudem ein Instrument zur erzwungenen Krisenvorsorge geschaffen, weil die Mitgliedstaaten im Boom antizyklisch konsolidieren müssten, was bisher aus politökonomischen Gründen schwerfällt (vgl. Kapitel 4.6.1).

#### 4.8.2 Rechtliche und politische Grenzen

Manche Befürworter knüpfen an die Schaffung eines fiskalischen Stabilisierungsinstrumentes auf EWU-Ebene Hoffnungen auf einen Einstieg in eine weitergehende fiskalische Zentralisierung. Im Kontext der Diskussion über eine fiskalische Stabilisierungsfazität geht es jedoch um kleinere Dimensionen. Tatsächlich rechnen Experten (Wolff, 2012; Dolls et al., 2015) mit einer Größenordnung von etwa 1 Prozent des EWU-weiten BIP, um durch ein gemeinsames Instrument auf EWU-Ebene ein wirtschaftlich sinnvolles Maß an Stabilisierung bei asymmetrischen Schocks zu erreichen. Dies wäre zwar mit einer Verdoppelung der bisherigen EU-Finanzmittel eine substanzielle Aufstockung des gegenwärtigen gemeinschaftlichen Haushalts, würde aber keine ausgeprägte Rolle einer supranationalen Fiskalpolitik und keine Fiskalunion bedeuten. Abgesehen von dem Umfang wäre die Relevanz dieser Ebene im Gefüge des fiskalischen Föderalismus durch die Kompetenzausstattung und die konkrete Ausgestaltung der Ein- und Auszahlungen bestimmt. Hier sind unterschiedliche Ansätze denkbar (Iara, 2016).

Die Einrichtung eines rudimentären fiskalischen Stabilisierungsmechanismus für den Euroraum dürfte nach Meinung einiger Experten im Rahmen des gegebenen rechtlichen Gefüges der europäischen Institutionen realisierbar sein, wenngleich spezifische Einzelfragen offen sind (Repasi, 2013). Einer substanzielleren fiskalischen Integration hingegen sind durch das Unionsrecht wie auch durch nationales Recht Grenzen gesetzt.

Das im Vertrag über die Europäische Union (EU-Vertrag) und im Vertrag über die Arbeitsweise der EU (AEUV) vereinbarte Primärrecht der EU setzt trotz

mancher sekundärrechtlicher Veränderungen im Grundsatz noch auf die Koordinierung der dezentralen mitgliedstaatlichen Wirtschaftspolitik und begrenzt damit eine Vergemeinschaftung. Wenn das Ziel einer politischen Union angestrebt würde, wären weitergehende Vertragsänderungen erforderlich (EU-Kommission, 2012b, 36 ff.; EU Commission, 2013). Dies würde beispielsweise gelten für eine Schaffung von Hoheitsrechten der EU und einem eigenen Budget, Steuerhoheit der EU sowie Eingriffsrechten in die fiskal- und wirtschaftspolitischen Entscheidungen der Mitgliedstaaten und einer Finanzverwaltung der Wirtschafts- und Währungsunion.

Grenzen der Ausgestaltung eines gemeinsamen fiskalischen Instruments auf EWU-Ebene hat auch der Europäische Gerichtshof mit seinem Pringle-Urteil aufgezeigt (EuGH, 2012, Rn. 135). Danach ist es aufgrund von Art. 125 AEUV sowohl der Union als auch den Mitgliedstaaten verboten, Finanzhilfen an andere Staaten zu leisten, die den Anreiz für den Empfänger beeinträchtigen, eine solide Haushaltspolitik zu betreiben.

Mitgliedstaatlich ist aufseiten Deutschlands die Möglichkeit der Weiterentwicklung des institutionellen Rahmens des Euroraums auch durch das Grundgesetz und einschlägige Urteile des Bundesverfassungsgerichts eingeschränkt (Busch, 2012). In der Auffassung des Bundesverfassungsgerichts ist die EU als Verbund souveräner Staaten konzipiert, in dem Hoheitsrechte nicht unbegrenzt von den Staaten auf die EU übertragen werden können, ohne das demokratische Wahlrecht auszuhöhlen (Fabio, 2013). Das Verfassungsgericht hat einen Katalog notwendiger Staatsaufgaben benannt (Schorkopf, 2012, 30), wozu auch die fiskalischen Grundentscheidungen über Einnahmen und Ausgaben gehören (BVerfG, 2009, Rn. 252). Der Deutsche Bundestag müsse dem Volk gegenüber verantwortlich über die Summe der Belastungen der Bürger entscheiden (BVerfG, 2009, Rn. 256). Wenn die Festlegung über Art und Höhe der den Bürger treffenden Abgaben in wesentlichem Umfang supranationalisiert würde, läge „eine das Demokratieprinzip und das Wahlrecht ... verletzende Übertragung des Budgetrechts des Bundestages vor“ (BVerfG, 2009, Rn. 256). Im Demokratieprinzip wurzelt die Übertragungsschranke für das parlamentarische Budgetrecht (Fabio, 2013, 23).

Mit der Weiterentwicklung der Wirtschafts- und Währungsunion zu einer politischen Union mit eigenem Budget, mit Steuerhoheit und Eingriffsrechten in

die nationale Haushaltssouveränität sowie einem Verschuldungsrecht dürfte die vom Bundesverfassungsgericht aufgezeigte Grenze der supranationalen Integration deutlich überschritten werden. Bei weniger ambitionierten Instrumenten, wie dem in Kapitel 4.8.1 diskutierten fiskalischen Stabilisierungsinstrument, gilt es, die konkrete Ausgestaltung zu untersuchen.

Einer Vertiefung der Währungsunion durch gemeinsame fiskalische Instrumente stehen auch – je nach Ausgestaltung – politische Probleme entgegen. Manche Vorschläge für fiskalische Ausgleichsmechanismen können neben der makroökonomischen Stabilisierungsfunktion auch Transferzahlungen nicht sicher ausschließen. Andere Vorschläge zielen explizit auf dauerhafte Transferleistungen ab. Die politischen Widerstände in den Staaten, die sich auf der Nettozahlerseite wännen, sind absehbar und relevant. Die Sensitivität der Finanztransfers in Europa wird deutlich beim Blick auf die schwierigen wiederkehrenden Diskussionen um die Nettoposition der EU-Mitgliedstaaten bei der Bestimmung der Mehrjährigen Finanzrahmen, die die Eckdaten des EU-Haushalts für mehrere Jahre festlegen. Die zu erwartenden politischen Widerstände gegenüber weiteren Transferleistungen erhalten durch das Aufkommen europakritischer populistischer Parteien in den potenziellen Geberländern zusätzliche Bedeutung.

Sollte eine fiskalische Zentralisierung auch mit einer Haftungsvergemeinschaft einhergehen, wie ebenfalls verschiedentlich angedacht, wäre eine parallele Teilzentralisierung der Haushaltsrechte notwendig, damit die Ebenen von Haftung und Kontrolle übereinstimmen (Deutsche Bundesbank, 2015c). Die Bereitschaft der EU-Mitgliedstaaten und ihrer Bürger, ihre Haushaltsautonomie derart zu teilen, ist allerdings als gering einzuschätzen (vgl. dazu auch SVR, 2015b, Tz. 105): Die Erfahrungen der vergangenen Jahre im Euroraum haben gezeigt, dass dies allenfalls in Notsituationen zeitlich begrenzt tragbar ist. Damit stehen einer weiteren fiskalischen Integration große politische Hemmnisse entgegen.

## 5 Fazit

Diese IW-Analyse befasst sich mit der Zukunft der Europäischen Währungsunion und untersucht, welcher institutionelle Rahmen nötig ist, um den Euroraum dauerhaft stabil und damit zukunftsfähig zu machen. In der öffentlichen Diskussion hat sich das starke Narrativ herausgebildet, wonach die Währungsunion ohne mehr fiskalische Integration nicht zukunftsfähig sei. Die Autoren der vorliegenden Publikation hinterfragen, ob mehr fiskalische Integration aus ökonomischer Sicht wirklich unverzichtbar ist. Der hier gewählte Analyserahmen fokussiert auf den Zusammenhang von Verschuldungs- und Zahlungsbilanzkrisen, auf die Rolle des Finanzsystems hierbei und die Einbettung in die Theorie des Optimalen Währungsraums. Auf dieser Basis erfolgt eine Ursachenanalyse (vgl. Kapitel 2).

Die Probleme, die seit dem Jahr 2008 zu den komplexen Krisen des Euroraums geführt haben, lagen in erster Linie im Finanzsektor (vgl. Abbildung 1, Kapitel 2). Neben der globalen Finanzmarktkrise und der dadurch erhöhten Staatsverschuldung war es besonders der immense Anstieg der Verschuldung von privaten Wirtschaftsakteuren vor der Krise, der mit Kapitalimporten und meist sehr hohen Leistungsbilanzdefiziten einherging. Hieraus resultierten multiple und sich gegenseitig verstärkende Krisen: Staats- und Privatverschuldungskrisen, Zahlungsbilanzkrisen, Banken Krisen, Vertrauenskrisen, Finanzintegrationskrisen und der Staaten-Banken-Teufelskreis. Da Verschuldungskrisen erfahrungsgemäß gravierender sind und länger nachwirken, ist es nicht verwunderlich, dass die Euro-Schuldenkrise tiefer war und einen längeren Nachhall hat. Die Schwächung des Bankensystems spielt dabei eine große Rolle. Im Anschluss an die Dokumentation und Einordnung der erfolgten Reformen (vgl. Kapitel 3) wurden die Argumente der Befürworter einer weiteren fiskalischen Integration (vgl. Kapitel 4) systematisch analysiert und kritisch hinterfragt (vgl. Abbildung 10, Kapitel 4.1).

Im Ergebnis lassen sich die Argumente der Befürworter deutlich relativieren: Demnach wird die Fiskalpolitik als Anpassungsmechanismus an ökonomische Schocks in der EWU weniger erforderlich und zudem effektiver werden, wenn die bereits ergriffenen und die darüber hinaus notwendigen Reformen effektiv

umgesetzt werden. Diese Schlussfolgerung basiert auf den in den folgenden Abschnitten dargelegten Argumenten, bei denen immer wieder der Bezug zu Abbildung 10 (Kapitel 4.1) erfolgt.

### **Außergewöhnlicher Charakter der jüngsten Krise**

Die Euro-Schuldenkrise war extrem tief, sollte aber nicht als typisch für zukünftige Krisen verstanden werden, weil sie durch Sonderfaktoren entstanden war. Daher ist große Vorsicht geboten bei der inzwischen gängigen These, die Krise habe eindeutig gezeigt, dass die Währungsunion ohne mehr fiskalische Integration nicht zukunftsfähig sei. Zu den Sonderfaktoren gehören (Abbildung 11, Kapitel 4.2.1):

- der starke Zinsrückgang zu EWU-Beginn in Südeuropa, der dort den Realzinseffekt stark antrieb – nicht zuletzt auch vor dem Hintergrund der regulatorischen Fehlanreize bei der Behandlung von Staatsanleihen in Euro;
- die starken kreditgetriebenen ökonomischen Ungleichgewichte in Südeuropa;
- die gravierende globale Finanzkrise, die schon vor der Euro-Schuldenkrise die Staatsschulden stark in die Höhe trieb (die Nichteinhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts war dagegen nur in Griechenland eine weitere Hauptursache der Krise);
- die deutsche Reformphase, die die Divergenzen bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit verschärfte;
- die vor allem die südeuropäischen Staaten treffenden großen Globalisierungsschocks – wie die EU-Osterweiterung und das Aufstreben Chinas und anderer Schwellenländer, das in der vorigen Dekade sehr dynamisch verlief.

In ihrem Verlauf hat sich die Krise zunächst auch deswegen verschärft, weil anfangs einige inzwischen geschaffene Instrumente nicht zur Verfügung standen. Auch sollte nicht außer Acht gelassen werden, dass die politischen Akteure Europas insgesamt mit Zahlungsbilanzkrisen und ihrer Bewältigung kaum Erfahrung hatten.

Die aus der Krise resultierenden sozialen Probleme waren und sind teils noch gravierend. Da es sich mit großer Wahrscheinlichkeit um zeitlich begrenzte Nachwirkungen der außergewöhnlichen Krise handelt, liegt darin aber keine hinreichende Begründung für die Schaffung dauerhafter Instrumente wie eines fiskalischen Ausgleichsmechanismus.

Gleichwohl müssen die verbleibenden Probleme adressiert werden. Zeitlich begrenzte Probleme sind jedoch mit temporären Instrumenten zu bekämpfen. Dazu dienen zu Recht vor allem die unkonventionelle Geldpolitik der EZB und der EFSI. Beide Instrumente sollten nur vorübergehend angewendet werden, also nicht dauerhaft bestehen bleiben. Neben diesen vorwiegend nachfrageseitig wirkenden Instrumenten geht es um angebotsseitige Strukturreformen zur Förderung eines nachhaltigen Wachstums. Damit wird der obere krisenbezogene Problemteil in Abbildung 10 (Kapitel 4.1) adressiert.

### **Reformen haben an Kernursachen der Krise angesetzt**

Wie Übersicht 8 zeigt, haben die in Kapitel 3 dargestellten bisherigen Reformen an den Kernursachen der multiplen Krisen angesetzt:

- Reformen gegen die Entstehung neuer Ungleichgewichte in Makroökonomie und Finanzsystem (Spalten 2, 3 und 5). Neben der makroökonomischen Überwachung kommt hier der makroprudenziellen Finanzaufsicht eine zentrale Rolle zu, die durch die Gründung einer einheitlichen Finanzaufsicht (SSM) sehr viel effektiver aufgestellt ist. So darf der SSM über den Kopf der nationalen Finanzaufsicher hinweg Maßnahmen ergreifen, um Finanzstabilitätsrisiken zu begrenzen.
- Strukturreformen auf den Arbeits- und Produktmärkten der Krisenländer. Sie haben die Wachstumsvoraussetzungen und die Funktionsfähigkeit der EWU verbessert (Spalte 4).
- Reform des SWP und Einführung des Fiskalpakts mit nationalen Schuldenbremsen (Spalte 6).
- Schaffung von konditionierten Krisen- und Stabilisierungsmechanismen wie ESM und OMT (Spalte 7).

Diese Reformen waren auch insofern erfolgreich, als sie mit dazu beigetragen haben, dass sich die Defizite in den Staatshaushalten und den Leistungsbilanzen der Euro-Krisenländer stark zurückbildeten. Irland und Spanien können inzwischen sogar ein überdurchschnittliches Wachstum verzeichnen.

Damit konvergieren die Wohlstandsniveaus in Spanien und Irland wieder relativ zum Euroraum insgesamt. Dies ist von großer Bedeutung, da die zwischenzeitlich stark gestiegenen Divergenzen bei Wachstum, Wohlstand und Beschäftigung sowie auch die sozialen Folgen sehr hoher Arbeitslosigkeit vielen im Euroraum große Sorgen bereiten. Die Voraussetzung für eine neue Konvergenz sind allerdings in erster Linie wachstumsförderliche Strukturreformen. Nachfragepolitik kann hier allenfalls vorübergehend flankierend wirken. Obgleich sie in einer Situation der Bilanzanpassung des Privatsektors nicht außer Acht gelassen werden darf, kann sie keine Grundlage für die dauerhafte Konvergenz bilden.

Die erfolgten Reformen müssen jedoch hinreichend konsequent umgesetzt werden. Die bisherigen Erfahrungen sind dabei gemischt. Es wird allerdings argumentiert, dass sich die kritisierten Entscheidungen beim SWP und der makroökonomischen Überwachung ökonomisch noch rechtfertigen lassen. Der Lackmustest steht noch an – dann, wenn die ökonomischen Ungleichgewichte wieder zunehmen.

In diesem Zusammenhang ist auch die pauschale These zu hinterfragen, dass Regeln in der EU grundsätzlich nicht funktionieren würden. In der Tat ist eine strikte und vollständige Regelerfüllung aus politökonomischen Gründen nicht zu erwarten und auch nicht immer sinnvoll. Doch werden Regeln auch immer nur bis zu einem gewissen Grad gedehnt. Die europäischen Regeln wurden mit den Reformen jedoch strikter gemacht und müssen durch weitere Reformen noch ergänzt werden. Auf dieser Basis spricht vieles dafür, dass auch eine weitgehende Erfüllung hinreichend sein wird, um zukünftige Krisen ausreichend zu begrenzen. Sollte sich das Bemühen der Kommission um politische Legitimation und ein damit einhergehendes stärkeres Verständnis als politischer Akteur als längerfristiger Trend erweisen, könnte dies jedoch zu Konflikten mit der Regelbindung führen.

# Reformfortschritte und verbleibender Reformbedarf

zur Sicherung der Zukunftsfähigkeit der EWU

Reformnotwendigkeiten	Begrenzung von ökonomischen Ungleichgewichten, Kreditblasen und Privatverschuldung	Begrenzung von Risiken im Banken- und Finanzsystem	Kontext Währungsraum: Nationale Strukturformen zur Minderung der Heterogenität und Steigerung der Anpassungsfähigkeit	Kontext Währungsraum: Minderung des „One-size-does-not-fit-all“-Problems (Realzinseffekt)	Stärkung der fiskalischen Governance	Bekämpfung von Illiquiditätskrisen bei Staaten und Banken	Stärkung von Koordination und Reformorientierung nationaler Wirtschaftspolitiken (für mehr Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum)
Reformfortschritt	Makroökonomische Überwachung mit MIP	Bankenunion (SSM, BRRD, Bail-in, SRM, SRF, ESM, harmonisierte nationale Einlagensicherung)	Bessere Funktionsfähigkeit des Währungsraums durch nationale Strukturformen auf Arbeits- und Produktmärkten (höhere Lohn- und Preisflexibilität, geringere Heterogenität im Euroraum)	Verbesserung Bankenaufsicht durch SSM (zentraler unabhängiger SSM ist stark in Mikroprudenz und kann nationale Makroprudenzmaßnahmen verschärfen; weniger Arbitrage und Inaction Bias)	Verschärfung des SWP durch Six-Pack und Two-Pack	Für Staaten: EFSF, ESM (konditionalisiert) Für Banken: ESM und SRF	Europäisches Semester mit länderspezifischen Empfehlungen
	Makroprudenzielle Aufsicht durch SSM, ESRB und Basel III mit neuen makroprudenziellen Instrumenten (u. a. antizyklische und systemische Kapitalpuffer)	Eigenkapitalstärkung von Banken (durch Basel III, forciert durch EBA und EZB vor Etablierung SSM)	Verbesserte Arbeitskräftemobilität, partielle Finanz-Re-Integration durch Krisenberuhigung und EZB-Maßnahmen	Länderspezifische Anwendbarkeit (neuer) makroprudenzieller Instrumente	Fiskalpakt mit nationalen Schuldenbremsen und Korrekturmechanismus bei Verfehlung	EZB für Staaten: OMT (konditionalisiert) EZB für Banken: unkonventionelle Geldpolitik und Target 2	Wettbewerbsfähigkeitsräte (national und zentral); bei Reformschwäche: Mehr Überwachung und Reformprogramme (unter MIP und Two-Pack)



		Konsequente Implementierung / Verhinderung von Aufweichung					
Verbleibender Reformbedarf	Aktive Nutzung neuer Eigenkapitalvorschriften (besonders zeitvariable Eigenkapitalpuffer, zusätzlich: Mindeststandards bei internen Risikomodellen der Banken, Zinsänderungsrisiken beachten)	Effektivität der Bankenunion sichern (Bail-in: nicht aufweichen, Bail-in-Kapital meist außerhalb des Bankensektors halten, SRM: ggf. stärken, EDIS: nur parallel zu Risikoabbau und Mindestharmonisierung von Insolvenzregeln)	Stärkung von Finanzmarktintegration (Kapitalmarktunion hierfür nutzen, mehr regulative Anreize zur Diversifikation und gegen kurzfristige Kreditvergabe, mehr Eigenkapitalverflechtung, ggf. effektives Bail-in)	Konsequente Nutzung länder-spezifischer Makroprudenz (durch nationale Finanzaufseher und ggf. SSM)	Stärkung nationaler antizyklischer Fiskalpolitik (fiskalischen Handlungsspielraum schaffen für nächste Krise durch SWP-Befolgung, automatische Stabilisatoren verbessern, in Booms restriktiven Kurs sichern, strukturelles Defizit korrigieren für Finanzzyklus)	ESM: Einhaltung der Konditionalität sichern (u. a. bei Nutzung weiterer ESM-Instrumente; grundsätzlich IWF-Beteiligung erhalten) Bei Integration in Gemeinschaftsmethode: hinreichende Unabhängigkeit sichern	Reform des Europäischen Semesters (Ziele v. a.: Umsetzungsquote CSR erhöhen, durch mehr Peer Pressure)
	Abbau der steuerlichen Begünstigung von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital (zur Minderung von Verschuldungsanreizen in Privatwirtschaft)	Abschaffung der Begünstigung von Staatsanleihen (Kapitalpuffer risiko-adäquat, Obergrenzen, Liquiditätspräferenz beseitigen, mittelfristige Einführung durch Phase-in für Neuemissionen ab 2018)	Stärkung von Handelsintegration (u. a. durch Binnenmarkt) Arbeitskräfte-mobilität (u. a. Anker-nungsregeln, Portabilität von Sozial-versicherungs-an-sprüchen)	Ergänzung CRD IV: Integration schuldner-spezifischer makroprudenzieller Instrumente (LTV, LTI, DSTI) (um SSM Zugriff darauf zu geben)	Unabhängigkeit und Effektivität des neuen Fiskalaus-schusses sichern (um SWP-Umsetzung zu verbessern und politischen Spielraum der Kommission zu mindern)	OMT der EZB: Konditionalität sichern	Ownership fördern (durch noch mehr Diskussion mit Nationalstaaten, noch systematischeres Benchmarking und noch intensivieren Austausch über Best-Practice-Ansätze)
	Fortsetzung Schuldenabbau im Privatsektor (Nichtbanken: ggf. mehr Reformen privater Insolvenzregime; Banken: notleidende Kredite abschreiben, Rekapitalisierung, ggf. Abwicklung, Bad-Bank-Lösungen)	Einführung Allfinanzaufsicht als starke eigenständige Institution (Schattenbanken: mehr Transparenz, Stresstests, antizyklische Leverage Ratio für Aktivitäten mit hoher Verschuldung)	Fortsetzung von Struktur-reformen (Reform-pakete: adäquates Design und Sequencing, für politische Umsetzbarkeit und Minderung sozialer Folgen, gegen begrenzte negative ökonomische Kurzfrist-effekte)	Begrenzung von Ausweichreaktionen (Anwendung schuldnern-basierter Instrumente auf alle heimischen Transaktionen und möglichst weitgehende Reziprozitätsvereinbarungen)	Mittelfristig verlässliches Staatsinsolvenzverfahren (um No-Bail-out-Regel zu stärken)	Geldpolitik der EZB: Finanzstabilität nicht allein an Makroprudenz delegieren	Mittelfristig Regeln für Umgang mit reformunwilligen Staaten (und für Euro-Exit als Ultima Ratio)

Eigene Darstellung

## **Begrenzung zukünftiger Krisen**

Bei der Ableitung weiterer Reformnotwendigkeiten geht es zunächst darum, zukünftige Krisen weniger gravierend werden zu lassen. Darüber hinaus gilt es, die Abfederungsfähigkeit der EWU gegen Schocks und Krisen zu stärken. Die bisherigen Reformen reichen dazu noch nicht aus. Doch halten die Autoren einen fiskalischen Ausgleichsmechanismus nicht für zwingend notwendig, um dieses Ziel zu erreichen. Stattdessen spricht vieles dafür, dass einige zusätzliche Reformen (vor allem im Finanzsystem) ausreichen, um die Währungsunion zukunftsfähig zu machen. Dies betrifft besonders weitere Reformen im Umfeld des Finanzsektors. Vor allem müssen neue ausufernde Kreditzyklen und erneute exzessive Verschuldungsanstiege im Privatsektor verhindert, also im Vorfeld eingegrenzt werden. Dazu sind folgende (ausgewählte) weitere Maßnahmen nötig:

- Zur Verminderung der Verschuldungsneigung im Privatsektor sollte die in vielen europäischen Steuersystemen angelegte Begünstigung von Fremd- gegenüber Eigenkapital möglichst abgeschafft werden.
- In Ländern mit vielen notleidenden Krediten ist eine weitere Stärkung des Bankenkapitals notwendig, um die bei der Bereinigung der Bankbilanzen entstehenden Abschreibungen abfedern zu können, die von der Finanzaufsicht stärker eingefordert werden sollten.
- Auch generell sollten (vor allem die antizyklisch wirkenden) Kapitalpuffer von der Bankenaufsicht aktiv genutzt werden.
- Mittelfristig ist eine zentrale Allfinanzaufsicht im Euroraum nötig, die über den Bankensektor hinausgeht und auch Versicherungen und die Fondsbranche umfasst. Denn bei einem stärker regulierten Bankensystem drohen Risiken, in andere, weniger regulierte Bereiche wie den Schattenbankensektor abzuwandern.
- Der Teufelskreis aus nationalen Banken- und Staatenkrisen existiert trotz der Schaffung der Bankenunion weiterhin, da viele Banken im Euroraum in großem Ausmaß Anleihen des eigenen Staates halten. Daher sollte mittelfristig die Sonderbehandlung von Staatsanleihen abgeschafft werden.

Gleichzeitig sollten eine risikoadäquate Eigenkapitalunterlegung, Obergrenzen und Liquiditätsvorschriften eingeführt werden. Daneben muss die Vervollständigung der Bankenunion nach Plan vorangetrieben werden. Dabei sollten Risikoabbau und Risikoteilung parallel erfolgen.

- Um der stabilitätsorientierten Fiskalpolitik über das gemeinsame Regelwerk hinaus Geltung zu verschaffen und die Verantwortung bei der staatlichen Schuldenpolitik auf Gläubiger- und Schuldnerseite zu stärken, sollte ein glaubwürdiges Staatsinsolvenzregime etabliert werden.

Auch diese Reformen adressieren den oberen krisen- und verschuldungsbezogenen Teil von Abbildung 10 (vgl. Kapitel 4.1).

### **Geringere Krisenrisiken durch höhere Funktionsfähigkeit der Währungsunion**

Verschiedene wirtschaftspolitische Unzulänglichkeiten trugen vor der Krise dazu bei, dass sich Krisenrisiken aufbauen konnten. Diese Probleme lassen sich durch die ergriffenen und darüber hinaus nötigen Reformen entscheidend verringern. Zunächst wird das Feld Mitte links in Abbildung 10 (vgl. Kapitel 4.1) betrachtet.

Die relativ große Heterogenität der Euroländer hat krisenverschärfend gewirkt, weil sie durch asymmetrisch wirkende exogene Schocks zum Aufbau von ökonomischen Ungleichgewichten beitrug. Die in Kapitel 3.3 beschriebenen umfangreichen Strukturreformen auf den Arbeits- und Produktmärkten in den Krisenländern mindern dieses Problem. Denn sie haben die Heterogenität der Euroländer in dieser zentralen Hinsicht reduziert – schließlich waren unterschiedliche Rigiditäten auf diesen Märkten eine wichtige Quelle für die asymmetrischen Schockwirkungen. Damit haben die Strukturreformen die Währungsunion funktionsfähiger gemacht.

Ein aktiver Einsatz einer länderspezifischen makro- und mikroprudenziellen Finanzaufsicht kann ein zentrales Problem der einheitlichen Geldpolitik und ihrer prozyklischen Wirkung (Realzinseffekt) deutlich mindern. Es besteht darin, dass die Konjunktur in boomenden Ländern mit hoher Inflation bei annähernd gleichen Nominalzinsen über einen niedrigen Realzins weiter angeheizt wird. Dieser Effekt wirkt dann besonders schädlich, wenn niedrige Realzinsen

in einzelnen Ländern einen Finanzzyklus begünstigen und dort zu steigender Privatverschuldung führen. Eine länderspezifische Finanzaufsicht ist die angemessene Antwort auf den Realzinseffekt – nicht ein fiskalischer Ausgleichsmechanismus.

Einer stärkeren Anwendung der Makroprudenz wird häufig entgegengehalten, dass damit wenig Erfahrungen beständen. Zudem machten Umgehungsmöglichkeiten durch Schattenbanken Aufsichtsmaßnahmen ineffektiv und Aufsicher würden zu zögerlich agieren und könnten sich gegen politische Widerstände nicht durchsetzen. Diese Skepsis lässt sich deutlich relativieren:

- Zwar sind makroprudenzielle Instrumente im Euroraum bislang in der Tat nur wenig eingesetzt worden, aber dafür häufiger in Schwellenländern und Südosteuropa. In jüngerer Zeit wird die dort gemachte Erfahrung in zahlreichen Studien aufgearbeitet. Hierbei zeigt sich, dass makroprudenzielle Maßnahmen grundsätzlich wirksam sind gegen kreditgetriebene ausufernde Finanzzyklen. Dies gilt (neben den kapitalbasierten Instrumenten im Rahmen von Basel III, CRD IV und CRR) vor allem für schuldnerbasierte Maßnahmen. Hierzu gehören harte Darlehensgrenzen, die sich an dem Wert der Sicherheit oder an dem Einkommen des Kreditnehmers orientieren.
- Ausweichreaktionen auf Schattenbanken können bei der Nutzung von schuldnerbasierten Instrumenten effektiv begrenzt werden. Denn diese Maßnahmen lassen sich auf alle heimischen Transaktionen anwenden, sodass alle Finanzmarktakteure diesen Restriktionen unterliegen.
- Sicherlich sind die politischen Widerstände gegen Maßnahmen der Finanzaufsicht größer als die gegen geldpolitische Maßnahmen. Doch wie erläutert wurde mit der Schaffung des SSM eine starke Bankenaufsicht mit erheblichen Durchgriffsrechten geschaffen, außerdem haben sich die Anreize der nationalen Finanzaufsicher deutlich erhöht. Tatsächlich haben zahlreiche Euroländer angesichts der Niedrigzinsphase und drohender Risiken vor allem im Immobiliensektor in jüngster Zeit bereits Dutzende finanzaufsichtsrechtliche Maßnahmen ergriffen. Einige wichtige Korrekturen sind aber noch nötig, um die Anreizstruktur und den Instrumentenkasten zu vervollständigen. So hat der SSM noch keinen Zugriff auf schuldnerbasierte Instrumente.

Daher sollten diese Instrumente möglichst bald in das CRD-IV-/CRR-Paket integriert werden, in dessen Rahmen der SSM agieren kann. Auch in Deutschland sind schuldnerbasierte makroprudenzielle Instrumente umgehend zu schaffen, wie es der Ausschuss für Finanzstabilität vorschlägt.

Auch die Fiskalpolitik muss dazu beitragen, dass zukünftige Krisen weniger gravierend werden (vgl. Abbildung 10 in Kapitel 4.1, mittleres Feld). Dazu sollte sie in Boomphasen deutlich stärker als bislang antizyklisch und damit bremsend agieren. Ziel dabei ist, mit Blick auf die gesamtwirtschaftliche Verschuldung eine tendenziell steigende Privatverschuldung durch eine rückläufige staatliche Schuldenlast zu mindern. Eine Möglichkeit wäre, im Rahmen des SWP den Finanzzyklus systematisch einzubeziehen, wenn das Potenzialwachstum und damit der strukturelle Haushaltssaldo berechnet werden. Die diesbezüglichen ersten empirischen Ansätze gilt es weiterzuentwickeln und im Rahmen des SWP effektiv handhabbar zu machen (vgl. Kapitel 4.6.1). Auf diese Weise würde das Potenzialwachstum im Finanzzyklusboom geringer ausgewiesen und damit würden auch die Vorgaben des SWP restriktiver sein als bisher.

Nach Ausbruch der Krise kam es zu sich selbst verstärkenden Vertrauenskrisen, Spekulationsattacken und Ansteckungseffekten, die die Krisenwirkungen noch weiter verschärften (vgl. Abbildung 10 in Kapitel 4.1, oberer krisenbezogener Teil). Durch Schaffung des ESM und durch das OMT der EZB lassen sich zukünftige Krisen sehr viel besser eindämmen – vorausgesetzt, der betreffende Staat hält sich an die vereinbarten Reformen im Rahmen der Konditionalität.

### **Effektivere Anpassungsmechanismen der EWU bei Krisen**

Gewöhnliche Krisen erscheinen mit den ergriffenen und begrenzten weiteren Reformen verkraftbar. Dafür sprechen die folgenden Argumente (die die Probleme Mitte rechts in Abbildung 10, Kapitel 4.1 adressieren): Die in Südeuropa durchgeführten Strukturreformen auf Arbeits- und Produktmärkten verbessern den zentralen Anpassungsmechanismus der Lohn- und Preisflexibilität. Auch die erfolgten Reformen in den Lohnfindungssystemen sprechen dafür, dass sich Löhne in Zukunft stärker als früher an der Produktivität und der Konjunkturentwicklung orientieren. Die Produktmarktreformen sollten die Reaktionsfähigkeit der Preise verbessern, da dies die Wettbewerbsintensität erhöht. Auch die kurzfristige Arbeitskräftemobilität im Euroraum hat sich vor und im

Zuge der Krise deutlich und mehr als erwartet verbessert. Sie ist weiter zu fördern, etwa durch die leichtere und bessere Anerkennung von Berufsqualifikationen oder die Übertragbarkeit von Pensionsansprüchen.

Wie verschiedene Studien belegen, ist der wichtigste Anpassungsmechanismus, um asymmetrische Schocks in einer Währungsunion abzufedern, die finanzielle Risikoteilung. Im Euroraum hat dieser Mechanismus jedoch gerade in der Krise versagt. Es gilt, dies in Zukunft zu verhindern und eine effektive Risikoteilung in der nächsten Krise zu gewährleisten. Hierbei kann es allerdings zu einem Zielkonflikt kommen: Je stärker die grenzüberschreitenden Finanzverflechtungen im Euroraum sind, desto größer ist die Gefahr von systemischen Ansteckungseffekten im Krisenfall – etwa wenn betroffene Akteure systemrelevant sind, zu große Risiken eingehen und zu wenig Vorsorge betreiben. Dieser Zielkonflikt ist durch verschiedene Maßnahmen bereits entschärft worden. Die (private) Risikoteilung im EWU-Finanzsystem wurde wesentlich durch die Stärkung der Kapitalbasis der Banken und die strengere Finanzaufsicht verbessert, sowie durch das Bail-in-Instrument, das jedoch im Fall der Fälle konsequent anzuwenden ist.

Darüber hinaus ist es entscheidend, die Krisenrisiken eines Landes auf möglichst viele inländische und ausländische Schultern zu verteilen. Risikodiversifizierung ist dabei in zweifacher Hinsicht nötig: Nicht nur sollten unterschiedliche Anlegerarten beteiligt sein, sondern auch auf der Ebene des einzelnen Investors geht es um eine ausreichende Streuung der Anlagen. Hierzu sollten die Eigenkapitalvorschriften von Banken und Versicherungen in der Art verändert werden, dass sie Klumpenrisiken teurer machen und deutliche Anreize zur Diversifizierung geben. Auch bedarf es mehr grenzüberschreitender Eigenkapitalverflechtung, weil dies eine effizientere Risikoteilung im Vergleich zu Fremdkapital ermöglicht. Bei der Schaffung der Kapitalmarktunion ist auf diesen Aspekt ein hohes Gewicht zu legen. Auch die geforderte Abschaffung der steuerlichen Begünstigung des Fremdkapitals trägt dazu bei.

Die nationale Fiskalpolitik kann und sollte eine zentrale Anpassungsfunktion bei Krisen wahrnehmen, indem sie antizyklisch gegen Konjunkturreinbrüche vorgeht und die automatischen Stabilisatoren wirken lässt (vgl. Abbildung 10 in Kapitel 4.1, Mitte). Dazu müssen die öffentlichen Haushalte mittelfristig

strukturell nahezu ausgeglichen sein. Die Erfüllung des Stabilitäts- und Wachstumspakts sowie eine fortgesetzte moderate Konsolidierung sind damit wichtige Voraussetzungen, um zukünftige Krisen weniger gravierend werden zu lassen. Es ist fragwürdig, wenn einige Euroländer die Schaffung eines zentralen fiskalischen Ausgleichsmechanismus fordern und zugleich nicht bereit sind, ihre Staatshaushalte ausreichend zu konsolidieren.

Häufig wird eingewendet, dass die Fiskalpolitik in Staaten mit hoher Staatsverschuldung auf lange Zeit nicht ausreichend handlungsfähig sei, weil eine antizyklische expansive Fiskalpolitik die Schuldentragfähigkeit gefährden würde und die Risikoprämien am Finanzmarkt daraufhin zu stark stiegen (vgl. Abbildung 10 in Kapitel 4.1, oben). Das ist nicht ausgeschlossen. Doch mit dem ESM und dem OMT der EZB gibt es (konditionierte) Absicherungsmechanismen für diese Fälle. Der ESM ermöglicht Kredite mit sehr niedrigen Zinsen und sehr langen Laufzeiten, die die Schuldentragfähigkeit trotz steigender Schulden erhalten können. Gegebenenfalls mag auch ein präventives ESM-Programm ausreichen. So flankiert, kann die nationale Fiskalpolitik trotz hoher Staatsverschuldung antizyklisch agieren.

Allerdings ist es wichtig, dass das Konditionalitätsprinzip der Krisenmechanismen erhalten bleibt. Sollte der ESM aus seiner intergouvernementalen Existenz in die Gemeinschaftsmethode integriert und eine Art Europäischer Währungsfonds geschaffen werden, muss daher eine hinreichende politische Unabhängigkeit gewährleistet bleiben. Auch darf die Stimmrechtsverteilung nicht geändert werden, weil anderenfalls Konflikte mit der nationalen Budgethoheit und der demokratischen Grundstruktur der Mitgliedstaaten sowie dem zugrunde liegenden Rechtsrahmen drohen könnten.

Schließlich sind mittelfristig klare und verlässliche Regeln für reformunwillige und insolvente Staaten zu schaffen. Mit einem funktionsfähigen Staatsinsolvenzverfahren gilt es, die No-Bail-out-Regel wieder zu stärken.

Mit diesen Reformen sind die zentralen Probleme adressiert, die von den Befürwortern einer größeren fiskalischen Integration vorgebracht werden. Auf dieser Basis spricht vieles dafür, dass eine weitere fiskalische Integration verzichtbar ist, auch wenn sie eine politische Option bleiben mag.

Bei dieser Einschätzung sind die möglichen ökonomischen, politischen und rechtlichen Probleme eines fiskalischen makroökonomischen Ausgleichsmechanismus noch nicht berücksichtigt:

- Diese Probleme liegen erstens in potenziell gravierenden Fehlanreizen, eine zu laxen Fiskalpolitik zu betreiben oder notwendige Arbeitsmarktreformen zu unterlassen, weil entstehende Lasten und Risiken vergemeinschaftet werden.
- Zweitens droht die Gefahr von weiteren dauerhaften Transferleistungen, die von einigen sogar explizit gefordert werden. Die EU verfügt mit den Strukturfonds bereits über ein nennenswertes Transfersystem.
- Schließlich sind auch die rechtlichen Grenzen einer stärkeren Vergemeinschaftung zu bedenken, die im Fall Deutschlands durch das Bundesverfassungsgericht gesetzt wurden.
- In der Tat dürften in den EU-Ländern mit stärkerer Wirtschaftsleistung die politischen Widerstände gegen eine weitergehende transferorientierte Vergemeinschaftung groß sein. Daher erscheint ein solcher Schritt in absehbarer Zeit nicht realistisch.

Positiv ist jedoch, wie in dieser IW-Analyse gezeigt worden ist, dass eine weitere fiskalische Integration aus etlichen ökonomischen Gründen insgesamt gesehen verzichtbar erscheint:

- Die Krise war außergewöhnlich tief, darf aber nicht als Begründung für einen fiskalischen Ausgleichsmechanismus dienen.
- Verbleibende Krisennachwirkungen sind teils noch erheblich, aber als vorübergehend anzusehen und daher nur mit temporären Instrumenten zu bekämpfen.
- Zukünftige Krisen dürften mit den bereits ergriffenen und den hier geforderten Reformen – vor allem jenen im Banken- und Finanzsektor – weniger gravierend werden, wenn es gelingt, ausufernde Finanzzyklen zu verhindern.



- Mit gewöhnlichen Krisen kann eine reformierte Währungsunion umgehen. Denn ihre Funktionsfähigkeit wurde in verschiedener Hinsicht verbessert und kann durch gezielte Reformen weiter erhöht werden.

Die Ansicht, dass eine weitere fiskalische Integration verzichtbar ist, vertreten mit ähnlichen, aber zumeist weniger umfangreichen Argumenten auch andere namhafte Autoren (Obstfeld, 2013; Schmieding, 2014; Blankart et al., 2015; Dabrowski, 2015; Wyplosz, 2015). Dabrowski (2015) weist dabei aus wirtschaftshistorischer Perspektive darauf hin, dass Währungsunionen ohne nennenswerte fiskalische Integration für Jahrzehnte Bestand hatten.

Vor diesem Hintergrund sollte die Politik ihre Aufmerksamkeit auf die für die Stabilisierung des Euroraums noch notwendigen Reformen richten, statt auf die Debatte um die mögliche Ausgestaltung eines fiskalischen Stabilisierungsmechanismus im Euroraum.

# Abkürzungsverzeichnis

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der EU
BRRD	Bank Restructuring and Resolution Directive
CET 1	Common Equity Tier 1
CRD IV	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
CSR	Country-specific Recommendations
DSGE	Dynamic Stochastic General Equilibrium
DSTI	Debt Service to Income Ratio
EBA	Europäische Bankenaufsichtsbehörde
EDIS	European Deposit Insurance Scheme
EFSF	European Financial Stability Facility
EFSD	Europäischer Fonds für strategische Investitionen
EFSM	Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus
ELA-Fazilität	Emergency Liquidity Assistance
ESCO	European Skills, Competences and Occupations
ESM	European Stability Mechanism
ESRB	European Systemic Risk Board
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EURES	European Employment Services
EWU	Europäische Währungsunion
EZB	Europäische Zentralbank
IWF	Internationaler Währungsfonds
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
LTI	Loan to Income Ratio
LTV	Loan to Value Ratio
MIP	Macroeconomic Imbalance Procedure
MoU	Memorandum of Understanding
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OMT	Outright Monetary Transactions
OWR	Optimaler Währungsraum
REWK	Realer effektiver Wechselkurs
SKS-Vertrag	Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung (Fiskalpakt)
SMP	Security Markets Programme

SRB	Single Resolution Board
SRF	Single Resolution Fund
SRM	Single Resolution Mechanism
SSM	Single Supervisory Mechanism
SVR	Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung
SWP	Stabilitäts- und Wachstumspakt

## Literatur

- Acharya, Viral / Steffen, Sascha, 2014, The “Greatest” Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks, in: *Journal of Financial Economics*, [https://www.esmt.org/sites/default/files/digital-measures/carrytrade\\_jfe\\_v10June2014-1.pdf](https://www.esmt.org/sites/default/files/digital-measures/carrytrade_jfe_v10June2014-1.pdf) [18.1.2016]
- Aiginger, Karl / Bauer, Teresa, 2016, Wann funktionieren Reformen?, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2016/03/wann-funktionieren-reformen/> [14.7.2016]
- Aiyar, Shekhar et al., 2015, A Strategy for Resolving Europe’s Problem Loans, IMF Staff Discussion Note, Nr. SDN/15/19, Washington D. C.
- Alesina, Alberto / Ardagna, Silvia, 2013, The Design of Fiscal Adjustments, in: National Bureau of Economic Research (Hrsg.), *Tax Policy and the Economy*, 27. Jg., Nr. 3, S. 19–67
- Allard, Céline et al., 2013, Toward a Fiscal Union for the Euro Area, IMF Staff Discussion Note, Nr. SDN/13/09, Washington D. C.
- Andor, László, 2014, Basic European Unemployment Insurance. The Best Way Forward in Strengthening the EMU’s Resilience and Europe’s Recovery, in: *Intereconomics*, 49. Jg., Nr. 4, S. 184–189
- Angeloni, Ignazio, 2014, European macroprudential policy from gestation to infancy, in: *Financial Stability Review*, Nr. 18, April, S. 71–84
- Annicchiarico, Barbara / Dio, Fabio di / Felici, Francesco, 2013, Structural Reforms and the Potential Effects on the Italian Economy, in: *Journal of Policy Modeling*, 35. Jg., Nr. 1, S. 88–109
- Aramendia, Mirzha de Manuel / Raciborski, Rafal, 2015, Using financial variables to estimate the Irish output gap: do they make a difference?, *European Economy Economic Briefs*, Nr. 4, Luxemburg
- Asdrubali, Pierfederico / Sørensen, Bent E. / Yosha, Oved, 1996, Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–1990, in: *Quarterly Journal of Economics*, 111. Jg., Nr. 4, S. 1081–1110
- Babečký, Jan et al., 2010, Downward nominal and real wage rigidity. Survey evidence from European firms, in: *Scandinavian Journal of Economics*, 112. Jg., Nr. 4, S. 884–910
- Baldwin, Richard / Giavazzi, Francesco (Hrsg.), 2015, The Eurozone Crisis. A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions, [http://www.voxeu.org/sites/default/files/file/reboot\\_upload\\_1.pdf](http://www.voxeu.org/sites/default/files/file/reboot_upload_1.pdf) [15.9.2016]
- Baldwin, Richard / Giavazzi, Francesco (Hrsg.), 2016, How to fix Europe’s monetary union. Views of leading economists, [http://www.voxeu.org/sites/default/files/file/epub/rebooting2\\_upload.pdf](http://www.voxeu.org/sites/default/files/file/epub/rebooting2_upload.pdf) [15.9.2016]
- Balli, Faruk / Kalemli-Ozcan, Sebnem / Sørensen, Bent E., 2012, Risk sharing through capital gains, in: *Canadian Journal of Economics*, 45. Jg., Nr. 2, S. 472–492
- Barslund, Mikkel / Busse, Matthias / Scharzwälder, Joscha, 2014, Labour Mobility in the EU. Dynamics, Patterns and Policies, in: *Intereconomics*, 49. Jg., Nr. 3, S. 116–158

- Beblavý, Miroslav / Gros, Daniel / Maselli, Ilaria, 2015, Reinsurance of National Unemployment Benefit Schemes, CEPS Working Document, Nr. 401, Brüssel
- Bech, Morten L. / Gambacorta, Leonardo / Kharroubi, Enisse, 2012, Monetary policy in a downturn. Are financial crises special?, BIS Working Paper, Nr. 388, Basel
- Beers, Nancy van / Bijlsma, Michiel / Zwart, Gijsbert, 2014, Cross Country Insurance Mechanisms in Currency Unions. An Empirical Assessment, Bruegel Working Paper, Nr. 4, Brüssel
- Bénassy-Quéré, Agnès / Cimadomo, Jacopo, 2006, Changing Patterns of Domestic and Cross-Border Fiscal Policy Multipliers in Europe and the US, CEPII Working Paper, Nr. 2006-24, Paris
- Bénassy-Quéré, Agnès / Ragot, Xavier / Wolff, Guntram B., 2016, Which fiscal Union for the Euro Area?, Bruegel Policy Contribution, Nr. 2016/05, Brüssel
- Bénassy-Quéré, Agnès / Trannoy, Alain / Wolff, Guntram B., 2014, Tax harmonisation in Europe. Moving forward, Les notes du Conseil d'analyse économique, Nr. 14, Paris
- Berès, Pervenche, 2015, Bericht zur Überprüfung des Rahmens für die wirtschaftspolitische Steuerung. Bestandsaufnahme und Herausforderungen, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A8-2015-0190+0+DOC+XML+V0//DE&language=de> [5.10.2015]
- Berg, Jesper et al., 2015, From the Investment Plan to the Capital Markets Union. European Financial Structure and Cross Border Risk-sharing, CEPII Working Paper, Nr. 2015-34, [http://www.cepii.fr/PDF\\_PUB/wp/2015/wp2015-34.pdf](http://www.cepii.fr/PDF_PUB/wp/2015/wp2015-34.pdf) [15.9.2016]
- Berger, Helge et al., 2015, Steady as She Goes. Estimating Potential Output During Financial “Booms and Busts”, IMF Working Paper, Nr. 15/233, Washington D. C.
- Bergthaler, Wolfgang / Kang, Kenneth / Liu, Yan / Monaghan, Dermot, 2015, Tackling Small and Medium Sized Enterprise Problem Loans in Europe, IMF Staff Discussion Note, Nr. SDN/15/04, Washington D. C.
- Bernoth, Kerstin / Engler, Philipp, 2012, Konjunkturelle Ausgleichszahlungen als Stabilisierungsinstrument in der Europäischen Währungsunion, in: DIW-Wochenbericht, 79. Jg., Nr. 43, S. 3–8
- Black, Stanley W., 2010, Fixing the flaws in the Eurozone, <http://www.voxeu.org/article/fixing-flaws-eurozone> [15.3.2016]
- Blanchard, Olivier / Erceg, Christopher J. / Lindé, Jesper, 2015, Jump Starting the Euro Area Recovery. Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery?, NBER Working Paper, Nr. 21426, Cambridge (Mass.)
- Blanchard, Olivier / Katz, Lawrence, 1992, Regional evolutions, in: Brookings Papers on Economic Activity, 23. Jg., Nr. 1, S. 1–77
- Blanchard, Olivier / Leigh, Daniel, 2013, Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, IMF Working Paper, Nr. 13/1, Washington D. C.
- Blankart, Charles B., 2012, Goldgräber bedrohen Euroland, in: Meyer, Dirk (Hrsg.), Die Zukunft der Währungsunion. Chancen und Risiken des Euros, Berlin, S. 291–295

- Blankart, Charles B. et al., 2015, Bildung einer Fiskalunion. Ein wirkungsvolles Instrument zur Stabilisierung der Eurozone?, in: ifo Schnelldienst, 68. Jg., Nr. 20, S. 3–16
- BMF – Bundesministerium der Finanzen, 2015, Das Europäische Semester als Kernelement der wirtschaftspolitischen Koordinierung in Europa, Monatsbericht, November, S. 30–38
- Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016, Agencies Announce Determinations and Provide Feedback on Resolution Plans of Eight Systemically Important, Domestic Banking Institutions, Pressemitteilung, 13.4.2016, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20160413a.htm> [19.7.2016]
- Bogdandy, Armin von et al., 2013, Aufbruch in die Euro-Union, [http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/Aufbruch\\_in\\_die\\_Euro-Union\\_layout.pdf](http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/Aufbruch_in_die_Euro-Union_layout.pdf) [28.9.2016]
- Bontout, Olivier / Lejeune, Guy, 2013, Paper on automatic stabilisers, European Commission, Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion, Brüssel
- Bouis, Romain / Causa, Orsetta / Demmou, Lilas / Duval, Romain, 2012, The Short Term Effects of Structural Reforms. An Empirical Analysis, OECD Economics Department Working Paper, Nr. 949, Paris
- Bouis, Romain / Duval, Romain, 2011, Raising Potential Growth After the Crisis. A Quantitative Assessment of the Potential Gains from Various Structural Reforms in the OECD Area and Beyond, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 835, Paris
- Boysen-Hogrefe, Jens et al., 2014, Das europäische Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte. Auswertung der bisherigen Erfahrung und mögliche Reformansätze, Studie im Auftrag des BMWi, Kiel
- Brzoza-Brzezina, Michal / Kolasa, Marcin / Makarski, Krzysztof, 2013, Macropudential Policy Instruments and Economic Imbalances in the Euro Area, ECB Working Paper, Nr. 1589, Frankfurt am Main
- Budina, Nina / Gracia, Borja / Hu, Xingwei / Saksonovs, Sergejs, 2015, Recognizing the Bias. Financial Cycles and Fiscal Policy, IMF Working Paper, Nr. 15/246, Washington D. C.
- Bundesrat, 2012, Entwurf eines Gesetzes zum Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion, Drucksache, Nr. 130/12, 9.3.2012, Berlin
- Busch, Berthold, 2012, Quo vadis, Europa? Auf dem Weg zu einer Politischen Union? Erneute Diskussion über die Finalität der EU, IW policy paper, Nr. 7/2012, Köln
- Busch, Berthold, 2013, Europas Binnenmarkt – Wirtschaftsraum mit Potenzial, <http://www.iwkoeln.de/studien/gutachten/beitrag/berthold-busch-europas-binnenmarkt-118924> [19.1.2016]
- Busch, Berthold / Grömling, Michael / Matthes, Jürgen, 2011a, Ungleichgewichte in der Eurozone. Ursachenanalyse und wirtschaftspolitische Empfehlungen, IW-Analysen, Nr. 74, Köln

- Busch, Berthold / Grömling, Michael / Matthes, Jürgen, 2011b, Current Account Deficits in Greece, Portugal and Spain. Origins and Consequences, in: *Intereconomics*, 46. Jg., Nr. 6, S. 354–360
- Busch, Berthold / Jäger-Ambrozewicz, Manfred / Matthes, Jürgen, 2010, Wirtschaftskrise und Staatsbankrott. Sind auch die Industrieländer bedroht?, *IW-Analysen*, Nr. 62, Köln
- Busch, Berthold / Matthes, Jürgen, 2015, Regeln für Staatsinsolvenzen im Euroraum, *IW-Analysen*, Nr. 104, Köln
- Buscher, Herbert S. / Gabrisch, Hubert, 2012, The synchronization of wage dynamics across EMU members. A test of the endogeneity hypothesis, in: *Empirica*, 39. Jg., Nr. 3, S. 327–340
- Buti, Marco / Turrini, Alessandro, 2015, Three waves of convergence. Can Eurozone countries start growing together again?, <http://www.voxeu.org/article/types-ez-convergence-nominal-real-and-structural> [18.1.2016]
- Buttiglione, Luigi / Lane, Philip R. / Reichlin, Lucrezia / Reinhart, Vincent, 2014, Deleveraging? What Deleveraging?, *Geneva Reports on the World Economy*, Nr. 16, Genf
- BVerfG – Bundesverfassungsgericht, 2009, Urteil des Zweiten Senats vom 30.6.2009, 2 BvE 2/08 – Rn. (1-421), [http://www.bverfg.de/e/es20090630\\_2bve000208.html](http://www.bverfg.de/e/es20090630_2bve000208.html) [21.1.2016]
- Carcea, Mihaela C. et al., 2015, The Economic Impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU, *European Economy Discussion Paper*, Nr. 4, Luxemburg
- Carlin, Wendy, 2013, Real Exchange Rate Adjustment, Wage-Setting Institutions, and Fiscal Stabilization Policy. Lessons of the Eurozone's First Decade, in: *CESifo Economic Studies*, 59. Jg., Nr. 3, S. 489–519
- Caudal, Nicolas et al., 2013, A budget for the euro area, in: *Trésor-Economics*, Nr. 120, S. 1–11
- Cerutti, Eugenio / Claessens, Stijn / Laeven, Luc, 2015, The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies. New Evidence, *IMF Working Paper*, Nr. 15/61, Washington D. C.
- CGFS – Committee on the Global Financial System, 2010, Macroprudential instruments and frameworks. A stocktaking of issues and experiences, *CGFS Papers*, Nr. 38, Basel
- Chen, Sally et al., 2015, Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts, *IMF Working Paper*, Nr. 15/35, Washington D. C.
- Chen, Ruo / Milesi-Ferretti, Gian M. / Tressel, Thierry, 2013, External Imbalances in the Eurozone, in: *Economic Policy*, 28. Jg., Nr. 73, S. 103–142
- Claessens, Stijn / Ghosh, Swati R. / Mihet, Roxana, 2014, Macro-prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities, *IMF Working Paper*, Nr. 14/155, Washington D. C.
- Coeuré, Benoît, 2015, Lehren aus der Krise für die Zukunft des Euroraums, Rede bei der Semaine des Ambassadeurs, 27.8.2015, Paris

- Constâncio, Vitor, 2015, Macroprudential policy in Europe: ensuring financial stability in a banking union. Keynote speech at the Financial Stability Conference, 28.10.2015, Berlin
- Council of the European Union, 2015, Outcome of the 3435th Council meeting, Council of Economic and Financial Affairs, 8.12.2015, Brüssel
- Crowe, Christopher / Dell’Ariccia, Giovanni / Igan, Deniz / Rabanal, Pau, 2011, How to Deal with Real Estate Booms. Lessons from Country Experiences, IMF Working Paper, Nr. 11/91, Washington D. C.
- Cwik, Tobias J. / Wieland, Volker, 2011, Keynesian Government Spending Multipliers and Spillovers in the Euro Area, in: Economic Policy, 26. Jg., Nr. 67, S. 493–549
- Dabrowski, Marek, 2015, Monetary Union and Fiscal and Macroeconomic Governance, European Economy Discussion Papers, Nr. 13, Luxemburg
- Dao, Mai / Furceri, Davide / Loungani, Prakash, 2014, Regional Labor Market Adjustments in the United States and Europe, IMF Working Paper, Nr. 14/26, Washington D. C.
- Delbecq, Bernard, 2013, Proposal for a Stabilisation Fund for the EMU, CEPS Working Document, Nr. 385, Oktober, Brüssel
- Demary, Markus, 2014a, Europäische Bankenunion. Stand der Umsetzung und Nachbesserungsbedarf, [http://www.iwkoeln.de/\\_storage/asset/178540/storage/master/file/7100532/download/Europ%C3%A4ische%20Bankenunion.pdf](http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/178540/storage/master/file/7100532/download/Europ%C3%A4ische%20Bankenunion.pdf) [18.1.2016]
- Demary, Markus, 2014b, Zur Wirkungsweise makroprudenzieller Instrumente, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2014/06/zur-wirkungsweise-makroprudenzieller-instrumente/> [18.1.2016]
- Demary, Markus, 2015, IW-Bankenmonitor. Schleppende Kreditentwicklung trotz oder wegen der Rekapitalisierungsfortschritte?, in: IW-Trends, 42. Jg., Nr. 3, S. 95–113
- Demary, Markus et al., 2015, Building a Capital Markets Union. Comments on the Public consultation, [http://www.iwkoeln.de/\\_storage/asset/225824/storage/master/file/7959430/download/Building%20a%20Capital%20Markets%20Union.pdf](http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/225824/storage/master/file/7959430/download/Building%20a%20Capital%20Markets%20Union.pdf) [18.1.2015]
- Demary, Markus / Hüther, Michael, 2015, Gefährden die unkonventionellen Maßnahmen der EZB den Ausstieg aus dem Niedrigzinsumfeld?, IW policy paper, Nr. 7/2015, Köln
- Demary, Markus / Matthes, Jürgen, 2014, Das aktuelle Niedrigzinsumfeld. Ursachen, Wirkungen und Auswege, Studie für den Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V., [http://vg05.met.vgwort.de/na/3d239cf40c9f4c819947f4032b26dcd8?l=http%3A%2F%2Fwww.iwkoeln.de%2F\\_storage%2Fasset%2F168556%2F\\_storage%2Fmaster%2Ffile%2F7409917%2Fdownload%2FNiedrigzinsen%2520Studie.pdf](http://vg05.met.vgwort.de/na/3d239cf40c9f4c819947f4032b26dcd8?l=http%3A%2F%2Fwww.iwkoeln.de%2F_storage%2Fasset%2F168556%2F_storage%2Fmaster%2Ffile%2F7409917%2Fdownload%2FNiedrigzinsen%2520Studie.pdf) [18.1.2016]
- Deroose, Servaas / Griesse, Jörn, 2014, Implementing economic reforms. Are EU Member States responding to European Semester recommendations?, ECFIN Economic Brief, Nr. 37, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_briefs/2014/pdf/eb37\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_briefs/2014/pdf/eb37_en.pdf) [15.3.2016]



- Deutsche Bundesbank, 2011, Ein Vorschlag zu einer zielführenden Privatsektorbeteiligung für Anleiheemissionen ab Mitte 2013, in: Monatsbericht, 63. Jg., August, S. 72–75
- Deutsche Bundesbank, 2014a, Die neuen europäischen Regeln zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten, in: Monatsbericht, 66. Jg., Juni, S. 31–57
- Deutsche Bundesbank, 2014b, Der Start in die Bankenunion. Der einheitliche Aufsichtsmechanismus in Europa, in: Monatsbericht, 66. Jg., Oktober, S. 45–67
- Deutsche Bundesbank, 2015a, Zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Gebiet, in: Monatsbericht, 67. Jg., Mai, S. 73–77
- Deutsche Bundesbank, 2015b, Die Bedeutung der makroprudenziellen Politik für die Geldpolitik, in: Monatsbericht, 67. Jg., März, S. 41–76
- Deutsche Bundesbank, 2015c, Ansatzpunkte zur Stärkung des Ordnungsrahmens der Europäischen Währungsunion, in: Monatsbericht, 67. Jg., März, S. 15–40
- Deutscher Bundestag, 2011, Umsetzung des Europäischen Semesters. Antwort der Bundesregierung, Bundestags-Drucksache, Nr. 17/5105, 15.3.2011, Berlin
- Deutscher Bundestag, 2015, Eingriffe in nationale Tarifsyste. Haltung der Bundesregierung, Bundestags-Drucksache, Nr. 18/6010, 16.9.2015, Berlin
- Dickens, William et al., 2006, How wages change. Micro evidence from the International Wage Flexibility Project, in: Journal of Economic Perspectives, 21. Jg., Nr. 2, S. 195–214
- Diermeier, Matthias / Hüther, Michael, 2015, Mit dem großen Hebel für mehr Investitionen. Ökonomische Bewertung des Juncker-Plans, in: Wirtschaftsdienst, 95. Jg., Nr. 5, S. 334–341
- Dolls, Mathias et al., 2014, Automatic stabilizers in the Eurozone. Analysis of their effectiveness at the member state and euro area level and in international comparison, Abschlussbericht zu Forschungsvorhaben fe 5/14, Mannheim
- Dolls, Mathias / Fuest, Clemens / Heinemann, Friedrich / Peichl, Andreas, 2015, Reconciling Insurance with Market Discipline. A Blueprint for a European Fiscal Union, ZEW Discussion Paper, Nr. 15-044, Mannheim
- Dombret, Andreas, 2015, Währungsunion, Bankenunion, Kapitalmarktunion, Finanzintegration in Europa. Vortrag bei der American Chamber of Commerce, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2015/2015\\_07\\_15\\_dombret.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2015/2015_07_15_dombret.html) [19.1.2016]
- Duebel, Hans-Joachim, 2013, The Capital Structure of Banks and Practice of Bank Restructuring, CFS Working Paper, Nr. 2013/04, [https://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/wp/2013/CFS\\_WP\\_2013-4.pdf](https://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/wp/2013/CFS_WP_2013-4.pdf) [10.8.2016]
- Dullien, Sebastian, 2013, A euro-area wide unemployment insurance as an automatic stabilizer. Who benefits and who pays?, Brüssel
- Dullien, Sebastian, 2014a, Die Euro-Zone nach vier Jahren Krisenmanagement und Ad-Hoc-Reformen. Was bleibt zu tun?, Bonn

- Dullien, Sebastian, 2014b, A European Unemployment Benefit Scheme. How to Provide for More Stability in the Euro Zone, Gütersloh
- Dullien, Sebastian / Fichtner, Ferdinand, 2012, Eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung für den Euroraum, in: DIW-Wochenbericht, 79. Jg., Nr. 44, S. 9–15
- Dustmann, Christian / Fitzenberger, Bernd / Schönberg, Uta / Spitz-Oener, Alexandra, 2014, From Sick Man of Europe to Economic Superstar. Germany's Resurgent Economy, in: Journal of Economic Perspectives, 28. Jg., Nr. 1, S. 167–188
- ECB – European Central Bank, 2014a, Financial Stability Review, Mai, Frankfurt am Main
- ECB, 2014b, Fiscal Multipliers and the Timing of Consolidation, in: ECB Monthly Bulletin, April, S. 75–89
- ECB, 2015a, Financial Stability Review, November, Frankfurt am Main
- ECB, 2015b, Financial Integration in Europe, Frankfurt am Main
- Economic and Financial Committee, 2015, A commonly agreed position on flexibility within the Stability and Growth Pact. Flexibility for cyclical conditions, structural reforms and investment, Brüssel
- Eggertson, Gauti / Ferrero, Andrea / Raffo, Andrea, 2014, Can structural reforms help Europe?, in: Journal of Monetary Economics, 61. Jg., Nr. C, S. 2–22
- Enderlein, Henrik et al., 2012, Completing the Euro. A road map towards fiscal union in Europe, Report of the “Tommaso Padoa-Schioppa Group”, <http://www.notre-europe.eu/media/completingtheeuroreportpadoa-schioppagroupneune2012.pdf?pdf=ok> [18.1.2016]
- Enderlein, Henrik / Guttenberg, Lucas / Spiess, Jann, 2013, Making one size fit all. Designing a cyclical adjustment insurance fund for the eurozone, Notre Europe Policy Paper, Nr. 61, Paris
- EP – Europäisches Parlament, 2013, Richtlinie 2013/55/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. November 2013 zur Änderung der Richtlinie 2005/36/EG über die Anerkennung von Berufsqualifikationen und der Verordnung (EU) Nr. 1024/2012 über die Verwaltungszusammenarbeit mithilfe des Binnenmarkt-Informationssystems („IMI-Verordnung“), in: Amtsblatt, Nr. L354/22, 28.12.2013, S. 132–170
- Ernst & Young, 2014, Cross-country review of taxes on wealth and transfers of wealth, Specific contract no. 8 TAXUD/2013/DE/335 based on framework contract no. TAXUD/2012/CC/117, revised final report, October 2014
- ESRB – European Systemic Risk Board, 2014, The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector, Frankfurt am Main
- ESRB, 2015, A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR, [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150625\\_review\\_macroprudential\\_policy\\_one\\_year\\_after\\_intro\\_crdcr.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150625_review_macroprudential_policy_one_year_after_intro_crdcr.en.pdf) [20.1.2016]

- EU Commission, 2008, EMU@10. Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union, European Economy, Nr. 2, Luxemburg, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication12682\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12682_en.pdf) [16.9.2016]
- EU Commission, 2010, Surveillance of Intra-Euro-Area. Competitiveness and Imbalances, European Economy, Nr. 1, Luxemburg
- EU Commission, 2011a, Assessing the Links between Wage Setting, Competitiveness, and Imbalances. Note for the Economic Policy Committee, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.394.8638&rep=rep1&type=pdf> [15.9.2016]
- EU Commission, 2011b, Labour Market Developments in Europe, 2011, European Economy, Brüssel
- EU Commission, 2012a, A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union. Launching a European Debate, [http://ec.europa.eu/archives/commission\\_2010-2014/president/news/archives/2012/11/pdf/blueprint\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/archives/commission_2010-2014/president/news/archives/2012/11/pdf/blueprint_en.pdf) [18.1.2016]
- EU Commission, 2012b, The Second Economic Adjustment Programme for Greece, European Economy Occasional Papers, Nr. 159, Brüssel
- EU Commission, 2013, Strengthening the Social Dimension of the Economic and Monetary Union, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0690:FIN:EN:PDF> [18.1.2016]
- EU Commission, 2014a, Cross border spillovers in the euro area, Quarterly Report on the Euro Area, 13. Jg., Nr. 4, Brüssel
- EU Commission, 2014b, Tax reforms in EU Member States: 2014 Report, Taxation Paper, Nr. 48, Directorate General Taxation and Customs Union, Brüssel
- EU Commission, 2015a, Business cycle synchronisation in the euro area, in: Quarterly Report on the Euro area, 14. Jg., Nr. 2, S. 28–36
- EU Commission, 2015b, Quarterly Report on the Euro area, Section II: Labour mobility as an adjustment mechanism, 14. Jg., Nr. 1, S. 19–25
- EU Commission, 2015c, Deposit Guarantee Schemes. Frequently Asked Questions, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-296\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-296_en.htm) [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-296\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-296_en.htm?locale=en) [18.1.2016]
- EU Commission, 2015d, 2015 European Semester: Assessment of growth challenges, prevention and correction of macroeconomic imbalances, and results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank and the Eurogroup, COM(2015) 85 final, Brüssel
- EU Commission, 2015e, “Towards the completion of the Banking Union”, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, COM(2015) 587 final, Brüssel
- EU Commission, 2015f, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of the Structural Reform Support Programme for the period 2017 to 2020 and amending Regulations (EU) No 1303/2013 and (EU) No 1305/2013, COM(2015) 701 final, Brüssel

- EU Commission, 2015g, Assessment of the social impact of the new stability support programme for Greece, Commission Staff Working Document, SWD (2015) 162 final, Brüssel
- EU Commission, 2016a, Quarterly Report on the Euro Area, 14. Jg., Nr. 4 (2015), Special Edition, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/eiep/pdf/ip016\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eiep/pdf/ip016_en.pdf) [16.9.2016]
- EU Commission, 2016b, 2016 European Semester: Assessment of progress on structural reforms, prevention and correction of macroeconomic imbalances, and results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank and the Eurogroup, COM(2016) 95 final/2, Brüssel
- EuGH – Europäischer Gerichtshof, 2012, Urteil des Gerichtshofs vom 27. November 2012, Rechtssache C-370/12, Luxemburg
- EU-Kommission, 2012a, Stand der Binnenmarktintegration 2013. Beitrag zum Jahreswachstumsbericht 2013, Bericht der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen und die Europäische Investitionsbank, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0752&from=DE> [20.1.2016]
- EU-Kommission, 2012b, Ein Konzept für eine vertiefte und echte Wirtschafts- und Währungsunion. Auftakt für eine europäische Diskussion, Mitteilung der Kommission, <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2012/DE/1-2012-777-DE-F2-1.Pdf> [21.1.2016]
- EU-Kommission, 2013, Stärkung der sozialen Dimension der Wirtschafts- und Währungsunion, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat, 2.10.2013, COM(2013) 690 final, Brüssel
- EU-Kommission, 2015a, Schritte zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat und die Europäische Zentralbank, <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/DE/1-2015-600-DE-F1-1.PDF> [16.9.2016]
- EU-Kommission, 2015b, Optimale Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Flexibilität, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen und die Europäische Investitionsbank, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/de/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015D-C0012&from=ES> [18.1.2016]
- EU-Kommission, 2015c, Beschluss (EU) 2015/1937 der Kommission vom 21. Oktober 2015 zur Einrichtung eines unabhängigen beratenden Europäischen Fiskalausschusses, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015D1937&from=DE> [18.1.2016]
- EU-Kommission, 2015d, Empfehlung für eine Empfehlung des Rates zur Einrichtung nationaler Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit im Euro-Währungsgebiet, COM(2015) 601 final, Brüssel

- EU-Kommission, 2015e, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über ein Programm zur Unterstützung von Strukturreformen für den Zeitraum 2017–2020 und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1303/2013 und (EU) Nr. 1305/2013, COM(2015) 701 final, Brüssel
- EU-Kommission, 2015f, Jahreswachstumsbericht 2016. Die wirtschaftliche Erholung konsolidieren und die Konvergenz fördern, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen und die Europäische Investitionsbank, [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016\\_annual\\_growth\\_survey\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016_annual_growth_survey_de.pdf) [21.1.2016]
- EU-Kommission, 2015g, Warnmechanismusbericht 2016, Bericht der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank und den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, COM(2015) 691 final, Brüssel
- EU-Kommission, 2015h, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, COM(2015) 468 final, Brüssel
- EU-Kommission, 2015i, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 806/2014 im Hinblick auf die Schaffung eines europäischen Einlagenversicherungssystems, Straßburg, COM (2015) 586 final, Brüssel
- EU-Kommission, 2016a, Ameco Datenbank, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm](http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm) [15.9.2016]
- EU-Kommission, 2016b, Price and Cost Competitiveness: Data Section, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/competitiveness/data\\_section\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/competitiveness/data_section_en.htm) [12.2.2016]
- Eurostat, 2016, Online-Datenbank, <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> [12.2.2016]
- Eyraud, Luc / Wu, Tao, 2015, Playing by the Rules. Reforming Fiscal Governance in Europe, IMF Working Paper, Nr. 15/67, Washington D. C.
- EZB – Europäische Zentralbank, 2013, Die Verordnungen des Zweierpakets zur Stärkung der wirtschaftspolitischen Steuerung im Euro-Währungsgebiet, in: Monatsbericht, Nr. 3, April, S. 60–63
- EZB, 2014, Monatsbericht, Juli, Frankfurt am Main
- EZB, 2015a, Wirtschaftsbericht, Nr. 1, Frankfurt am Main
- EZB, 2015b, Wirtschaftsbericht, Nr. 7, Frankfurt am Main
- EZB, 2015c, Wirtschaftsbericht, Nr. 2, Frankfurt am Main
- EZB, 2016, Wirtschaftsbericht, Nr. 3, Frankfurt am Main
- Fabio, Udo Di, 2013, Die Zukunft einer stabilen Wirtschafts- und Währungsunion. Verfassungs- sowie europarechtliche Grenzen und Möglichkeiten, München

- Feld, Lars P. / Osterloh, Steffen, 2013, Is a fiscal capacity really necessary to complete EMU?, Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik, Nr. 13/5, Freiburg
- Fernandez-Villaverde, Jesús / Guerrón-Quintana, Pablo A. / Rubio-Ramírez, Juan, 2011, Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound, NBER Working Paper, Nr. 17543, Cambridge (Mass.)
- Ferreira Lopes, Alexandra / Pina, Álvaro M., 2011, Business Cycles, Core, and Periphery in Monetary Unions. Comparing Europe and North America, in: *Open Economies Review*, 22. Jg., Nr. 4, S. 565–592
- Frankel, Jeffrey A. / Rose, Andrew K., 1998, The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, in: *Economic Journal*, 108. Jg., Nr. 449, S. 1009–1025
- Furceri, Davide / Karras, Georgios, 2008, Business-cycle synchronization in the EMU, in: *Applied Economics*, 40. Jg., Nr. 12, S. 1491–1501
- Furceri, Davide / Zdzienicka, Aleksandra, 2013, The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?, IMF Working Paper, Nr. 13/198, Washington D. C.
- Gabriel, Sigmar / Macron, Emmanuel, 2015, Warum Europa zu einer Sozialunion werden muss, <http://www.welt.de/wirtschaft/article141919414/Warum-Europa-zu-einer-Sozialunion-werden-muss.html> [18.1.2016]
- Gächter, Martin / Riedl, Aleksandra, 2013, One Money, one Cycle? The EMU experience, ÖNB Working Paper, Nr. 186, Wien
- Gadatsch, Niklas / Hauzenberger, Klemens / Stähler, Nikolai, 2015, German and the rest of euro area fiscal policy during the crisis, Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Nr. 5, Frankfurt am Main
- Gerlach, Stefan, 2015, Address by Deputy Governor (Central Banking), Stefan Gerlach to the Society of Chartered Surveyors Ireland, Dublin, 15.10.2015, <https://www.centralbank.ie/press-area/speeches%5CPages%5CSGerlachSCSI.aspx> [26.1.2016]
- Gianvity, Francois et al., 2010, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution. A proposal, Bruegel Blueprint, Nr. 10, Brüssel
- Giavazzi, Francesco / Spaventa, Luigi, 2010, Why the current account may matter in a monetary union. Lessons from the financial crisis in the euro area, CEPR discussion paper, Nr. 8008, London
- Goodhart, Charles / Perotti, Enrico, 2012, Preventive Macroprudential Policy, DSF Policy Paper, Nr. 20, Amsterdam
- Goodhart, Charles / Perotti, Enrico, 2014, From tapering to preventive policy, in: *Financial Stability Review*, Nr. 18, April, S. 33–38
- Gopinath, Gita / Kalemli-Özcan, Sebnem / Karabarbounis, Loukas / Villegas-Sanchez, Carolina, 2015, Capital Allocation and Productivity in South Europe, NBER Working Paper, Nr. 21453, Cambridge (Mass.)
- Gourinchas, Pierre-Olivier / Obstfeld, Maurice, 2012, Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First, in: *American Economic Journal, Macroeconomics*, 4. Jg., Nr. 1, S. 226–265

- Grauwe, Paul de, 2007, *Economics of Monetary Union*, Oxford
- Grauwe, Paul de, 2011, *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Document, Nr. 346, Brüssel
- Grauwe, Paul de, 2013, *Design Failures in the Eurozone. Can they be fixed?*, LSE "Europe in Question" Discussion Paper Series, Nr. 57, London
- Gros, Daniel, 2012, *The False Promise of a Eurozone Budget*, CEPS Commentary, Brüssel
- Gros, Daniel / Alcidi, Cinzia, 2013, *Country adjustment to a sudden stop. Does the euro make a difference?*, European Commission, *European Economy Economic Paper*, Nr. 492, Brüssel
- Gros, Daniel / Alcidi, Cinzia, 2015, *Economic policy coordination in the euro area under the European Semester*, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/542679/IPOL\\_IDA\(2015\)542679\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/542679/IPOL_IDA(2015)542679_EN.pdf) [18.1.2016]
- Grossmann, Volker, 2011, *Wirkungen und Nebenwirkungen des EU/IWF-Rettungsschirms für verschuldete Euroländer*, in: *Wirtschaftsdienst*, 91. Jg., Nr. 3, S. 179–185
- Grüner, Hans P., 2013, *The political economy of structural reform and fiscal consolidation revisited*, *European Economy Economic Paper*, Nr. 487, Brüssel
- Hagen, Jürgen von, 2014, *Governance of the euro area: fiscal union, debt union, fiscal freedom*, in: *Wirtschaftsdienst*, 94. Jg., Nr. 13, S. 23–27
- Hale, Galina / Obstfeld, Maurice, 2014, *The Euro and the Geography of International Debt Flows*, NBER Working Paper, Nr. 20033, Cambridge (Mass.)
- Hamer, Jens, 2015, *Kommentierung Artikel 126 AEU-Vertrag*, in: Groeben, Hans von der / Schwarze, Jürgen / Hatje, Armin (Hrsg.), *Europäisches Unionsrecht*, Baden-Baden, S. 978–1044
- Handler, Heinz, 2013, *The Eurozone. Piecemeal Approach to an Optimum Currency Area*, WIFO Working Paper, Nr. 446/2013, Wien
- Heinz, Frigyes F. / Rusinova, Desislava, 2011, *How flexible are real wages in EU countries? A panel investigation*, ECB Working Paper, Nr. 1360, Frankfurt am Main
- Hentze, Tobias, 2016, *Contribution to the Public consultation on the Re-launch of the Common Consolidated Corporate Tax Base (CCCTB)*, <http://www.iwkoeln.de/studien/gutachten/beitrag/tobias-hentze-re-launch-of-the-common-consolidated-corporate-tax-base-ccctb-260901?highlight=Hentze> [21.1.2016]
- Holden, Steinar / Wulfsberg, Frederik, 2007, *How strong is the Macroeconomic Case for Downward Real Wage Rigidity?*, Federal Reserve Bank of Boston Working Paper, Nr. 07-6, Boston
- Holden, Steinar / Wulfsberg, Frederik, 2014, *Wage Rigidity, Inflation and Institutions*, in: *Scandinavian Journal of Economics*, 116. Jg., Nr. 2, S. 539–569
- Homburg, Stefan, 2012, *Retten ohne Ende*, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/schuldenkrise-retten-ohne-ende-11832561.html> [8.5.2015]
- Horn, Gustav / Lindner, Fabian / Tober, Silke / Watt, Andrew, 2012, *Quo vadis Krise? Zwischenbilanz und Konzept für einen stabilen Euroraum*, IMK Report, Oktober, Düsseldorf

- Houben, Aerd / Molen, Remco van der / Wierts, Peter, 2012, Making Macroprudential Policy Operational, [http://www.bcl.lu/en/publications/revue\\_stabilite/Revue-de-stabilite-2012/RSF\\_2012\\_Chapitre\\_1.pdf](http://www.bcl.lu/en/publications/revue_stabilite/Revue-de-stabilite-2012/RSF_2012_Chapitre_1.pdf) [21.1.2016]
- Hradiský, Martin, 2016, Implementation of the 2015 Country Specific Recommendations, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2016/574398/IPOL\\_ATA\(2016\)574398\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2016/574398/IPOL_ATA(2016)574398_EN.pdf) [3.8.2016]
- Huart, Florence / Tchakpalla, Médédé, 2015, Labour mobility in the Euro area during the Great Recession, [http://www.euroframe.org/files/user\\_upload/euroframe/docs/2015/conference/Session%205/EUROF15\\_Huart\\_Tchakpalla\\_revised.pdf](http://www.euroframe.org/files/user_upload/euroframe/docs/2015/conference/Session%205/EUROF15_Huart_Tchakpalla_revised.pdf) [19.1.2016]
- Iara, Anna, 2016, Revenue for EMU. A contribution to the debate on fiscal union, in: A Fiscal Union in the Eurozone?, CESifo Economic Studies, Special Issue, 62. Jg., Nr. 2, S. 301–331
- IfW – Institut für Weltwirtschaft, 2015, Konjunktur im Euroraum im Herbst 2015, Kieler Konjunkturberichte, Nr. 10, Kiel
- IMF – International Monetary Fund, 2014a, Spain: 2014 Article IV Consultation-Staff Report, IMF Country Report, Nr. 14/192, Washington D. C.
- IMF, 2014b, Global Financial Stability Report, April, Washington D. C.
- IMF, 2015a, Monetary Policy and Financial Stability, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/082815a.pdf> [19.1.2016]
- IMF, 2015b, Global Financial Stability Report, April, Washington D. C.
- IMF, 2015c, Fiscal Monitor, April, Washington D. C.
- IMF, 2015d, Euro Area Policies. 2015 Article IV Consultation, IMF Country Report, Nr. 15/204, Washington D. C.
- IMF, 2016, Euro Area Policies. 2016 Article IV Consultation, IMF Country Report, Nr. 16/219, Washington D. C.
- Jácome, Luis I. / Mitra, Srobona, 2015, LTV and DTI Limits. Going Granular, IMF Working Paper, Nr. 15/154, Washington D. C.
- Jassaud, Nadège / Kang, Kenneth, 2015, A Strategy for Developing a Market for Non-performing Loans in Italy, IMF Working Paper, Nr. 15/24, Washington D. C.
- Jaumotte, Florence / Morsy, Hanan, 2012, Determinants of Inflation in the Euro Area. The Role of Labor and Product Market Institutions, IMF Working Paper, Nr. 12/37, Washington D. C.
- Juncker, Jean-Claude et al., 2015, Der Bericht der fünf Präsidenten. Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, [http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_de.pdf) [5.10.2015]
- Kalemli-Ozcan, Sebnem / Luttini, Emiliano / Sørensen, Bent, E. 2014, Debt crises and risk-sharing. The role of markets versus sovereigns, in: Scandinavian Journal of Economics, 116. Jg., Nr. 1, S. 253–276



- Kalemli-Ozcan, Sebnem / Papaioannou, Elias / Peydró, José-Luis, 2012, What Lies Beneath the Euro's Effect on Financial Integration? Currency Risk, Legal Harmonization, or Trade?, in: *Journal of International Economics*, 81. Jg., Nr. 1, S. 75–88
- Kalemli-Ozcan, Sebnem / Sørensen, Bent, E. / Yosha, Oved, 2005, Asymmetric Shocks and Risk Sharing in a Monetary Union. Updated Evidence and Policy Implications for Europe, in: Huizinga, Harry / Jonung, Lars (Hrsg.), *The internationalisation of asset ownership in Europe*, Cambridge (UK), S. 173–206
- Kenen, Peter, 1969, The Optimum Currency Area. An eclectic view, in: Mundell, Robert / Swoboda, Alexander (Hrsg.), *Monetary problems of the international economy*, Chicago, S. 41–60
- Kirkegaard, Jacob F., 2014, Making Labor Market Reforms Work for Everyone. Lessons from Germany, PIIE Policy Brief, Nr. 14-1, Washington D. C.
- Kok, Christoffer / Martin, Reiner / Moccerro, Diego / Sandström, Maria, 2014, Recent Experience of European Countries with Macro-prudential Policy, in: *ECB Financial Stability Review*, Mai, S. 113–126
- Kolev, Galina / Matthes, Jürgen, 2013, Smart Fiscal Consolidation. A Strategy for Achieving Sustainable Public Finances and Growth, Centre for Economic Studies, Brüssel
- Konrad, Kai A., 2013, Haftungsrisiken und Fehlanreize aus ESM und OMT-Programm, in: *Wirtschaftsdienst*, 93. Jg., Nr. 7, S. 431–439
- Kornai, János / Maskin, Eric / Roland, Gérard R., 2003, Understanding the soft budget constraint, in: *Journal of Economic Literature*, 41. Jg., Nr. 4, S. 1095–1136
- Krugman, Paul, 2014, Four Observations on Secular Stagnation, in: Teulings, Coen / Baldwin, Richard, *Secular Stagnation. Facts, Causes, and Cures*, London, S. 61–68
- Kuenzel, Robert / Ruscher, Eric, 2013, The Future of EMU, ECFIN Economic Brief, Nr. 22, Brüssel
- Kuttner, Kenneth N. / Shim, Ilhyock, 2013, Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies, BIS Working Paper, Nr. 433, Basel
- Lane, Philip, 2013, Capital flows in the euro area, European Economy Economic Paper, Nr. 497, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Brüssel
- Leandro, Alvaro / Romero, Jaume M., 2016, Spanish unemployment and the effects of the 2012 labour market reform, Bruegel blog post, <http://bruegel.org/2016/07/spanish-unemployment-and-the-effects-of-the-2012-labour-market-reform/> [14.7.2016]
- Liikanen, Erkki et al., 2012, High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Final Report, Brüssel
- Lim, Cheng H. et al., 2011, Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences, IMF Working Paper, Nr. 11/238, Washington D. C.

- Liu, Yan / Rosenberg, Christoph B., 2013, Dealing with Private Debt Distress in the Wake of the European Financial Crisis, IMF Working Paper, Nr. 13/44, Washington D. C.
- Macron, Emmanuel, 2015, „Wollen wir die Totengräber sein?“, in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 199, 31.8.2015, S. 2
- Marginson, Paul / Welz, Christian, 2014, Changes to wage-setting mechanisms in the context of the crisis and the EU's new economic governance regime, Dublin
- Maselli, Ilaria / Beblavý, Miroslav, 2015, The case for a European unemployment benefit scheme, CEPS Commentary, Brüssel
- Matsaganis, Manos / Leventi, Chrysa, 2013, The distributional impact of the Greek crisis in 2010, Fiscal Studies, 34. Jg., Nr. 1, S. 83–108
- Matthes, Jürgen, 2008, Zunehmende Ungleichgewichte im Euroraum. Gefahr für die Europäische Währungsunion, in: Institut der deutschen Wirtschaft Köln (Hrsg.), Zehn Jahre Euro. Erfahrungen, Erfolge und Herausforderungen, IW-Analysen, Nr. 43, Köln, S. 119–147
- Matthes, Jürgen, 2009, Ten years EMU. Reality test for the OCA endogeneity hypothesis, economic divergences and future challenges, in: Intereconomics, 44. Jg., Nr. 2, S. 114–128
- Matthes, Jürgen, 2012, Maßnahmen gegen die Euro-Schuldenkrise auf dem Prüfstand. Warum im Sommer 2011 alles anders wurde, IW policy paper, Nr. 6/2012, Köln
- Matthes, Jürgen, 2015a, Krisenländer: Relevanz von Strukturreformen für Wachstum und Währungsraum, in: Wirtschaftsdienst, 95. Jg., Nr. 2, S. 106–113
- Matthes, Jürgen, 2015b, Fünf Jahre Euro-Rettungsschirm. Eine Bilanz, IW policy paper, Nr. 12/2015, Köln
- Matthes, Jürgen, 2015c, Euro-Rettungsschirm. Bilanz nach fünf Jahren, in: Wirtschaftsdienst, 95. Jg., Nr. 6, S. 422–428
- Matthes, Jürgen, 2015d, Strukturreformen der Krisenländer. Bestandsaufnahme und Abschätzung der Relevanz für Wachstum und Währungsraum, IW policy paper, Nr. 5/2015, Köln
- Matthes, Jürgen, 2016, Liberale Wirtschaftspolitik im Zeichen der Debatte über Säkulare Stagnation und Pikettys Kapitalismuskritik, IW policy paper, Nr. 1/2016, Köln
- Matthes, Jürgen / Busch, Berthold, 2012, Governance-Reformen im Euroraum. Eine Regelung gegen Politikversagen, IW-Positionen, Nr. 55, Köln
- Matthes, Jürgen / Demary, Markus, 2013, Die EZB auf Abwegen? Teil 2: Sind die Staatsanleihekäufe eine Mandatsüberschreitung? IW policy paper, Nr. 14/2013, Köln
- Matthes, Jürgen / Rother, Simon, 2012, Krisenwirkungen auf die Finanzverflechtungen im Euroraum, in: IW-Trends, 39. Jg., Nr. 4, S. 57–74
- Matthes, Jürgen / Schuster, Thomas, 2015a, Zum Umgang der Europäischen Währungsunion mit reformunwilligen Eurostaaten, in: ifo Schnelldienst, 68. Jg., Nr. 4, S. 13–18
- Matthes, Jürgen / Schuster, Thomas, 2015b, Wie soll die Europäische Währungsunion mit reformunwilligen Staaten umgehen?, IW policy paper, Nr. 3/2015, Köln

- Maurer, Rainer, 2010, Die Verschuldungskrise der Europäischen Währungsunion. Fiskalische Disziplinlosigkeit oder Konstruktionsfehler?, in: Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, Bd. 79, Nr. 4, S. 85–102
- Maurer, Rainer, 2012, Die Mär von den nordischen Sparern und den südlichen Verschwendern, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2012/10/die-maer-von-den-nordischen-sparern-und-den-suedlichen-verschwendern/> [19.1.2016]
- McKinnon, Ronald I., 1963, Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, 53. Jg., Nr. 4, S. 717–725
- Merler, Silvia, 2015, Squaring the cycle: financial cycles, capital flows, and macro-prudential policy in the euro area, Bruegel Working Paper, Nr. 14, November, Brüssel
- Merler, Silvia / Pisani-Ferry, Jean, 2012, Who's afraid of sovereign bonds?, Bruegel Policy Contribution, Nr. 2, Brüssel
- Milesi-Ferretti, Gian M. / Razin, Assaf, 1996, Current account sustainability, Princeton studies in international finance, Nr. 81, Princeton University, Princeton
- Mishkin, Frederic S., 2013, Exit to What? Should Central Banks engage in policies that are directed at financial stability?, in: Blinder, Alan / Jordan, Thomas J. / Kohn, Donald / Mishkin, Frederic S. (Hrsg.), Exit Strategy, Geneva Reports on the World Economy, Nr. 15, Genf, S. 13–26
- Mody, Ashoka, 2015, Living (dangerously) without a Fiscal Union, Bruegel Working Paper, Nr. 3, Brüssel
- Moghadam, Reza / Teja, Ranjit / Berkmen, Pelin, 2014, Euro Area. “Deflation” Versus “Lowflation”, <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/03/04/euro-area-deflation-versus-lowflation/> [21.5.2014]
- Mongelli, Francesco P., 2008, European economic and monetary integration and the optimum currency area theory, European Economy Economic Paper, Nr. 302, Brüssel
- Mundell, Robert, 1961, A Theory of Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, 51. Jg., Nr. 4, S. 657–665
- Nechio, Fernanda, 2011, Monetary policy when one size does not fit all, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, Nr. 18, San Francisco
- Obstfeld, Maurice, 2013, Finance at Center Stage. Some Lessons of the Euro Crisis, European Economy Economic Paper, Nr. 493, Brüssel
- OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development, 2012, OECD Economic Surveys. European Union 2012, Paris
- OECD, 2013, Economic policy reforms 2013. Going for growth, Paris
- OECD, 2014, Society at a glance 2014. The crisis and its aftermath, Paris
- OECD, 2015a, OECD Indicators of Employment Protection, <http://www.oecd.org/employment/emp/oecdindicatorsofemploymentprotection.htm> [5.2.2015]
- OECD, 2015b, Indicators of Product Market Regulation Homepage, <http://www.oecd.org/eco/growth/indicatorsofproductmarketregulationhomepage.htm> [5.2.2015]

- Pisani-Ferry, Jean, 2012, The known unknowns and the unknown unknowns of the EMU, Bruegel Policy Contribution, Nr. 18, Brüssel
- Quint, Dominic / Rabanal, Pau, 2014, Monetary and macroprudential policy in an estimated DSGE model of the Euro Area, in: International Journal of Central Banking, 10. Jg., Nr. 2, S. 169–236
- Reinhardt, Dennis / Sowerbutts, Rhiannon, 2015, Regulatory arbitrage in action. Evidence from banking flows and macroprudential policy, Bank of England Staff Working Paper, Nr. 546, London
- Remsperger, Hermann, 2014, Der makroprudenzielle Komplex. Der Prozess, das Schloss, das Urteil, Institute for Monetary and Financial Stability, Working Paper Series, Nr. 80, Frankfurt am Main
- Repasi, René, 2013, Legal Options for an Additional EMU Fiscal Capacity, European Parliament, Policy Department C: Citizens' Rights and Constitutional Affairs, Brussels
- Roeger, Werner / Varga, Janos / Veld, Jan in't, 2015, The growth impact of structural reforms in the EU, in: Intereconomics, 50. Jg., Nr. 5, S. 254–261
- Rubio, Margarita, 2013, Macroprudential Policy Implementation in a Heterogenous Monetary Union, University of Nottingham Discussion Paper, Nr. 3, Nottingham
- Santis, Roberto A. de / Gérard, Bruno, 2009, Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union, ECB Working Paper, Nr. 626, Frankfurt am Main
- Schmieding, Holger, 2014, The lessons of crisis: what Europe needs, [https://www.berenberg.de/uploads/tx\\_news/140627\\_Macro-news\\_Europe.pdf](https://www.berenberg.de/uploads/tx_news/140627_Macro-news_Europe.pdf) [25.1.2016]
- Schnabel, Isabel / Seckinger, Christian, 2015, Financial fragmentation and economic growth in Europe, CEPR Discussion Paper, Nr. 10805, London
- Schoenmaker, Dirk / Wierts, Peter, 2015, Macroprudential Supervision. From Theory to Policy, Bruegel Working Paper, Nr. 15, Brüssel
- Schorkopf, Frank, 2012, Verfassungsrechtliche Grenzen und Möglichkeiten für eine Umsetzung des Schuldentilgungspaktes des Sachverständigenrates, Gutachten im Auftrag des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Göttingen
- Schraad-Tischler, Daniel, 2015, Social Justice in the EU. Index Report 2015, Social Inclusion Monitor Europe, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh
- Schraad-Tischler, Daniel / Kroll, Christian, 2014, Social Justice in the EU. A Cross-national Comparison, Social Inclusion Monitor Europe, Index Report, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh
- Schularick, Moritz / Taylor, Alan M., 2012, Credit Booms Gone Bust. Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008, in: American Economic Review, 102. Jg., Nr. 2, S. 1029–1061
- S&D – Group of the Progressive Alliance of Socialists & Democrats in the European Parliament, 2015, Completing and Rebalancing Economic and Monetary Union. A Democratic Call, <http://www.socialistsanddemocrats.eu/sites/default/files/complete>

- ting\_rebalancing\_economic\_monetary\_union\_democratic\_call\_en\_150430.pdf [19.1.2016]
- Summers, Lawrence H., 2015, Demand Side Secular Stagnation, in: *American Economic Review*, 105. Jg., Nr. 5, S. 60–65
- SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2010, Chancen für einen stabilen Aufschwung, Jahresgutachten 2010/2011, Wiesbaden
- SVR, 2012, Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland, Jahresgutachten 2012/2013, Wiesbaden
- SVR, 2013, Gegen eine rückwärtsgewandte Wirtschaftspolitik, Jahresgutachten 2013/2014, Wiesbaden
- SVR, 2014, Mehr Vertrauen in Marktprozesse, Jahresgutachten 2014/2015, Wiesbaden
- SVR, 2015a, Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt, Jahresgutachten 2015/2016, Wiesbaden
- SVR, 2015b, Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euroraum, Sondergutachten, Juli 2015, Wiesbaden
- Sy, Mouhammadou, 2015, Overborrowing and Balance of Payments Imbalances in a Monetary Union, in: *Review of International Economics*, 24. Jg., Nr. 1, S. 67–98
- Teulings, Coen / Baldwin, Richard, 2014, Secular stagnation. Facts, causes, and cures, <http://www.voxeu.org/content/secular-stagnation-facts-causes-and-cures> [22.2.2016]
- The Eiffel Group, 2014, For a Euro Community, <http://bruegel.org/2014/08/for-a-euro-community/> [18.1.2016]
- Trésor-Economics, 2007, Labour market adjustment dynamics and labour mobility within the euro area, Nr. 2007/06, <https://www.tresor.economie.gouv.fr/File/331604> [19.1.2016]
- Trésor-Economics, 2014, An unemployment insurance scheme for the euro area, Nr. 132, <http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/403124> [19.1.2016]
- Trésor-Economics, 2015, Labour Mobility in the EU. Dynamics and policies, Nr. 142, <http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/409589> [19.1.2016]
- Trésor-Economics, 2016, Towards a better management of the fiscal stance in the euro area?, Nr. 163, <http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/422408> [29.5.2016]
- Valiante, Diego, 2016, Europe's untapped capital market. Rethinking integration after the great financial crisis, CEPS European Capital Markets Experts Group (ECMEG) Final Report, Brüssel
- Vandenbussche, Jérôme / Vogel, Ursula / Detragiache, Erica, 2012, Macroprudential Policies and Housing Prices. A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern, and Southeastern Europe, IMF Working Paper, Nr. 12/303, Washington D. C.
- Varga, Janos / Roeger, Werner / Veld, Jan in't, 2014, Growth Effects of Structural Reforms in Southern Europe. The Case of Greece, Italy, Spain and Portugal, European Economy Economic Paper, Nr. 511, Brüssel

- Veld, Jan in't, 2013, Fiscal consolidations and spillovers in the euro area periphery and core, European Economy Economic Paper, Nr. 506, Brüssel
- Verdugo, Gregory, 2016, Real wage cyclicality in the Eurozone before and during the Great Recession: Evidence from micro data, in: European Economic Review, 82. Jg., Nr. C, S. 46–69
- Viñals, José / Nier, Erlend, 2014, Collective action problems in macroprudential policy and the need for international coordination, in: Financial Stability Review, Nr. 18, April, S. 39–46
- Vogel, Lukas, 2014, Structural reforms at the zero bound, European Economy Economic Paper, Nr. 537, Brüssel
- Willett, Thomas D. / Pempoon, Orawan / Wihlborg, Clas, 2010, Endogenous OCA Analysis and the Early Euro Experience, in: World Economy, 33. Jg., Nr. 7, S. 851–872
- Wolff, Guntram B., 2012, A budget for Europe's monetary union, Bruegel Policy Contribution, Nr. 22, Brüssel
- World Bank, 2015, Doing Business Database, <http://www.doingbusiness.org/data> [29.3.2016]
- Wyplosz, Charles, 2015, The Centralization-Decentralization Issue, European Economy Discussion Paper, Nr. 14, Luxemburg

## Kurzdarstellung

Diese IW-Analyse untersucht, welche institutionelle Architektur nötig ist, um den Euroraum dauerhaft zu stabilisieren. In der öffentlichen Debatte wird zunehmend behauptet, die Krise habe gezeigt, dass die Europäische Währungsunion (EWU) ohne mehr fiskalische Integration nicht zukunftsfähig sei. Diese Ansicht wird mit einer systematischen Argumentation hinterfragt. Dabei werden zuerst die Ursachen der Euro-Schuldenkrise beleuchtet. Auf dieser Basis wird erläutert, dass die wesentlichen Krisenursachen mit vielfältigen Reformen auf der Ebene der EWU und der Mitgliedstaaten angegangen wurden. Weitere Reformnotwendigkeiten werden aufgezeigt, vor allem im Finanzsektor. Die zentrale These lautet: Die jüngste Krise hatte außergewöhnliche Ursachen und ihre Nachwirkungen sollten nur mit temporären Instrumenten, aber pragmatisch bekämpft werden. Mit den aufgezeigten Reformen werden zukünftige Krisen weniger gravierend verlaufen. Diese gemilderten Krisen könnte die in ihrer Funktionsfähigkeit durch die Reformen deutlich gestärkte Währungsunion in Zukunft auch ohne eine weitere fiskalische Integration überstehen.

## Abstract

This IW Analysis examines the institutional architecture necessary for the long-term stability of the Eurozone. In the public debate on the consequences of the Eurozone crisis it is increasingly being maintained that European Monetary Union (EMU) has no future without more fiscal integration. The authors analyse this claim using systematic argumentation. A brief examination of the origins of the sovereign debt crisis is followed by an account of how the root causes have been tackled with a wide variety of reforms, both to EMU itself and by the member states. The authors also point out the need for further reforms, particularly in the finance sector. Their main conclusion is that the causes of the recent crisis were extraordinary and that its after-effects should therefore be combated pragmatically using only instruments of a temporary nature. In the wake of these reforms, future crises will have less serious effects. With its mechanisms thus considerably improved, the reformed monetary union should be able to ride out such lesser crises as may occur in the future without further fiscal integration.

## Die Autoren

Dr. rer. pol. **Berthold Busch**, geboren 1957 in Marburg an der Lahn; Studium der Volkswirtschaftslehre und Promotion in Marburg; seit 1984 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, von 1999 bis 2014 Leiter der IW-Verbindungsstelle Brüssel, Senior Economist im Kompetenzfeld „Internationale Wirtschaftsordnung und Konjunktur“.

Dr. rer. pol. **Anna Iara**, geboren 1973 in Neumarkt; Studium der Volkswirtschaftslehre und Diplom-Geografie in Bonn und Budapest, Promotion in Volkswirtschaftslehre in Bonn; von 2005 bis 2008 am Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche; seit 2009 bei der EU-Kommission: Generaldirektionen Wirtschaft und Finanzen sowie Steuern und Zollunion, seit 2015 beim Generalsekretariat der EU-Kommission tätig in der wirtschaftspolitischen Koordination.

Diplom-Volkswirt **Jürgen Matthes**, geboren 1967 in Dortmund; Studium der Volkswirtschaftslehre in Dortmund und Dublin (Irland); seit 1995 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln auf verschiedenen Positionen, Senior Economist und Leiter des Kompetenzfelds „Internationale Wirtschaftsordnung und Konjunktur“.







Bis IW-Analyse Nr. 100: E-Books können über [www.iwmedien.de/bookshop](http://www.iwmedien.de/bookshop) bestellt werden.

Ab IW-Analyse Nr. 101: kostenfreier Download auf [www.iwkoeln.de/studien/iw-analysen](http://www.iwkoeln.de/studien/iw-analysen).

Hendrik Biebeler

**Steigerung der Materialeffizienz  
in Unternehmen**

Bedingungen, Aktivitäten, Hemmnisse und  
ihre Überwindung

IW-Analysen 98, 2014, 88 Seiten, 18,90 €

Susanna Kochskämper /

Jochen Pimpertz

**Finanzierung des Pflegefallrisikos**

Reformperspektiven im demografischen  
Wandel

IW-Analysen 99, 2014, 56 Seiten, 14,90 €

Regina Flake / Lydia Malin /

Lena Middendorf / Susanne Seyda

**Qualifizierung von An- und Ungelernten**

Eine empirische Bestandsaufnahme  
der Lebenssituation und Potenziale

IW-Analysen 100, 2014, 88 Seiten, 19,90 €

---

Michael Hüther / Michael Voigtländer /

Heide Haas / Philipp Deschermeier

**Die Bedeutung der Langfristfinanzierung  
durch Banken**

Vorteile und zukünftige

Herausforderungen

IW-Analysen 101, 2015, 90 Seiten

Michael Hüther / Michael Voigtländer /

Heide Haas / Philipp Deschermeier

**The importance of long-term financing  
by banks**

Advantages and future challenges

IW-Analysen 102, 2015, 82 Seiten

Monika Piegeler

**Entrepreneurship und Innovation**

Stand der Forschung und politische

Handlungsempfehlungen

IW-Analysen 103, 2015, 62 Seiten

Berthold Busch / Jürgen Matthes

**Regeln für Staatsinsolvenzen  
im Euroraum**

IW-Analysen 104, 2015, 80 Seiten

Wido Geis / J. Michaelle Nintcheu /

Sandra Vogel

**Fachkräfte für Deutschland**

Potenziale einer gesteuerten Zuwanderung

IW-Analysen 105, 2016, 128 Seiten

Dominik H. Enste / Mara Ewers /

Christina Heldman / Regina Schneider

**Verhaltensökonomik und  
Verbraucherschutz**

Zur Psychologie von Vertrauen  
und Kontrolle

IW-Analysen 106, 2016, 92 Seiten

Hagen Lesch / Dennis Byrski

**Flächentarifvertrag und  
Tarifpartnerschaft in Deutschland**

Ein historischer Rückblick

IW-Analysen 107, 2016, 104 Seiten

Oliver Stettes

**Arbeitswelt der Zukunft**

Wie die Digitalisierung den Arbeitsmarkt  
verändert

IW-Analysen 108, 2016, 86 Seiten

Vera Demary / Barbara Engels /

Klaus-Heiner Röhl / Christian Rusche

**Digitalisierung und  
Mittelstand**

Eine Metastudie

IW-Analysen 109, 2016, 76 Seiten

ISBN 978-3-602-14972-8 (Druckausgabe)

ISBN 978-3-602-45590-4 (E-Book | PDF)