
Nachhaltige europäische Konsolidierungspolitik – Chancen und Herausforderungen

DOROTHEA SCHÄFER, WILLI SEMMLER UND BRIGITTE YOUNG

Dorothea Schäfer, DIW Berlin – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, E-Mail: dschaefer@diw.de
Willi Semmler, New School for Social Research, New York, E-Mail: semmlerw@newschool.edu
Brigitte Young, Universität Münster, E-Mail: byoung@uni-muenster.de

Die Länder Südeuropas scheinen sich nach einer schweren Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise sowie nach bislang wenig erfolgreichen Konsolidierungspolitiken aus der Rezession langsam zu erholen. An der Frage, ob die Anzeichen der Verbesserung nachhaltig sind – die Finanz- und Verschuldungskrise in Europa und insbesondere im Euroraum also vorbei ist – unterscheiden sich jedoch die Geister. Vor diesem Hintergrund ist es angebracht, über die Ursachen für die langjährige Persistenz der Krise auf den Finanzmärkten und in den Realwirtschaften neu nachzudenken. Insbesondere steht die Frage im Raum, ob bessere und insbesondere nachhaltigere Politiken hätten angewandt werden können?

Hier sind zunächst die Reformen der institutionellen Rahmenbedingungen und der Entscheidungsprozesse in der Europäischen Union zu nennen, die für eine stärkere Integration der EU-Länder sorgen sollen. Eine Vielzahl von neueren Vorschlägen für einen vollständigeren Europäischen Fiskalpakt bezieht sich auf solche langfristigen Rahmenbedingungen. Aber auch die jüngsten geldpolitischen Innovationen der EZB zählen zu diesen Reformen. Die größere Transparenz der Geldpolitik, *forward guidance*, die Abkehr von einer ausschließlichen Inflationsorientierung und die geplante Bankenunion unter der Oberaufsicht der EZB sind wichtige Elemente eines heraufdämmernden neuen Ordnungsrahmens, der entscheidend für eine nachhaltige Konsolidierung der Europäischen Union und insbesondere des Euroraumes sein wird.

Dieses Vierteljahrsheft kann jedoch nur begrenzt auf solche weitergehenden Reformvorschläge eingehen. Für ihre Umsetzung sind oft erhebliche Modifizierungen der EU-Verträge notwendig. Sie werden daher nur das Resultat längerfristiger Politikverhandlungen auf EU-Ebene sein können. Vor dem Hintergrund einer starken Finanzialisierung von Politik und Gesellschaft in den letzten Jahrzehnten wollen wir uns in diesem interdisziplinär ausgerichteten Heft auf zwei Schwerpunkte beschränken. Zum einen ist dies die kritische Auseinandersetzung mit Geschäftsmodellen und Politikvorschlägen für mehr Nachhaltigkeit im Banken- und Finanzsektor. Zum

anderen schlagen wir mit der kritischen Analyse der gesamtwirtschaftlichen Konsolidierungspolitiken der letzten Jahre die Brücke zwischen der Gesamtwirtschaft und einer Finanzwirtschaft, die als Folge der „goldenen“ Jahre der Finanzialisierung weiterhin mit erheblichen krisenbedingten Verwerfungen zu kämpfen hat. Insbesondere setzen wir uns in diesem zweiten Teil mit der Frage auseinander, ob und in welchem Maß Begleiterscheinungen dieser Politiken – wie zum Beispiel die der wachsenden Ungleichheit – die Eurozone besonders destabilisierten und welche nachhaltigeren Alternativen es zu der eingeschlagenen Konsolidierungspolitik gibt. Was dieses Heft also auch anstrebt, ist den Erfolg – oder Misserfolg – des in den vergangenen Jahren hastig von der „Troika“ verfolgten Konsolidierungskurses für die Haushalte der Peripherieländer Europas detailliert zu bewerten und Wege aufzuzeigen, wie eine längerfristige, nachhaltige Konsolidierung hätte aussehen können.

Wie ist es zur Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise in Europa und insbesondere in den Peripherieländern gekommen? Die in den 90er Jahren stattfindende Deregulierung und Liberalisierung der internationalen Kapitalmärkte ging einher mit einem starken Kreditwachstum. In einer Reihe von europäischen Ländern hat insbesondere die erhöhte Kapitalmobilität nach der Einführung des Euros 2001 schnell zu einem starken Kreditwachstum geführt. In Spanien und Irland kam es so zu einem Kreditboom im privaten Sektor, in Portugal, Griechenland und Italien (hier allerdings nur zu einem geringeren Teil) zu einer Ausweitung der Kreditaufnahme im öffentlichen Sektor. In beiden Fällen ging dies einher mit einem stärkeren Anstieg der Außenhandelsdefizite und einer rasch wachsenden externen Verschuldung dieser Länder.

Mit dem Ausbruch der Subprime-Krise 2007 in den USA und ihrem raschen Überschwappen nach Europa kamen diese Entwicklungen jedoch zum Stillstand. Viele europäische Finanzinstitute hielten Verbriefungen aus dem Subprime-Kreditbereich in ihren Büchern. Wegen der Unsicherheit über den Wert dieser Aktiva sahen sie sich mit immer größer werdenden Risikoaufschlägen der Kapitalmarktinvestoren konfrontiert. Die Kreditaufnahme auf den Kapitalmärkten wurde vor allem für die Großbanken zunehmend schwieriger und teurer. Die Liquiditätsnöte der Banken verschärften sich gravierend nach der Insolvenz von Lehman Brothers. Schließlich konnten nur großangelegte staatliche Rettungsaktionen die Finanzsektoren vor dem drastischen Einbruch retten.

Fast zeitgleich ging in Spanien und Irland der Immobilienboom zu Ende. Im Gefolge waren immer mehr Immobilienkredite in den Büchern der Banken vom Ausfall bedroht. Auch hier blieb als letzter Rettungsanker nur der Staat. Die Anstrengungen der Staaten, ihre Finanzsektoren und ihre Wirtschaft zu retten, trieb die Staatsverschuldung im Eurogebiet in die Höhe. Die Finanzmarktkrise mündete so direkt in die Staatsschuldenkrise. Hohe Refinanzierungsschwierigkeiten erzwangen, dass Griechenland 2010 und Portugal sowie Irland 2011 vom Kapitalmarkt genommen werden mussten.

Dieser kurze Rückblick auf die Anfänge von Finanz- und Verschuldungskrise zeigt in aller Deutlichkeit die zentrale Rolle, welche der Gestaltung von Finanzmarkt und Bankensektor im Rahmen einer nachhaltigen europäischen Konsolidierungspolitik zukommt. Der EU-Finanzsektor war nicht nur fragmentiert und verschiedenen nationalen Regulierungen unterworfen, sondern wies auch unterschiedliche Sicherheitsgarantien für Einlagen auf. Überdies hatte sich die Tendenz ausgebreitet, Banken von normalen Bankgeschäften, mit Einlagen und Kreditvergabe, auf Investmentbanken hin zu orientieren. Banken folgen dann den Regeln der Kapitalmärkte: Mit dem Ansteigen der Vermögenswerte steigt die Bonität der Kreditnehmer, Banken erweitern ihre

Kreditvergabe für solche Kreditnehmer oder reduzieren die Zinsspanne, die das Risiko ausdrückt. Die Bilanzsummen der Banken werden größer und ungleichgewichtiger. Wächst die eigene Verschuldung weniger stark als die Gesamtbilanz, nimmt die Differenz zwischen Bilanzsumme und Verschuldung zu, die Banken bilden also zusätzliches Eigenkapital. Banken erscheinen dann selbst als kreditwürdiger und können ihre Verschuldung weiter erhöhen. Dieser Prozess kehrt sich jedoch um, wenn die Vermögenswerte fallen. Kreditklemmen und makroökonomische Abwärtsbewegungen schließen sich an. Für die Stabilität der Banken ist also ihre Eigenkapitaldecke von zentraler Bedeutung. Die gegenwärtige ökonomische Diskussion zur nachhaltigen Absicherung der Banken beschäftigt sich auch mit der Frage, wie jene gemessen werden soll und wie eine entsprechende Regulierung dazu aussehen sollte.

Einer der wichtigsten Treiber der gegenwärtigen, der Nachhaltigkeit zuwider laufenden Tendenz zur Eigenkapitalminimierung, wie sie insbesondere internationale Großbanken an den Tag legen, ist das Streben des Managements nach einer möglichst hohen Eigenkapitalrendite. Jahrzehntlang wurde das damit zusammenhängende Ziel der „Shareholder-Value“-Maximierung insbesondere von Ökonomen in einem ausschließlich positiven Licht gesehen. Auch für das Management ist dies außerordentlich hilfreich: Spitzengehälter und hohe Bonusausschüttungen waren damit umso leichter zu rechtfertigen. Der Finanzsektor hat so zur ungleichen Vermögensverteilung beigetragen (Grabka und Westermeier 2014). Ein ähnlich positives Feedback wurde auch dem sogenannten „finance-growth nexus“ zuteil. Diese Forschungsrichtung geht davon aus, dass sich ein großer und hochentwickelter Finanzsektor positiv auf das Wachstum des jeweiligen Landes auswirkt (zum Beispiel King und Levine 1993). Diese einseitige Sichtweise hat sich zwar mit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise geändert. Selten wird allerdings versucht, ein umfassenderes Bild von den Entwicklungen zu zeichnen, die die Wohlstandswirkung der heutigen Finanzwirtschaft fraglich werden lassen. *Bernhard Emunds* will mit seinem Beitrag „Die Finanzwirtschaft als Rent-Seeking-Ökonomie“ zur Schließung dieser Lücke beitragen. Emunds zeigt mithilfe des Konzepts des Rent-Seeking, dass die direkten Wohlstandswirkungen bestimmter Geschäftspraktiken im Finanzsektor negativ oder zumindest nicht positiv sind. Ein zentraler Befund des Autors lautet: Finanzmarktakteure können mit vielen Geschäftspraktiken Einkommen erzielen, obwohl sie nichts zur Wertschöpfung und damit zur Wohlstandsmehrung beitragen. Emunds schließt seinen Beitrag mit der Einschätzung, dass die Regierungen der Industrieländer „die Eigenschaft von Teilen der Finanzwirtschaft, eine pure Rent Seeking-Ökonomie zu sein“, nur beenden können, wenn sie Finanzmarktpolitik nicht mehr primär als „Finanzmarktförderung“ zugunsten der heimischen Institute und ihrer Arbeitsplätze betreiben. Stattdessen müssten sie bei den verschiedenen Teilbereichen der Finanzwirtschaft bewusst zwischen einer Förderung, einem Zulassen und einem Zurückdrängen wählen und diese Entscheidung konsequent am Wohlstandsbeitrag der jeweiligen Geschäftsmodelle ausrichten. Einem solchen Paradigmenwechsel entspräche neben wesentlich strengeren Eigenkapitalregeln unter anderem die Einführung eines Trennbankensystems.

Das Konzept der Trennbanken sieht vor, das normale Bankengeschäft mit Einlagen und Kreditvergabe vom Investmentbanking zu trennen. Diese Frage wird bereits seit den 30er Jahren des vergangenen Jahrhunderts diskutiert. Eng definierte Bankgeschäfte erscheinen „langweilig“ (boring), können aber möglicherweise Exzesse der Finanzialisierung wie die massenhafte Verbriefung und den Verkauf von im Fließbandverfahren vergebenen Krediten zweifelhafter Bonität verhindern. Die Moral des alten Bankensystems war, dass ein Bankangestellter vertrauenswürdig zu sein hat, und es vor allem darum geht, die Einlagen der Sparer gut zu verwalten. Der „moderne Banker“ ist hingegen ein sogenannter „Risk Taker“. Banken und Finanzmarktinstitutio-

nen haben sich von einer Kultur des Vertrauens zu einer Kultur des „Risk Taking“ gewandelt. *Christoph Scherrer* analysiert in seinem Beitrag „Von der Finanzialisierung zum Boring Banking?“ die Chancen für die Rückkehr zu einem stabilen, aber „langweiligem“ Bankgeschäft. Das „boring banking“ hat es, wie Scherrer zeigt, von den 30er Jahren bis in die 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts hinein gegeben. Bis auf wenige Ausnahmen war das Bankensystem in dieser Zeit stabil. Diese Stabilität ging verloren, nachdem das Trennbankensystem Ende der 90er Jahre durch die Abschaffung des Glass Steagall Act in den USA aufgehoben wurde und die großen Universalbanken in Europa immer stärker zu kapitalmarktorientierten Investment-Banken mutierten. Noch heute gilt der sogenannte „Bankbeamte“ als Symbol für diese Art von langweiligem und „vertrauensvollem“ Bankgeschäft. Scherrer klopft Finanzmarkttheorien ebenso wie die neoklassische Ökonomik, den Keynesianismus und moderne Varianten des Marxismus auf mögliche Antworten zu der Frage ab, ob eine Rückkehr zu einem langweiligen Finanzwesen gelingen könnte. „Eine umfassende Einhegung“ hält der Autor für wenig aussichtsreich. Der Autor warnt vor kleineren Reformschritten. Davon gehe die Gefahr aus, dass sie zwar „kurzfristig Auswüchse der Finanzialisierung eindämmen, aber durch ihre legitimatorische Wirkung die Vorherrschaft des Finanzkapitals stabilisieren.“

Die Finanzkrise hat vielen Bürgerinnen und Bürgern das Vertrauen in das Finanzsystem genommen und damit an die Stelle des Gefühls von Sicherheit in Gelddingen ein Gefühl der Angst gesetzt. *Dorothea Schäfer* und *Brigitte Young* fordern in ihrem Beitrag „Globale Finanzmarktregulierung und Verbraucherschutz“ eine Umkehrung dieser Entwicklung. Finanzstabilität ist ein globales öffentliches Gut (auch *Coffee 2014*). Finanzmärkte sind Infrastruktureinrichtungen, die im öffentlichen Bereich allen gleichsam zum Gebrauch zur Verfügung stehen müssen. Um der öffentlichen Gutseigenschaft Rechnung zu tragen, bedarf es eines globalen Mitspracherechts für Politik, Wirtschaft und Zivilgesellschaft bei der Gestaltung der Finanzarchitektur, einer fairen Netto-Nutzenverteilung zwischen den Finanzakteuren und den gesellschaftlichen Kräften sowie zwischen und innerhalb von Staaten und einer möglichst globalen Zertifizierung von Finanzprodukten. Wenn die globale Gemeinschaft der Verbraucher ein Mitspracherecht in der Gestaltung der Finanzmärkte und Einfluss auf die zugelassenen Finanzprodukte hat, werden auch die Stabilität und das Vertrauen in die Finanzmärkte nachhaltig neu justiert.

Demgegenüber plädiert *Markus Demary* dafür, das Problem der Finanzsystemstabilisierung im Rahmen des bestehenden Regulierungsrahmens anzugehen. In seinem Beitrag „Vernetzung der Banken und systemische Risiken: Wege zur Lösung des ‚Too-Interconnected-to-Fail‘-Problems“ fordert er, die Höhe des systemischen Eigenkapitalpuffers im Rahmen von Basel III an ein Maß für die jeweilige Systemrelevanz der Bank zu binden. Fremdkapital, das im Krisenfall in Eigenkapital umgewandelt wird, sogenanntes Bail-in-Kapital, sollte zumindest zum Teil außerhalb des Bankensektors gehalten werden. Vom Trennbankensystem erwartet der Autor eher einen Anstieg als eine Reduzierung der systemischen Risiken im Bankensektor.

Der Bankensektor hat sich in den vergangenen Jahren überproportional ausgedehnt. Vielfach wird das Privileg der Banken zur Giralgeldschöpfung als ein wesentlicher Grund für die überproportionale Ausdehnung angesehen. Es kann daher nicht verwundern, dass mit der schweren Finanz- und Wirtschaftskrise auch Konzepte an Popularität gewonnen haben, die die Giralgeldschöpfung im Bankensektor abschaffen wollen. *Beat Weber* stellt mit seinem Beitrag „Ordoliberal Geldreform als Antwort auf die Krise? Bitcoin und Vollgeld im Vergleich“ zwei der populärsten Ansätze auf den Prüfstand: das Vollgeld und die künstliche Währung Bitcoin. Während der Vollgeld-Ansatz in der privaten Giralgeldschöpfung eine unzulässige Unterminierung des staat-

lichen Monopols sieht, ist Bitcoin eine privat geschaffene, elektronische Währung. Banken und die staatliche Finanzaufsicht haben im Bitcoin-System keinen Platz. Beiden Konzepten spricht der Autor jedoch die Alltagstauglichkeit ab. Zudem sieht Weber beide Ansätze mit zusätzlichen Risiken verbunden und befürchtet stark negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft.

Volkswirtschaftlich gesehen haben die Banken die Aufgabe, Spareinlagen den potentiellen Kreditnehmern zuzuführen. Banken haben sich aber von dieser wichtigen Aufgabe entfernt und sind oft zu Vermögensverwaltern geworden, die für sich oder wohlhabende Kunden die Portfolios verwalten und dabei größere Risiken eingehen als durch das jeweilige Eigenkapital gedeckt sind. Dabei auftretende Verluste werden im Insolvenzfall auf die öffentliche Hand abgewälzt. Ein solches Verhalten ist mit dem Prinzip der Nachhaltigkeit des Finanzsystems nicht vereinbar.

Zu einer nachhaltig organisierten Volkswirtschaft gehört auch, dass Banken Kreditflüsse zu den nachhaltigen Wachstumsbereichen der Realwirtschaft hinlenken. Solche neuen und innovativen Bereiche können zum Beispiel ökologische Investitionen sein. *Melanie Feßmann* („Ethisch-ökologisches Banking vor dem Hintergrund der jüngsten Finanzkrise“) sieht nach der Finanzkrise aufgrund des zunehmenden Bewusstseins der Bevölkerung für nachhaltiges Wirtschaften und wegen günstiger politischer Rahmenbedingungen Chancen für ein Wachstum des ethisch-ökologisch orientierten Geschäftsmodells. Gebremst wird das Wachstum vor allem durch das regulatorische Risiko bei der Energiewende, branchenspezifische Barrieren und die Unsicherheit inwieweit eine breite Bevölkerung zugunsten der Nachhaltigkeit auf Rendite verzichten würde. Auch die Emission von Finanztiteln (Anlagemöglichkeiten), die wenig reguliert sind, könnte sich als Hemmschuh erweisen, wenn nicht rechtzeitig umgesteuert wird.

Mit dem Ziel, einen nachhaltigen Ordnungsrahmen zu schaffen, hat die *Enquete-Kommission des deutschen Bundestages Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität* unter anderem auch ein Konzept für ein stabiles und sicheres Finanzsystem vorgelegt (Deutscher Bundestag 2013). Die Vorsitzende der Projektgruppe 4 „Nachhaltig gestaltende Ordnungspolitik“, Edelgard Bulmahn betont in ihrem Vorwort zu dem Auszug „Regulierung der Finanzmärkte“, dass (nachhaltige) Finanzstabilität nicht mit staatlich gestützter Stabilität einzelner Banken verwechselt werden darf. Zu den unstrittigen Elementen der Empfehlung der Kommission gehören eine sehr viel höhere, auf die Bilanzsumme bezogene Mindesteigenkapitalquote im Bankensektor, Abwickelbarkeit der Banken, ein Trennbankensystem und Einschränkungen bei der Zulassung von risikobehafteten Finanzprodukten. Bei anderen möglichen Elementen eines nachhaltig stabilen Finanzsystems wie zum Beispiel der Finanztransaktionssteuer konnten in der Projektgruppe und ebenso in der von fünf Bundestagsparteien besetzten Kommission keine Einigung erzielt werden. Die Regulierung der Rating-Agenturen hat keinen expliziten Eingang in die zusammenfassenden Empfehlungen gefunden. Demgegenüber wird den Rating Agenturen im Koalitionsvertrag 2013 „eine zentrale Machtstellung auf den Finanzmärkten“ bescheinigt. Die Bundesregierung verpflichtet sich daher auch „die Rechtsnormen [zu] reduzieren, die eine Einschaltung der drei großen Rating-Agenturen vorschreiben. Wir wollen auch die Bedeutung externer Ratings reduzieren“ (CDU, CSU und SPD 2013: 63).

Hans-Helmut Kotz und *Dorothea Schäfer* lassen in dem Beitrag „Rating-Agenturen: Fehlbar und überfordert“, die (Fehl-)Einschätzungen der „großen Drei“ der vergangenen gut anderthalb Jahrzehnte Revue passieren. Als Ursache für die zunehmend schwerer wiegenden Folgen der Fehleinschätzungen wird der „administrierte Zwangskonsum“ identifiziert. Das Öffentliche-Gut-Problem beim Rating legt eigentlich eine öffentliche Erstellung oder einen regulierten Fremd-

bezug nahe. Wegen praktischer Probleme bei der Umsetzung erhoffen sich die Autoren jedoch nur von der im Koalitionsvertrag angekündigten „Entrümpelung“ der Gesetze eine Entschärfung der (wohl unvermeidbaren) Rating-Fehlurteile. An die Stelle der Ratingurteile sollten robuste, mit einem großzügigen Sicherheitspuffer versehene und leicht zu verifizierende Indikatoren treten. Zum Beispiel könnte im Bankensektor der Abhängigkeit der gesetzlich vorgeschriebenen Eigenmittelausstattung von Ratingurteilen schnell ein Ende bereitet werden, wenn eine einfache Eigenkapital/Bilanzrelation (Leverage Ratio) als Mindestkapitalquote definiert würde.

Es muss immer wieder betont werden, dass sich die öffentliche Verschuldung in allen Ländern im EU-Raum durch die Bankenrettungsprogramme, die Rezession und die anschließenden fiskalpolitischen Stimulusprogramme signifikant erhöht hat. Die Peripherieländer des Eurogebietes waren besonders von der einsetzenden Volatilität der Finanzmärkte und den steil ansteigenden Kreditkosten für Staatsanleihen betroffen. Die Wahrnehmung der länderspezifischen Insolvenzrisiken, wie auch des Risikos des Zerfalls des Euros, trieben die Renditen für die Staatsschuldspapiere hoch. Die Überwälzung von Krediten und die Begebung neuer öffentlicher oder privater Schuldspapiere verteuerte sich in einigen Ländern extrem. Im Gefolge wurde das Schuldenproblem immer drückender.

Als nun die von der Troika verordneten Konsolidierungsmaßnahmen in den Jahren 2011/2012 einsetzten, produzierte dies im Euroraum eine „*Double-dip*“-Rezession. Nach der Rezession 2008/2009 kam es zu einem weiteren Abschwung aufgrund der fiskalpolitischen Konsolidierungsversuche seit 2011. Mit dieser zweiten Rezession fielen die Produktion und die Beschäftigung weiter ab, die Arbeitslosigkeit stieg rapide an und die europäischen Banken gerieten durch Verluste aus notleidenden Krediten erneut in den Abwärtsstrudel. Die fortgesetzte Bankenkrise in diesen Ländern führte zu einer enormen Spreizung von Leitzins und Vertragszins, die zusammen mit der Rezession und den Ausgaben für die Banken-Rettungsprogramme die Staatsverschuldung weiter hochschnellen ließ. Dies wird von Brunnermeier und Öhmké (2012) als „*diabolic loop*“ bezeichnet wurde.

Viele Wirtschaftswissenschaftler argumentieren inzwischen, solch ein Teufelskreis hätte durch eine Zentralbankpolitik nach dem Beispiel der USA, Englands und Japans unterbrochen werden können. Die EZB war jedoch anfänglich sehr zögerlich, dies zu tun, denn sie war aufgrund der Verträge von Maastricht zur Zurückhaltung angehalten. „*Quantitative Easing*“ (QE) nach dem Vorbild der US-amerikanischen und der englischen Notenbank sollte gerade nicht betrieben werden. Als QE dann doch angewandt wurde, kam sie recht spät. Das Staatsschuldenproblem, die Finanzmarkt- und Bankenkrise und das Absinken der makroökonomischen Nachfrage verstärkten sich so gegenseitig. Als Konsequenz liegt das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Länder Südeuropas Ende 2013 nicht nur erheblich unter dem BIP vor der Krise. Noch größer ist der Abstand zwischen dem aktuellen BIP und jener Wirtschaftsleistung, die eingetreten wäre, wenn die Euroländer nach 2008 mit normaler Rate weitergewachsen wären. Diese Wachstumseinbrüche waren begleitet von extremen Beschäftigungsrückgängen in den Krisenländern.

Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass auch die anfangs sehr zögerliche Geldpolitik zu den Finanzmarkturbulenzen und dem Absinken der Gesamtnachfrage in diesen Ländern beigetragen hat. Mittlerweile sind namhafte Wirtschaftswissenschaftler ebenso wie der Internationale Währungsfond zu dem Schluss gekommen, dass die Multiplikatorwirkungen von fiskalpolitischen Expansionen und Kontraktionen asymmetrisch sind. Auch *Willi Semmler*, *André Semmler* und *Christian Schoder* argumentieren in ihrem Beitrag „Makroökonomische Effekte der Haus-

haltskonsolidierung in der Europäischen Union“ mit der Asymmetrie der Multiplikatorwirkung: In Zeiten wirtschaftlicher Expansion, also in Boomzeiten, sind die Effekte auf Produktion und Beschäftigung schwach. In Zeiten einer wirtschaftlichen Krise, die darüber hinaus auch noch mit Finanzmarkt- und Banken Krisen einhergeht, fallen die Multiplikatoreffekte hingegen sehr stark aus. Werden also in der Expansionszeit Haushaltskonsolidierungen vorgenommen, sind die Wirkungen schwach. In Zeiten der Krise hingegen haben solche Konsolidierungspolitiken außerordentlich starke, negative Folgen. Dies ist der wesentliche Grund, warum es bei einer kurzfristig orientierten fiskalpolitischen Sparpolitik zu einer „*Double-dip*“-Rezession in Europa kam.

Paul De Grauwe und *Yuemei Ji* sehen das Erbe der Austeritätspolitik als Bürde an, die der Eurozone in Form hoher Schuldenquoten und eines ständig zunehmenden Umschuldungsdrucks noch lange nachhängen wird. Auch die erst sehr spät kommende Umkehr der Europäischen Zentralbank hin zum Programm der außerordentlichen geldpolitischen Maßnahmen (Outright Monetary Transaction) trug zur doppelten Rezession und zu Schuldenständen bei, welche die Autoren als langfristig nicht tragbar einstufen.

Eine Politik der Umschuldung und Schuldenstreckung für stark überschuldete Länder Südeuropas gehört zum Kern einer nachhaltigen Konsolidierungspolitik. Ökonomen weisen zu Recht auf vielfältige historische Beispiele hin, bei denen eine Staatskrise nur durch eine Umschuldung vermieden werden konnte. Ein historisches Beispiel ist die von Keynes befürwortete Entschuldung Deutschlands nach dem Ersten Weltkrieg. Auf diese Entschuldung wird im Beitrag „Neue monetäre Institutionen in der Europäischen Währungsunion als Antwort auf die Finanzkrise: Eine Keynes’sche Betrachtung“ von *Horst Tomann* Bezug genommen. Auf der Basis einer frühen Schrift von Keynes, „*The Economic Consequences of the Peace*“, analysiert Tomann die europäische Schuldenkrise. Die neuen monetären Institutionen, die von der Europäischen Union als Antwort auf die Finanzkrise eingerichtet wurden, sieht er nur als kurzfristige Lösungen an. Das eigentliche Problem läge in der Bereinigung der Bankbilanzen. Dieses Kernproblem soll durch die Europäische Bankenunion gelöst werden. Solange die Bankenunion nicht vollendet ist, sieht der Autor die Überwindung der Krise in noch weiter Ferne.

Weitere historische Beispiele für erfolgreiche Umschuldungen sind das Londoner Schuldenabkommen für Deutschland von 1953, die lateinamerikanische Politik der Entschuldung der 90er Jahre durch den Brady Plan und die argentinische Reduzierung der Schulden nach 2001. Viele dieser Pläne zur Reduzierung enthielten Elemente der Vergabung von Schulden: Schuldenstreckung durch Umschuldung von kurz- auf langfristige Verbindlichkeiten, Umwandlung in Beteiligungen, Zinssenkungen und eine vernünftige Politik der Schuldenrückzahlung. Zum Beispiel kann die Restschuldenabtragung an zukünftige Außenhandelsüberschüsse gebunden werden. Vor dem Hintergrund dieser historischen Beispiele erscheint es unverständlich, warum den tief verschuldeten Eurostaaten anfänglich extrem hohe Zinsen für die Programmkredite abverlangt wurden. Die Programmstaaten wurden dadurch weiter in die Überschuldungsfalle getrieben.

Zentraler Bestandteil einer nachhaltigen Konsolidierungspolitik ist die soziale Ausgewogenheit. Viele der hastig vorgenommenen Ausgabenkürzungen aufgrund der Vorgaben der Troika haben starke Verteilungswirkungen und stellen deshalb den europäischen Sozialstaat in Frage. Selbst der Internationale Währungsfonds hat in einer jüngeren Untersuchung festgestellt, dass die Kürzungsmaßnahmen sozial sehr unausgewogen waren und dies das zukünftige Wachstumspotential unterminiert hat (Woo, Bova, Kinda und Zhang 2013).

Die Analyse des noch unzureichend erforschten Zusammenhangs zwischen Wachstum und Ungleichheit steht im Mittelpunkt des Beitrages „Einkommensverteilung, Finanzialisierung und makroökonomische Ungleichgewichte“ von *Jan Behringer, Christian A. Belabed, Thomas Theobald* und *Till van Treeck*. Im Kontext der Finanzialisierung in den USA wird der enge Zusammenhang von steigender Einkommensungleichheit, privater Haushaltsverschuldung und Leistungsbilanzdefizit aufgezeigt. Am Beispiel des Exportüberschusslandes Deutschland wird zudem eine enge Verbindung zwischen Veränderungen in der Einkommensverteilung, Binnennachfrageschwäche und Leistungsbilanzüberschuss hergeleitet. In ihrer empirischen Mehrländerstudie finden die Autoren ihre Hypothese bestätigt, dass eine steigende Ungleichheit der Haushaltseinkommen Verschuldung von Privathaushalten und Leistungsbilanzdefizite tendenziell fördert. Ein weiterer Befund der Studie besagt, dass ein Anstieg der Unternehmens- oder Staatsersparnis den Leistungsbilanzsaldo erhöht, eine höhere Lohnquote den Saldo hingegen senkt. Der Beitrag rundet das vorliegende Vierteljahrsheft ab und zeigt gleichzeitig, in welche Richtung die zukünftige Diskussion zur nachhaltigen europäischen Konsolidierungspolitik im Besonderen gehen muss.

Die soziale Schieflage bei den Staatshaushaltskürzungen in der Eurozone hat wesentlich mit dazu beigetragen, dass der Euro für weite Teile der Bevölkerung in den Krisenländern zum Feindbild wurde. Ein Austritt aus dem gemeinsamen Währungsgebiet wurde immer mehr als Option angesehen, mit der die harten Einschnitte zu vermeiden wären. Die Möglichkeit eines Austritts aus dem Euro beförderte bei den Kreditgebern der Krisenländer die Wahrnehmung, dass die Staatsinsolvenz bevorstehen könnte, so dass die Kreditkosten weiter hochgetrieben wurden. In die enormen Kreditkosten von einigen Ländern war demnach nicht nur das länderspezifische Insolvenzrisiko eingepreist, sondern auch das Risiko, das Land könnte aus dem Euro ausscheiden. Euromüdigkeit aufgrund der eingeleiteten Austeritätspolitik und der außerordentlich hohen Arbeitslosigkeit, insbesondere der Jugendarbeitslosigkeit, könnten stark negative Auswirkungen auf die Europawahlen im Mai dieses Jahres haben. Die Konzeption einer glaubwürdigen, konsistenten und nachhaltigen europäischen Konsolidierungspolitik ist damit dringender denn je.

Das vorliegende Vierteljahrsheft will Wege aufzeigen, wie eine vernünftige volkswirtschaftliche Rolle der Finanzwirtschaft wieder hergestellt (Cecchetti und Kharroubiy 2012) und gleichzeitig eine nachhaltige Konsolidierungspolitik im Euroraum vorangebracht werden kann. Der einführende Beitrag wäre unvollständig, wenn keine konkreten Politikempfehlungen ausgesprochen würden. Vor dem Hintergrund der Beiträge lässt sich folgender Neun-Punkte-Plan skizzieren:

1. Nachhaltigkeit der Finanzmärkte als übergreifendes Reformziel etablieren
2. Die unterstützende Rolle des Finanzsektors für die Realwirtschaft, also für Beschäftigung und innovative Entwicklungen in der Gesellschaft, wieder herstellen
3. Schattenbanken und Schattengeldsektor überwachen und begrenzen
4. Die Anbindung von gesetzlichen Bestimmungen und Verordnungen an Ratingurteile beseitigen
5. Konsistente und transparente Bankenunion zügig europaweit etablieren
6. Schuldenlasten für hochverschuldete Euro-Länder reputationsschonend mindern

7. Zusammenspiel von Fiskal- und Geldpolitik in den Euroländern verbessern
8. Eine sozial ausgewogene fiskalpolitische Konsolidierungspolitik etablieren
9. Beschäftigung mit Fiskal- und Geldpolitik sowie länderspezifischen Beschäftigungsprogrammen sichern

Literaturverzeichnis

- Brunnermeier, Markus K. und Martin Oehmke (2012): Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk. NBER Working Papers 18398. National Bureau of Economic Research, Inc.
- CDU, CSU und SPD (2013): Deutschlands Zukunft gestalten – Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD. www.bundesregierung.de/Content/DE/_Anlagen/2013/2013-12-17-koalitionsvertrag.pdf?__blob=publicationFile.
- Cecchetti, Stephen G. und Enisse Kharroubi (2012): Reassessing the impact of finance on growth. BIS Working Papers 381.
- Coffee, John C. (2014): Extraterritorial Financial Regulation: Why E. T. Can't Come Home. European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 236/2014, Columbia Law and Economics Working Paper No. 459.
- Deutscher Bundestag (Hrsg.) (2013): Schlussbericht der Enquete-Kommission „Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität – Wege zu nachhaltigem Wirtschaften und gesellschaftlichem Fortschritt in der Sozialen Marktwirtschaft“. www.bundestag.de/bundestag/gremien/enquete/wachstum/Schlussbericht/17-13300.pdf
- Grabka, M. M. und C. Westermeier (2014): Anhaltend hohe Vermögensungleichheit in Deutschland. DIW Wochenbericht Nr. 9/2014, 151–164.
- King, Robert G. und Ross Levine (1993): Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), 717–737.
- Woo, J., E. Bova, T. Kinda und Y. S. Zhang (2013): Distributional Consequences of Fiscal Consolidation and the Role of Fiscal Policy: What Do the Data Say? Working Paper WP/13/195. International Monetary Fund.