

---

---

# Einige Gedanken zur Eurokrise aus keynesianischer Sicht

Herbert Walther

---

---

## 1. Die Eurokrise als Systemkrise

Die Eurokrise, welche auf die größte Finanzkrise seit den dreißiger Jahren folgte und mit jener auf vielfältige Weise interagiert, ist ebenso wie die Finanzkrise zu aller erst eine Systemkrise.

Eine Systemkrise unterscheidet sich von anderen Krisen lokal eingrenzbarer Art (zum Beispiel von der Strukturkrise einer Branche, oder von „normalen“ konjunkturellen Schwankungen) durch die Breite des Spektrums der Spill-Over-Effekte und die Dynamik der auftretenden destabilisierenden Rückkoppelungen. Ein geradezu exemplarischer Fall solch destabilisierender Rückkoppelungen auf der Systemebene ist die Herabstufung der Bonität von Staaten im Euroraum durch Rating Agenturen aufgrund der Risiken im Bankensystem – bei gleichzeitiger Herabstufung der Banken aufgrund der fragileren Bonität des potenziellen „Retters“. Wenn dies – unter den Bedingungen freien Kapitalverkehrs und einer Zentralbank, die sich aus Gründen der vermeintlichen Verteidigung ihrer Unabhängigkeit weigert, „lender of last resort“ zu spielen – zu höheren Zinsen auf Staatsanleihen und tieferem Wachstum führt, verschlechtert sich die Situation weiter.

Die historische Erfahrungen zeigt, dass Systemkrisen zur ihrer Bewältigung andere Strategien benötigen, als „lokal eingrenzbar Krisen“.

In „lokalen“ Krisen bleibt jener Anker der Stabilität weitgehend bestehen, den Keynes in den langfristigen Erwartungen der Real- und Finanzinvestoren ortet. Solange Investoren und Kreditgeber darauf vertrauen, dass längerfristig eine Rückkehr in den Zustand der „Normalität“ erwartet werden kann, können schwache, stabilisierende Rückkoppelungen allmählich ihre Wirksamkeit entfalten.

Eine Systemkrise hingegen entfaltet eine unheilvolle Dynamik, in der Katastrophenlösungen als eine Option zumindest in den Bereich des Möglichen rücken. Ein solcher „Blick in den Abgrund“ verändert alles – wobei es gar nicht so sehr auf eine konkrete Wahrscheinlichkeit eines solchen Ereignisses ankommt. Entscheidend ist vielmehr die pure Möglichkeit, dass „es“ geschehen könnte (also zum Beispiel ein Zerfall der Euro-Zone

mit Banken-Run, weiteren Staatsbankrotten, Bankenzusammenbrüchen, einem dramatischen Anstieg der Arbeitslosigkeit und einer endlosen, bitteren Kette nationalistischer Streitereien über die Aufteilung der Folgelasten).

Wenn die Euro-Systemkrise in einer Katastrophe endet, ist das Ergebnis mit hoher Wahrscheinlichkeit ein Auseinanderbrechen europäischer Institutionen. Sogar die Errungenschaften des Binnenmarkts stehen dann zur Disposition. Die langfristigen Auswirkungen auf die politische Landschaft Europas sind wegen der Interdependenzen und der Unberechenbarkeit der politischen Reaktionen einzelner Akteure absolut nicht prognostizierbar, wären aber auf lange Zeit eine schwere Belastung für die ökonomische und politische Entwicklung des Kontinents.

## **2. Die Verdrängung keynesianischer Grundeinsichten**

Dass destabilisierende Rückkoppelungen ein Wesenselement jeder arbeitsteilig und auf Basis privater Kapitalakkumulation organisierten Geld- und Kreditwirtschaft sind, war eine zentrale Einsicht der keynesianischen Makrotheorie. Diese – aus den Erfahrungen der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre geborene – Theorie wurde, dank der Abstraktionen des Hicks'schen IS-LM Modells, in den sechziger Jahren zum Standardwerkzeug der Konjunkturanalyse. In dieser Modellwelt waren – in mechanisch zugespitzter Form – zwar wesentliche Elemente der Keynes'schen Gedankenwelt erhalten geblieben. Gleichwohl öffnete dieses Modell verschiedene Einfallspforten, um die systemkritischen Elemente des Keynes'schen Gedankengebäudes konsequent auszumerzen. Auf dem Weg der „Mikrofundierung“ aller Verhaltensfunktionen auf Basis neoklassischer Entscheidungsaxiome floh der ökonomische „Mainstream“ aus der kaleidoskopischen Offenheit der keynesianischen Theorie zurück in den sicheren Hafen der (nun „stochastisch und dynamisch“ verbrämten) allgemeinen Gleichgewichtstheorie.

Das Konzept der „natürlichen Arbeitslosigkeit“ entlastete die Geldpolitik politisch und moralisch von der Sorge um Beschäftigung und Wirtschaftswachstum und ordnete die Verantwortung dafür ausschließlich den Tarifparteien zu. Gleichzeitig wurde die Schuld für Beschäftigungsprobleme – à la OECD – einseitig den institutionellen „Rigiditäten“ des Arbeitsmarktes zugeschoben. Die Keynes'sche Theorie wurde als – allenfalls – kurzfristig relevanter Spezialfall einer allgemeinen Gleichgewichtstheorie mit Friktionen karikiert. In der Wirtschaftspolitik trat an die Stelle der konjunkturpolitischen Globalsteuerung die Aufgabe durch „Flexibilisierung“ (also durch Abbau von Arbeitnehmerrechten und sozialstaatlichen Lasten) „Wachstumskräfte freizusetzen“. Gleichzeitig kam es durch Globalisierung und

die Liberalisierung des Kapitalverkehrs zu einem Verlust an nationalstaatlichen Handlungsspielräumen, zu einseitiger Fokussierung auf „Standortpolitik“ und einer Einschränkung der nationalstaatlichen Wirksamkeit keynesianischer Prozessteuerung aufgrund der zunehmenden Abhängigkeit von den Finanzmärkten.

Die Finanzkrise des Jahres 2007 hat dann brutal aufgedeckt, dass der vermeintliche wissenschaftliche „Fortschritt“ in der Makroökonomik, der zu immer eleganteren Modellen geführt hatte, auf Sand gebaut war. Eine ideologisch motivierte „Blase“ hatte sich gebildet, entstanden aus akademischer Sophisterei, selbstgefällig und ohne Realitätsbezug, die unter dem bombastischen Namen „Modern Advanced Macroeconomic Theory“ alles ausradierte, was nach altmodischem Keynesianismus roch: der Einkommens- und Beschäftigungsmultiplikator verschwand genauso aus den Lehrbüchern dieser Theorie wie die „Liquiditätsfalle“ – die als ein völlig unrealistischer und obskurer Spezialfall abgetan wurde.<sup>1</sup>

Hart und präzise rechnet einer der angesehensten Makroökonomien und ehemaliges Mitglied des Monetary Policy Committee der Bank of England mit dieser Entwicklung ab:

*„Most mainstream macroeconomic theoretical innovations since the 1970s (the New Classical rational expectations revolution associated with such names as Robert E. Lucas Jr., Edward Prescott, Thomas Sargent, Robert Barro etc, and the New Keynesian theorizing of Michael Woodford and many others) have turned out to be self-referential, inward-looking distractions at best. Research tended to be motivated by the internal logic, intellectual sunk capital and esthetic puzzles of established research programmes rather than by a powerful desire to understand how the economy works – let alone how the economy works during times of stress and financial instability. So the economics profession was caught unprepared when the crisis struck.“<sup>2</sup>*

Es ist eine Ironie der Geschichte, dass in der Finanzkrise nur der pragmatische Rückgriff auf das „pimitive“ keynesianische Instrumentarium der Geld- und Fiskalpolitik eine Wiederholung der Katastrophe der dreißiger Jahre vermeiden konnte.

Ein pragmatischer Triumph der keynesianischen Theorie („Maynards Revenge“<sup>3</sup>), gewiss. Es existiert jedoch weiterhin eine Riesenlücke zwischen dem – widerstrebenden – Einverständnis, in Ausnahmesituationen seien eben gewisse Grundregeln orthodoxer Wirtschaftspolitik vorübergehend außer Kraft zu setzen, und der Bereitschaft, die Fundamente einer Theorie in Frage zu stellen, die gleichsam axiomatisch die inhärente Stabilität des Marktsystems a priori unterstellt.

### 3. Von der Finanzkrise zur Eurokrise

Die Abwälzung der Krisenbewältigungskosten der Finanzkrise auf die öffentlichen Hände wirkte wegen der institutionellen Schwäche des Euro-Raumes als Katalysator und Brandbeschleuniger für die in Ansätzen bereits vor sich hin modernde Krise des Eurosystems. Bestehende Spannungen, aufgrund des Auseinanderdriftens der relativen Wettbewerbsfähigkeit und die explodierende Verschuldung einzelner Länder als Folge der Finanzmarktkrise bewirkten ein plötzliches Kippen der Erwartungen von Finanzmarktakteuren in einen panischen „Krisenmodus“. Dazu kam, dass das Bankensystem der Euro-Länder sich von der US-Finanzkrise noch bei Weitem nicht ausreichend erholt hatte.

Kostolyani hat einmal gemeint, die meisten Spekulanten kämen ihm vor „wie Leute, welche die Tragfähigkeit einer Eisfläche danach beurteilen, wie viele Leute auf dem Eis tanzen.“ Die Finanzkrise mit ihren Erschütterungen war nur der Auslöser, der die schon lange existierenden Bruchlinien in dieser „Eisfläche“, die vielen Spannungsherde des Eurosystems, plötzlich ins Bewusstsein rückten.

Die ausbrechende Euro-Systemkrise überfordert offensichtlich die traditionellen Wege keynesianischer Krisenbewältigung, wie sie durch den engen Rahmen der IS-LM Modellwelten bestimmt werden. Die Vertrauenskrise auf dem Markt für Staatsanleihen und die weiterhin vor sich hin brodelnde Bankenkrise beschränken nicht nur die Spielräume für eine expansive, antizyklische Fiskalpolitik. Sie führten zu einem panikartigen Wechsel vieler Euro-Staaten in einen „Konsolidierungsmodus“ der Staatsfinanzen, welcher die europäische Konjunktur abzuwürgen und die Verschuldungskrise zu verschlimmern droht.

### 4. Die Notwendigkeit einer keynesianischen Ordnungspolitik

Weil – anders als in den USA – zentralstaatlicher Instanzen in der Eurozone fehlen, die konjunkturell gegensteuern könnten, ist diese eine sehr gefährliche Entwicklung.

Die größte Schwäche der Reduktion der Keynesianischen Wirtschaftsphilosophie auf die Mechanik des (um außenwirtschaftliche Dimensionen, Inflations- und Wechselkursdynamik) erweiterten IS-LM-Modells bestand darin, dass der „ordnungspolitische“ Rahmen, welcher für eine dauerhaft funktionierende Stabilitätspolitik notwendig wäre, nicht konsequent reflektiert wurde. Keynesianische Stabilitätspolitik wurde auf einen Werkzeugkasten, auf den Einsatz einiger Instrumente der staatlichen Fiskal- und Geldpolitik reduziert, deren ökonomische Effektivität über Jahrzehnte (mit zum Teil an den Haaren herbeigezogenen Argumenten) in Zweifel gezogen worden war.

Auch in der Finanzkrise und in der Verschuldungskrise der Eurozone wurden diese Zweifel hoch gekocht, Inflationsbefürchtungen und Zinserhöhungsängste von Medien, Anlageberatern und Wirtschaftskommentatoren geschürt. Das Wesen und die Gefahren einer „Liquiditätsfalle“ wurden absolut nicht verstanden, wie die zahllosen, sogar aus monetaristischer Sicht völlig irreführenden Gleichsetzungen von Verlängerungen der Notenbankbilanz mit einer „Geldmengenexpansion“ zeigen.

Diesen bewusst geschürten Ängsten zum Trotz hat die internationale Wirtschaftspolitik, insbesondere auch die Fiskalpolitik zunächst und unmittelbar auf die US-Finanzkrise in erstaunlich koordinierter und mutiger Weise antizyklisch reagiert und damit die ärgste Gefahr einer großen Depression – vorläufig – gebannt.

Angesichts der weiterhin prekären Situation auf den Finanzmärkten und der Fragilität des europäischen Bankensystems ist es jedoch wahrscheinlich, dass die Eurokrise die staatliche Fiskalpolitik als Instrument der Krisenbekämpfung überfordert und die verheerenden Hayek'ianischen Rezepte (spare eisern und vertraue auf die Selbstheilungskraft der Märkte!) wieder en vogue werden ...

Leider wurde auch von keynesianischen Ökonomen, welche die „Globalsteuerung“ und antizyklische Budgetpolitik gegenüber den Kritikern mit rein technischen Argumenten verteidigten, übersehen, dass der Spielraum einer solchen Politik durch eine „keynesianische Ordnungspolitik“ abgesichert werden muss.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt der EU kann dafür – nach allen Erfahrungen – leider nicht als erfolgversprechendes Modell dienen.

Die Ignoranz gegenüber einem notwendigen institutionellen Unterbau ist umso erstaunlicher, als die Beiträge des John Maynard Keynes zur wirtschaftspolitischen Ordnung der Nachkriegszeit (Bretton Woods, IMF) eine Schlüsselrolle für die lange Phase ökonomischer Stabilität und Prosperität der Nachkriegszeit gespielt hatten.

Diese innovative keynesianische Ordnungspolitik hatte eine viel nachhaltigere Wirkung auf die Entwicklungen der Nachkriegszeit als der Ausbau des prozesspolitischen Werkzeugkastens auf Basis des reduktionistischen IS-LM-Modells. Vor allem, weil allein die Existenz solcher Institutionen (ähnlich wie die Existenz einer Einlagenversicherung im Bankensystem), das langfristige Vertrauen in die Systemstabilität stärkt. Und die Stabilisierung der langfristigen Erwartungen der Investoren und Sparer, Kreditnehmer und Kreditgeber ist der zentrale Anker ökonomischer Stabilität.

Auch die kurzfristigen Stabilisierungserfolge der antizyklischen Budgetpolitik waren oft weniger aus den Kreislaufeffekten diskretionärer Politik ableitbar, als aus dem homeopathischen Glauben an ihre potenzielle Wirksamkeit.<sup>4</sup> In der Praxis waren Fiskal- und Geldpolitik nämlich nicht

einmal in den glorreichen sechziger Jahren immer „antizyklisch“ unterwegs und die quantitativen Größenordnungen diskretionärer Programme waren bescheiden.

Gleichwohl war es ein großer Erfolg der keynesianischen Doktrin, dass die Politik wenigstens das Wirken der automatischen Stabilisatoren akzeptierte, statt blind in die prozyklischen Budgetwahn der vorkeynesianischen Zeit zurückzufallen. Und die automatischen Stabilisatoren haben in einer Volkswirtschaft mit einem erheblichen Staatsanteil eine überragende Bedeutung für eine stabile Konjunkturentwicklung.

### **5. Das Scheitern des Stabilitäts- und Wachstumspakts**

Der Gipfelpunkt an Verdrängung gegenüber der Notwendigkeit keynesianischer Ordnungspolitik war die Erschaffung des Euro auf Basis eines lockeren Staatenbundes, ohne verfassungsrechtlich abgestützten Bundesstaat, ohne europäische Finanzverfassung mit Durchgriffsrechten auf die Budgets der Einzelstaaten, ohne durch Mehrheitsprinzip festzulegende Mindeststeuern, ohne wirksamen Finanzausgleichs- und Kontrollmechanismen, ausschließlich abgesichert durch die Hoffnung auf einen hinreichend hohen Grad an „Reallohnflexibilität“ und dem ökonomisch naiven, weil nicht anreizkompatiblen und daher von Anfang an unglaubwürdigen „Stabilitäts- und Wachstumspakt“.<sup>5</sup>

„Seine Geburtsfehler waren mangelnde politische „Anreizkompatibilität“ und groteske Überschätzung der Planbarkeit budgetärer Entwicklungen. Von Regierungen zu fordern, in „guten Zeiten“ genügend Reserven zu bilden, um in „schlechten Zeiten“ genügend Spielraum für das Wirksamwerden der automatischen Stabilisatoren zu haben, setzt nämlich voraus,

- dass eine (Koalitions-)Regierung stabil genug ist, um Entscheidungen gegen Widerstände auch durchsetzen zu können;
- dass eine Regierung rechtzeitig erkennt, was „gute Zeiten“ sind und wie lange sie voraussichtlich andauern werden;
- dass eine Regierung der Versuchung auch dann widersteht, ein „Wahlbudget“ an der Grenze des gerade noch zulässigen Defizits vorzulegen, wenn dies die einzige Chance wäre, wieder gewählt zu werden;
- dass eine Regierung, die sicher damit rechnen muss, abgewählt zu werden, das „staatstragende“ Format hätte, ihren Nachfolgern und politischen Konkurrenten ein strukturell ausgeglichenes Budget zu hinterlassen, anstatt vorhandene Reserven noch rasch für die eigene Klientel zu verpulvern;
- dass man trennscharf unterscheiden kann zwischen „Ausnahmefällen“, in denen ein Überschreiten der Defizitgrenzen auch nach dem

derzeitigen SWP zulässig ist, und dem Greifen des Regelautomatismus der Sanktionen;

- dass ausgerechnet jene über die Interpretation des letzten Punktes „objektiv“ entscheiden, die ein genuines Interesse an einer „flexiblen“ Auslegung haben – wobei jeder Land weiß, dass es angesichts vieler Unwägbarkeiten selbst in die gleiche fatale Lage kommen kann, wie die „Budgetsünder“;
- dass es die großen Länder akzeptieren, ausgerechnet von jenen kleinen Ländern an den Pranger gestellt zu werden und Sanktionen aufgebremst zu bekommen, die es a) aufgrund niedrigerer Multiplikatoreffekte leichter haben ihre Budgets – bei partiellem Export von Arbeitslosigkeit – in den Griff zu bekommen und b) noch dazu in vielen Belangen (Steuerpolitik) als Trittbrettfahrer der Großen agieren;
- dass die Sanktionsdrohungen gegen einen „Budgetsünder“, der u. U. die Probleme nur geerbt hat, unter diesen politischen Rahmenbedingungen glaubwürdig sind.“<sup>6</sup>

Die unter deutschem Druck erfolgte Neufassung und Verschärfung des „dummen“ (@Prodi) Fiskalpaktes vor dem Hintergrund der Eurokrise hat an diesen grundlegenden Problemen nichts Wesentliches geändert, sieht man von einigen kosmetischen Änderungen zur Beruhigung der deutschen Öffentlichkeit ab. Die Idee, Länder, die sich in einer tiefen Haushaltskrise befinden, nun auch noch durch den Druck von Klagen beim EUGH zu mehr Budgetdisziplin zu zwingen, ist an typisch deutscher Verfassungsgläubigkeit kaum zu überbieten und wird auch weiterhin nicht funktionieren. Die Möglichkeit, dass ein Land wegen Verletzung des Fiskalpaktes auch beim EUGH geklagt werden kann, droht nur die Reputation des EUGH beschädigen, aber nicht zu einer Lösung von Krisen beitragen.

Eine tiefe Haushaltskrise kann ja die Folge eines unvorhersehbaren exogenen Schocks sein (wie das Beispiel der US-Finanzkrise und ihrer Spillover-Effekte zeigt), dessen Folgen durch prozyklische Reaktionen nur noch verstärkt werden. Sie kann aber auch Ausdruck einer hartnäckigen politischen Malaise sein, aufgrund der Unfähigkeit, einen Konsens im Sinne einer fairen Lastenverteilung zu finden und/oder die nötige Steuerentlastung zu implementieren (wie man am Beispiel Griechenlands studieren kann).

## 6. Das ausgehebelte *Bailing-Out*-Verbot

Es war von vornherein den meisten Ökonomen (konservativen wie linken) klar, dass eine gemeinsame Währung unweigerlich auch eine Art „gemeinsames Überziehungskonto“ impliziert, sprich einen latenten Haftungsverbund in puncto Staatsverschuldung und daher auch ein „All-

mende“-Problem der Staatsverschuldung generiert.<sup>7</sup> Klar war, dass insbesondere auch aus diesem Grund der finanzielle Sanktionsmechanismus und das Bailing-Out-Verbot von vornherein unglaubwürdig waren. Wie wirksam kann eine Strafdrohung sein, wenn der Strafenden in einem de facto Haftungsverbund mit dem Sanktionsopfer steht? Wie kann man jemandem Hilfe verweigern, wenn man durch einen solchen Akt selber unterzugehen droht?

Zum Bailing-Out Verbot habe ich 2005, vor dem damaligen Hintergrund fehlender Risikozuschläge auf Staatsanleihen, geschrieben:

„Ein weiterer wichtiger Punkt, der ohne Tabus angegangen werden müsste, ist die Schaffung von geordneten Regeln eines sanft abgestuften „Ausgleichsverfahrens für Mitgliedsstaaten. Die in den Maastrichter Verträgen festgelegte Verpflichtung, kein Bailing-out überschuldeter Staaten zuzulassen, ist – in dieser Radikalität – in Wahrheit genauso unglaubwürdig, wie es der Stabilitäts- und Wachstumspakt war. Das ist auch einer der Gründe für fehlende Risikozuschläge. Selbstverständlich wird die Europäische Union einem Mitgliedsland, das sich in einer schweren Finanzkrise befindet, beistehen müssen, ansonsten laufen alle anderen Länder Gefahr, in den Strudel einer Finanz- und Vertrauenskrise hineingezogen zu werden. Daher muss von vornherein festgelegt werden, dass die privaten Gläubiger einen substanziellen Beitrag in Form partieller Forderungsverzichte leisten müssen – nur dann werden die Regeln zur Bonitätsbewertung auch ernst genommen und führen zu entsprechenden Risikoaufschlägen und Zinssätzen.“<sup>8</sup>

Nur weil man die Finanzmärkte viel zu lange im Glauben gelassen hat, es könne innerhalb des Euro-Raumes keinen Staatsbankrott geben, konnte es zu einer derart exzessiven Verschuldung Griechenlands kommen.

Die Geschichte des US-Federal-Reserve-Systems und die vielen Konflikte, die rund um die Finanzverfassung der US-Bundesstaaten, rund um die Frage der Rettung hoffnungslos überschuldeter Bundesstaaten durch den Zentralstaat ausgetragen werden mussten, zeigt die historische Brisanz dieses Haftungsverbundes sogar in einem kulturell, politisch und ökonomisch relativ homogenen Staat, mit hoher interner Faktormobilität.

Die Gefahren des politischen „Moral Hazard“ in einem Haftungsverbund der Staaten waren und sind offensichtlich, und stellen gerade in Europa mit seinen vielen – von verrückten Nationalisten liebevoll gepflegten – historischen Tretminen einen gefährlichen Nährboden rechtspopulistischer Strömungen dar. Wie kann man die Notwendigkeit von fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen moralisch und politisch überzeugend im Land A legitimieren, wenn gleichzeitig Milliarden an Hilfe für Rettungspakete aufgewendet werden müssen, die zumindest partiell durch ein Politikversagen im Land B notwendig geworden sind?

Es war klar, dass die geforderte „Reallohnflexibilität“, welche an die Stel-



le regelmäßig wiederkehrender Wechselkursanpassungen treten sollte und müsste, die Wiedergeburt all jener Nachteile bedeutet, derentwegen Keynes ja seinerzeit zum entschiedenen Gegner des Goldstandards geworden war.

Der Goldstandard des neunzehnten Jahrhunderts, der zu automatischer deflatorischer Anpassung zwang, wenn die außenwirtschaftliche Wettbewerbsposition eines Landes sich verschlechterte, war regelmäßig auch mit schweren Kredit- und Bankenkrisen gekoppelt, welche die Wohlfahrtsverluste von „normalen“ Konjunkturkrisen noch weit übertrafen. Krisen im Gefolge von Finanzkrisen und im Gefolge der notwendigen Anpassungen des Preisniveaus und der Reallöhne zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit dauerten damals (wie heute) wesentlich länger als normale Konjunkturkrisen.

Dabei darf man nicht vergessen, dass diese Anpassungsprozesse damals unter undemokratischen Bedingungen ohne den Widerstand starker Gewerkschaften erfolgten, und große Teile der Bevölkerung noch immer in Subsistenzwirtschaften agrarischer Art von den Folgen der industriellen Krisen abgeschottet waren – während die Arbeiterschaft in den Städten umso heftiger zu leiden hatte. Dass die marxistische Krisen- und Untergangstheorien gerade damals aufblühten und bei vielen auf Resonanz stießen, war ja kein historischer Zufall.

Als Großbritannien unter Finanzminister Churchill nach dem Ende des ersten Weltkrieges im Mai 1925 die verhängnisvolle Entscheidung traf, den Wechselkurs des Pfundes wieder an die Vorkriegsparität zum Gold heranzuführen, was nur durch eine reale Aufwertung der Pfundes um etwa 30% möglich war, prophezeite Keynes, dass die Kosten einer solchen Anpassung den Kosten eines Krieges vergleichbar sein würden – hohe Arbeitslosigkeit, Unterauslastung und entgangene Produktion und Einkommen würden die Folge sein. Churchill selbst hatte seine Zweifel an der Richtigkeit dieser Politik und meinte: „I would rather see finance less proud and industry more content.“<sup>9</sup> Tatsächlich ist die Politik der Rückkehr zum Goldstandard letztlich ungeachtet großer Opfer für die Bevölkerung gescheitert – vor allem auch deshalb, weil trotz massiver Unterauslastung und wirtschaftlicher Depression das Preisniveau in Großbritannien pro Jahr nur um etwa 1% gesenkt werden konnte.

Viel zu wenig, um beim künstlich überhöhten Wechselkurs wieder konkurrenzfähig zu werden.

Und viel zu wenig, um die Finanzmärkte davon zu überzeugen, dass die britische Regierung diesen Kurs glaubwürdig dauerhaft verteidigen werde können. Daher musste Großbritannien im September 1931 unter dem Druck des Finanzmarktes den Goldstandard aufgeben. „Nobody told us we could do that“, jammerte damals ein Abgeordneter der Labour Party ...

Die Wirtschaftsgeschichte ist leider reich an Beispielen, wie ein starres

Festhalten an einem überhöhten Wechselkurs zu Verschuldungs-, Kredit- und Banken Krisen (bis hin zum Staatsbankrott) und zu katastrophalen Effekten für die Beschäftigung führen kann. Es gibt kaum eine probatere Methode, ein Land nachhaltig zu ruinieren. Die geschichtliche Erfahrung zeigt aber auch, dass eine interne Abwertung durch erzwungene Lohnkürzungen als Folge budgetärer Austerity-Politik, wenn überhaupt, nur bei geringen Überbewertungen (aber auch dann nur in langsamen Schritten) funktionieren kann. Politische Instabilität ist aufgrund der Ungeduld der Wähler in einem solchen Prozess quasi endemisch und tritt mit den Finanz- und Kapitalmärkten in eine intensive, destabilisierende, sich wechselseitig aufschaukelnde Interaktion.

Keynes zog aus diesen schlechten Erfahrungen und aus dem Erfahrungen der Abwertungswettläufe im Gefolge der Weltwirtschaftskrise („beggar my neighbour policy“) die Lehre, dass weder ein absolut starres Wechselkurssystem auf Basis des Goldstandards, noch ein System absolut flexibler Wechselkurse ein ideale Basis für ein internationales Währungssystem sein könne. Sein Vorschlag eines Systems quasi-fixer Wechselkurse mit einer gemeinsamen, künstlich geschaffenen Reservewährung („Bancor“), in dem Länder mit chronischen Leistungsbilanzüberschüssen verpflichtet gewesen wären, aufzuwerten, um einer „beggar my neighbour policy“ merkantilistischer Art über Lohndumping vorzubeugen, wurde leider – wegen des Widerstandes der USA – nicht umgesetzt. Statt einer neu zu schaffenden Reservewährung kam der Dollar zum Zug (garniert mit einer heuchlerischen Referenz an den Goldstandard vergangener Epochen). Die Last der Anpassung im Rahmen des Systems von Bretton Woods wurde auf die Defizitländer verlagert, welche, um Abwertungen zu vermeiden, ganz wie es Keynes befürchtet hatte, auf ungeeignete Austerity Politiken zurückgriffen, um einen relativen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit auszugleichen.

Immerhin konnte der IMF nach einem Grundriss Keynes'scher Ideen entstehen, dessen zentrale Aufgabe darin bestand im Falle von Zahlungsbilanzkrisen Ländern beizustehen, um die allzu harten und extrem destabilisierenden Anpassungen abzufedern und zeitlich zu glätten. Diese Aufgabe hat der IMF im Großen und Ganzen zum Nutzen der Weltwirtschaft auch einigermaßen erfüllt.

## **7. Einige Lehren für den Euro-Raum**

Es kann kaum ein Zweifel daran bestehen, dass ein J. M. Keynes der starren, den vielfältigen historischen, wirtschaftlichen und kulturellen Bruchlinien in Europa nicht Rechnung tragenden Konstruktion des Euro-Projektes – in dieser Breite – zutiefst misstraut hätte.

Zu offensichtlich war das ganze Projekt darauf ausgelegt, den kurzfristigen merkantilistischen Interessen der deutschen (österreichischen, niederländischen ...) Industrielobbies zu dienen (die sich über die regelmäßig wiederkehrenden, „unfairen“ Abwertungen der südeuropäischen Länder nicht genug echauffieren konnten).<sup>10</sup>

Zu offensichtlich war der Wunsch der politischen Eliten der ehemaligen „Weichwährungsländer“ durch einen möglichst raschen Beitritt zum Euro die drückende Zinslast der Staatsverschuldung zu reduzieren und als Belohnung für die Mühen der Vorbereitungsphase zum Beitritt ein rauschendes Fest zu feiern, anstatt über sinnvolle Investitionen das Wachstum dauerhaft zu stärken.

Zu offensichtlich war der deflationistische Bias der Gesamtkonstruktion, der die „Reallohnflexibilität“ und die relativen Lohnstückkosten in den Mittelpunkt des gesamten, entfesselten „Standortwettbewerbs“ rückt, mit dem forcierten Zwang interne Lohnsenkungen an die Stelle der „bequemen“ externen Abwertung zu setzen.

Zu offensichtlich war auch das Fehlen von glaubwürdigen Institutionen der Finanzverfassung, welche auf Basis einer umfassenden langfristigen Governance der Fiskalpolitiken und eines frühzeitigen Zwanges zu Korrekturen auch minimale direkte Durchgriffsrechte zentralstaatlicher Art festlegen hätte müssen, um eine Möglichkeit zu schaffen, mit dem Rückhalt eines „lenders of last resort“ gesamtwirtschaftliche Stabilitätspolitik zu betreiben. Denn dass die Notenbank ihre zentrale Rolle als „lender of last resort“ nur wahrnehmen kann, wenn die Governance der Fiskalpolitik gesichert ist, war allen Ökonomen bewusst.

Im Jahre 2005 war es beispielsweise bereits mit den Händen zu greifen, dass die relative Wettbewerbsfähigkeit in der Eurozone massiv auseinanderdriftet, und dass vor allem Griechenland in eine schwere Staatsschuldenkrise schlittert. Trotz dieser Entwicklungen gab es damals eine geradezu absurde Zinskonvergenz (abgesegnet von den angelsächsischen Rating-Agenturen, die Griechenland damals noch eine hohe Bonität bescheinigten ...).

Vor diesem gespenstischen Hintergrund habe ich damals geschrieben: „Es ist unvermeidlich, dass in einem gemeinsamen Währungssystem von einem Land ausgehende negative „Spill-Overs“ extremer struktureller Defizite der „schlechten“ Art (weder konjunkturbedingt noch zur Finanzierung wachstumswirksamer Investitionen) in Schranken gehalten werden. Genauso wünschenswert wäre es allerdings extreme Überschüsse und den dadurch induzierten Export von Arbeitslosigkeit zu verhindern! Die klügste Antwort auf diese Probleme wäre eine an gesamtwirtschaftlichen Zielen orientierte, koordinierte antizyklische Fiskalpolitik. Eine solche ist jedoch leider an ähnlich unplausible politische Voraussetzungen geknüpft wie der SWP.“

Daher wird es nicht vermeidbar sein, die Kapitalmärkte stärker in die Pflicht zu nehmen, im Falle „schlechter“ Defizite Schuldverschreibungen verschiedener EU-Länder durch Risikoaufschläge auf Zinssätze zu diskriminieren. Dazu bedürfte es jedoch eines ganzen Netzwerkes fein gesponnener Regulierungen.

Gerade in Verbindung mit „Basel II“ und in Verbindung mit der Schaffung europaweiten Regulierungen der Aufsichtspflichten und Spielregeln für Versicherungsmärkte, Pensionsfonds, Kapitalmarktregeln etc. stehen der EU und der EZB vielfältige, zurzeit kaum genützte Instrumente zur Verfügung, um Mitgliedsländern, die sich „exzessiv“ verschulden, das Leben mittelfristig etwas schwerer zu machen – weitgehend ohne politisch unglaubwürdigen Automatismus der Sanktionen, sondern auf Basis „marktwirtschaftlicher“ Bewertungsprozesse.

Es bedürfte dazu eigentlich „nur“ einer systematischen, extrem langfristigen orientierten Analyse der Budgetpolitik und der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung eines Landes und eines darauf basierenden Ratings der Länderbonität durch eine, von einzelnen Länderinteressen unabhängige Agentur. Dieses Rating muss verknüpft werden mit entsprechenden Regulierungen des Risikomanagements auf Seiten der institutionellen Kapitalmarktanleger. Institutionelle Anleger müssen selbst bestimmte Nachteile erleiden, wenn sie Wertpapiere schlechterer Bonität in ihr Portfolio aufnehmen (zum Beispiel, indem man sie zwingt, ihre Eigenkapitalreserven entsprechend anzupassen) ...

Eine Stärkung der disziplinierenden Funktion der Kapitalmärkte läuft natürlich immer Gefahr, den Teufel mit dem Beelzebub auszutreiben: Kapitalmärkte neigen zu systematischen Überreaktionen auf kurzfristige Entwicklungen und die Reaktion der Finanzmärkte auf die Wirtschaftspolitik einzelner Länder ist oft genug durch Herdentrieb und eine ideologisch verzerrte Deutung von Fakten geprägt. Die – nur in den Lehrbüchern der ökonomischen Theorie – „rationalen“ Finanzmarktakteure haben in der Vergangenheit oft genug demonstriert, dass sie bei „Ponzi-Spielen“ (spekulativen Blasen) nicht nur eifrig mitmachen, sondern diese im Zweifelsfall auch noch durch unseriöse Propaganda kräftig anheizen.<sup>11</sup>

Ich glaube weiterhin, dass die Schaffung einer unabhängigen, öffentlich-rechtlichen, europäischen Finanzagentur, welche ein solches „Länderrating“ durchführen sollte, eine notwendige Maßnahme wäre (hätte sein können), um früher vor verhängnisvollen Fehlentwicklungen zu warnen. Privatwirtschaftliche Rating-Agenturen haben systematisch verzerrte Incentives, weil sie ihre ungeheure Marktmacht für gewinnbringende Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen nützen können. Eine öffentliche Agentur müsste allerdings innerhalb des Euroraums nicht nur die staatliche, sondern auch die private „zahlungsbilanzrelevante“ Verschuldung im Auge behalten, da auch von letzterer Gefahren für das Eurosystem ausgehen.<sup>12</sup>

Der kreditfinanzierte Boom in der Euro-Peripherie (und darüber hinaus) hätte jedenfalls über Zinserhöhungen und eine Beschränkungen des Kreditwachstums vor allem für die ausufernden Immobilienkredite früher eingedämmt werden müssen. Desgleichen hätten die destabilisierenden Carry-Trades, sowie die Vergabe von Eurokrediten an Haushalte außerhalb der Eurozone massiv begrenzt werden müssen. Offensichtlich fehlt es innerhalb des Euro-Systems an der grundsätzlichen Bereitschaft (oder an den institutionellen Möglichkeiten), Instrumente der Feinsteuerung gegenüber der Bankenlobby in der notwendigen Weise differenziert einzusetzen.

Vielleicht identifizieren sich die nationalen Zentralbanken und Finanzmarktregulatoren auch zu sehr mit den kurzfristigen Interessen des lokalen Banken- und Finanzsektors. Das Fehlen einer einheitlichen europäischen Finanzmarktaufsicht und die Zersplitterung der Kompetenzen sind weiterhin ein gravierender Mangel, vor allem auch in Bezug auf die Sicherung der nötigen Informationsbasis für gesamtwirtschaftlich orientierte geldpolitische Entscheidungen.

Natürlich hätte eine öffentliche Fiskalagentur anfänglich mit Vertrauensdefiziten zu kämpfen. Der Aufbau glaubwürdiger Institutionen ist immer ein langwieriger, mühsamer Weg.

Aber es ist evident, dass auch noch so fein gesponnene Regulierungen kein Patentrezept darstellen, um die immanente Instabilität des Kreditystems auszuschalten. Diese Instabilität ist – bis zu einem gewissen Grad – der Preis dezentraler Informationsverarbeitung bei Kreditvergaben, welcher aus Gründen der Effizienz notwendig ist. In Verbindung mit der Endogenität des Geld- und Kreditangebots (welche unerlässlich ist, um exzessive Zinsvolatilitäten zu vermeiden!) und dem Herdenverhalten der Banken kommt es zu Kreditzyklen.

Allzu „überschießende“ Reaktionen der Finanzmärkte sollten jedoch nach Möglichkeit eingedämmt werden. Viele Schritte, die in den letzten Jahrzehnten gesetzt wurden und werden (zum Beispiel einheitliche Risikobewertungsmodelle für die europäische Versicherungswirtschaft) wirken jedoch in die entgegengesetzte Richtung: sie verstärken die Systemrisiken, weil sie im Gefolge von Schocks ein koordiniertes Verhalten (und destabilisierende Erwartungen in ein solches Verhalten) induzieren. Direktere Eingriffe der Notenbank (wie zum Beispiel die Festlegung von Kreditwachstumslimits) wären wünschenswert, bleiben aber wirkungslos, wenn man das Schattenbankensystem nicht in den Griff bekommt.

## **8. Der Euro-Raum benötigt eine zentrale Verankerung antizyklischer Fiskalpolitik**

Da Regulierungen der Finanzmärkte alleine nicht ausreichen, um Stabilität zu sichern, müssen begrenzte fiskalpolitische Lenkungs Kompetenzen auf die europäische Ebene übertragen werden. Es ist nicht erforderlich, dieser zentralen Instanz eigene Ressourcen zuzuweisen. Es würde reichen, wenn sie die Möglichkeit hätte, Regierungen innerhalb bestimmter Grenzen zur Einhebung befristeter Steuerzuschläge zu zwingen (insbesondere Kapitalgewinnsteuern, Immobiliensteuern, Börsenumsatzsteuern würden sich hier anbieten), um einen überschäumenden, lokalen Boom zu bremsen. Diese Einnahmen sollten auf einem verzinsten europäischen Stabilisierungskonto bei der EZB eingefroren werden, um in Krisenzeiten eine Ausgleichsfunktion zu erfüllen. Die angesparten Steuereinnahmen sollten in der Verfügung der Einzelstaaten bleiben, sofern sie sich an die langfristigen Kriterien einer nachhaltigen Fiskalpolitik halten. Über den Zeitpunkt der Freigabe dieser Gelder für staatliche Investitionen in der Rezession sollte diese „Finanzagentur“ entscheiden. Denn, wie sich in der Vergangenheit gezeigt hat, ist die politisch induzierte Asymmetrie keynesianisch inspirierter Fiskalpolitik am schleichenden, übermäßigen Anstieg der Staatsschuldenquoten über die Zyklen hinweg nicht ganz unbeteiligt gewesen.

Die Macht einer solchen Agentur könnte natürlich auch politisch missbraucht werden (zur Beeinflussung von Wahlen), aber diese Gefahr ist gerade wegen der größeren Distanz einer europäischen Agentur zur lokalen Politik geringer.

Wenn man im Euroraum auf der einen Seite die Neigung zu prozyklischem Verhalten lokaler Regierungen durch die beschlossenen Verschärfungen des Stabilitätspaktes verstärkt, bräuchte man auf der anderen Seite auch zentralstaatliche Lenkungsinstrumente, um antizyklische Gegenkräfte in der Krise zu mobilisieren. In den USA müssen zwar die meisten Bundesstaaten die Verpflichtung eines ausgeglichenen Budgets erfüllen. Aber der Zentralstaat hat wenigstens die Möglichkeit (mit kräftiger Unterstützung der Notenbank) gegenzusteuern – und tut es auch, wenn auch nicht immer in ausreichendem Maß. Eine solche übergeordnete Instanz fehlt im Euroraum völlig (sieht man von den bescheidenen Spielräumen der Europäischen Investitionsbank ab).

Oberflächlich betrachtet sieht es so aus, als wären die im Zuge der Eurokrise entstandenen ESF und der „Euro-Rettungsschirm“ (ESM) Substitute für einen nicht existierenden europäischen Währungsfonds, der Ländern wirtschaftlich beisteht und durch Auflagen ein Land wieder in die Stabilitätszone zurückführen kann. Aber so wie der Stabilitäts- und Wachstumspakt nur ein unvollkommenes Substitut einer Finanzverfassung war, so ist auch der ESM mit dem echten Währungsfonds nicht vergleichbar.

Faktisch handelt es sich beim ESM zum einen Teil um ein verdecktes Bankenrettungspaket, zum anderen Teil um ein verdecktes Instrument eines europäischen Finanzausgleichs, weil das wichtigste Instrument, welches üblicherweise erfolgreiche Sanierungsbemühungen des IMF begleitet – die Wechselkurskorrektur – innerhalb des Euroraums ausgeschlossen ist. Ein reiner interner Abwertungsmechanismus ist jedoch angesichts einer mindestens dreißigprozentigen realen Überbewertung der griechischen Lohnstückkosten nicht zielführend.<sup>13</sup>

Deshalb ist dieser „Europäische Währungsfonds“ auch zahnloser als der IMF, weil Drohungen mit dem Entzug der Hilfe aufgrund der unvermeidbaren Spill-Over-Effekte im europäischen Haftungsverbund unglaublich sind. Es gibt daher einen starken politischen Anreiz, auf Seiten der Transfergeberländer (und der Empfängerländer) die Probleme chronisch weiterzuschleppen, ohne einen klaren Schnitt und Neuanfang zu wagen. Im schlimmsten Fall wird aus dem finanziellen Schutzschirm eine finanzielle „Müllhalde“, über welche die unverkäuflichen Anleihen der Eurokrisenstaaten als ewige Last auf die Steuerzahler der anderen Euroländer transferiert werden.

### **9. Die Währungsunion kann nur als moralische Wertegemeinschaft – nicht als erzwungene Transferunion – überleben**

Ein „Reset“ der Eurozone erfordert m.E. zwingend ein dauerhaftes (!) Ausscheiden Griechenlands aus der Eurozone – potenzielle Ansteckungseffekte für Portugal, Italien und Spanien hin oder her, schwierige Problem des Übergangs für Griechenland hin oder her. Die Idee eines vorübergehenden Ausscheidens Griechenlands aus dem Euro-Raum (die Martin Feldstein in die Diskussion eingebracht hat<sup>14</sup>), um über eine massive Abwertung die Leistungsbilanz zu sanieren, halte ich für völlig abwegig, weil sicher ist, dass sich die griechische Tragödie aufgrund der systemimmanenten Schwäche der griechischen Governance-Strukturen nach einem Wiedereintritt wiederholen würde. Diese Systemschwäche war vor dem griechischen Beitritt zum Euro gegeben (auch viele Milliarden an Strukturhilfen haben daran nichts geändert) und sie war nach dem Beitritt gegeben. Eine solche institutionelle Schwäche kann von außen nicht saniert werden, und jegliche geschichtliche Erfahrung weist darauf hin, dass der Aufbau funktionierender Institutionen nur über Generationen gelingen kann, weil sich grundlegende Einstellungen zum Staat verändern müssen (nicht nur bei den Bürokraten und Politikern, sondern auch bei den Bürgern). Griechenland müsste jedenfalls über einen sehr langen Zeitraum eine fixe Wechselkursanbindung an den Euro schaffen (analog

zur österreichischen Hartwährungspolitik in Relation zur DM), um die notwendige Glaubwürdigkeit für einen Wiedereintritt zu erwerben.

Eine gemeinsame Währung und der damit einhergehende Haftungsverbund können nur auf der Basis reziproken politischen Grundvertrauens überleben.

Griechenland hatte jedoch von Anfang an nie die Kriterien für eine Mitgliedschaft im Euroraum erfüllt. Die formale „Erfüllung der Maastricht-Kriterien“ erfolgte durch statistischen Betrug – zum einen, indem gefälschte Budget- und Verschuldungszahlen gemeldet wurden, zum anderen, indem im Jahr 2000 das BIP unter wohlwollender Assistenz der OECD durch Einbezug einer auf sagenhafte 25% des BIP geschätzten Schattenwirtschaft künstlich aufgeblasen wurde.

Die Annahme, dass sich die restlichen Euro-Länder, nach teurem Schuldennachlass für Griechenland und temporärem Austritt, auf einen Wiedereintritt dieses Landes einlassen könnten, zeugt von grenzenloser politischer Naivität.<sup>15</sup> Nach dem erfolgreichen griechischen „Einbruch in die EZB“ (um einen solchen handelt es sich ex post betrachtet) müsste es eigentlich auch einen rechtlichen Titel für einen formalen Ausschluss aus der Eurozone geben – entgegen dem, was häufig behauptet wird.

Ökonomische Technokraten neigen dazu, die Bedeutung von moralischen Normen, Fairness und verletztem Gerechtigkeitsempfindungen als Treibsatz politischer und ökonomischer Entwicklungen zu unterschätzen. Manchmal haben sie dazu auch eine etwas zynische Einstellung. Ich bin da etwas anderer Meinung: Nur wenn man diesen alltäglichen Empfindungen auch in der Eurozone und im Umgang der Länder untereinander Rechnung trägt, wird man es schaffen, die politische Legitimität des gesamten Euro-Projekts dauerhaft zu erhalten.

Selbstverständlich muss man Griechenland finanziell großzügig helfen, die großen Probleme, die aus dem unverantwortlichen Verhalten seiner politischen Eliten (und der – davor gewollt die Augen verschließenden – anderen Euro-Länder!) entstanden sind und mit dem Austritt aus dem Euro-Raum auch nicht verschwinden werden, zu bewältigen. Man kann vor allem die junge Generation nicht einfach im Regen stehen lassen. Einen (noch) weitergehenden Schuldennachlass muss (und wird) es jedenfalls geben.

Die Aufrechterhaltung der Euromitgliedschaft wäre für Griechenland eine nicht enden wollende Tragödie, eine Zwangsjacke aus Austerität und Zinsknechtschaft, welche angesichts der hohen Jugendarbeitslosigkeit zu enormen Konflikten, zur Emigration der qualifizierten Kräfte und zur wachsenden Gefahr undemokratischer Verwerfungen führt. Zu glauben, dass man durch äußere Eingriffe, die von der Bevölkerung als kolonialistische Entmündigung angesehen werden, das Land sanieren könne, ist eine Illusion. Für die ehemaligen „Hartwährungsländer“ würde eine dauernde



Euro-Mitgliedschaft Griechenland auf unabsehbare Zeit enorme Transferzahlungen erfordern – ähnlich der Situation in Ostdeutschland oder in Süditalien. Ein solches, erzwungenes Transfersystem würde jedoch die europäische Solidarität schlicht überfordern und droht zum Sprengsatz für die ganze europäische Eurozone zu werden.

Im Gegensatz dazu könnte Griechenland außerhalb des Euro-Raumes massiv abwerten und auf diese Weise allmählich wieder auf eigene Beine kommen. Dieser Prozess der Ablösung ist auch für die Eurozone absolut nicht risikofrei, aber jedenfalls auf Dauer weniger gefährlich als das Gegenteil.

### **10. Wie wird es nach dem unvermeidlichen Austritt Griechenlands weitgehen?**

Um gefährliche Ansteckungseffekte vor allem für Italien und Spanien zu verhindern, müsste der Europäische Rettungsschirm zeitgleich mit dem Austritt Griechenlands mit einer Banklizenz ausgestattet werden und mit einer Art Kursgarantie für deren Anleihen reagieren – dies würde reichen, um Spekulationen über seine begrenzte „Feuerkraft“ den Garaus zu machen. Und vermutlich würde – wenn diese Erwartung glaubwürdig vermittelt wird – der Rettungsfonds gar nicht mehr intervenieren müssen.

Italien, Spanien und Portugal müssten wohl, so wie Deutschland zwischen 2000 und 2006 eine lange Durststrecke durchstehen, um ihre relative Wettbewerbsfähigkeit wieder zu erhöhen. Auch hier ist Skepsis angebracht, ob die politische Kraft dazu reicht. Aber ihre relative Wettbewerbsposition ist nicht in einer ähnlich katastrophalen Verfassung wie jene Griechenlands.

Insgesamt müssen wir uns wohl darauf einstellen, dass ein langfristiges Überleben des Euro nur möglich sein wird, wenn die EZB in ihrer gesamten Geldpolitik stärker auf die Wachstums- und Verschuldungsprobleme der südeuropäischen Länder der Euro-Zone Bedacht nimmt.<sup>16</sup> Der strukturell höhere Kosteninflationsdruck in diesen Ländern müsste längerfristig bis zu einem gewissen Grad monetär alimentiert werden – ähnlich wie dies auch früher in Italien oder Spanien geschah (ohne dass diese Länder deshalb in eine Hyperinflation abgeglitten wären). Dazu müsste die Notenbank auch absolut klarmachen, dass sie bereit ist, ihre Rolle als „lender of last resort“ im Krisenfall zu spielen und exzessive Kursabschläge bei Staatsanleihen durch indirekte und direkte Interventionen zu bekämpfen.

Dies ist per se noch keine Katastrophe (anders als das manche Inflationshysteriker uns weismachen wollen). Jedenfalls nicht solange die konjunkturellen Vorzeichen, wie zurzeit, eher auf langfristige Stagnation und Erhöhung der Arbeitslosigkeit im Euroraum hindeuten. Sofern sich die

Krise nicht weiter zuspitzt, würde eine solche monetäre Alimentationsstrategie bedeuten, dass wir die spiegelbildliche Entwicklung des letzten Jahrzehntes erleben könnten – mit einem länger anhaltenden Wachstumsboom (und etwas höheren Inflationsraten) in der nördlichen Eurozone (an der Spitze Deutschland), auch mit dem Risiko einer Immobilienpreisblase in diesen Ländern, aber dafür mit wachsender Knappheit an Arbeitskräften einerseits. Und mit relativer Stagnation, hoher Arbeitslosigkeit und mehr oder weniger harten „Strukturreformen“ in den südeuropäischen Ländern andererseits.

Wie im klassischen Ausgleichsmechanismus des Goldstandards ...

Natürlich wäre es hilfreich, wenn die Lohn- und Fiskalpolitik in Deutschland expansivere Akzente setzen würde. Neben kräftigeren Lohnsteigerungen sollte man auch die verschiedenen, völlig überflüssigen, den Finanzsektor mästenden steuerlichen „Sparförderungsprogramme“ (z. B. im Gewande der „privaten Pensionsvorsorge“) abschaffen und durch Investitionsförderungen ersetzen.

Auch Migrationsprozesse werden wieder vom Süden nach Norden in Gang kommen.

Angeichts der Entscheidungsstrukturen in der EZB ist eine Verschiebung ihres geistigen Gravitationszentrums gleichsam „von Frankfurt nach Mailand“ wahrscheinlich, allen anders lautenden rechtlichen Regelungen (und Abwehrkämpfen der deutschen Bundesbank) zum Trotz. Schließlich hat auch die EZB, wie jede Institution, einen natürlichen Überlebenswillen.

Suizid aus deutscher Prinzipientreue wird sie sicher nicht begehen.

Finanz- und Eurokrise lehren uns, dass „Geschichte“ – im Sinne von Unvorhersehbarkeit, Chaos und Pfadabhängigkeit komplexer Prozessen, aber auch in Bezug auf die Last der Traditionen, Nationalismen und kulturellen Einstellungsunterschieden – auch im ökonomischen Kontext vermeintlicher Sachzwänge und sogenannter „Marktlogik“ eine urwüchsige Kraft bleibt; sie lehrt uns, dass Institutionen, wenn überhaupt, nur langfristig und aus Katastrophen lernen. Aber auch, dass jedes rechtliche Korsett (siehe das hilflose Verbot des *Bailing-Out*, oder das Verbot der Staatenfinanzierung durch die EZB) gesprengt wird, wenn die polit-ökonomischen Basis brüchig wird.

Es ist jedoch äußerst fraglich, ob die deutsche Öffentlichkeit eine Entwicklung in Richtung einer „Weichwährungsunion“ auf Dauer politisch akzeptieren wird. Währungsunionen sind in der Vergangenheit meistens daran zerbrochen, dass die stärksten Mitglieder irgendwann nicht mehr mitspielen wollen. Man wird sehen, ob sich diese geschichtliche Erfahrung wiederholt. *Wenn* dies geschieht, müssen wir uns alle sehr warm anziehen.

## Anmerkungen

- <sup>1</sup> Eines der einflussreichsten Lehrbücher, welches die Entwicklung in diese Richtung drängte, war Blanchard, O. und Fisher, S., *Lectures on Macroeconomics*. MIT Press, 1989. In diesem Lehrbuch ist noch ein einziges Kapitel dem IS/LM Modell gewidmet, das zwar als nützlich („Some useful models“), aber leider als unzureichend „mikrofundiert“ (überladen mit viel zu vielen „ad hoc“ Annahmen) pejorativ abgewertet wurde. Das Wort „Multiplikator“ kommt im gesamten Buch nicht mehr vor.
- <sup>2</sup> Buiter, W., 2009.
- <sup>3</sup> Taylor, Lance: *Maynard's Revenge: The Collapse of Free Market Macroeconomics*, Harvard 2010.
- <sup>4</sup> In der Hochzeit des „Austro-Keynesianismus“ war dieser autosuggestive Erwartungsfaktor besonders kräftig spürbar und zeitweise sogar hilfreich beim – beschäftigungspolitischen – Sonderweg Österreichs („Insel der Seligen ...“).
- <sup>5</sup> Es ist immer ein wenig peinlich, wenn man sich selbst ausführlich zitiert, so wie ich das im Folgenden mache. Normalerweise mache ich das nicht. Aber als Ökonom steht man im Generalverdacht, im Nachhinein immer alles besser zu wissen („es musste ja so kommen“). Meine Selbstzitate dienen nur dazu, um diesen Verdacht etwas zu entkräften. Wobei ich ja damals nur einer von vielen Euro-Skeptikern – linken wie Konservativen – war. Kollege Streissler etwa bezeichnete den Euro bei einer Konferenz in Budapest sogar als „den fünften apokalyptischen Reiter“. „Und das Schlimmste daran ist“, meinte er „wir werden uns in die Fiskalpolitik anderer Länder einmischen müssen“.
- <sup>6</sup> Walther, 2005, S. 34.
- <sup>7</sup> Meinen ersten Vortrag über den Euro, den ich auf Einladung von Günther Chalupka auf einer Veranstaltung der AK-Wien noch im Vorfeld der Euro-Genese halten durfte, habe ich mit diesen Worten begonnen: „Man darf sich keinen Illusionen hingeben: eine gemeinsame Währung ist unweigerlich auch eine Art gemeinsames Überziehungskonto – und wer von Ihnen würde ohne Weiteres mit seinem Sitznachbarn ein solches Überziehungskonto eröffnen?“
- <sup>8</sup> Walther, 2005. S. 37.
- <sup>9</sup> Churchill in einem Brief an den deutschen Reichsbankpräsidenten Niemeyer im Februar 1925, zitiert nach Dimand, R., 1988. S. 62.
- <sup>10</sup> Einer der medial aktivsten Hauptproponenten dieser Lobby, Olaf Henkel, betreibt heute Kindeswegleitung und schreibt journalistisch gegen den Euro an (mit platten Patentlösungen, à la Nord/Süd-Euro). Einer der beiden Mitschöpfer des gescheiterten SGP verwaltet jetzt – quasi zur Belohnung – den Europäischen Rettungsschirm (Klaus Regling) und ein anderer (der ehemalige Chefökonom der EZB Jürgen Stark) hat überhaupt das Fracksausen bekommen und ist aus der EZB davongerannt, aus Gewissensgründen, weil er gegen den – zur Stabilisierung des implodierenden Marktes – unvermeidlichen Ankauf von Staatspapieren war. *Difficil est non satiram scribere*.
- <sup>11</sup> Walther, 2005, S. 36.
- <sup>12</sup> Siehe auch Dullien und Schwarzer, 2009.
- <sup>13</sup> Eine ausführliche Analyse des Beitrags, den die Divergenz der relativen Lohnstückkostenentwicklung im Euroraum zur krisenhaften Entwicklung geliefert hat, bringt Riese, M. (2012).
- <sup>14</sup> Feldstein, M. (2011), *After the Greek Default*, Project Syndicate.
- <sup>15</sup> Nur am Rande sei erwähnt, dass Griechenland eine lange Geschichte fiskalischer Unregierbarkeit hat und bereits einmal am Zerfall einer Währungsunion (die Lateinische Münzunion zwischen Frankreich, Belgien, der Schweiz, Italien und Griechenland von 1865-1927) wesentlich beteiligt war.

- <sup>16</sup> Ausführlich zur Rolle der EZB und des „one monetary policy fits all“-Problems, siehe Laski und Podkaminer, 2012.

## Literatur

- Blanchard, O. und Fisher, S., Lectures on Macroeconomics. MIT Press, 1989.
- Buiter, W. (2009): The unfortunate uselessness of most „state of the art“ academic monetary economics. <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/03/the-unfortunate-uselessness-of-most-state-of-the-art-academic-monetary-economics/#ixzz1nxRCAnoX>.
- Dimand, R. (1988): The Origins of the Keynesian Revolution. The Development of Keynes' Theory of Employment and Output. Edward Elgar Publishing, Aldershot.
- Dullien, S. und Schwarzer, D. (2009), The Euro Zone Needs an External Stability Pact, SWP Comments, 2009.
- Feldstein, M. (2011), After the Greek Default, Project Syndicate.
- Laski, K. and Podkaminer, L. (2012), The basic paradigms of EU economic policy-making need to be changed, Cambridge Journal of Economics 2012, 36, 253-270.
- Riese, M. (2012), The Euro crisis is a crisis of divergent competitiveness, Working Paper.
- Taylor, L. (2010), Maynard's Revenge: The Collapse of Free Market Macroeconomics, Harvard 2010.
- Walther, H. (2005), Welches Wirtschafts- und Gesellschaftsmodell braucht die Europäische Union? WISO – Wirtschafts- und Sozialpolitische Zeitschrift, Nr. 1/2005.