

Europäische Währungsunion: Lehren aus der Schuldenkrise

Zusammenfassung der 40. Volkswirtschaftlichen Tagung
der Oesterreichischen Nationalbank

Ernest Gnan,
Esther Segalla¹

Staatsschuldenkrisen haben sehr weitreichende Folgen. Meist gehen sie mit Banken- und oft auch mit Währungskrisen einher bzw. auf diese zurück. Die Bewältigung von Staatsschuldenkrisen stellt für die Wirtschaftspolitik daher eine außerordentliche Herausforderung dar. Zur Lösung der aktuellen europäischen Schuldenkrise wurden im Verlauf der letzten zwei Jahre entscheidende Gegenmaßnahmen und Reformen ergriffen. Diese werden jedoch angesichts der vielfältigen Wirkungskanäle unter Entscheidungsträgern, Experten, in den Medien und in der Öffentlichkeit kontroversiell diskutiert. Unterschiede bestehen dabei sowohl hinsichtlich der Analyse der zugrunde liegenden Probleme, der Empfehlung angemessener wirtschaftspolitischer Reaktionen als auch darin, welche Lehren für die Zukunft gezogen werden sollen. Die 40. Volkswirtschaftliche Tagung der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) vom 10. bis 11. Mai 2012 brachte hochkarätige nationale und internationale Experten und Praktiker aus Politik und Wirtschaft, dem Finanzwesen sowie der Wissenschaft zusammen, um diese Thematik umfassend aus verschiedenen Blickwinkeln zu beleuchten und mögliche kurz- bis längerfristige Lösungsmöglichkeiten mit allen Vor- und Nachteilen zu identifizieren und abzuwägen.

Wie OeNB-Gouverneur Ewald Nowotny einleitend feststellte, zeigten die jüngsten Entwicklungen auf den europäischen Anleihemärkten, dass die Probleme des Euroraums noch nicht vollständig gelöst seien. Mehrere Staaten des Euro-raums seien derzeit mit einem Glaubwürdigkeitsproblem konfrontiert, das zu hohen Risikoprämien führe. Sehr hohe Verschuldungsniveaus, die zum Teil auf die Folgen der Rezession zurückzuführen sind, machten in einem derartigen Umfeld signifikante Konsolidierungsprogramme notwendig. Die daraus resultierende soziale und politische Instabilität und das abgeschwächte Wirtschaftswachstum wiederum führten zur Verunsicherung der internationalen Kreditgeber. Die positive Wirkung der Konsolidierung werde somit abgeschwächt. Eine Lektion aus den jüngsten Konsolidierungen sollte, so Gouverneur Nowotny, sein, dass Konsolidierungen im Zusammenhang mit ihren Wachstumsauswirkungen betrach-

tet werden sollten. Im Speziellen seien die zeitlichen Wirkungen der Konsolidierungsmaßnahmen, die in der kurzen Frist wachstumsdämpfend wirken, zu berücksichtigen. Dies führe zur Notwendigkeit von externen Politikinterventionen. Hilfen von außen – durch die europäische und internationale Staatengemeinschaft – erscheinen somit unerlässlich. Dabei sei es aber gleichzeitig wichtig, geeignete Anreize zu schaffen, sodass die notwendigen tiefgreifenden strukturellen Wirtschaftsreformen in den betroffenen Ländern in Angriff genommen und umgesetzt werden. Es müsse dafür ein optimaler Reformpfad gewählt werden, der die politische Durchführbarkeit der Reformen sichere, um neuerlich potenziell entstehenden negativen Vertrauenseffekten entgegenzuwirken.

Die Entscheidungsprozesse der EU zur Krisenbekämpfung werden oft als langwierig und schwerfällig kritisiert. Dies vernachlässige jedoch, so Gouver-

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen, ernest.gnan@oenb.at; Abteilung für volkswirtschaftliche Studien, esther.segalla@oenb.at.

neur Nowotny, die Tatsache, dass es sich bei den Mitgliedsländern des Euro-raums bzw. der EU um souveräne Demokratien handle. Sowohl in den Krisenländern als auch in den Geberländern erfordern die Reform- und Hilfsprogramme letztlich die Akzeptanz und Unterstützung der nationalen Parlamente und Bevölkerungen. Darüber hinaus vernachlässige diese Kritik auch, dass die EU sowohl im Bereich der Krisenbekämpfung als auch bei der Reform des wirtschaftspolitischen Rahmens weitreichende Schritte gesetzt hat. Die Antworten der europäischen Wirtschaftspolitik auf die Krise haben – das sei jetzt bereits klar – die europäische Integration wesentlich vorange-trieben. Die aus der Krise resultierenden gegenwärtigen Probleme seien schwierig zu lösen, implizieren aber ein großes Potenzial für ein aus der Krise wirtschaftlich und politisch gestärkt hervorgehendes Europa.

Bundeskanzler Werner Faymann hob in seiner Eröffnungsrede hervor, dass eine der wirtschaftspolitischen Herausforderungen im Euroraum in einer Politik der Solidarität bei gleichzeitiger Einhaltung der Haushaltsdisziplin bestehe. Bereits umgesetzte Maßnahmen – wie etwa Bankenhilfspakete, Konjunkturpakete, Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzmärkte, Konsolidierungspakete, die Einführung einer Schuldenbremse – seien zwar wesentliche Schritte zur Sicherung der Zukunft der EU, allerdings müssen auch soziale Ausgewogenheit und Gerechtigkeit bedacht werden. Durch das klare Bekenntnis zu Beschäftigung, Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit ergebe sich auch die Notwendigkeit, in Aus- und Weiterbildung, Forschung und Entwicklung, Innovationen und umweltfreundliche Technologien, Infrastruktur, Netzwerke sowie das Gesundheitswesen zu investieren. Um Spielräume für derartige

Zukunftsinvestitionen schaffen zu können, dürfe der Schuldendienst der Staaten nicht markant ansteigen. Aus diesem Grund sei Haushaltsdisziplin von größter Bedeutung, vor allem angesichts dessen, dass die Euroraum-Länder bereits jetzt annähernd 300 Mrd EUR jährlich an Zinszahlungen leisten müssen. Ein vielversprechender Ansatz zur Mittelaufbringung für Infrastrukturprojekte sei etwa die Europa-2020-Projektanleihen-Initiative der Europäischen Investitionsbank (EIB). Bei diesem Modell sollen private Projektträger, die zur Finanzierung bestimmter Infrastrukturprojekte (im Bereich Verkehr, Energie und Breitband) Anleihen ausgeben, von der EU Unterstützung erhalten und somit an Attraktivität bei institutionellen Kapitalgebern gewinnen. Faymann führte weiters ins Treffen, dass mit einer Erhöhung der EIB-Kapitalbasis um insgesamt 10 Mrd EUR durch alle Mitgliedstaaten zusätzliche Kreditmittel von 60 Mrd EUR zur Verfügung stünden, wodurch Investitionen im Umfang von 180 Mrd EUR möglich wären. Initiativen wie die Projektanleihen stützen sich auf zwei Säulen: Haushaltsdisziplin und die Erschließung neuer Einkommensquellen. Ein Beispiel für Letztere sei die Einführung einer Finanztransaktionssteuer, die dazu beitragen würde, Mittel von den Finanzmärkten in die Realwirtschaft umzuleiten. Bezugnehmend auf den dramatischen Anstieg der Jugendarbeitslosigkeit warnte Faymann vor dem drohenden Risiko einer verlorenen Generation in Europa und trat dafür ein, dass Ökonomen und Politiker gemeinsam Wege aus der Krise erarbeiten sollten.

Die Rolle der EZB bei der Bewältigung der Finanzkrise stand im Mittelpunkt von Tagungsblock 1 unter der Leitung von *OeNB-Gouverneur Ewald Nowotny*. *Peter Praet*, Mitglied des Direk-

toriums der EZB, erläuterte in seinem Keynote-Referat die aktuellen Herausforderungen für die Geldpolitik. Die Liquiditätskrise auf dem Geldmarkt im Jahr 2007 entwickelte sich mit der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers im Herbst 2008 rasch in eine schwere Finanzkrise und ab Mai 2010 in eine Staatsschuldenkrise. Die eindeutige Identifizierung der in dieser Situation wirkenden, sich gegenseitig verstärkenden Risikofaktoren erweise sich sowohl für Ökonomen als auch für politische Entscheidungsträger als schwierige Aufgabe. Die EZB hielt und hält an ihrem primären Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität fest. Allerdings mussten zur Überbrückung von Liquiditäts- und Finanzierungsengpässen im Bankensektor zusätzliche Sondermaßnahmen ergriffen werden.

Allerdings dürfe man die Möglichkeiten einer aktiven Geldpolitik nicht als einziges Allheilmittel zur Krisenbewältigung sehen. Geldpolitik allein kann nicht die Ursachen der Krise beheben. Es stellt sich nicht nur die Frage, welchen Preis für Zentralbankgeld man setzt, sondern auch in welchem Umfang institutionelles Krisenmanagement zu betreiben ist. Die Rolle der EZB entspricht einem delikaten Balanceakt. Auf der einen Seite erfordert der Schutz der Preisstabilität maßgebliche und nachdrückliche Entscheidungen der EZB. Auf der anderen Seite verzerrt ein rasches Eingreifen auch die Anreize mancher Marktteilnehmer, sodass strukturelle Veränderungen in anderen Politikbereichen zu wenig forciert werden, z. B. Restrukturierungen des Bankensektors. Um Verzerrungen zu vermeiden, sollte die Geldpolitik immer zeitkonsistent mit Blick auf die Vereinbarkeit der Geldpolitik mit marktwirtschaftlichen Prinzipien erfolgen.

Die Sondermaßnahmen der EZB müssen jedoch an das Bekenntnis zu einer Reform der institutionellen Rahmenbedingungen gebunden werden. Das Ziel müsse dabei eine Stärkung der Grundlage für die Fiskal- und Wirtschaftspolitik und die Gewährleistung des reibungslosen Funktionierens des geldpolitischen Transmissionsmechanismus sein.

Klaus Regling, Chief Executive Officer der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF), befasste sich mit den Ursachen und der Reaktion Europas auf die Staatsschuldenkrise. In einigen Mitgliedstaaten sei nicht auf die Haushaltsdisziplin geachtet worden, und aufsichtliche Probleme auf Makroebene seien außer Kontrolle geraten. Derzeit befinde man sich in einer Übergangsphase zu einem dauerhaft niedrigeren Zinsniveau. Die Ausrichtung der Krisenbekämpfung auf rein fiskalpolitische Maßnahmen habe sich als zu eingeschränkt erwiesen. Darüber hinaus sei die Berechnung der strukturellen Haushaltsungleichgewichte aufgrund von Problemen mit der Methodik unpräzise erfolgt; so hätten etwa Spanien und Irland bis 2005/06 nominal Budgetüberschüsse ausgewiesen. Eurostat konnte die Daten der Mitgliedstaaten zwar harmonisieren, aber nicht überprüfen. Die Finanzmarktaufsicht fand auf nationaler Ebene statt, auf europäischer Ebene gab es keinen Krisenbewältigungsmechanismus. Europa habe auf mehreren Ebenen auf die Staatsschuldenkrise reagiert; die Maßnahmen können in nationale und europäische Maßnahmen sowie in Notfinanzierungsprogramme eingeteilt werden. Zu den nationalen Maßnahmen zählten Umstrukturierungs- und Konsolidierungspakete sowie die Zusicherung strikter Konditionalität bei der Inanspruchnahme von EU-Hilfspaketen. Auf europäischer Ebene kam es zu einer Stärkung des Stabilitäts- und Wachstums-

pakts, der Einführung automatischer Sanktionen zur Korrektur übermäßiger Defizite, der Einrichtung einer Schuldenbremse sowie neuen Verfahren zur Beseitigung übermäßiger Ungleichgewichte auf Ebene der Mitgliedstaaten (z. B. EIP), umfangreicheren Kompetenzen für Eurostat und einer Stärkung der Aufsichtsstruktur (etwa durch die Einrichtung des ESRB). Notfinanzierungsprogramme dienen der Rekapitalisierung der Banken (z. B. EFSF, ESM). Dank ihrer Gesamtfinanzierungskapazität von 1.000 Mrd EUR stellen die aktuellen Notfallmaßnahmen ein adäquates, wirkungsvolles Instrumentarium dar, schloss Regling, der sich überzeugt zeigte, dass die WWU künftig besser funktionieren würde.

Beim anschließenden Panel unter der Leitung von *OeNB-Vizegouverneur Wolfgang Duchatczek* stand die Frage des Krisenmanagements aus systemischer Sicht im Mittelpunkt. *Andreas Dombret, Mitglied des Vorstands der Deutschen Bundesbank*, verglich die Krise mit dem Gordischen Knoten. Im Gegensatz zu der Legende stelle jedoch in der gegenwärtigen Situation ein Durchschneiden des Knotens keine Lösung dar, vielmehr müssten die miteinander verwobenen Elemente der Krise entwirrt werden. Darüber hinaus sei eine Eindämmung der Krise nicht mit deren Lösung gleichzusetzen. Dombret hob die Unterschiede zwischen den nicht systemischen und den systemischen Komponenten der Krise hervor. Nicht systemische Krisenelemente können isoliert bekämpft werden: Gerät ein einzelnes Land in eine Schuldenkrise, kann diese durch Anpassungsprozesse auf nationaler Ebene gelöst werden. Durch die Rückkoppelungseffekte zwischen verschiedenen Staaten, dem öffentlichen und dem privaten Sektor sowie zwischen Finanzmarktakteuren und der Realwirtschaft entstehe eine

systemische Krise. Im Lauf der aktuellen Krise seien nationale Probleme zu systemischen Problemen geworden. Eine Liquiditätskrise könne rasch zu einer Solvenzkrise werden. Wirkungsvolle Firewalls, Rekapitalisierungsmaßnahmen und die Einrichtung eines ausgewogenen makroprudenziellen Aufsichtsrahmens sind Instrumentarien, mit denen dem systemischen Element der Krise begegnet werde. Dabei stelle allerdings die zeitgleiche Auszahlung von Unterstützungsgeldern das größte Gefahrenpotenzial für die Wirksamkeit einer Firewall dar. Die Rekapitalisierung des Bankensystems mit öffentlicher Hilfe sei wiederum unerlässlich, um ein überzogenes Deleveraging zu verhindern. Zur Wiederherstellung der Zahlungsfähigkeit können letztlich aber weder Firewalls noch Rekapitalisierungsmaßnahmen wirtschaftspolitische Anpassungen und Strukturreformen ersetzen.

Federico Sturzenegger, Präsident der Banco Ciudad de Buenos Aires, stellte fest, dass die Ansätze zur Lösung der griechischen Staatsschuldenkrise einer Neuauflage von Maßnahmenpaketen aus den 1980er-Jahren ähneln würden. Die Lösungsansätze wurden ungeachtet der Diskussion der letzten zehn Jahre über Mechanismen zur Stärkung des Staatsanleihemarktes vorangetrieben (dazu zählen etwa der Strategic Debt Restructuring Mechanism, Collective Action Clauses, das Konzept für Mindestpreise nach Calvo, der Global Stabilization Mechanism, die Einführung länderübergreifender Unterstützungsmechanismen durch mehrere Zentralbanken einer Region sowie Precautionary/Flexible Contingent Lines). Vor dem Hintergrund der Lehren aus der argentinischen Staatsschuldenkrise lassen sich folgende Parallelitäten zwischen Argentinien und den europäischen Ländern ziehen: ein System fester

Wechselkurse und ein hohes Länderrisiko des Finanzsektors. Wodurch sich die beiden Fälle unterscheiden, sei unter anderem die Tatsache, dass Argentinien zeitgleich einer Liquiditäts- und einer Solvenzkrise ausgesetzt war, während in Europa nur einige wenige Länder mit Solvenzproblemen kämpfen und Liquidität eigentlich kein Problem darstellen sollte, da in Europa die EZB für Liquidität sorgen kann, während Argentinien keine Liquidität in US-Dollar bereitstellen konnte. Allerdings sei der europäische Finanzsektor viel größer als der argentinische, wodurch die Wechselwirkungen zwischen der Umstrukturierung von Staatsschulden und dem Zustand des Finanzsektors eine bedeutendere Rolle spielen. In Argentinien wurde eine Reihe verschiedener Maßnahmen umgesetzt, um das Länderrisiko für den Finanzsektor zu reduzieren. Zunächst wurden die in Staatsschuldverschreibungen angelegten Aktiva der Banken beschränkt; Steuereinnahmen dienten zur Besicherung von Krediten, und die Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor bedurfte einer gemeinsamen Bewilligung durch die Notenbank und das Finanzministerium. Darüber hinaus wurden die Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften vorübergehend gelockert, um eine Verknappung des Kreditangebots zu vermeiden. Die zuvor genannten Maßnahmen verknüpfte die Regierung mit einer Verpflichtung der Banken, keine Dividenden auszuschütten. Sturzenegger betonte abschließend, dass eine Umstrukturierung der Staatsschulden durch eine Laufzeitenausweitung bei relativ niedrigen Zinsen vorgenommen werden sollte, um dem Finanzsektor kurzfristig massive Verluste zu ersparen.

Beim anschließenden, von *Martin Summer*, *Abteilungsleiter in der OeNB*, moderierten Panel wurden Argumente

für die Einbeziehung privater Gläubiger in den Umschuldungsprozess präsentiert. Die aktuelle Krise sei ein Produkt der Rezession von 2008/09 und das Ergebnis der Schwächen in der institutionellen Architektur des Euro-raums, führte *Thorsten Beck*, *Professor an der Universität Tilburg*, in seinem Eingangsstatement aus. Damit sei das finanzielle Trilemma des Euro-Währungsgebiets zutage getreten: Es ist unmöglich, die Finanzmarktstabilität aufrecht zu erhalten, wenn europäische Banken grenzüberschreitend tätig sind und die Regulierung des Marktes weiterhin eine nationale Zuständigkeit ist. Eine solide grenzüberschreitende Geschäftstätigkeit der Banken könne zwar dank der Diversifikation der Aktivitäten der heimischen Banken zahlreiche positive Effekte mit sich bringen, durch die erhöhte Volatilität der Kapitalflüsse und das Ansteckungspotenzial komme es dennoch zu einem Anstieg der Risiken. Die Entwicklung eines europäischen Aufsichtsrahmens, einschließlich einer schlagkräftigen Behörde für die Abwicklung von Banken, sei unabdingbar. Nur so kann eine Verzerrung zugunsten der aufsichtlichen Regelungen des jeweiligen Heimatlandes vermieden werden. Des Weiteren sollten geldpolitische Stabilität und Finanzmarktstabilität nicht mehr als zwei separate Ziele angesehen werden. Ein neuer Rahmen zur Gewährleistung der Stabilität auf Systemebene müsse neben mikroprudenziellen Standards auch makroprudenzielle Regeln beinhalten, die Vermögenspreisentwicklungen als Teil der Geldpolitik berücksichtigen. Aufgrund der engen Verflechtungen zwischen Staatsschulden und Banken, die große Anteile an heimischen Anleihen halten, müsse dieser Umstand auch seinen Niederschlag in Quoten für die Konzentration von Vermögenswerten finden. Ein weiterer wichtiger Punkt sei die Einrichtung

eines Insolvenzverfahrens für staatliche Schuldner auf EU-Ebene, sagte Beck. Die Bankenkrise und die Staatsschuldenkrise müssten durch die Einführung eines neuen, sicheren Vermögenswerts nach dem Muster von Investmentfonds, der die Staatsschulden der Euroraum-Länder enthält (z. B. im Verhältnis zum BIP), voneinander abgekoppelt werden. Ein solcher Fonds könnte handelbare Schuldverschreibungen ausgeben, deren Auszahlungen die gemeinsamen Auszahlungen aller Anleihen im Portfolio wären. Die Einführung eines solchen Vermögenswerts müsste mit institutionellen Reformen, einschließlich der Rekapitalisierung und Umstrukturierung des Bankensektors, einhergehen. Damit könnte der für die Aufrechterhaltung eines stabilen und effizienten Finanzsystems notwendige regulatorische Unterbau geschaffen werden.

Die empirischen Schwierigkeiten bei der Messung von Ansteckungseffekten und die verschiedenen Ausbreitungswege nach einem negativen Schock standen im Mittelpunkt des Beitrags von *Loriana Pelizzon, Professorin an der Universität Ca'Foscari Venice*. Eine einfache Korrelation zwischen zwei Variablen quantifiziere Ansteckungseffekte nicht als Ergebnis der Ausbreitung, wenn während der Krise höhere Volatilitäten auftreten. Aus dem Vergleich von Credit Default Swaps für verschiedene europäische Länder mittels Quantilregression schloss Pelizzon, dass die Ausbreitung von Schocks bemerkenswert stabil verläuft und das Übergreifen von Risiken von einem Land zum anderen nicht durch die Größe des Schocks beeinflusst wird. Diese Analyse sei jedoch unvollständig, stellen grenzüberschreitend tätige Banken doch nur eine Komponente einer relativ komplexen Finanzwelt dar. Andere Akteure, wie etwa Hedgefonds, Broker, Händler und Versicherungsunterneh-

men seien zunehmend vernetzt, wodurch sich das systemische Risiko im gesamten Finanzsektor erhöht. Abschließend bot Pelizzon gezielte Empfehlungen, z. B. sollten Banken mittels Zahlungen über mehrere Zeitabschnitte rekapitalisiert und dazu verpflichtet werden, keine Dividenden auszuzahlen.

Wege zur Eindämmung von Systemrisiken und die Umstrukturierung von Schulden waren das Thema des zweiten Tagungsblocks, moderiert von *Ernest Gnan, Abteilungsleiter in der OeNB*. *Albrecht Ritschl, Professor an der London School of Economics*, eröffnete seinen Beitrag mit einer provokanten Frage aus historischer Perspektive: Ist Deutschland ein Schuldner Griechenlands? Die Frage sei zwar zu verneinen, das Gedankenspiel habe jedoch durchaus seine Berechtigung, so Ritschl. Nach dem Zweiten Weltkrieg sei Deutschland einer der größten Schuldner weltweit gewesen; die Auslandsschulden des Landes beliefen sich im Jahr 1938 auf rund 90 % des deutschen BIP. Die wirtschaftliche Erholung Deutschlands sei einem breit angelegten Schuldenerlass sowie dem Abwälzen der Last auf die Alliierten zuzuschreiben. Das Londoner Schuldenabkommen von 1953 sei zwischen Deutschland einerseits und den meisten anderen westlichen Ländern, einschließlich Griechenlands, andererseits abgeschlossen worden und habe den Aufschub der Tilgung der Schulden und Besatzungskosten bis zum Zeitpunkt der deutschen Wiedervereinigung festgelegt. Tatsächlich habe diese Tilgung nie stattgefunden. Die Geschichte lehre daher erstens, dass Tilgungsmechanismen missbraucht werden, erklärte Ritschl. Im Zweiten Weltkrieg habe Deutschland umfangreiche Geldmittel in seinen Besitz gebracht; TARGET2 gebe nun andererseits umfangreiche Geldmittel von Deutschland frei. Wenn der Kapital-

markt zum Erliegen kommt, spielte es in der Tat eine Rolle, wo die Mittel emittiert wurden. Zweitens zeige die Vergangenheit, dass es einer Steuerung der Haushalts- und Zinspolitik der Schuldnerländer auf Mikroebene bedarf, um die Zahlungsunfähigkeit der Schuldner zu verhindern. Drittens begünstigen demokratisch nicht legitimierte Technokratenregierungen die Zahlungsunfähigkeit eines Landes und das Auftreten politischer Unruhen. Aus diesen Gründen trat Ritschl für einen Schuldenerlass für Griechenland im großen Maßstab ein, um dem Land die Möglichkeit zur wirtschaftlichen Erholung zu geben.

Die Bedeutung von Eurobonds war das Thema von *Jakob von Weizsäcker*, *Abteilungsleiter im Thüringer Wirtschaftsministerium*. Er führte dabei die folgenden drei Argumente ins Treffen. Erstens könnte sich die aktuelle Krisenbewältigungsarchitektur in einem strengen Stresstest als nicht ausreichend erweisen; zweitens stehen Eurobonds für ein starkes Bekenntnis zur gemeinsamen Währung; und drittens seien Eurobonds ein sicherer Vermögenswert. Beim sogenannten Blue-Bond-Konzept werde zwischen „blauen“ Anleihen und „roten“ Anleihen unterschieden, um gleichzeitig zwei scheinbar gegensätzliche Ziele (höhere und niedrigere Zinsen) zu erreichen. Die zugrunde liegende Idee bestehe darin, die Staatsschulden des Euroraums in zwei Tranchen aufzuteilen: die „Blue Bonds“ würden die erste Tranche der Staatsverschuldung bis zu einer Grenze von 60% des BIP umfassen, die „Red Bonds“ würden den darüber hinausgehenden Teil der Schulden beinhalten. Blue Bonds wären gegenüber Red Bonds vorrangig zu bedienen, was differenzierte Risikoeinschätzungen und folglich unterschiedliche Zinssätze bedingen würde. Das Konzept basiere auf mehre-

ren integralen Komponenten, z. B. einer gesamtschuldnerischen Haftung für Blue Bonds, Vorkehrungen für eine geordnete Insolvenz sowie Collective Action Clauses für Red Bonds, verschärfte Haushaltsdisziplin, da sich die Kreditaufnahme für den Sektor Staat verteuert, und der Einrichtung einer europäischen Schuldenagentur, um den Anreizen für die Regierungen, „rote“ Schulden prioritär zu tilgen, entgegenzuwirken. Für die Übergangsphase schlug von Weizsäcker die Einrichtung eines Schuldentilgungskonzepts sowie einen sofortigen angemessenen Schuldenschnitt vor.

Das Kaminesgespräch mit der *österreichischen Bundesministerin für Finanzen, Maria Fekter*, bildete den Abschluss des ersten Konferenztages. *OeNB-Gouverneur Ewald Nowotny* lobte einleitend die gute Zusammenarbeit zwischen dem Ministerium und der OeNB in der Bankenaufsicht. Fekter ging zunächst auf die Maßnahmen zur Bekämpfung der aktuellen Krise ein: Erstens werde den betroffenen Ländern Unterstützung gewährt (z. B. durch bilaterale Kredite, die EFSF und den ESM); zweitens werden institutionelle Reformen umgesetzt (etwa mit der Einführung von Schuldenbremsen); drittens werde die Umsetzung der zur Überwindung der Krise notwendigen Maßnahmen überwacht (z. B. durch die Troika); und viertens werden bei Nichteinhaltung der Vorschriften Sanktionen verhängt oder, wenn die Notwendigkeit besteht, die Hilfsmaßnahmen aufgestockt. In Österreich habe sich die Bundesregierung mit den neun Bundesländern auf die Erreichung eines Nulldefizits bis zum Jahr 2016 geeinigt. Die Situation in Österreich stelle sich insgesamt vergleichsweise gut dar: Das Budgetdefizit liege bei 2,6%, die Arbeitslosenrate sei die niedrigste in ganz Europa und das Wirtschaftswachstum überdurchschnitt-

lich hoch. Nichtsdestoweniger sei angesichts einer Staatsschuldenquote von derzeit 72 % des BIP ein strenger Konsolidierungskurs angezeigt. Allerdings müssen auch auf europäischer Ebene Maßnahmen zur Schuldenrückführung und zur Ankurbelung des Wirtschaftswachstums ergriffen werden. Dafür sei ein rechtlicher Rahmen, der Haushaltskonsolidierung, Schuldenbremsen und Haushaltsdisziplin in allen EU-Staaten vorschreibt, notwendig. In Österreich stelle das Pensionssystem die größte Belastung für den Staatshaushalt dar. Angesichts des durchschnittlichen tatsächlichen Pensionsantrittsalters von derzeit 58 Jahren sei das primäre Ziel, Menschen länger im Erwerbsleben zu halten. Dies würde sowohl die Ausgaben senken als auch das Wirtschaftswachstum fördern. Fekter sprach sich für eine moderate Wirtschaftspolitik zwischen keynesianischem Interventionismus und Hayek'schem Liberalismus aus. Die Ausgabe neuer Schuldtitel durch den Staat sei nicht die Lösung; vielmehr sollte das Ziel ein Mix aus Marktanreizen, Innovation und staatlicher Regulierung sein. Zur Sicherung des Wohlstands trat Fekter für einen dynamischeren Wachstumspfad und Gerechtigkeit zwischen den Generationen ein.

Session 3 am Morgen des zweiten Konferenztages fand unter dem Vorsitz von *Peter Mooslechner, Direktor der Hauptabteilung Volkswirtschaft (OeNB)*, statt. *Joshua Aizenman, University of California, Santa Cruz und National Bureau of Economic Research*, behandelte die Frage, wie man die richtige Balance zwischen kurzfristiger Stabilisierung und zukunftsorientierten Reformen findet, anhand zweier Beispiele: die Entwicklung von Währungsunionen und die Regulierung des Finanzsektors. Während frühzeitige Reformen grundsätzlich wünschenswert wären, werden Refor-

men in der Praxis meist verschleppt und benötigen Krisen als Auslöser. Die WWU wurde durch übertriebenen Zweckoptimismus über die Endogenität der Optimalität von Währungsgebieten vorangetrieben. Die Bildung von Institutionen, um budgetpolitische Kurzsichtigkeit zu überwinden, benötigt offenbar schmerzhaftes Lernprozesse. Das erhoffte Zusammenwachsen zu einer „immer engeren Union“ ist nicht automatisch gewährleistet. Die Zehnjahres-WWU-Feierlichkeiten im Jahr 2008 waren voreilig. Die asymmetrischen Schocks, die den Euroraum 2008/09 trafen (Peripherie versus Deutschland), riefen die Unvollständigkeit des WWU-Projekts in das Bewusstsein der Finanzmärkte. Der Euro ist Ergebnis der letzten 200 Jahre europäischer Geschichte und nicht von Überlegungen zur ökonomischen Optimalität eines Währungsgebiets. Die ökonomische Integration könnte der politischen Unterstützung der Integration durch die Bevölkerung vorausgeeilt sein. Auch die Währungsunion der USA ist das Ergebnis von 200 Jahren schmerzhafter Lernerfahrungen, die einen Bürgerkrieg, acht Bundesstaatsbankrotte und die Weltwirtschaftskrise einschließen. Der Euroraum ist im Vergleich noch in der Säuglingsphase und erfährt erste „Reifungsschmerzen“. Der Euro ist derzeit „halbschwanger“. Die Krise zwingt den Euroraum zu sehr raschem Lernen. Um erfolgreich zu sein, muss das EU-Zentrum stärkere Verhandlungsmacht gegenüber den Mitgliedstaaten bekommen. Um den fiskalischen Spielraum der Mitgliedsländer zu überwachen, sollten die EU-Fiskalregeln anstelle der Defizit- und Schuldenquote im Verhältnis zum BIP die Quoten im Verhältnis zum Steueraufkommen heranziehen, diese können auch Risikoprämien verlässlicher erklären. Reformen der WWU müssen nun

rasch erfolgen, solange die Erinnerung an die Krise frisch ist.

Finanzmarktregulierung unterliegt Pendelbewegungen: Unterregulierung in Vorkrisenzeiten wird oft durch Überregulierung als Krisenantwort abgelöst („Regulationsparadoxon“). Regulierung hat grundsätzlich das Problem, dass ihre Erfolge der Krisenvermeidung nicht sichtbar werden, während ihre Kosten und die Eigeninteressen des Finanzsektors Widerstand gegen Regulierung hervorrufen. Umgekehrt werden dynamische Effizienzverluste durch Überregulierung nach Krisen im politischen Entscheidungsprozess oft nicht ausreichend berücksichtigt. Zentralbanken und Finanzmarktregulatoren sollten de facto unabhängiger von der zu regulierenden Finanzindustrie sein. Um Systemrisiken adäquat zu berücksichtigen und regulatorische Arbitrage zu vermeiden, muss Finanzmarktregulierung zentralisiert sein. Globale Mindestregulierungsstandards verringern das Risiko regulatorischer Arbitrage und erhöhen die Kosten von Deregulierung. Anzustreben wäre ein regulatorisches System, das gegen das „Regulationsparadoxon“ immun ist.

Zum Abschluss diskutierten unter dem Vorsitz von *Peter Mooslechner, OeNB*, *Sylvie Goulard, Abgeordnete im Europäischen Parlament*, und *Professor Wilhelm Kohler, Universität Tübingen*, wie weit, in welcher Form und durch welche Institutionen Krisenländern unter die Arme gegriffen werden soll. Goulard betonte, dass Europa in den letzten Jahren umfangreiche Reformen durchgeführt habe. Die Krise Griechenlands wäre vorhersehbar gewesen. Die EU brauche zwar ein starkes Zentrum, dieses müsse aber demokratisch und transparent sein. Während das Europäische Parlament offen und transparent agiere, sei der Europäische Rat weiterhin eine geschlossene Veranstal-

tung und treffe weitgehend unkontrolliert – mitunter unsachgemäße – Entscheidungen. Die EU-Wirtschafts- und Strukturpolitik könne nicht durch Regeln allein geführt werden. Wettbewerbs- und Standortpolitik müsse breit verstanden werden. Die „Bürokratie“ sei nicht das Problem der EU. Hingegen fehle es der EU an „politischer Union“, in dem Sinn, dass EU-Interessen vor nationale Interessen gestellt werden. Die Nord-Süd-Kluft sei aktuell die größte Gefahr für Europa. Bezugnehmend auf Aizenmans Bild vom „Euro-Baby“ betonte sie, das Baby sei nun auf der Welt und werde leben, Europa werde alle nötigen Maßnahmen ergreifen. Die EU und der Euro brauchen die volle, ernst gemeinte Unterstützung der Politiker, stereotype Verurteilungen und Abwertungen der Partnerländer („faul“, „rigide“ etc.) seien schädlich und nicht lösungsorientiert.

Professor Wilhelm Kohler, Universität Tübingen, betonte eingangs, dass die Staatsschuldenkrise durch falsche Budgetpolitik in Verbindung mit fehlerhafter Risikobewertung seitens der Finanzmärkte verursacht wurde. Budgetungleichgewichte haben neben exzessiver privater Verschuldung auch massive außenwirtschaftliche Ungleichgewichte bewirkt. Dies müsse nun durch externe oder interne (mit oder ohne Deflation) Abwertung gelöst werden. Eine rasche Erhöhung der Produktivität sei ein wichtiges Element einer Antwort. Hingegen warnte Kohler, dass die Ungleichgewichte durch Wachstum allein nicht gelöst werden können. Die Geldpolitik sei bereits sehr expansiv, höhere Inflation sei kein vielversprechender Ausweg aus der Schuldenkrise. Ob eine Zentralbank als Lender of Last Resort für Staatspapiere agiert, solle sorgfältig abgewogen werden. Bail-Out von Staaten durch andere Staaten könne Zeit für

Reformen und eine Sanierung des Staatshaushalts erkaufen, „schlechte Gleichgewichte“ vermeiden helfen, berge aber das Risiko von Moral Hazard. Bezüglich des Tempos von Budgetkonsolidierungen könne bei zu raschem Vorgehen eine Rezessions-/Schuldenfalle eintreten, eine Doppeldividende durch „nicht-keynesianische“ Erwartungseffekte „expansiver Konsolidierung“ sei theoretisch möglich, aber praktisch unwahrscheinlich. Dennoch sei es unausweichlich, die Staatsfinanzen mittelfristig wieder auf einen nachhaltigen Pfad zurückzubringen. Ob die durch Leistungsbilanzdefizite und/oder Kapitalflucht verursachten TARGET2-Salden ein Problem darstellten, hänge davon ab, ob der Euroraum eine richtige Währungsunion oder nur ein Fixkurs-system sei.

Im Rahmen der Konferenz stellten *OeNB-Präsident Claus Raidl* und *OeNB-Gouverneur Ewald Nowotny* den diesjährigen Gewinner des *Klaus-Liebscher-Preises* vor.

Aus einer Vielzahl hervorragender Einreichungen wurde heuer folgende wissenschaftlich hochwertige und wirtschaftspolitisch aktuelle Studie von *Harald Oberhofer, Universität Salzburg*, ausgewählt: „Firm Growth, European Industry Dynamics and Domestic Business Cycles“. In seiner Arbeit unterzieht der Autor die Zusammenhänge zwischen nationalen und gesamteuropäischen Konjunkturzyklen einer systematischen empirischen Analyse. Im Mittelpunkt steht die Forschungsfrage, wie sich die Interaktion der verschiedenen Konjunkturzyklen auf das europäische Industrieunternehmen auswirkt. Trotz erheblicher Fortschritte in der europäischen Integration zeigen die Daten, dass nationale Konjunkturzyklen das Verhalten und das Wachstum von Firmen in stärkerem Ausmaß beeinflussen als gesamteuropäische Entwicklungen.

