

Den Euroraum zukunftsfähig machen

Von Ferdinand Fichtner, Marcel Fratzscher, Maximilian Podstawski und Dirk Ulbricht

Die Krise des europäischen Währungsraums ist nicht vorbei. Zwar ist die Lage an den Finanzmärkten derzeit relativ ruhig, wirtschaftlich scheint die Talsohle in den meisten Ländern durchschritten. Aber fundamentale Konstruktionsfehler der Währungsunion bestehen weiter fort. Werden diese nicht entschieden angegangen, ist eine neue Krise nur eine Frage der Zeit und auch ein teilweises oder komplettes Auseinanderbrechen der Währungsunion nicht auszuschließen. Die wirtschaftlichen Folgen wären verheerend – nicht zuletzt für Deutschland. Um das Fortbestehen der Europäischen Währungsunion zu sichern, sind grundlegende Reformen auf drei Problemfeldern notwendig: auf den Finanzmärkten, bei den öffentlichen Finanzen und in der Realwirtschaft. Um die Währungsunion auf eine stabile Grundlage zu stellen, müssen alle Problemfelder gleichermaßen ins Auge gefasst werden; andernfalls können durch Wechselwirkungen zwischen den Bereichen Erfolge an der einen Stelle durch ein Aufflammen der Krise an anderer Stelle zunichte gemacht werden.

Der vorliegende DIW Wochenbericht skizziert Elemente einer solchen Strategie zur institutionellen Neuordnung der Währungsunion. Er gibt damit den Auftakt zu einer Serie, deren folgende Teile sich bis September mit der Rolle der EZB als Kreditgeber letzter Instanz, mit der Bankenunion und Bankenregulierung, mit gemeinschaftlichen Anleihen, einer Europäischen Investitionsagenda, mit der Migration in der EU, mit einer Europäischen Arbeitslosenversicherung, mit den Möglichkeiten einer fiskalischen Abwertung sowie mit Mechanismen für Staatsinsolvenzen beschäftigen.

Im Euroraum zeichnet sich eine allmähliche wirtschaftliche Erholung ab. Die günstigeren Aussichten dürfen aber nicht darüber hinweg täuschen, dass die Krise damit noch nicht ausgestanden ist. Zwar hat sich auch an den Finanzmärkten die Lage merklich beruhigt; Irland und Spanien haben zum Jahreswechsel den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) verlassen, Portugal ist kürzlich gefolgt. Hierzu beigetragen haben dürften auch die in den vergangenen Jahren geschaffenen Stabilisierungsfonds und die Ankündigung der Europäischen Zentralbank (EZB), erforderlichenfalls und gegen strikte Auflagen stabilisierend auf den Finanzmärkten einzugreifen. Damit wurde aber nur Zeit gekauft, denn die Ursachen der Krise sind weiterhin nicht beseitigt.

Die Krise im Euroraum ist mit Fehlentwicklungen auf drei Problemfeldern verbunden: im Bankensystem, bei den öffentlichen Finanzen sowie in der Realwirtschaft. Existenzbedrohend wurde die Krise vor allem, weil sich die Fehlentwicklungen in allen drei Bereichen gegenseitig verstärkten und zu einer Spirale der Verunsicherung führten. So haben die zur Stabilisierung des Bankensektors in einigen Mitgliedsländern aufgebrachten Mittel einen massiven Anstieg der Staatsschulden mit sich gebracht. Umgekehrt haben Wertverluste bei Staatsanleihen infolge der nicht nachhaltigen Schuldenentwicklung in einigen Ländern zu Schiefen im Bankensystem geführt. Die zur Schuldenkonsolidierung aufgelegten Sparprogramme belasten vielerorts die Realwirtschaft, während umgekehrt die schwache Konjunktur zu Steuerausfällen, steigenden Sozialausgaben und damit steigenden Defiziten in den öffentlichen Haushalten führt. Durch die Bankenkrise kam die Kreditvergabe an die Unternehmen ins Stocken und hat die Investitionstätigkeit und damit das Wachstum geschwächt. Umgekehrt haben schließlich die schwache wirtschaftliche Entwicklung und sinkende Immobilienpreise die Kreditausfälle bei den Banken in die Höhe getrieben und zu einer Verschlechterung der Kreditportfolien geführt. So kam

Kasten

Unabsehbar hohe Kosten der Abschaffung des Euro für Deutschland

Die Höhe der Kosten, die auf Deutschland im Falle einer Euro-Abschaffung zukämen, lässt sich nicht seriös beziffern. Sicher ist jedoch, dass sie erheblich wären. Selbst im Falle eines geordneten Abschieds vom Euro entstünden Deutschland mit Sicherheit Kosten etwa durch den Ausfall von Forderungen, eine Aufwertung der DM, Wechselkursschwankungen, die Schwächung der Exportwirtschaft und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit. Im Falle eines ungeordneten Auseinanderbrechens des Euroraums kämen weitere Kosten hinzu.

Führten alle Eurostaaten eigene Währungen ein, würde die neue DM sehr wahrscheinlich von den übrigen Ländern, nicht nur des Euroraums sondern auch der EU, als Reservewährung genutzt. Die Folge wäre eine Aufwertung der DM gegenüber den übrigen europäischen Währungen. Das würde die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands verringern. Die mögliche Wirkung auf den Handel hängt wesentlich von dem Ausmaß der Aufwertung ab.¹

Zusätzlich zu den Kosten einer Aufwertung der DM würden Transaktionskosten beispielsweise für die Haltung von Fremdwährungskonten und dem Kauf und Verkauf von Fremdwährungen entstehen. Wechselkursschwankungen würden die Risiken des grenzüberschreitenden Waren- und Dienstleistungsverkehrs erhöhen. Zudem würde die euroraumweite Preistransparenz verloren gehen und den Wettbewerb beeinträchtigen.² Der Handelseinbruch wäre möglicherweise beträchtlich. So schätzen Baldwin et. al., dass der Handel

innerhalb des Euroraums durch die Einführung der gemeinsamen Währung um fünf bis zehn Prozent angestiegen ist.³

Würden die Forderungen und Verbindlichkeiten in die jeweiligen Euronachfolgewährungen übertragen, könnte das zu Bilanzungleichgewichten bei Unternehmen und Banken führen. Stünden den auf DM lautenden Verbindlichkeiten Forderungen entgegen, die auf eine gegenüber der DM abwertenden Währung lauteten, würde das zu einem Rekapitalisierungsbedarf führen. Je nach dem, wie stark die Aufwertung ausfiele, könnten Unternehmenszusammenbrüche und eine Bankenkrise die Folge sein. Dies wiederum würde umfangreiche staatliche Rettungsaktionen erforderlich machen und die öffentlichen Haushalte belasten.

Selbst das Ausscheiden eines kleinen Landes wie Griechenland aus dem Euro würde das Ausscheiden weiterer Länder in der Wahrnehmung der Märkte wahrscheinlicher machen. Das könnte zu einem dominoartigen Zusammenbruch des gesamten Euroraums führen.⁴ In den anderen Krisenländern des Euroraums wie Portugal oder Italien käme es zu einer Kapitalflucht und möglicherweise Bank-Runs. Der Zahlungsmechanismus der EZB würde kollabieren. Unternehmenszusammenbrüche und ein Einbruch der Investitionstätigkeit könnten folgen. Die Refinanzierungskosten der Krisenländer würden steigen, die Staatseinnahmen sinken. Schließlich könnten sich weitere Länder gezwungen sehen, den Euro zu verlassen, um einen Staatsbankrott durch eine expansive nationale Geldpolitik abzuwenden. Wichtige Handelspartner würden in eine Rezession abgleiten.

¹ Die Auflösung anderer Währungsräume wie beispielsweise der Sowjetunion, der Tschechoslowakei oder Jugoslawiens können aufgrund der unterschiedlichen Rahmenbedingungen nur sehr eingeschränkt als Vergleichsmaßstab herangezogen werden.

² Für die Vor- und Nachteile monetärer Integration vergleiche ausführlich auch Fichtner, F. (2008): Optimum Currency Area Theory Revisited – New Insights from Stochastic Dynamics. Aachen.

³ Baldwin, R. E., Frankel, J. A., Melitz, J. (2006): The euro's trade effects. ECB Working Paper No. 0594.

⁴ Åslund, A. (2012): Why a Breakup of the Euro Area Must Be Avoided: Lessons from Previous Breakups. No. PB12-20. Peterson Institute for International Economics.

es in den Krisenländern zu einem Teufelskreis,¹ der bis heute noch nicht durchbrochen ist. Sollte sich die Situation auf einem der drei Problemfelder wieder verschlechtern, so könnte die Krise über die skizzierten Wechselwirkungen wieder an Schärfe gewinnen.

¹ Vgl. zu einer ausführlichen Darstellung des Teufelskreises der Banken-, Staatsschulden- und makroökonomischen Krise Shambaugh, J. C. (2012): The Euro's Three Crises, www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Spring%202012/2012a_Shambaugh.pdf, sowie Sachverständigenrat (2012); Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen, Sondergutachten vom 5. Juli 2012.

Immer wieder wird die Möglichkeit eines Austritts einzelner Mitgliedsländer der Währungsunion oder die Aufspaltung des Euroraums – etwa in einen Nord- und Süd-Euro – diskutiert.² Dabei wird häufig übersehen, dass ein Auseinanderbrechen des Euroraums mit erheblichen Kosten verbunden wäre, die die zu erwartenden Vorteile merklich übersteigen dürften. Das gilt nicht nur für

² Siehe zum Beispiel Henkel, H.-O. (2010): Rettet unser Geld – Wie der Euro-Betrug unseren Wohlstand gefährdet. Heyne Verlag; Meyer, D. (2011): Stabilität durch Nord-Süd-Teilung der Währungsunion. In: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 4, 19–21.

Fraglich ist, ob die EU ein Scheitern des Euro überstehen würde. Zerbricht auch sie, würden die Vorteile eines freien Personen-, Waren-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehrs verloren gehen. Bürger und Unternehmen könnten nicht mehr ungehindert in den Nachbarländern tätig werden. Zölle und Unterschiede in den Rechtssystemen würden den Warenhandel belasten.

Die Quantifizierung der Kosten einer Abschaffung des Euro für Deutschland ist mit erheblicher Unsicherheit verbunden. Beziffern lässt sich allenfalls die maximale Haftungshöhe aus den Target-Salden und den im Zuge der Rettungsmaßnahmen aufgelaufenen Forderungen; sie liegt im Fall eines Auseinanderbrechens der Europäischen Währungsunion und der Zahlungsunfähigkeit der GIPSIZ-Staaten⁵ bei rund 400 Milliarden Euro oder 14,5 Prozent des deutschen Bruttoinlandsprodukts.⁶

Zwei Großbanken haben versucht, die darüberhinausgehenden Kosten zu quantifizieren. Sowohl die ING⁷ als auch die UBS⁸ unterstellen dabei, dass die Wiedereinführung der jeweiligen nationalen Währung planvoll und geordnet erfolgt. Die ING beleuchtet das Auseinanderbrechen des gesamten Euroraums bei gleichzeitigem Weiterbestehen der EU. Unter dieser An-

nahme schätzt sie den Verlust für Deutschland in den ersten beiden Jahren auf rund zwölf Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.⁹ Die UBS analysiert den Austritt Deutschlands aus dem Euro und der EU.¹⁰ Es wird unterstellt, dass in der Folge keine weiteren Länder den Euroraum verlassen. Insgesamt rechnet die UBS mit Kosten für Deutschland in Höhe von 20 bis 25 Prozent im ersten Jahr. Im Gegensatz zur ING rechnet die UBS neben den Einmalkosten auch mit bleibenden Einbußen für die Folgejahre in Höhe von zehn bis 15 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.¹¹

Diese beiden Studien geben allerdings ganz konkrete Szenarien vor und sind abhängig von den getroffenen Annahmen. Insbesondere die den beiden Studien zugrunde liegende Annahme eines Einvernehmens aller betroffenen Staaten und eines reibungslosen Übergangs sind sehr restriktiv. Zudem ist die Abschätzung der Verläufe wesentlicher Einflussgrößen wie beispielsweise der Wechselkurse typischerweise mit sehr großer Unsicherheit behaftet.

⁵ Griechenland, Irland, Portugal, Spanien, Italien und Zypern.

⁶ www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Haftungspegel.html, Abruf: 7. Mai 2014. Das ifo Institut berechnet die bestehende Haftung Deutschlands als Summe aus den ausstehenden Forderungen der Bundesbank aus dem Zahlungssystem der Europäischen Zentralbank (Target II Salden), den ausgezahlten Finanzhilfen an die Krisenländer, dem deutschen Anteil an den Staatsanleihekäufen und dem Saldo der Forderungen aus der Banknotenausgabe.

⁷ Cliffe, M. (2011): EMU Break-Up: Pay Now, Pay Later. ING Financial Markets Research, December 1.

⁸ UBS. Euro breakup – the consequences. UBS Investment Research – Global Economic Perspectives 2011. In der Studie wird ebenso das Ausscheiden eines wirtschaftlich schwachen Landes wie Griechenland betrachtet. Hier sind allerdings die Kosten für Deutschland nicht quantifiziert.

⁹ Eigentlich sind es drei Jahre, wobei es sich beim ersten Jahr lediglich um den Dezember 2011, den Zeitpunkt des fiktiven Auseinanderbrechens handelt.

¹⁰ Für den Fall eines einseitigen Ausscheidens Deutschlands aus dem Euroraum würde das den Austritt aus der EU zur Folge haben. Siehe Athanassiou, P. (2009): Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: Some reflections. Legal Working Paper Series, EZB.

¹¹ Insgesamt setzt die UBS die Einmalkosten zwischen 6 000 und 8 000 Euro pro Kopf und dauerhaften Kosten in Höhe von 3 500 bis 4 500 Euro an. Die prozentualen Anteile am Bruttoinlandsprodukt wurden mit dem Bruttoinlandsprodukt des Erscheinungsjahres der Studie berechnet.

die Krisenländer, sondern auch für die stabileren Volkswirtschaften wie Deutschland (siehe Kasten). Auch die politischen Folgen eines Zerfalls der Währungsunion – und damit einhergehend wohl dramatische Konsequenzen für die Fortführung des europäischen Integrationsprozesses – machen das Überleben der gemeinsamen Währung zu einer Aufgabe höchster Priorität.

In den vergangenen Jahren wurden bereits einige institutionelle Reformen eingeleitet. Sie reichen aber nicht aus. Mit der gemeinsamen Bankenaufsicht und der Harmonisierung und Zentralisierung von Abwicklungsver-

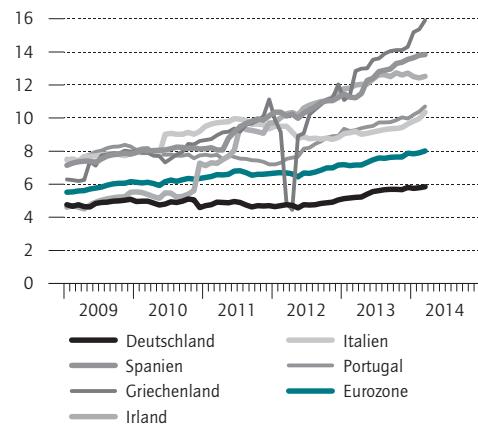
fahren wurden wichtige Elemente einer neuen Finanzmarktordnung auf den Weg gebracht; um die öffentlichen Finanzen von den Problemen im Bankensystem abzukoppeln, ist aber eine noch weitergehende Integration notwendig. Die in der Finanzpolitik eingeleiteten Reformen des Stabilitäts- und Wachstumspakts³ und

³ Im März 2011 wurde eine Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspakts vereinbart, die höhere Strafen vorsieht und eine Begründung des Europäischen Rats erfordert, falls trotz eines Verstoßes kein Sanktionsverfahren eingeleitet wird.

Abbildung 1

Leverage Ratio

In Prozent



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Der Verschuldungsgrad im Bankensektor hat seit der Krise bereits deutlich abgenommen, die Eigenkapitalquoten steigen an.

der Fiskalpakt⁴ könnten zu einer erhöhten Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen im Euroraum beitragen; mittelfristig sollte die Haushaltspolitik aber in weitaus stärkerem Maße koordiniert werden, damit Fehlentwicklungen vermieden werden können. Auch im Bereich der wirtschaftspolitischen Koordinierung besteht Nachholbedarf. Mit dem Verfahren zur Vermeidung makroökonomischer Ungleichgewichte⁵ und dem Europäischen Semester⁶ wurden zwar Instrumente geschaffen, um die Koordinierung der Wirtschaftspolitik im Euroraum zu stärken. Andere Stabilisierungsinstrumente – wie etwa der Abbau von Migrationshindernissen, um die Mobilität zwischen Ländern mit hoher und Ländern mit niedriger Arbeitslosigkeit zu fördern – werden indes bisher vergleichsweise wenig genutzt.

Finanzmärkte:

Systemische Krisen verhindern

Sowohl die Lage des europäischen Bankensektors als auch die Situation auf den Finanzmärkten im Euroraum

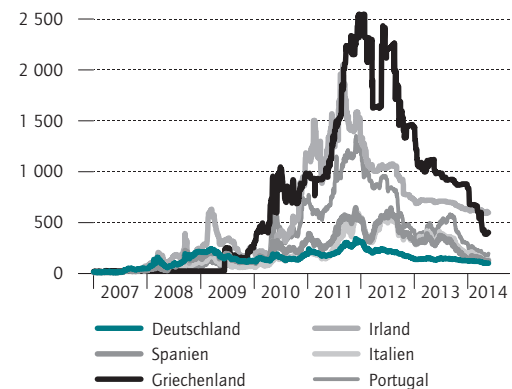
⁴ Mit dem Europäischen Fiskalpakt vom Dezember 2011 wurden für die Mitgliedsstaaten des Euroraums automatische Sanktionen bei Verstößen gegen die finanzpolitischen Regeln des Vertrags von Maastricht vereinbart.

⁵ Das im Dezember 2011 vereinbarte Verfahren zur Vermeidung makroökonomischer Ungleichgewichte (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP) soll helfen, potentiell riskante Entwicklungen wie große Leistungsbilanzungleichgewichte, Hauspreisblasen oder hohe öffentliche Verschuldung frühzeitig zu erkennen und ihnen entgegenzuwirken.

⁶ Das im Dezember 2011 vereinbarte Europäische Semester sieht eine Überprüfung von finanz- und wirtschaftspolitischen Vorhaben der nationalen Regierungen vor, bevor diese auf der nationalen Ebene beschlossen werden.

Abbildung 2

Credit Default Swaps Bankensektor



Quelle: Datastream.

© DIW Berlin 2014

Die Konvergenz der Ausfallprämien für die europäischen Banken setzt sich fort.

hat sich augenscheinlich beruhigt. Dies ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass die EZB durch unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen, darunter die *Longer Term Refinancing Operations*⁷ (LTRO)⁸ und *Outright Monetary Transaction*⁹ (OMT) Programme, die Spirale aus steigenden Zinsen und ungünstigen Erwartungen durchbrechen konnte.

Ferner haben die Banken, auch ausgelöst durch stärkeren regulatorischen Druck, begonnen, ihre Bilanzen zu konsolidieren. So ist das Verhältnis von Eigenkapital zu Bilanzsumme, die sogenannte *Leverage Ratio*¹⁰, im Durchschnitt des Euroraums von 5,5 Prozent im Jahr 2008 auf gut acht Prozent gestiegen (Abbildung 1). Dies deutet darauf hin, dass sich der Bankensektor bereits teilweise entschuldet hat. Auch gemessen an den regulatorischen Eigenkapitalanforderungen hat sich die Si-

⁷ Im Dezember 2011 hat die EZB neben den Hauptrefinanzierungsgeschäften (*Main Refinancing Operations*, MRO) mit einer Laufzeit von einer Woche, die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO) mit einer Laufzeit von bis zu drei Jahren eingeführt. Im Gegensatz zu den Hauptrefinanzierungsgeschäften dienen sie nicht dazu, die kurzfristigen Zinssätze zu steuern, sondern den Finanzsektor mit Liquidität zu versorgen.

⁸ Lenza, D.G.M., Pill, H., Reichlin, L. (2012): The ECB and the interbank market. ECB Working Paper Series, No. 1496.

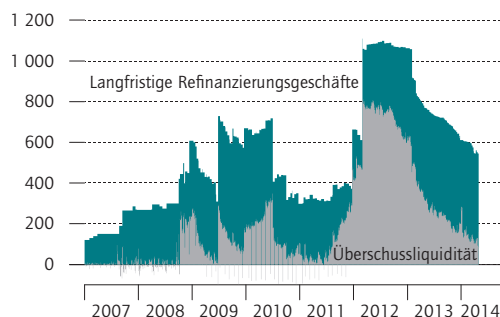
⁹ Das Outright Monetary Transactions (OMT) Programm ist ein von der EZB im September 2012 aufgelegtes Programm, im Rahmen dessen das Eurosystem Staatsanleihen der Mitgliedsländer auf dem Sekundärmarkt ankaufen kann. Das Programm zielt darauf ab, die Refinanzierungskosten der Staaten zu reduzieren.

¹⁰ Die *Leverage Ratio* ist ein Maß für den Verschuldungsgrad des Bankensektors gegeben durch das Verhältnis des Eigenkapitals zur risikogewichteten Bilanzsumme. Vgl. für eine Erläuterung der Vorteile eines risikogewichteten Maßes wie der *Leverage Ratio* Schäfer, D. (2011): Banken: Leverage Ratio ist das bessere Risikomaß. DIW Wochenbericht Nr. 46/2011.

Abbildung 3

Langfristige Refinanzierungsgeschäfte und Überschussliquidität

In Milliarden Euro



Quellen: EZB; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die Überschussliquidität wurde mit der Refinanzierung der Banken über die EZB zuletzt deutlich zurückgeführt.

tuation verbessert: Nur wenige Banken dürften aktuell noch unter der derzeit vorgeschriebenen gewichteten Kernkapitalquote liegen. Ebenso ist das aggregierte Kreditrisiko in den Bankensektoren des Euroraums auf breiter Front zurückgegangen (Abbildung 2).

Ein gutes Zeichen für die Wiederbelebung des Vertrauens auf dem Interbankenmarkt ist wohl die frühzeitige Rückzahlung großer Teile der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB mit dreijähriger Fälligkeit seit Anfang 2013, die zu einem rapiden Abbau der Überschussliquidität bei den Banken geführt hat (Abbildung 3). In die gleiche Richtung deutet auch die Entwicklung der Geldmarktzinsen, insbesondere die Normalisierung der Risikoprämie auf dem Interbankenmarkt (Abbildung 4).¹¹

Allerdings trübt die stetige Zunahme des Anteils ausfallgefährdeter Kredite in den Bankbilanzen das Bild und verweist auf noch immer im Bankensektor schlummernde Risiken (Abbildung 5).

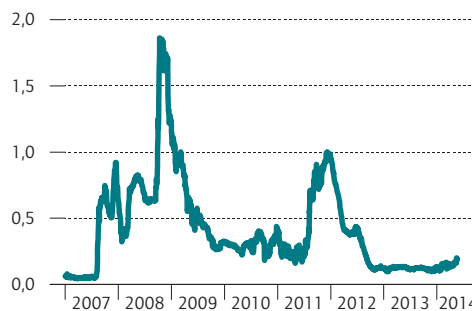
Einen tieferen Einblick in die Stabilität der größten Banken des Euroraums werden die derzeit laufenden Stresstests der European Banking Authority (EBA) und der EZB erlauben, deren Kriterien deutlich schärfer sein werden als bei vergangenen Tests dieser Art. Unabhängig vom Ausgang der Stresstests muss der kürzlich beschlossene Auffang- und Abwicklungsmechanismus für

¹¹ Der EURIBOR ist der Satz zu dem für feste Laufzeiten Liquidität auf dem Interbankenmarkt verliehen wird, während der EONIA Swap Satz der effektive Tagesgeldsatz am Interbankenmarkt ist. Die Differenz gilt aufgrund der unterschiedlichen Laufzeiten als Maß für die Risikoprämie am Interbankenmarkt.

Abbildung 4

Risikoprämie auf dem Interbankenmarkt

In Prozentpunkten



Quelle: Datastream.

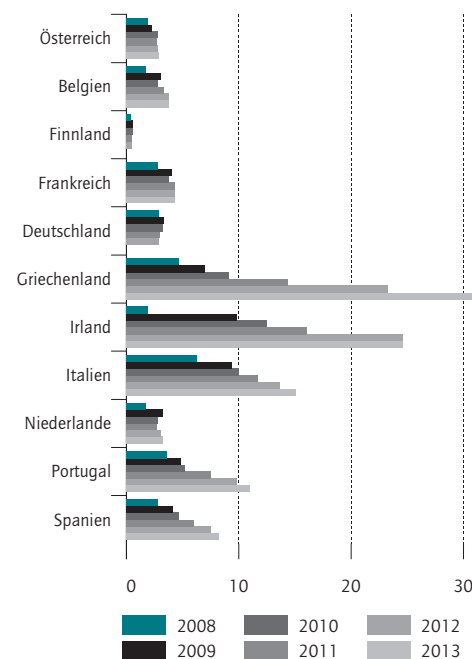
© DIW Berlin 2014

Die Risikoprämie liegt seit gut einem Jahr fast wieder auf Vorkrisen-niveau.

Abbildung 5

Notleidende Kredite

In Prozent



Quelle: Weltbank.

© DIW Berlin 2014

Der Anteil notleidender Kredite steigt seit 2008 stetig an.

in Schieflage geratene Banken den Praxistest erst bestehen. Nach wie vor ist der Schattenbankensektor unzureichend reguliert. Ohne entsprechende Regeln werden die Risiken aus regulierten Geschäftsfeldern in den nicht regulierten Bereich wandern.

Wichtige Fortschritte auf dem Weg zu einer stabileren Integration der Finanzmärkte hat die europäische Politik mit der Schaffung einer gemeinsamen Bankenaufsicht sowie der Harmonisierung und Zentralisierung von Abwicklungsverfahren bereits gemacht. Fraglich ist aber, ob das neu geschaffene Instrumentarium tatsächlich belastbar genug ist, um in Schieflage geratene Großbanken abzuwickeln. So besteht vor allem die Gefahr, dass das Volumen des geplanten Abwicklungsfonds von rund 55 Milliarden Euro bei einer systemischen Bankenkrise nicht ausreicht. Sollte das Volumen des Fonds nicht ausreichen, müssten erneut Finanzinstitutionen durch einzelne Mitgliedstaaten gestützt werden. Um den Teufelskreis zwischen Banken und Staaten vollends aufzubrechen, bedarf es also weiterer Reformen. Auch bei anderen regulatorischen Neuerungen der vergangenen Jahre, etwa bei Basel III¹² oder bei der makroprudenziellen Regulierung, besteht Nachbesserungsbedarf, der im Einzelbericht zur Bankenunion und Bankenregulierung ausführlich dargestellt wird.¹³

Mit der Weiterentwicklung der Bankenunion dürfte das europäische Bankensystem bereits an Stabilität gewinnen. Trotzdem ist keinesfalls auszuschließen, dass es auch künftig zu Bankenkrisen im Euroraum und somit zu neuen Abwärtsspiralen aus Liquiditätsproblemen, Kreditklemmen, sich verschlechternden öffentlichen Finanzen und einer schwachen realwirtschaftlichen Entwicklung kommt. Ein wesentliches Problem in der Krise war in dieser Situation das Fehlen von genügend sicheren Anleihen, vor allem aufgrund staatlicher Solvenzprobleme, die auf den europäischen Finanzmärkten zur Kreditbesicherung hätten genutzt werden können. Für die Zukunft wäre es daher wünschenswert, auch im Euroraum sichere Anleihen zu schaffen, die diese Funktion auch in Krisenzeiten erfüllen. Es existieren bereits Vorschläge für entsprechende Instrumente, die vollständig ohne eine gemeinschaftliche Haftung auskommen.¹⁴ Auch über geeignete Varianten von Eurobonds sollte erneut und vorurteilsfrei nachgedacht werden, solange sie nicht der Vergemeinschaftung von Staatsschulden dienen,

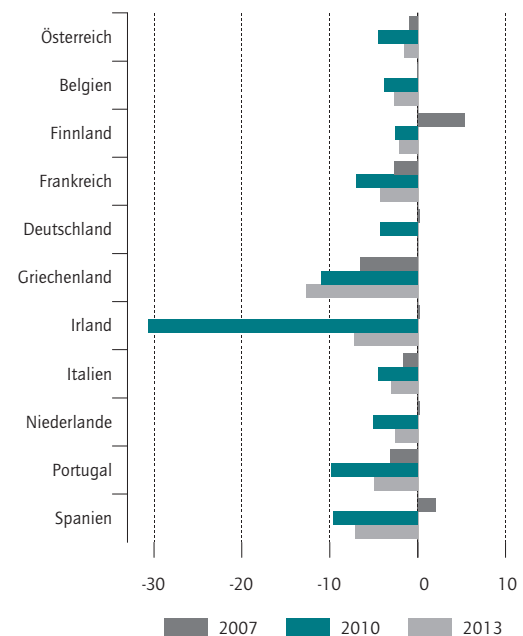
¹² „Basel III“ ist ein Reformpaket für die Bankenregulierung des Basler Ausschusses an der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, das Ende 2010 veröffentlicht wurde. Vergleiche DIW Glossar: Basel III, www.diw.de/de/diw_01.c.413274.de/presse/diw_glossar/basel_iii.html.

¹³ Eine Übersicht über alle im Rahmen der Serie erscheinenden Artikel findet sich am Ende dieses Berichts (S. 538).

¹⁴ Brunnermeier et al. (2011): European Safe Bonds: ESBies, www.euro-nomics.com.

Abbildung 6

Defizit der öffentlichen Haushalte In Prozent des BIP



Quelle: Eurostat.

© DIW Berlin 2014

Die Defizite der öffentlichen Haushalte liegen im gewichteten Mittel des Euroraums wieder bei fast drei Prozent.

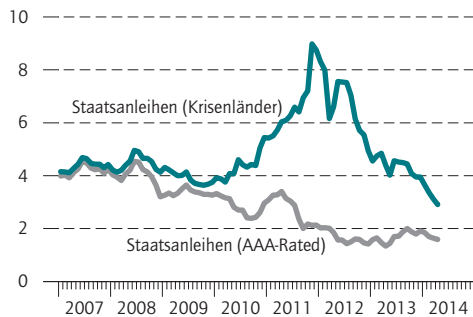
sondern der Schaffung liquider Märkte. Der Einzelbericht zu gemeinschaftlichen Anleihen zeigt Möglichkeiten auf, solche Instrumente zu schaffen und diskutiert ihre Vor- und Nachteile.

Darüber hinaus sollte die Rolle der Europäischen Zentralbank bei der Ausübung ihrer Funktion als „Kreditgeber letzter Instanz“ gestärkt werden. Die EZB muss, genau wie andere Zentralbanken weltweit, über einen expliziten fiskalischen Rückhalt verfügen können, der es ihr ermöglicht, ungeachtet etwaiger Verluste aus ihren Geschäften ihr Mandat der Preisstabilität zu erfüllen. Darüber hinaus sollte die Rolle des ESM, als Kreditgeber letzter Instanz für Staaten zu fungieren, gestärkt werden. Bislang hat die EZB mit der Ankündigung des OMT-Programms diese Aufgabe übernommen. Jedoch hat das Verfahren um das OMT vor dem Bundesverfassungsgericht gezeigt, wie kontrovers eine solche Rolle und die klare Definition des Mandats der EZB sein kann. Deshalb müssen die Aufgaben der EZB und des ESM und ihr jeweiliges Mandat, im Idealfall durch eine Ergänzung der entsprechenden Verträge, genauer festgelegt werden. Das Verbot der monetären Staatsfinanzierung (Artikel 123 AEUV) muss bestätigt und gestärkt werden. Gleichzeitig muss aber der fiskalische Rückhalt

Abbildung 7

Kapitalmarktzinsen

In Prozent



Quelle: Datastream.

© DIW Berlin 2014

Die Zinsen auf Staatsanleihen der Krisenländer sind fast auf das Niveau der Länder mit hoher Bonität gesunken.

der EZB explizit festgestellt werden. Anderenfalls läuft die EZB Gefahr, in zukünftigen Krisensituationen nicht glaubwürdig genug reagieren zu können, um ihr Mandat der Preisstabilität zu erfüllen. Der Einzelbericht zur EZB als Kreditgeber letzter Instanz befasst sich im Detail mit diesem Gegenstand.

Öffentliche Finanzen: Solide Haushaltspolitik gewährleisten

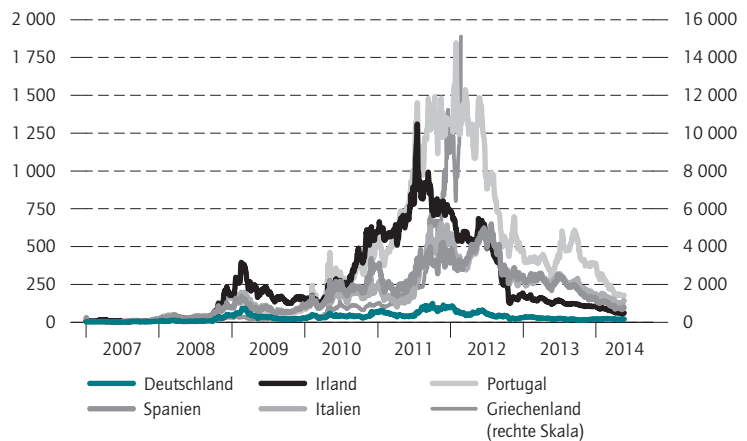
Die Schuldenstände im öffentlichen Sektor vieler Volkswirtschaften der Währungsunion sind nach wie vor hoch. Allerdings zeigen die Konsolidierungsbemühungen Wirkung: Im Durchschnitt des Euroraums ist das Defizit der öffentlichen Haushalte von 3,7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2012 auf 3,1 Prozent 2013 zurückgegangen – allerdings bei erheblicher regionaler Streuung (Abbildung 6). Zugleich haben sich die Finanzierungsbedingungen für die Krisenländer deutlich entspannt. Die Umlaufrenditen für Spanien, Italien, Portugal, Griechenland und Irland liegen mit gut drei Prozent im gewichteten Mittel nicht mal halb so hoch wie zum Höhepunkt der Staatsschuldenkrise (Abbildung 7). Auch die Entwicklung der *Credit Default Swaps* (CDS) verdeutlicht die Entspannung auf den Märkten für europäische Staatsanleihen (siehe Abbildung 8).

Der Hauptgrund hierfür dürfte aber vor allem in den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen, insbesondere dem OMT-Programm der EZB, liegen.¹⁵ Mit

¹⁵ Zsolt, D. (2012): The Euro Crisis: Ten Roots, but Fewer Solutions, Bruegel Policy Contribution 2012/17, insbesondere Seite 17.

Abbildung 8

Credit Default Swaps Staatsanleihen



Quelle: Datastream.

© DIW Berlin 2014

Die Märkte bewerten das Ausfallrisiko von Staatsanleihen der Krisenländer wieder deutlich niedriger.

ihrer Ankündigung, notwendigenfalls und unter strikten Auflagen stabilisierend auf dem Sekundärmarkt für Staatsanleihen einzugreifen, ist es der Notenbank gelungen, die Unsicherheit der Märkte in Bezug auf Zahlungsausfälle der Krisenländer zu beruhigen. Einer objektiven Bewertung der Rahmenbedingungen dürfte die Risikoeinschätzung der Märkte aber kaum standhalten; eine nachhaltige Lösung für die Probleme auf den Märkten für Staatsanleihen steht damit weiterhin aus.

Trotz der teilweise merklichen Rückführung der Defizite sind die öffentlichen Schuldenstände weiter gestiegen und beschneiden nach wie vor die fiskalischen Spielräume in der Währungsunion (Abbildung 9); dieser Umstand dürfte noch stärker ins Gewicht fallen, falls sich die Finanzierungsbedingungen wieder verschlechtern und die Zinslast steigt.¹⁶ Hinzu kommt, dass die niedrige Inflationsrate in der Währungsunion von derzeit etwa einem Prozent kaum zum Abbau der Schuldenbelastung beiträgt.¹⁷

Nicht gebannt ist zudem die Gefahr, dass es künftig erneut in Mitgliedsländern der Währungsunion zu einer nicht nachhaltigen Schuldenentwicklung kommt. In der Vergangenheit ist es nicht gelungen, die nationalen

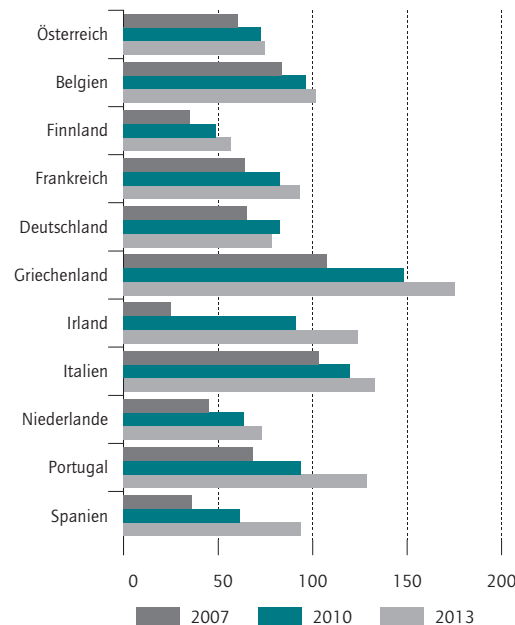
¹⁶ Krokert, M., Schäfer, D., Stephan, A. (2014): Mit niedrigen Zinsen aus der Schuldenfalle, DIW Wochenbericht 7/2014, S. 115-126.

¹⁷ Bernoth, K., Fratzscher, M., König, P. (2013): Schwache Preisentwicklung und Deflationsgefahr im Euroraum: Grenzen der konventionellen Geldpolitik. DIW Wochenbericht 12/2014, 235-249.

Abbildung 9

Staatsschulden

In Prozent des BIP



Quelle: Eurostat.

© DIW Berlin 2014

Trotz sinkender Defizite steigt die Staatsverschuldung weiter.

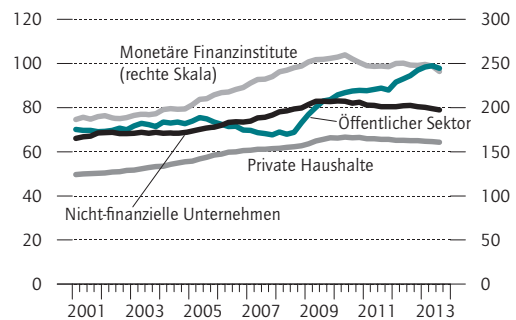
Regierungen – sei es durch Regeln oder durch marktliche Anreize – zu einer verantwortungsvollen Ausgaben- und Schuldenpolitik zu bewegen. So hat der Stabilitäts- und Wachstumspakt in seiner alten Form die in ihn gesetzten Erwartungen nicht erfüllt. Auch die Disziplinierungswirkung der Finanzmärkte kam nicht zum Tragen, da die Gläubiger bei der Zinsfestlegung kaum zwischen den Mitgliedstaaten der Währungsunion differenzierten – wohl auch, weil die No-bailout-Regel des Maastricht-Vertrags nicht glaubhaft war.

Um eine tragfähige Finanzpolitik herbeizuführen, wurde in den vergangenen Jahren die Regelbindung der Finanzpolitik mit der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts und der Verankerung von Schuldenbremsen im nationalen Recht der Mitgliedsländer (Fiskalpakt) gestärkt; ob die neuen Regelungen – etwa die Möglichkeit zur Sanktionierung von Verstößen – konsequent umgesetzt werden, wird sich zeigen; die Erfahrungen mit dem alten Stabilitäts- und Wachstumspakt legen Zweifel nahe. Dies gilt umso mehr, als bisher keine Vorkehrungen getroffen wurden, um exzessive Schuldenpolitik wirkungsvoller über marktbasierende Sanktionsmechanismen zu begrenzen. Insbesondere besteht für die Finanzmärkte nur wenig Anlass, die Glaubwürdigkeit der No-bailout-Regel wesentlich höher zu bewerten als

Abbildung 10

Schuldenstände

In Prozent des BIP



Quellen: EEA/EZB, entnommen und aktualisiert aus Cour-Thimann, P., Winkler, B. (2013): The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure. *Oxford Review of Economic Policy*, 28 (4), 765–803.

© DIW Berlin 2014

Die Verschuldung im Privatsektor konnte zuletzt leicht zurückgeführt werden.

in der Vorkrisenzeit. Einerseits haben die Erfahrungen in Griechenland und Zypern gezeigt, dass europäische Staatsanleihen nicht grundsätzlich als ausfallfrei zu betrachten sind. Zudem werden in internationalen Finanzinstitutionen präventive Bail-ins zunehmend als legitimes Instrument in Schuldenkrisen betrachtet.¹⁸ Andererseits wurde mit den in den vergangenen Jahren geschaffenen Stabilisierungsfonds sowie der angekündigten EZB-Anleiheprogramme eher die Erwartung verstärkt, dass bei finanziellen Schiefen einzelner Mitgliedsländer nur in Ausnahmefällen mit einem Schuldenausfall zu rechnen ist; die Risikoaufschläge dürften damit von der Schuldenentwicklung einzelner Mitgliedsländer auch künftig wenig beeinflusst werden und somit eine nur unzureichend disziplinierende Wirkung entfalten. Ändern dürfte sich das wohl erst, wenn ein Schuldenausfall auch im Euroraum eine glaubwürdige Option darstellt. Wie der Einzelbericht zu Mechanismen für Staatsinsolvenzen zeigt, kann hierzu auch die Möglichkeit eines kontrollierten Schuldenabbaus im Rahmen eines Insolvenzverfahrens für überschuldete Mitgliedsländer der Währungsunion beitragen; die vielgepriesene Einführung von Collective Action Clauses¹⁹ in

¹⁸ IWF (2013): Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework, www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf.

¹⁹ Auf Grundlage von Collective Action Clauses können Anleihebedingungen, wie sie etwa für einen Schuldenschnitt erforderlich sind, mit der Mehrheit der Gläubiger abgestimmt werden und sind dann für alle Anleihegläubiger bindend. So können Restrukturierungen von Staatsschulden nicht von einer Minderheit der Gläubiger blockiert werden. Zu Details der Umsetzung im Euroraum vergleiche http://europa.eu/efc/sub_committee/cac/index_en.htm.

Staatsanleihen ist in dieser Hinsicht lediglich ein erster Schritt und darüber hinaus in ihrer Wirkung nicht unumstritten.²⁰

Nachholbedarf besteht außerdem bei der Koordinierung der Finanzpolitik in der Währungsunion. Da die Geldpolitik als Stabilisierungsinstrument bei auseinanderlaufenden Konjunkturentwicklungen der einzelnen Mitgliedsländer nicht zur Verfügung steht und der Wechselkurs als Anpassungsinstrument wegfällt, hat die Finanzpolitik zur Stabilisierung der Konjunktur in der Währungsunion eine herausragende Bedeutung. Vor diesem Hintergrund wird derzeit die Schaffung einer „Fiskalkapazität“ diskutiert, also auf europäischer Ebene verwaltete und zur Abfederung makroökonomischer Schocks einzusetzende Mittel („Van-Rompuy-Report“).²¹ Alternativ kann ein automatisches Transfersystem, etwa eine Europäische Arbeitslosenversicherung²² eine Möglichkeit darstellen, um für einen stärkeren Gleichlauf der Konjunkturzyklen im Euroraum zu sorgen und damit die gemeinsame Geldpolitik zu vereinfachen. Ausgestaltung, Umsetzbarkeit und Nutzen einer solchen Versicherung analysiert der Einzelbericht zur Europäischen Arbeitslosenversicherung.

Zentrale Herausforderung für die Finanzpolitik bleibt aber der Abbau der weiterhin sehr hohen öffentlichen Verschuldung. Dafür muss die wirtschaftliche Entwicklung auf eine solide Grundlage gestellt werden; kräftiges Wachstum und die damit zusammenhängende Verbesserung der öffentlichen Einnahmen und Ausgaben sind die entscheidenden Voraussetzungen für eine nachhaltige Verbesserung der Staatsfinanzen.

Realwirtschaft: Wachstumskräfte freisetzen

Während die europäische Wirtschaftsleistung seit dem Frühjahr 2013 wieder leicht zunimmt und die mehr als zwei Jahre andauernde Rezession überwunden scheint, trübt nach wie vor die notwendige Konsolidierung bei Unternehmen, privaten und öffentlichen Haushalten in einem Umfeld teilweise sehr hoher Arbeitslosigkeit die mittelfristigen Wachstumsaussichten.

Die private Verschuldung im Euroraum ist weiterhin sehr hoch. Zwar kommt der Schuldenabbau bei nichtfinan-

ziellen Unternehmen und privaten Haushalten voran; seit 2008 sind die Schuldenquoten bereits etwas gesunken (Abbildung 10). Die Schulden liegen aber vor allem in den Krisenländern noch immer deutlich höher als gängige Maße nachhaltiger Verschuldung²³ anzeigen (Abbildung 11). Die Haushalte und Unternehmen dürften noch einige Jahre mit dem Abbau ihrer Verbindlichkeiten beschäftigt sein, bis ein nachhaltiges Verschuldungsniveau erreicht ist. Dies geht zulasten von Unternehmensinvestitionen und der privaten Konsumnachfrage, was die wirtschaftliche Dynamik auf absehbare Zeit belastet. Zusätzlich dämpfend wirkt in vielen Ländern die Korrektur der in der Vergangenheit aufgebauten Überkapazitäten einzelner Sektoren – etwa im Immobilienbereich.

So folgt die Wirtschaft des Euroraums seit einigen Jahren einem wesentlich niedrigeren Wachstumspfad als vor der Krise. Die Europäische Kommission schätzt das Potentialwachstum des Euroraums für die Jahre 2013 und 2014 auf etwas mehr als ein halbes Prozent. Dazu tragen neben dem seit längerem fallenden Trend in der Entwicklung der totalen Faktorproduktivität im Euroraum auch die krisenbedingt schwache Entwicklung der Investitionstätigkeit und der Erwerbsbeteiligung bei (Abbildung 12).

Mit 11,7 Prozent lag die Arbeitslosenquote im Euroraum im April 2014 nach wie vor auf äußerst hohem Niveau. Besonders problematisch sind dabei die hohe Jugendarbeitslosigkeit und die zunehmende Dauer der Arbeitslosigkeit: Knapp jeder Vierte zwischen 15 und 24 Jahren ist arbeitslos. Knapp ein Drittel der Arbeitssuchenden in den Krisenländern ist seit mehr als zwei Jahren ohne Arbeit (Abbildung 13).

Zentrale Voraussetzung für die Schaffung neuer, exportorientierter Wirtschaftsbereiche, die eine tragfähige Grundlage für die wirtschaftliche Entwicklung in den Krisenländern darstellen könnten, wird es sein, dass es den Ländern gelingt, Investitionskapital zu aktivieren und Auslandsinvestitionen anzuziehen. Nur auf diese Weise kann es gelingen, den veränderten Anforderungen gerecht werdende Produktionskapazitäten aufzubauen. Dabei ist darauf zu achten, dass aus dem Ausland zufließendes Kapital auch tatsächlich für das Wachstum nachhaltig befördernde Investitionen eingesetzt wird, anstatt den Fehler der Vergangenheit zu wiederholen, in zwar kurzfristig wachstumssteigernden, aber mittelfristig wenig ertragreichen Bereichen zu investieren. Auch der Euroraum als ganzer sieht sich

²⁰ Vergleiche kritisch zu CACs etwa Gelpern, A., Gulati, M. (2013): The wonder-clause. In: Journal of Comparative Economics, 41 (2), 367–385.

²¹ Rompuy, H. van (2012): Towards a Genuine Economic and Monetary Union. www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf.

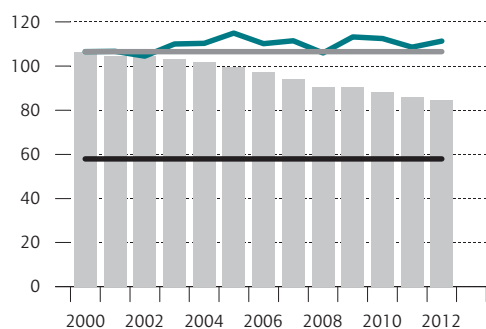
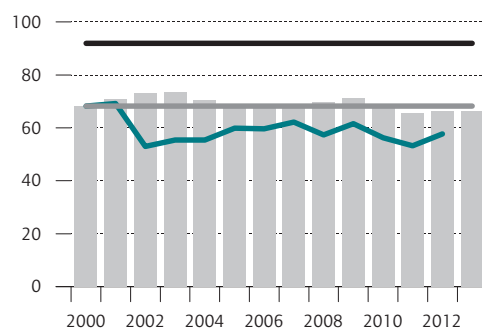
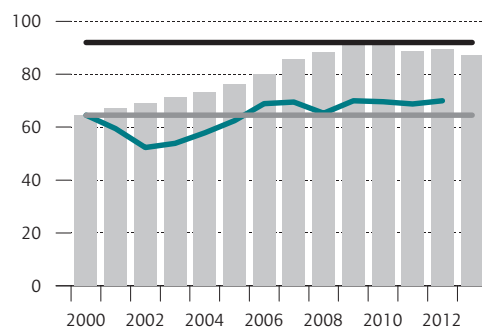
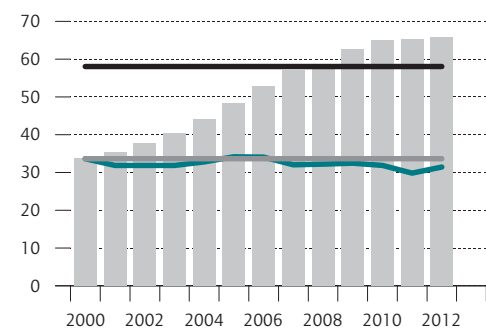
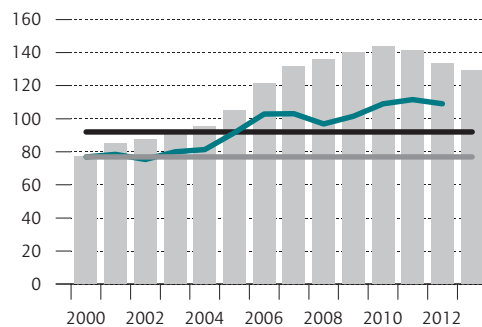
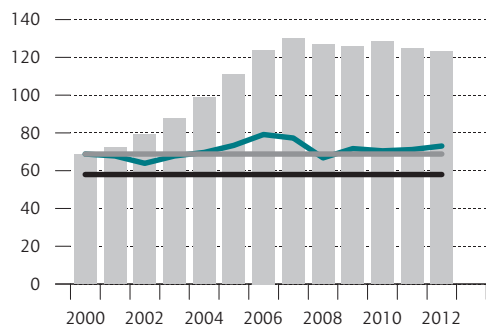
²² Vergleiche hierzu auch Dullien, S., Fichtner, F. (2012): Eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung für den Euroraum. DIW Wochenbericht Nr. 44/2012, 9–15, sowie allgemeiner Bernoth, K., Engler, P. (2012): Konjunkturelle Ausgleichszahlungen als Stabilisierungsinstrument in der Europäischen Währungsunion. DIW Wochenbericht Nr. 44/2012, 3–8.

²³ Drei gängige Grenzwerte für die Nachhaltigkeit der Schuldenquote werden hier angesetzt: (1) MIP Grenzwert (Grenzwert nach dem Kriterium der *Macroeconomic Imbalance Procedure*: Verschuldung relativ zum BIP gemäß des dritten Quartils der Verteilung von 1995 bis 2008 für die EU-27), (2) Vorkrisenwert (Jahr 2000) oder konstanter Fremdfinanzierungsgrad, das heißt, die preisbereinigten Schulden entwickeln sich parallel zu den preisbereinigten Vermögenswerten.

Abbildung 11

Verschuldung privater Haushalte und von nicht-finanziellen Unternehmen

In Prozent des verfügbaren Einkommens (Haushalte) und Prozent des BIP (Unternehmen)

Haushalte**Deutschland****Unternehmen****Italien****Spanien**

Verschuldung
 MIP Grenzwert
 Konstanter Fremdfinanzierungsgrad
 Verschuldung im Jahr 2000

Quelle: Eurostat.

© DIW Berlin 2014

Vor allem die Krisenländer haben weiterhin mit hohen Schuldenständen im Privatsektor zu kämpfen.

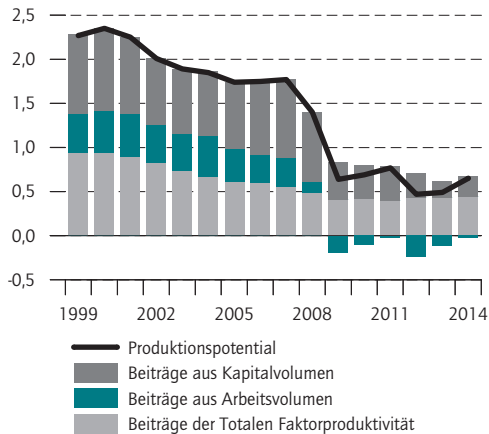
einer strukturellen Investitionsschwäche gegenüber, die zwar zum Teil mit dem aktuell hohen Grad an politischer Unsicherheit zusammenhängt, aber auch tiefere Ursachen hat. So bedarf es einer Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für Investitionen; zu denken ist etwa an eine Ko-finanzierung von Infra-

strukturinvestitionen durch private und öffentliche Träger sowie eine Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten für junge, innovative Unternehmen. Konkrete Hinweise für die Möglichkeiten, den Aufbau von Produktionskapazitäten voranzubringen, gibt der Einzelbericht zu Investitionen für Europa.

Abbildung 12

Wachstumsraten des Produktionspotentials in der Eurozone

In Prozent



Quelle: Europäische Kommission (CIRCABC).

© DIW Berlin 2014

Das Produktionspotential in der Eurozone wächst deutlich langsamer als vor der Krise.

Zusätzlich erforderlich ist die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in den Krisenländern. Bereits in den vergangenen Jahren wurden in diesem Bereich erkennbare Fortschritte gemacht. So sind die Arbeitskosten in nominaler Notierung in vielen Krisenländern im Vergleich zu den übrigen Mitgliedsländern der Währungsunion zuletzt kaum noch gestiegen und in einigen Ländern sogar deutlich gesunken (Abbildung 14).

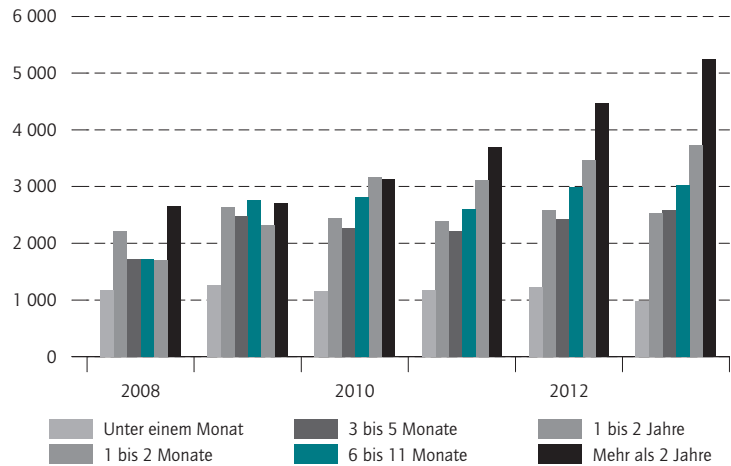
Zur Unterstützung der Wettbewerbsfähigkeit kann es sinnvoll sein, das Steuersystem aufkommensneutral gezielt so umzugestalten, dass die Produktionskosten der Unternehmen gesenkt und so die Exporttätigkeit gestärkt wird (*fiscal devaluation*). Auch künftig kann auf diese Weise dem Aufbau wirtschaftlicher Ungleichgewichte entgegengewirkt werden, vor allem wenn entsprechende Bestrebungen länderübergreifend koordiniert werden. Ein entsprechender Vorschlag wird im Einzelbericht zu fiskalischer Abwertung diskutiert.

Etwas entlastend auf die Arbeitslosigkeit in den Krisenländern dürfte sich die zuletzt gestiegene Mobilität innerhalb der Europäischen Union auswirken: Mehr und mehr Personen, die in den Krisenländern derzeit keine Aussicht auf Beschäftigung haben, migrieren in die Volkswirtschaften mit günstigeren Beschäftigungssituationen (zum Beispiel nach Deutschland). Damit dieser Stabilisierungsmechanismus – der in der Literatur

Abbildung 13

Arbeitslosigkeit nach Dauer in der Eurozone

In 1 000 Personen



Quelle: Eurostat.

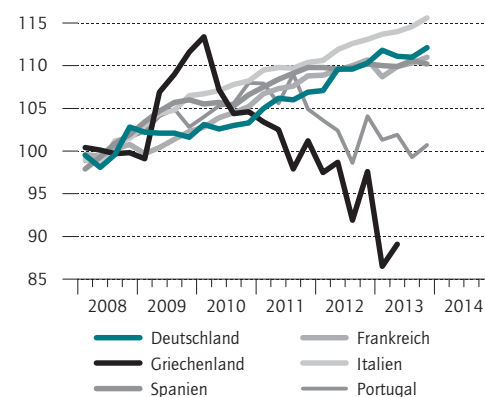
© DIW Berlin 2014

Die durchschnittliche Dauer der Arbeitslosigkeit ist stark gestiegen.

Abbildung 14

Nominale Arbeitskosten

Index (2008=100)



Quelle: Eurostat.

© DIW Berlin 2014

Die nominalen Arbeitskosten in Griechenland und Portugal haben sich zuletzt deutlich rückläufig entwickelt.

bereits seit Jahrzehnten diskutiert wird²⁴ – in Europa künftig noch stärker zum Tragen kommt, ist eine weitere Verbesserung der institutionellen und informellen

²⁴ Mundell, R. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. In: American Economic Review, Vol. 51(4), 657–665.

Tabelle

DIW-Wochenberichtsreihe zur institutionellen Neuordnung des Euroraums

Wochenbericht*	Kurztitel	Autoren
12. Juni 2014 (Nr. 24/2014)	EZB als Lender of Last Resort	Gerhard Illing und Philipp König
25. Juni 2014 (Nr. 26/2014)	Bankenunion und Bankenregulierung	Franziska Bremus und Claudia Lambert
2. Juli 2014 (Nr. 27/2014)	Investitionen für Europa	Marcel Fratzscher et al.
16. Juli 2014 (Nr. 29/2014)	Migration in der EU	Marcel Fratzscher und Nina Neubecker
3. September 2014 (Nr. 36/2014)	Gemeinschaftliche Anleihen	Philipp Engler und Christoph Große Steffen
10. September 2014 (Nr. 37/2014)	Europäische Arbeitslosenversicherung	Ferdinand Fichtner und Peter Haan
24. September (Nr. 39/2014)	Fiskalische Abwertung	Kerstin Bernoth, Patrick Burauel und Philipp Engler
24. September (Nr. 39/2014)	Sovereign-Default-Mechanismen	Christoph Große Steffen und Julian Schumacher

* Verschiebungen aus aktuellem Anlass können nicht ausgeschlossen werden.

© DIW Berlin 2014

Bedingungen für internationale Mobilität innerhalb der Europäischen Union erforderlich; entsprechende Vorschläge macht der Einzelbericht zu Migration in der EU.

Fazit und Ausblick

Ein Teufelskreis sich gegenseitig verstärkender Krisen des Bankensystems, der Staatsfinanzen und der Realwirtschaft hat im Euroraum nach 2008 zu einer schweren Rezession mit gravierenden politischen und sozialen Folgen geführt. Das Jahrhundertprojekt der europäischen Integration wurde durch die Dreifach-Krise an den Rand des Zusammenbruchs geführt.

Vorerst hat sich die Lage zwar beruhigt. Die Defizite der öffentlichen Haushalte der Krisenländer bewegen sich derzeit wieder in der Nähe der Zielmarke von drei Prozent, wenngleich vielerorts die Schuldenstände weiter steigen. Die Finanzmärkte haben sich stabilisiert. Dabei werden die weiterhin großen Probleme der europäischen Banken und Staatshaushalte jedoch derzeit wohl vor allem durch die Maßnahmen der Geldpolitik überdeckt. Die Rezession scheint überwunden, die Arbeits-

losenquoten bleiben aber in vielen Euroländern weiterhin sehr hoch.

Die Konstruktionsfehler der Währungsunion bestehen indes weiter fort. So ist beispielsweise noch immer nicht geklärt, wie Großbanken abgewickelt werden können, ohne ganze Volkswirtschaften in den Abgrund zu reißen. Auch im Bereich der Finanzpolitik sind noch nicht alle Möglichkeiten ausgeschöpft, um die nationalen Regierungen zu einer verantwortungsvollen Schuldenpolitik zu bewegen; klare Regeln für den Schuldenerlass für überschuldete Staaten wären ein Schritt in die richtige Richtung. Bei der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit werden die Chancen einer erhöhten Mobilität der Arbeitnehmer nicht hinreichend genutzt; es gilt, die institutionellen und informellen Bedingungen für Migration weiter zu verbessern. Größte Herausforderung für die nähere Zukunft wird es sein, in den Krisenländern Wachstumsmöglichkeiten zu generieren; erforderlich hierfür ist in erster Linie, dass verfügbares Investitionskapital möglichst effizient eingesetzt wird und den Kapitalstock nachhaltig erhöht.

In dieser und den kommenden Ausgaben des DIW Wochenberichts macht das DIW Berlin eine Reihe von Vorschlägen, um den institutionellen Rahmen der Europäischen Währungsunion zu reformieren und krisenfester zu gestalten (Tabelle). Die Politikvorschläge sind dabei nicht als abschließend zu begreifen; so besteht etwa im Bereich der wirtschaftspolitischen Koordinierung auch über die hier gemachten Vorschläge hinausgehender Handlungsspielraum, um die wirtschaftliche Entwicklung in den Mitgliedsländern zu verstetigen und so eine Grundlage für eine angemessene gemeinsame Geldpolitik zu schaffen. Auch bei der Neuordnung der Finanzmärkte besteht weiterer Handlungsbedarf für die europäische und internationale Wirtschaftspolitik.

Um die Europäische Währungsunion zu erhalten, sind Änderungen am institutionellen europäischen Rahmen überfällig. Die Politik sollte die derzeitige Phase relativer Ruhe nutzen, um entsprechende Reformen einzuleiten. Andernfalls ist eine neue Krise nur eine Frage der Zeit und auch ein teilweises oder komplettes Auseinanderbrechen des Euroraums nicht auszuschließen. Die wirtschaftlichen und politischen Folgen wären verheerend – nicht zuletzt für Deutschland.

Ferdinand Fichtner ist Leiter der Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin | ffichtner@diw.de

Marcel Fratzscher ist Präsident des Vorstands am DIW Berlin | president@diw.de

Maximilian Podstawski ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin | mpodstawski@diw.de

Dirk Ulbricht ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin | dulbricht@diw.de

MAKING THE EURO AREA FIT FOR THE FUTURE

Abstract: The crisis in the European currency area is not over yet. Although the situation in the financial markets is currently relatively calm, the economic crisis appears to be bottoming out in most countries. Nevertheless, fundamental design flaws in the Monetary Union continue to exist. If these are not fully addressed, it will only be a matter of time before a new crisis hits, and a partial or complete breakup of the monetary union cannot be ruled out. The economic consequences would be devastating, not least for Germany. To ensure the continued existence of the European Monetary Union, fundamental reform is required in three problem areas: the financial markets, public finances, and the real economy. In order to give the monetary union a stable founda-

tion, all problem areas must be tackled equally; otherwise, due to interactions between these fields, success in one area might be wiped out by a flare-up of the crisis elsewhere.

The present DIW Wochenbericht outlines the elements of such a strategy for the institutional restructuring of the Monetary Union. It is therefore the prelude to a series whose subsequent parts are concerned with the role of the ECB as the lender of last resort, with the banking union and bank regulation, community bonds, a European investment agenda, with migration within the EU, a European unemployment insurance, options for fiscal devaluation, and the mechanisms for sovereign bankruptcies.

JEL: E61, E44, H60, G18

Keywords: Euro crisis, Monetary union, Institutional reform, Banking crisis, Sovereign Debt crisis



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e. V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
www.diw.de
81. Jahrgang

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Dr. Kati Schindler
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Sabine Fiedler
Dr. Kurt Geppert

Redaktion

Renate Bogdanovic
Andreas Harasser
Sebastian Kollmann
Dr. Claudia Lambert
Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat

Karl Brenke
Dr. Ferdinand Fichtner
Dr. Philipp König

Textdokumentation

Manfred Schmidt

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74, 77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01806 - 14 00 50 25,
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.