

WEGE AUS DER EUROPÄISCHEN SCHULDENKRISE

Friedrich Heinemann / Mathias Jopp

Februar 2012

Inhaltsverzeichnis

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | <i>Einleitung</i> | 3 |
| 2 | <i>Zur Entstehung der makroökonomischen Ungleichgewichte</i> | 3 |
| 3 | <i>Das Potenzial der Governance in der Eurozone</i> | 5 |
| 3.1 | Euro-Plus-Pakt | 5 |
| 3.2 | Reformierter Stabilitäts- und Wachstumspakt | 6 |
| 3.3 | Die Frage des glaubwürdigen Krisenmanagements | 6 |
| 4 | <i>Nutzungspotenzial des EU-Budgets</i> | 7 |
| 5 | <i>Die Debatte um die Transferunion</i> | 8 |
| 5.1 | Rechtliche Legitimation | 8 |
| 5.2 | Finanzwissenschaftliche Bewertung | 9 |
| 5.3 | Sicherung gegen multiple Gleichgewichte | 10 |
| 5.4 | Moral Hazard | 10 |
| 6 | <i>Stabilisierung durch Fiscal Federalism</i> | 11 |
| 7 | <i>Zwischenfazit</i> | 13 |
| 8 | <i>Die weiteren Schritte</i> | 14 |
| 8.1 | Strengere fiskalische Governance | 14 |
| 8.2 | Verschärfte Eigenkapitalvorschriften | 16 |
| 8.3 | Ausbau EFSF/ESM, Eurobonds | 17 |
| 8.4 | Neuer EU-Finanzrahmen 2014-2020, „europäischer Marshallplan“ | 18 |
| 9 | <i>Schlussbemerkung</i> | 19 |
| | <i>Literaturverzeichnis</i> | 20 |

1 Einleitung

Wie konnten die Ungleichgewichte entstehen, die zur europäischen Schuldenkrise geführt haben? Wie lassen sie sich überwinden und für die Zukunft vermeiden? Welche Lehren lassen sich aus den Erfahrungen anderer Währungsräume ziehen? Diese Fragen stehen im Mittelpunkt dieses Papiers.¹ Die Analyse mündet in Überlegungen, inwieweit der gegenwärtigen Problemlage Konstruktionsfehler der Währungsunion zu Grunde liegen und wie diese korrigiert werden könnten. Neuen Formen der Governance, dem Nutzungspotential des EU-Haushalts und möglichen neuen Transfersystemen kommt eine besondere Aufmerksamkeit zu.

2 Zur Entstehung der makroökonomischen Ungleichgewichte

Um die Überlegungen auf einer fundierten Ursachenanalyse aufzubauen, ist zunächst die Vorgeschichte der europäischen Schuldenkrise aufzuarbeiten. Ausgangspunkt dieser Analyse ist die Einsicht, dass die bedrohlich hohen Schuldenstände Ausdruck von langjährigen ökonomischen Ungleichgewichten sind, die sich vor allem in stark defizitären Leistungsbilanzsalden gezeigt haben. Während sich die Leistungsbilanz der Eurozone mit dem Rest der Welt seit Beginn der Währungsunion weitgehend ausgeglichen entwickelt hat, sind die internen Salden seit Euro-Einführung stark angestiegen. Am Vorabend der Finanzkrise wurden in der Euro-Peripherie schon Defizite von zehn Prozent des nationalen BIP festgestellt.

Bei der Bewertung solcher hoher Defizite ist die Unterscheidung zwischen „guten“ und „schlechten“ Defiziten nicht einfach. Im günstigen Fall spiegelt das Leistungsbilanzdefizit die hohe Wachstumsperspektive eines Landes im Aufholprozess (Catching up) wider. Weil dieses Wachstum nicht alleine aus interner Ersparnis finanziert werden kann, importiert das Land zur Finanzierung seiner Investitionen über eine negative Leistungsbilanz Kapital. Mit diesem

¹ Das Papier hat von der Diskussion mit den folgenden Experten profitiert, bei denen wir uns herzlich für viele inhaltliche Anregungen bedanken: Ansgar Belke, Rolf Caesar, Christian Dreger, Daniel Gros, Ulrich Haede, Wim Kösters und Michael Kreile. Alle Fehler und Unzulänglichkeiten liegen alleine in der Verantwortung der beiden Autoren.

„guten“ Defizit ist die betreffende Ökonomie in der Lage, die (private oder öffentliche) Auslandsschuld aus den wachsenden Exporterlösen zu finanzieren. Im „schlechten“ Fall ist die defizitäre Leistungsbilanz hingegen Ausdruck einer geringen Wettbewerbsfähigkeit und damit ein Problemindikator. Zu hohe Defizite gefährden die Solvenz dieser Ökonomie, weil der wachsenden Auslandsverschuldung keine wachsende Exportfähigkeit entspricht. In einer ökonometrischen Analyse betrachten Belke und Dreger (2011), welche der beiden Sichtweisen im Fall der Eurozone überzeugender ist. Für ein Panel von elf Euro-Staaten untersuchen die Autoren für den Zeitraum 1982 bis 2010, ob die „gute“ oder „schlechte“ Erklärung einen höheren empirischen Gehalt hat. Im Ergebnis zeigt sich, dass insbesondere nach 1999 und im Fall der Defizitländer die Catching-up-Theorie nicht gut belegt werden kann, dass also Defizite vorliegen, die eher auf eine Zunahme der Auslandsverschuldung hindeuten.

Eine höhere Produktivität und die damit einher gehende Absenkung von Lohnstückkosten hätte kaum hohe Leistungsbilanzdefizite der Krisenstaaten verhindern können (vgl. auch im Folgenden Gros, 2011). Die nähere Betrachtung der Daten zeigt, dass weniger eine schwache Exportperformance als vielmehr der kreditfinanzierte Importboom diese Volkswirtschaften tief ins Defizit gebracht hat. Wirklich Problem verursachend war somit der Boom der Binnennachfrage, der durch hohe Kapitalimporte in der Folge der Zinskonvergenz und nach Einführung des Euro im Zuge des globalen Kreditbooms angeheizt wurde. In Spanien und Irland war die Immobilienpreis-Bubble und die Aufblähung der Bauwirtschaft ein wichtiger Teil dieser Fehlentwicklung. Der hohe Lohnanstieg und die steigenden Lohnstückkosten waren dabei eher eine Folge der Bubble-Ökonomie als ihre Ursache. Unzutreffend ist die Boulevard-Sicht von den „faulen Südeuropäern“. Betrachtet man objektive Indikatoren wie etwa Arbeitszeiten oder das effektive Renteneintrittsalter, dann erweisen sich die Daten für die Krisenländer keineswegs als besonders großzügig.

Temporäre Ungleichgewichte sind in der jüngeren Vergangenheit der OECD-Staaten nichts Ungewöhnliches. Auch die Situation Deutschlands am Ende des Wiedervereinigungs-Booms lässt sich ähnlich interpretieren. Im Gegensatz zu den heutigen europäischen Krisenstaaten bestand in Deutschland in den frühen 1990ern allerdings kein kritischer Verschuldungsüberhang. Somit konnten zeitaufwändige Anpassungsprozesse, die über eine jahrelange Stagnation der Binnennachfrage verliefen, abgewartet werden, die erst nach einem Jahrzehnt eine eindrucksvolle Besserung erbracht haben. Strukturreformen verlaufen ebenfalls oftmals langwierig, weil Pfadabhängigkeiten und starkes Beharrungsvermögen von Institutionen nur langsam überwindbar sind.

Typischerweise gehen allerdings von Zahlungsbilanz- und Schuldenkrisen wichtige Reformimpulse aus: Dies war beispielsweise für Italien in den Zahlungsbilanzkrisen von 1974 und 1977 sowie in der Lira-Krise von 1992 zu beobachten und nun eben auch wieder im Sommer 2011, als das Land aufgrund des Drucks am Anleihemarkt schnelle, wenn auch nicht ausreichende Konsolidierungsschritte eingeleitet hat. Sogar in einem institutionellen Umfeld mit vielen Vetospielern kann eine Krise somit Anpassungen in Gang setzen.

Staaten wie Griechenland, Irland und Portugal werden ihre Leistungsbilanzdefizite nun über eine starke Kontraktion der Binnennachfrage verringern müssen. Allerdings werden alle Aussichten auf eine damit einher gehende ökonomische Gesundung durch die hohe Verschuldung gefährdet.

3 Das Potenzial der Governance in der Eurozone

3.1 Euro-Plus-Pakt

Die vorausgegangene makroökonomische Analyse hat unmittelbare Relevanz für die Bewertung einiger neuer Governance-Ansätze in der Eurozone. So ergibt sich daraus eine wenig zuversichtliche Bewertung des Euro-Plus-Pakts: Dieser Pakt, der etwa durch Vorgaben für wettbewerbsfähige Lohnstückkosten Ungleichgewichte verhindern will, fußt auf falschen Annahmen und kann kreditfinanzierte Konsumbooms mit ihren Ungleichgewichten nicht verhindern (Gros, 2011).

Das Risiko besteht sogar, dass Reform-Vorreiter gebremst werden, weil sie ihre Maßnahmen mit anderen abstimmen müssen. Relativiert werden diese Sorgen allerdings durch Zweifel, inwieweit der Euro-Plus-Pakt überhaupt echte neue Restriktionen mit sich bringt. Er stellt zum Teil eine überflüssige Parallelstruktur zu bereits bestehenden Berichtspflichten dar, was in der intergouvernementalen Zusammenarbeit kaum substanzielle Impulse für die nationale Politik ausüben dürfte.

3.2 Reformierter Stabilitäts- und Wachstumspakt

Deutlich positiver sind die jüngsten Reformen am Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) zu bewerten.² Der Pakt verfügt nun über eine deutlich gestärkte präventive Komponente, die Haushaltsdefizite und Schuldenstände mit einbezieht. Begrüßenswert sind bei Defizitsündern schnellere und halbautomatische Sanktionen, die durch eine „umgekehrte Mehrheit“ schwerer aufzuhalten sind. Außerdem ist nun bei einer Verschuldung von über 60% des Bruttoinlandsprodukts ein Abbau des Schuldenüberhangs von jährlich 1/20 vorgesehen. Die Schwäche allerdings besteht fort, dass der Europäische Rat auch in der Vergangenheit keine harten Entscheidungen getroffen hat und weiterhin bei der Feststellung eines übermäßigen Defizits oder unzureichenden Schuldenabbaus eine Schlüsselrolle im SWP-Verfahren einnimmt (vgl. dazu auch unten 8.1).

3.3 Die Frage des glaubwürdigen Krisenmanagements

Negativ überlagert wurden die seit 2010 gemachten Versuche zur Verbesserung der Governance in der Eurozone durch den unklaren Kurs der Eurogruppe im Verlauf der Schuldenkrise. Das Krisenmanagement war durch immer neue diskretionäre Entscheidungen gekennzeichnet gewesen, welche die Krise nicht ursachenadäquat bekämpft haben. Zusagen wie etwa die, die finanziellen Stabilisierungsmittel „strikt“ auf drei Jahre zu begrenzen, wurden nicht eingehalten. Diese Politik hat die Finanzmärkte zusätzlich verunsichert und die Bildung sicherer Erwartungen verhindert. Der damit einhergehende Reputationsschaden ist eine Hypothek für die Versuche, die Euro-Governance zu verbessern.

Im Zentrum des politischen Glaubwürdigkeitsproblems steht die Behandlung Griechenlands „mit dem falschen Medikament“. Das Land, obwohl ein eindeutiger Fall einer Insolvenz, wurde lange so behandelt, als ob es lediglich um ein Liquiditätsproblem gehe. Alle Anzeichen deuteten jedoch auf die Notwendigkeit einer Umschuldung mit Gläubigerbeteiligung hin. Erst die Wende hin zu einem glaubwürdigen Lösungsansatz für das Griechenland-Problem verschafft der Politik und damit künftigen Governance-Innovationen wieder mehr Reputation.

² S. hierzu die Annahme der Rechtsakte für das sog. „Sixpack“ durch die EU-Organe am 8. und 16. November 2011: Verordnungen des Europäischen Parlaments und des Rates 1173-1177/2011, Amtsblatt der EU, L 306/1-40 sowie Richtlinie des Rates 2011/85/EU, L 306/41-47 vom 23.11.2011.

4 Nutzungspotenzial des EU-Budgets

Dass eine Lösung für das Überschuldungsproblem Vorbedingung für weiter gehende Strategien darstellt, zeigt sich auch bei Überlegungen hinsichtlich eines potenziellen Lösungsbeitrags durch das EU-Budget: Der EU-Haushalt ist quantitativ nicht annähernd in der Lage, für ein Land wie Griechenland das schuldenbedingte Problem massiver Kapitalabflüsse zu lösen.

Ohnehin werden die Möglichkeiten der aus dem EU-Haushalt finanzierten Kohäsionspolitik überschätzt. Zum einen gehen von anderen Politiken möglicherweise sogar wichtigere Impulse für Konvergenz aus. Positiv sind hier Reformanstöße durch europäisches Recht zu nennen, die Marktverkrustungen und Besitzstandsdenken aufbrechen. Negativ schlagen Subventionspolitiken wie die Gemeinsame Agrarpolitik zu Buche, die insbesondere in Staaten mit einem vergleichsweise hohen Agraranteil (Griechenland gehört dazu) den Strukturwandel bremsen und das Potenzialwachstum verringern. Zum anderen ist die Evidenz zur Wirksamkeit der bisherigen Kohäsionspolitik gemischt. Regelmäßig leiden angebliche „Beweise“ einer hohen Wirksamkeit an fehlender Unabhängigkeit der Gutachter oder wenig überzeugenden Standards der verwendeten Evaluationsmethoden. Fundierte ökonometrische Studien deuten darauf hin, dass die kohäsionspolitischen Transfers nur dann wirksam sind, wenn die Empfängerländer und -regionen über leistungsfähige administrative Strukturen verfügen (Heinemann et al., 2009).

Die Bedeutung der institutionellen und administrativen Nebenbedingungen für erfolgreiche Strategien zur Konvergenz und zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen wird auch mit Blick auf Italien deutlich. Vorbedingungen zur Bekämpfung der italienischen Wachstumsschwäche sind u.a.: eine Reform der Zivilgerichtsbarkeit, mehr Wettbewerb im Dienstleistungsbereich, ein ausreichend finanziertes Universitäts- und Forschungssystem, die Überwindung der Arbeitsmarktsegmentierung zu Lasten der Jugendlichen, die Stimulierung der Frauenerwerbstätigkeit und eine stärkere Dezentralisierung der Arbeitsbeziehungen.

Für die Fortentwicklung der Kohäsionspolitik im nächsten Finanzrahmen der Jahre 2014-2020 stellt sich die Frage, inwieweit die Zahlungen stärker an finanzpolitische Bedingungen geknüpft werden können. Auf diese Weise ließen sich neue Sanktionen für zu hohe Defizite installieren. Bei näherer Betrachtung hat diese Art der Konditionalität allerdings wenig Aussicht auf Glaubwürdigkeit: Erstens wurden bereits bestehende Möglichkeiten einer solchen Konditionalität im Kohäsionsfonds in der Vergangenheit nicht genutzt. Zweitens käme es zu einer politisch kaum akzeptablen Asymmetrie: Reichere Staaten mit geringen Kohäsionsmitteln hätten weniger zu befürchten als ärmere Staaten. Und drittens würden

schuldenbedingte Einschnitte in langfristige EU-Investitionsprogramme frühere Investitionen entwerten. Ein zeitweiliges Aussetzen oder eine Verringerung des Kofinanzierungsanteils mag als „Brandhilfe“ zum Abrufen von vorgesehenen Mitteln für regional- und strukturpolitische Projekte sinnvoll sein, um deren Stillstand oder „Aus“ im Sinne einer Überbrückungsmaßnahme zu verhindern. Direkte Transfers vom EU-Budget in Analogie zu den Transfers der amerikanischen Bundesregierung (von Hagen, 1992) sind jedoch über kurzfristige Effekte hinaus wenig geeignet, Wettbewerbsunterschiede längerfristig auszugleichen. Sie müssten ohnehin nach einem wohl überlegten „Targeting“ und unter zentralisierter Kontrolle erfolgen.

5 Die Debatte um die Transferunion

Auch wenn die EU im Hinblick auf die zuvor analysierte Kohäsionspolitik bereits eine Art von „Transferunion“ ist, hat die Errichtung der neuen Kreditfazilitäten (Erstes Griechenlandpaket, EFSF, EFSM) und die geplante primärrechtliche Verankerung des dauerhaften Krisenmechanismus ESM die Debatte um die Transferunion befeuert.

5.1 Rechtliche Legitimation

Europarechtlich können die bisherigen Maßnahmen legitimiert werden, auch wenn das Spannungsverhältnis zu den eigentlichen Zielen der Maastrichter Währungsverfassung (Stichworte: nationale Eigenverantwortung für öffentliche Verschuldung, No-Bailout-Klausel) offenkundig ist.

Die europarechtlichen Legitimationen verlaufen im Einzelnen folgendermaßen (Häde, 2010a; Häde, 2010b; Häde, 2011a): Der EFSM³ gründet sich auf Art. 122 Abs. 2 AEUV, der finanzielle Hilfen für unverschuldet in Not geratene Mitgliedstaaten erlaubt. Hier lässt sich weiterhin argumentieren, dass die derzeitige Krise in ihrer akuten Zuspitzung zumindest nicht

³ Der „European Financial Stabilisation Mechanism“ (EFSM) ist ein Krisenfinanzierungsprogramm der EU-Kommission, über das bis zu 60 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt werden können, die über das EU-Budget verbürgt sind. Der EFSM hat ein AAA-Rating und wickelte bislang vor allem einen Teil der Hilfsprogramme für Irland und Portugal ab.

vollständig in der Verantwortung der betreffenden Staaten liegt. Die EFSF (European Financial Stability Facility) wurde außerhalb der EU durch die Euro-Staaten gegründet und verletzt den Haftungsausschluss der EU und ihrer Mitgliedstaaten (Art. 125 AEUV) deshalb nicht, weil die Mitgliedstaaten freiwillig einander beistehen dürfen, wenn die eigene Wirtschaft und die Finanzstabilität vor erheblichen Gefahren geschützt werden muss. Der anvisierte neue Art. 136 Abs. 3 AEUV, der nach der Ratifizierung der einfachen Vertragsänderung ab Januar 2013 gültig ist, wäre rechtlich nicht zwingend notwendig. Er ist aber hilfreich, weil er das Recht der Mitgliedstaaten, außerhalb der EU einen dauerhaften Krisenbewältigungsmechanismus zu errichten, klarstellt. Die Verschärfungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts sind demgegenüber rechtlich nicht ganz unproblematisch, soweit es um von Art. 126 AEUV abweichende Sanktionen und Verfahren geht (Häde, 2011b). Solche Verfahren bedürfen eigentlich der Vertragsänderung, da der Art. 136 Abs. 1 AEUV als Rechtsgrundlage nicht ausreicht.

Aus Sicht des deutschen Verfassungsrechts sind Notmaßnahmen solange zu legitimieren, solange damit keine Abkehr vom Konzept der Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft verbunden ist. Auch unter dem Gesichtspunkt des Grundrechtsschutzes hat das Bundesverfassungsgericht in seinem Urteil zum Griechenlandrettungsschirm keine strikten Grenzen gezogen, allerdings zusätzliche Anforderungen im Hinblick auf die Beteiligung des Bundestages formuliert.⁴

5.2 Finanzwissenschaftliche Bewertung

Die Bewertung der neuen Kreditmechanismen aus ökonomischer Sicht ist hingegen komplizierter als die aus rechtlicher Sicht. Diagnostizieren lässt sich zunächst einmal das Wesen der neuen Kreditfazilitäten mit einem verdeckten Transferelement, das über nicht risikoadäquate Zinsen verläuft: Die Kreditgeber bzw. Garanten geben sich in den Rettungsmechanismen mit Zinsaufschlägen zufrieden, welche eine unzureichende Kompensation für das substantielle Ausfallrisiko darstellen. Insofern ist die Transferunion heute bereits Realität. Unterzieht man auf dieser Basis Finanztransfers in der Währungsunion einer umfassenden Analyse im Licht der „Musgraveschen Triade“ (Allokative Effizienz, Distribution und Stabilisierung, Musgrave, 1959), so lässt sich über keine dieser drei Begründungsversuche eine überzeugende Rechtfertigung finden. Politökonomisch könnten

⁴ S. Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 7.9.2011: BVerfG, 2 BvR 987/10.

Finanztransfers zwar ein Instrument des politischen Interessenausgleichs zwischen Integrationsgewinnern und -verlierern darstellen. Aber auch dieses Begründungsmuster ist wenig überzeugend, weil die heute begünstigten Staaten keineswegs als Verlierer der Integration klassifiziert werden können.

5.3 Sicherung gegen multiple Gleichgewichte

Andere Ökonomen bewerten allerdings die Kreditmechanismen in einem günstigeren Licht. De Grauwe (2011) verweist auf die besondere Fragilität innerhalb einer Währungsunion. Deren Mitglieder verschulden sich in einer Währung, die sie selber nicht mehr kontrollieren können. Das macht die Mitglieder per se verletzlicher für Vertrauenskrisen. „Multiple Gleichgewichte“ sind daher eine reale Gefahr. Im „Guten“ kann ein Staat seine Anleihen erfolgreich begeben und genießt das Vertrauen der Märkte. Im „Schlechten“ kommt es hingegen zur „self-fulfilling prophecy“: Das Misstrauen der Märkte gegenüber einem Staat im Hinblick auf dessen künftige Zahlungsfähigkeit kann sich selber erfüllen und eine akute Liquiditätskrise auslösen. Auch solvente Staaten, die also langfristig über die ökonomische Substanz zur Bedienung ihrer Staatsschuld verfügen, können in ein solch schlechtes Gleichgewicht geraten. Hier liegt die ökonomische Begründung für Kreditfazilitäten zur Notfallkreditgewährung. Umfassende Fazilitäten können helfen, die „schlechten Gleichgewichte“ zu verhindern.

Inwieweit aus dem Argument der multiplen Gleichgewichte Notfallkredite stets legitimierbar sind, ist freilich strittig. So besteht in Bezug auf Griechenland unter etlichen Ökonomen weitgehend Einigkeit darüber, dass dieses Land mit seinem gegenwärtigen Schuldenstand tatsächlich insolvent ist und nicht lediglich Opfer einer sich selber erfüllenden Prophezeiung. Damit ist das Durchfinanzieren durch immer neue Kreditlinien zumindest ohne Schuldenschnitt für Griechenland in keinem Fall eine längerfristig überzeugende Lösung.

5.4 Moral Hazard

Das „Moral Hazard-Problem“, wonach großzügige Kredite Fehlanreize und fiskalischen Schlendrian auslösen, ist eines der wichtigsten Argumente gegen großzügige Fazilitäten. Hier ist allerdings zu unterscheiden zwischen den Moral Hazard-Effekten für Kreditnehmer und Kreditgeber sowie zwischen kurz- und langfristiger Betrachtung. So ist kaum davon auszugehen, dass der Gang unter den Rettungsschirm für Regierungen in irgendeiner Weise eine kurzfristig attraktive Option ist. Mit einem solchen Schritt sind hohe politische Kosten

und ein umfassender Autonomieverlust verbunden. Insofern sollte hier kurzfristig kaum ein großes Moral Hazard-Problem existieren. Allerdings ist sehr wohl von einem längerfristigen Moral Hazard-Problem für die Kreditgeber auszugehen. Diese werden tendenziell leichte Kredite auch an höher verschuldete Staaten vergeben, wenn umfangreiche Notfallkreditlinien existieren. Insofern können großzügige und unlimitierte Kreditfazilitäten die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Überschuldungsprobleme erhöhen, weil sie Finanzierungsrestriktionen abmildern.

Insgesamt wird die Betonung der Moral Hazard-Problematik von der Frage beeinflusst, inwieweit den Anleihemärkten ein Mindestmaß an Rationalität zugebilligt wird. Ökonomen, welche den Märkten kaum Rationalität zubilligen und eine stochastische Abfolge von „Booms and Busts“ sehen, sprechen sich eher für weitgehende oder sogar unbegrenzte Kreditlinien aus.⁵ Ökonomen hingegen, die bei aller Marktvolatilität dennoch einen Zusammenhang zwischen Fundamentaldaten und Anleihebewertung sehen, sind sehr viel vorsichtiger. Sie betonen das Potenzial der Marktdisziplin und verweisen darauf, dass steigende Risikoprämien nun endlich zu durchgreifenden Konsolidierungsbemühungen geführt haben. Damit habe der Druck der Märkte etwas vollbracht, woran alle Versuche der politischen Überwachung nationaler Budgetpolitik in der Währungsunion ein ganzes Jahrzehnt lang gescheitert seien.

6 Stabilisierung durch Fiscal Federalism

Der Blick in eine außereuropäische Währungsunion, die der USA, bietet wenig Argumente dafür, dass ein hohes Maß an fiskalischen Transfers wirklich entscheidend für die Funktionsfähigkeit einer Währungsunion ist. So ist z.B. in den USA keinesfalls eine geringere konjunkturelle Divergenz als im Euroraum gegeben (Dreger, 2011). Auch in den USA haben regionale Schocks zu- und die Bedeutung überregionaler Konjunkturfaktoren abgenommen. Insofern sind Wachstumsdivergenzen kein spezifisches Charakteristikum der Europäischen Währungsunion. Allerdings sind die Wachstums-Rankings der US-Regionen weniger persistent als die der Euro-Staaten: In den USA hat eine Region, die in einer Periode die rote

⁵ S. hierzu exemplarisch das Interview mit Daniel Gros, Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 184, 10. August 2011, S. 10.

Wachstums-Laterne trägt, somit eher die Chance, schon bald wieder vorne in der Wachstumsliga mitzuspielen.

Es gibt zudem verschiedene Ausgleichsmechanismen für Konjunktur-Asymmetrien in den beiden Währungsräumen. Die USD-Zone profitiert stark von einer hohen Mobilität der Arbeitnehmer: Zu- und Fortzüge summieren sich für die amerikanischen Bundesstaaten jährlich auf durchschnittlich 20 Prozent der Bevölkerung. In Europa werden im Vergleich dazu viel geringere Mobilitätsraten gemessen: Sogar auf Ebene der deutschen Bundesländer liegt die Mobilitätsquote mit einer Größenordnung von 5 Prozent schon weit unter der US-amerikanischen Quote (Dreger, 2011).

Hingegen verfügt auch das US-System nicht über einen konjunkturell nennenswert stabilisierenden Finanzausgleich. Im amerikanischen Föderalsystem dominieren vertikale zweckgebundene Transfers. Diese verstärken jedoch eher die fiskalischen Diskrepanzen zwischen den Bundesstaaten, weil Zuwendungen und Pro-Kopf-Einkommen positiv korreliert sind. Auch landesweite Sozialprogramme wie Medicaid führen nicht zur Angleichung der verfügbaren Einkommen auf Staatenebene, weil die Bundesstaaten substantielle Eigenanteile zu leisten haben.

Die Analyse bestätigt die Befunde früherer Untersuchungen zur fiskalischen Stabilisierung in den USA (von Hagen, 1992): Diese findet am ehesten über die Besteuerung durch die Bundesebene statt, während Transfers im Vergleich dazu eine allenfalls sehr geringe Rolle spielen. Nach der (bereits von Beginn der 1990er Jahre stammenden) Analyse von von Hagen federt das föderale Steuersystem gerade einmal acht Prozent einer regionalen Einkommensschwankung ab, wohingegen Transfers sogar nur eine marginale Abfederung von zwei Prozent bewirken.

Wenn sogar die US-Währungsunion nur in geringem Maße durch Transfers gegen regionale Divergenzen abgesichert wird, dürfte dies umso weniger für die Eurozone eine realistische Option darstellen. Hier mögen die Kalkulationen von Konrad und Zschäpitz (2011) sehr illustrativ sein. Diese beziffern den Transferbedarf, der sich ergeben würde, wenn die EU-Staaten die Unterschiede in den öffentlichen Einnahmen pro Kopf um 50 Prozent einebnen würden, mit etwa 445 Mrd. Euro jährlich. Eine solche europäische Transferunion wäre nach Einschätzung der Autoren politisch kaum vorstellbar und ökonomisch problematisch. In Europa sind schon weit geringere Transfers, die über die Nettosalen mit dem EU-Haushalt verlaufen, stark umstritten. Von einer Transferunion in der oben genannten Größenordnung würden zudem negative Anreizeffekte ausgehen, wie das Beispiel des deutschen Föderalismus zeigt.

Allerdings existieren auch Optionen für Ausgleichssysteme, die sich auf einen inhaltlich klar abgegrenzten Politikbereich beziehen würden. Zu denken ist etwa an einen gesamteuropäischen Ansatz der Bankenrettung. Wäre die Bankenrettung europäisiert, wäre beispielsweise Irland überhaupt nicht in eine Schuldenkrise geraten, weil der sprunghafte Anstieg der irischen Staatsschuld in erster Linie durch die Rekapitalisierung der irischen Banken verursacht wurde. Inwieweit allerdings selbst solche begrenzten Schritte in Richtung gesamteuropäischer Ausgleichssysteme politische Akzeptanz finden, bleibt offen.

7 Zwischenfazit

Diese Überlegungen und Analysen lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

Ursachenanalyse: Die Euro-Schuldenkrise, die durch die internationale Finanzkrise verschärft wurde, hat bei Ländern wie Griechenland, Portugal und Spanien ihre ökonomischen Ursachen in gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten, die mit nicht nachhaltigen Leistungsbilanzdefiziten einhergingen. Bei Irland liegt der Fall anders, hier kommt der Finanz- und Bankenkrise eine zentrale Kausalität zu.

Priorität einer durchgreifenden Entschuldung: Zumindest Griechenland muss als überschuldet betrachtet werden. Hier können politische Maßnahmen und marktgetriebene Anpassungsinstrumente ihr Potenzial dann entfalten, wenn es zuvor zu einer durchgreifenden Verringerung der Schuldenlast kommt. Erst ein solcher Schritt kann auch dazu beitragen, die Glaubwürdigkeit der europäischen Krisen-Strategie wiederherzustellen und die Erwartungen der Marktteilnehmer zu stabilisieren.

Risiken der Transferunion: Mit den neuen Kreditfazilitäten gehen Transferelemente einher⁶, die umso höher sind, je stärker die Verzinsung (implizit) subventioniert wird. Diese Kreditlinien mögen rechtlich abgesichert sein, sie bringen aber politische und ökonomische Risiken mit sich. Politisch zeichnet sich eine Akzeptanzkrise der europäischen Integration in Geber- sowie Empfängerländern ab. Und in ökonomischer Hinsicht lehrt die Erfahrung mit

⁶ Das Institut der deutschen Wirtschaft (IW) hat jüngst sogar die These von Deutschland als Krisengewinnler formuliert. Demnach müsse der Bund für die emittierten Anleihen der letzten 3 Jahre voraussichtlich 45 Mrd. Euro weniger an Zinsen zahlen. Siehe: IW: Vom Glück der billigen Schulden, Köln, 25.1.2012 und Spiegel-Online vom 25.01.2012.

großzügigen Transfersystemen, dass diese Divergenzen zementieren können, weil notwendige Anpassungen unterbleiben.

Priorität für administrative und institutionelle Reformen: Alle Transfervarianten (sowohl die über das EU-Budget verlaufenden als auch die über die neuen Kreditfazilitäten) sollten in Zukunft viel stärker die institutionellen und administrativen Schwächen der Empfängerländer und -regionen adressieren. Transfers an Empfänger mit schwachen Institutionen führen leicht zu Fehlallokationen und Ressourcenvergeudung.

Zeitlicher Horizont der Anpassungen: Fundamentale Ungleichgewichte wie die heute innerhalb der Eurozone existierenden sind überwindbar. Insbesondere tragen eine Dämpfung der Binnennachfrage und funktionsfähige Märkte mit flexiblen Preise und Reallöhnen zur notwendigen Anpassung bei. Alle Erfahrung lehrt allerdings, dass kurzfristig kaum eine „Heilung“ zu erwarten ist, sondern die Anpassungszeiträume langwierig sind und ein Jahrzehnt oder mehr umfassen können.

Prävention: Die Überwachung von Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit (Ansatz des Euro-Plus-Pakts) bietet keine Gewähr gegen neue Ungleichgewichte in der Zukunft, weil Leistungsbilanzdefizite stark durch spekulative Kapitalzuflüsse im Kontext von Boom-Phasen getrieben werden. Vorrangig bleibt es, das Finanz- und Bankensystem robuster gegen plötzliche Korrekturen zu machen und auch in ökonomisch guten Zeiten eine vorsichtige Verschuldungspolitik durchzusetzen.

8 Die weiteren Schritte

8.1 Strengere fiskalische Governance

Es gibt einen großen Konsens in der gegenwärtigen Reformdiskussion, dass die fiskalische Governance in Europa weiter verbessert und in ihrer die Schulden begrenzenden Verbindlichkeit gestärkt werden muss. Dabei sind nationale Regeln und europäische Vorgaben gleichermaßen von Bedeutung. So zeigt eine wachsende Literatur (siehe Heinemann et al., 2011), dass Staaten ihre Finanzierungsbedingungen durch glaubwürdige numerische Fiskalregeln verbessern können. Besonders wirksam sind demnach verfassungsrechtlich abgesicherte Saldenregeln, welche verfassungsfeste Obergrenzen für die Neuverschuldung definieren. Sogar vor Ausbruch der Schuldenkrise sind signifikante zinsenkende Wirkungen solcher Regeln nachweisbar (in Europa in einer Größenordnung von

20 Basispunkten). Bei ansonsten ähnlichen Bedingungen im Hinblick auf die Verschuldungssituation wird ein Land mit glaubwürdigen Fiskalregeln an den Anleihemärkten durch einen Abschlag auf die Risikoprämie „belohnt“. Weil diese Wirkungen empirisch sogar in einer Ära nachweisbar waren, in welcher die Zinsdifferenzen zwischen den Euro-Staaten minimal waren, könnten sie sich bei den heutigen Zinsspreizungen vermutlich deutlich höher einstellen. Insofern ist es begrüßenswert, dass nun die neue EU-Richtlinie zu den Anforderungen an den haushaltspolitischen Rahmen der Mitgliedstaaten (Richtlinie 2011/85/EU) Anstöße für neue nationale Regeln gibt und der ausgehandelte Fiskalpakt (Vertrag 2012, Art. 3), der am 1. Januar 2013 in Kraft treten soll, zu wirksamen Verpflichtungen auf nationale Schuldenbremsen führt.

Diese Schritte gehen in die richtige Richtung, denn das Problem nationaler Regeln besteht darin, dass gesetzliche oder verfassungsrechtliche Schuldenbremsen alleine kaum wirksam sein dürften, wenn sie in einem Umfeld schwacher Fiskalinstitutionen und einer fehlenden Stabilitätskultur etabliert werden. Nur externe (europäische) verbindliche Schuldengrenzen können einem Land neue Glaubwürdigkeit verleihen, dem aufgrund fehlender Stabilitäts-Historie an den Kapitalmärkten auch dann Misstrauen entgegen gebracht wird, wenn sich das Land neue Gesetzes- oder Verfassungsregeln gibt. So zeigt jüngste Forschung (Heinemann et al., 2011), dass Fiskalregeln von den Ratingagenturen weniger stark in die Bonitätsbewertung einbezogen werden. Zwar findet durch die Agenturen eine qualitative Einschätzung statt; diese ist jedoch vor allem von der Interaktion der Fiskalregel mit der generellen fiskalischen und politischen Situation eines Landes und der bestehenden fiskalischen Kultur (z.B. der Stabilitätspräferenzen) abhängig. Vor allem der langfristigen Glaubwürdigkeit einer Fiskalregel wird in diesem Kontext eine große Bedeutung zugewiesen. Von daher stützen Präzisierungen der europäischen fiskalischen Governance das Glaubwürdigkeitsumfeld.

Im Hinblick auf die erfolgten Reformen des Stabilitäts- und Wachstumspakts im Rahmen des sog. Sixpack⁷ ist der Sicht von Schuknecht et al. (2011) zuzustimmen, dass es hier nicht zum eigentlich notwendigen „Quantensprung“ gekommen ist, der umfassende Lehren aus den Misserfolgen der bisherigen Euro-Ära zieht. Im Einzelnen ist hier mit Recht folgendes zu kritisieren: Nach wie vor ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt durch erheblichen Interpretationsspielraum gekennzeichnet, unabhängige nationale und europäische Fiskalaufsichtsbehörden wurden nicht etabliert und nach wie vor ist die Unabhängigkeit und Zuverlässigkeit der nationalen Statistikbehörden nicht angemessen abgesichert (Schuknecht et

⁷ S. Anm. 2.

al., 2011). Diese Punkte werden auch durch eine Übernahme der schärferen Mechanismen und Vorschriften des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt in den Vertrag zwischen den Euro-Staaten nicht gelöst, wenngleich die Glaubwürdigkeit der nationalen Fiskalregeln, wie oben erwähnt, durch ein entsprechendes externes Umfeld erhöht wird.

Selbst strenge fiskalische Governance-Regeln werden nicht ausreichen, um in Zukunft Schuldenkrisen zuverlässig zu vermeiden. Fiskalische Entwicklungen sind zum Teil Symptome tiefer liegender ökonomischer Ungleichgewichte. Ein in seiner öffentlichen Verschuldung jahrelang „unverdächtiges“ Land wie Irland konnte durch den boomartigen Anstieg der privaten Verschuldung plötzlich in eine Schuldenkrise geraten. Wenn künftig Schuldenkrisen vermieden werden sollen, bedarf es weiterer flankierender Maßnahmen.

8.2 Verschärfte Eigenkapitalvorschriften

Im Zuge der Diskussionen um eine Umschuldung Griechenlands ist die angemessene Ausstattung von Finanzinstituten mit Eigenkapital in das Blickfeld gekommen. Es ist deutlich geworden, dass sich in Zukunft weder „Boom und Bust“-Zyklen verhindern lassen noch fiskalische Regeln jegliches Risiko der Überschuldung von Staaten ausschließen können. Von daher muss ein umfassendes Lösungskonzept darauf abzielen, die Verwundbarkeit des Finanzsystems für die Umschuldung eines hoch verschuldeten Staats zu verringern. Sollten sich in Zukunft neue Überschuldungs-Situationen von Staaten in der Eurozone nicht vermeiden lassen, dann müssen zumindest die Folgen einer solchen Situation für die Finanzmarktstabilität beherrschbar gemacht werden.

In diesem Zusammenhang ist die pauschale Erhöhung der Eigenkapitalquoten von Banken eine wichtige Option, die allerdings recht ungenau ist.⁸ Eine zielgenauere Maßnahme bestünde darin, die Eigenkapitalunterlegung von Forderungen gegenüber bestimmten Staaten der Eurozone zu verschärfen. Die gegenwärtige Bedrohung der Systemstabilität liegt an einer unzulässigen Risikokonzentration von Forderungen gegen hoch verschuldete Euro-Staaten in den Bilanzen von Banken und Versicherungen. Diese Risikoklumpung ist auf das jahrelange Versagen von Ratingagenturen und die bisherige aufsichtsrechtliche Fiktion zurückzuführen, wonach Forderungen gegen Staaten der Eurozone als risikofrei klassifiziert wurden. Banken und Versicherer sollten durch strenge europäische und nationale Auflagen gezwungen

⁸ Vgl. hierzu Euro-Summit Statement, Brussels, 26 October 2011.

werden, auch für Forderungen gegenüber Euro-Staaten risikoadäquate Unterlegungen mit Eigenkapital vorzunehmen. Dies wäre ein wichtiger präventiver Beitrag.

8.3 Ausbau EFSF/ESM, Eurobonds

Im Hinblick auf die modifizierte EFSF und den nunmehr für Mitte 2012 vorgesehenen permanenten ESM ergibt sich aus der Analyse eine prinzipielle Legitimation. Der ökonomische Sinn der Kreditfazilitäten liegt in der Absicherung des Systems gegen die Risiken multipler Gleichgewichte. Hierzu bedarf es eines ausreichend starken Instruments, das auch von den Kapitalmärkten als solches wahrgenommen wird. Entsprechende neue Kreditlinien können die Gefahr von destruktiven Vertrauenskrisen verringern. Um diese vertrauensbildende Funktion erfüllen zu können, müssen die Fazilitäten ein Volumen generieren können, das gefährdete Euro-Staaten zumindest temporär absichern kann. Insofern ist die Ausweitung der EFSF-Garantiesummen und die Hebelung des ESM gerechtfertigt.

Die große Herausforderung für die Fortentwicklung dieser Kredit- und Garantiemechanismen besteht darin, zwischen Fällen von Illiquidität und Insolvenz zu unterscheiden und erfolgreich voneinander abzugrenzen. Wird ein insolventes Land durch die gemeinschaftlichen Kreditfazilitäten gestützt, ist die Schwelle zur ökonomisch und politisch problematischen Transferunion überschritten. Kredite an ein überschuldetes Land haben deshalb eindeutig ein Transferelement, weil nicht mit angemessener Verzinsung und vollständiger Tilgung dieser Kredite gerechnet werden kann. Inwieweit also EFSF/ESM entweder „nur“ eine legitime und ökonomisch sinnvolle Absicherung gegen Liquiditätsengpässe oder aber die fundamentale Weichenstellung in Richtung einer umfassenden Transferunion darstellen, dürfte sich am Präzedenzfall Griechenlands entscheiden. Dieses Land ist nach der Bewertung der meisten Ökonomen überschuldet. Bleibt hier der Schuldenschnitt mit weitgehender Beteiligung privater Gläubiger aus, dann wird in letzter Konsequenz die Gemeinschaft der Eurostaaten mit ihren Steuerzahlern für die Bedienung der griechischen Staatsschuld einstehen müssen. Umgekehrt wäre die Moral-Hazard-Problematik von EFSF und ESM kaum mehr relevant, wenn es im Fall Griechenlands zum Schuldenschnitt kommt: Dieser Präzedenzfall würde potenziellen Kreditgebern in Zukunft ausreichende Anreize bieten, eine Kreditgewährung an Euro-Staaten nur nach sorgfältiger Risikoprüfung vorzunehmen.

Eine differenzierte Bewertung ergibt sich im Übrigen auch für die Idee gemeinschaftlich garantierter „Eurobonds“. Mit den zur Refinanzierung der EFSF (und künftig des ESM) begebenen Anleihen sind Eurobonds bereits eine Realität, nur dass mit dieser Variante der Anleihen keine vollständig gesamtschuldnerische Haftung aller Euro-Mitgliedstaaten besteht,

sondern die länderindividuelle Haftung klar durch eine Obergrenze limitiert wird. Würden neue Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Haftung aller Euro-Staaten geschaffen, dann würde das damit verbundene Transferelement entscheidend vom Einsatz dieser Anleihen abhängen. Werden diese Papiere zur Finanzierung insolventer Staaten eingesetzt, wäre der Weg zu einer nicht kontrollierbaren Transferunion beschritten. Eurobonds machen überhaupt erst Sinn, wenn die Krise der Eurozone überwunden ist und auch nur dann, wenn es um das strategische Ziel der Schaffung eines der größten Bondmärkte der Welt geht. Gegenwärtig aber ist aus der Sicht eines Garanten wie Deutschland das Risiko eines gesamtschuldnerisch begebenen Eurobonds im Vergleich zum EFSF viel schlechter kalkulierbar.

8.4 Neuer EU-Finanzrahmen 2014-2020, „europäischer Marshallplan“

Gegenwärtig wird der nächste mehrjährige Finanzrahmen (MFR) der EU verhandelt. Hier stellt sich die Frage, inwieweit der MFR stärker als Sanktionsinstrument gegen zu hohe Verschuldung, aber auch zur Überwindung ökonomischer Ungleichgewichte genutzt werden kann. Wie oben argumentiert (Abschnitt 4) sind Kürzungen von Transfers aus dem EU-Haushalt als Sanktion für zu hohe Schulden nicht sinnvoll und wenig aussichtsreich. Allerdings sollte in Zukunft der Gefahr besser begegnet werden, dass der EU-Haushalt Ungleichgewichte finanzieren hilft und damit die Wahrscheinlichkeit zukünftiger ökonomischer und fiskalischer Krisen erhöht.

In diesem Zusammenhang ergibt sich eine klare Empfehlung im Hinblick auf die inhaltliche Ausrichtung der Kohäsionspolitik im kommenden Finanzrahmen: Viel stärker als bisher sollten gerade für die Peripheriestaaten Programme zur Verbesserung nationaler Institutionen und administrativer Strukturen aufgelegt werden, wobei es um die Verbesserung der Steuerverwaltung, Antikorruptionsprogramme, Programme zur Effizienzsteigerung in Verwaltung und Justiz oder auch die Schaffung international wettbewerbsfähiger Universitäten und Forschungseinrichtungen geht. Der Erfolg dieser institutionellen Aufbauarbeit ist eine kritische Vorbedingung dafür, dass künftige Transfers nicht in eine Transferabhängigkeit („Mezzogiorno-Problem“) münden.

Gezielte Hilfen für die derzeit besonders von der Schuldenkrise betroffenen Länder müssen in eine Gesamtkonzeption der Problemlösung einbezogen werden, um Erfolg versprechend zu sein. Ein Land, das sich wie derzeit Griechenland in einer ungelösten Überschuldungssituation befindet, kann von zusätzlichen Transfers aus dem EU-Haushalt nicht nennenswert profitieren, weil die ungewisse Perspektive des Landes jegliche neue wirtschaftliche Dynamik unmöglich macht. Erst mit einer neuen ökonomischen Perspektive

dürften „Marshallplan-Ansätze“ eine Chance auf Wirksamkeit haben. Insofern ergibt sich eine eindeutige Empfehlung zur Sequenz der Maßnahmen: Zuerst muss das Überschuldungsproblem Griechenlands durch eine Restrukturierung seiner Staatsverschuldung gelöst werden. Danach wird es sinnvoll, Maßnahmenpakete für einen ökonomischen Neustart zu konzipieren.

9 Schlussbemerkung

Die Politik steht vor der schwierigen Aufgabe, die Lehren aus der gegenwärtigen Krise der Euro-Zone zu ziehen, die einerseits auf übermäßige Verschuldungspolitik und die Auswirkungen der internationalen Finanzkrise zurückzuführen ist, und andererseits auf Konstruktionsdefizite der Währungsunion, in der einer Vergemeinschaftung der Geldpolitik keine ausreichend adäquate Steuerung der Fiskalpolitiken der 17 Eurostaaten gegenübersteht. Ein Ausbau der Eurozonen-Governance ist deshalb genauso erforderlich wie die Einrichtung solider Präventions- und Stabilisierungsmechanismen und vor allem die Rückführung übermäßiger Staatsschulden. Zur Untermauerung der Glaubwürdigkeit einer Politik jenseits des Schuldenberges bedarf es nationaler wie europäischer Fiskalregeln und entsprechender gemeinsamer Institutionen zu ihrer Implementierung.

Literaturverzeichnis

- Belke, Ansgar und Christian Dreger (2011), Current Account Imbalances in the Euro Area: Catching Up or Competitiveness, *DIW Discussion Paper No. 1106, Berlin*.
- De Grauwe, Paul (2011), Managing a Fragile Eurozone, *CESifo Forum* 12 (2), 40-45.
- Dreger, Christian (2011), Regionalentwicklung und Ausgleichsmechanismen in den USA und im Euroraum, Thesenpapier zum AA/IEP Workshop am 20.07.2011.
- Gros, Daniel (2011), Competitiveness Pact : Flawed Economics, *Economic Policy, CEPS Commentaries*, 18 March 2011.
- Häde, Ulrich (2010a), Der Europäische Währungsfonds - Europa zwischen Solidarität und Solidität, in: Europa Universität Frankfurt (Oder) (Hrsg.), *Reden, Antrittsvorlesungen und Abschiedsvorlesungen 2009/2010*. Europa Universität Frankfurt (Oder), Frankfurt (Oder).
- Häde, Ulrich (2010b), Die europäische Währungsunion in der internationalen Finanzkrise - An den Grenzen europäischer Solidarität?, *Europarecht (EuR)* (6), 854-866.
- Häde, Ulrich (2011a), Rechtsfragen der EU-Rettungsschirme, *Zeitschrift für Gesetzgebung (ZG)*, 1-30.
- Häde, Ulrich (2011b), Zur Unzulässigkeit der Verschärfung des Stabilitätspakts, *Juristenzeitung (JZ)*, 333-340.
- Heinemann, Friedrich (2010), Lösungsoptionen für die Euro-Schuldenkrise, Synthesepapier zum Workshop "Eurozone und Finanzkrise", Auswärtiges Amt und Institut für Europäische Politik, Berlin 22.07.2010.
- Heinemann, Friedrich, Tobias Hagen, Philipp Mohl, Steffen Osterloh und Mark O. Sellenthin (2009), *Die Zukunft der EU-Strukturpolitik*, Nomos: Baden-Baden.
- Heinemann, Friedrich, Marc-Daniel Moessinger and Steffen Osterloh (2011), Nationale Fiskalregeln - Ein Instrument Zur Vorbeugung Von Vertrauenskrisen?, *Monatsbericht des Bundesministeriums der Finanzen* (August), 58-66.
- Konrad, Kai und Holger Zschäpitz (2011), The Future of the Eurozone, *CESifo Forum* 12 (2), 46-49.
- Musgrave, Richard M. (1959), *The Theory of Public Finance*. McGraw-Hill, New York.
- Richtlinie 2011/85/EU des Rates vom 8. November 2011 über die Anforderungen an die haushaltspolitischen Rahmen der Mitgliedstaaten, *Abl. der EU*, L306/41-47.
- Schuknecht, Ludger, Philippe Moutot, Philipp Rother und Jürgen Stark (2011), The Stability and Growth Pact, Crisis and Reform, *European Central Bank Occasional Paper* No. 129.
- Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion, 31.1.2012.
- von Hagen, Jürgen (1992), Fiscal Arrangements in a Monetary Union - Some Evidence from the US, in: D. Fair und C. de Boissieu (Hrsg.), *Fiscal Policy, Taxes, and Increasingly Integrated Europe*. Kluwer, Deventer, 337-360.