



Munich Personal RePEc Archive

The Greek-European Crisis: Imbalances, Financial Markets and the Stability of the Eurozone.

Gloede, Oliver and Menkhoff, Lukas

Leibniz Universität Hannover, Leibniz Universität Hannover

23 March 2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/21566/>
MPRA Paper No. 21566, posted 23 Mar 2010 14:25 UTC

Die griechisch-europäische Krise: Ungleichgewichte, Finanzmärkte und die Stabilität des Euroraums

Oliver Gloede und Lukas Menkhoff*

Zusammenfassung

Die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in Europa haben den Euroraum in eine Krise geführt. Von drei währungspolitischen Zielen sind immer nur zwei gleichzeitig zu erreichen und mit dem Beitritt zur Europäischen Währungsunion ist die Entscheidung über diese Ziele gefallen. Insbesondere erfordert die Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit, dass sich Löhne und Preise an die Vorgaben des gemeinsamen Währungsraums anpassen. Dies ist in Griechenland und weiteren südeuropäischen Ländern in den letzten 10 Jahren nicht hinreichend geschehen. Von einer Behebung der griechisch-europäischen Krise wird man deshalb nur dann sprechen können, wenn auch dieses strukturelle Problem gelöst wird. So wie der Währungsraum aktuell konstruiert ist, entfällt dabei die Anpassungslast auf die südeuropäischen Länder.

JEL-Klassifikation: F 33 (International Monetary Arrangements)

Schlagworte: Währungspolitik, Trilemma, Europäische Währungsunion, Griechenland, Spanien

März 2010

Dieser Beitrag ist geschrieben für die Tagung „Aus dem Gleichgewicht? Außenwirtschaftliches Gleichgewicht und die Lehren der Krise für die künftige Wirtschaftspolitik“ der Evangelischen Akademie Loccum. Wir danken den Panelisten Sigrid Skarpelis-Sperk und Torsten Windels sowie weiteren Diskutanden für ihre Kommentare. Unser Beitrag beruht in weiten Teilen auf Gloede und Menkhoff (2010).

* Leibniz Universität Hannover, Institut für Geld und Internationale Finanzwirtschaft, Königsworther Platz 1, 30167 Hannover, Deutschland; gloede@gif.uni-hannover.de; menkhoff@gif.uni-hannover.de

Die griechisch-europäische Krise: Ungleichgewichte, Finanzmärkte und die Stabilität des Euroraums

Mit dem massiven Vertrauensverlust gegenüber Griechenland Anfang des Jahres erlebt der Euroraum seine erste heftige Krise. Vor allem ist es die erste Krise, die die Konstruktion der Europäischen Währungsunion herausfordert, während bspw. die Wechselkursstürbulenzen in den frühen Jahren „nur“ das Verhältnis der EWU gegenüber dem US-Dollar betrafen. Die Konstruktion der Währungsunion sieht keinen Ein- oder Austritt vor, sondern eine unwiderrufliche Mitgliedschaft. Diese Fixierung setzt voraus, dass sich die Mitglieder an die vereinbarten Spielregeln halten. Wir möchten im Folgenden zeigen, dass dies die Verantwortlichen in einigen Ländern, vor allem in Griechenland, offensichtlich nicht gemacht hatten. Damit bringen sie den gesamten Euroraum in eine schwierige Lage, nicht zuletzt da es bisher keine Vereinbarungen darüber gibt, wie in einer solchen Krise zu verfahren ist.

Krise mit europäischer Dimension

Dass diese Krise über die Krisenländer hinaus den gesamten Euroraum betrifft, kommt in fünf Aspekten zum Ausdruck: Erstens wertet der Euro seit einigen Wochen spürbar gegenüber dem US-Dollar ab, ohne dass es dafür wesentliche Gründe außer der griechisch-europäischen Krise gäbe. Zweitens überträgt sich der Vertrauensverlust von Griechenland auf andere Länder der Eurozone, die gewisse Ähnlichkeiten mit dem Krisenland haben, insbesondere Portugal, Spanien, Italien und Irland. Drittens sind in erster Linie europäische Banken mit Kreditengagements und europäische Unternehmen als Handelspartner in Griechenland engagiert, und dementsprechend von der Krise betroffen und übertragen die Probleme in ihre Heimatländer. Insbesondere ergibt sich hieraus die Sorge um eine Belastung der bereits angeschlagenen Finanzinstitutionen. Viertens fühlen sich Griechenlands Partnerländer aus der Währungsunion aufgerufen, und werden auch von Griechenland in dieser Rolle gesehen, dem Krisenland in der Not beizustehen. Fünftens würde ein Zahlungsausfall Griechenlands als „Niederlage“ der Europäischen Union und insbesondere des Eurosystems aufgefasst werden und könnte die zukünftige wirtschaftspolitische Zusammenarbeit in Europa erschweren.

Die Ausstrahlung der griechischen Krise auf die europäische Ebene deutet an, dass es auch um Fragen geht, die die Europäische Währungsunion insgesamt betreffen. Es mag vielleicht etwas übertrieben erscheinen, aber in gewisser Weise hat die derzeitige Krise insofern paradigmatischen Charakter als die europäischen Länder darüber entscheiden müssen, wie sie in der Währungspolitik zukünftig zusammenarbeiten wollen. Es geht also durchaus um die

Konstruktion der Währungsunion, die zurzeit offensichtliche Schwachstellen aufweist. Auf diese Probleme gehen wir im Folgenden zunächst ein, belegen sie mit einigen Statistiken und entwickeln auf dieser Basis mögliche mittelfristige Anpassungsstrategien.

Außenwirtschaftliche Ungleichgewichte

Innerhalb Europas und auch innerhalb des Euroraums sind in den letzten zehn Jahren erhebliche Ungleichgewichte entstanden. Die Leistungsbilanzen vieler Volkswirtschaften sind nicht annähernd ausgeglichen. Genau dieser Ausgleich zählt aber zu den grundlegenden Zielen der Wirtschaftspolitik. Faktisch jedoch scheint es den Überschussländern zu gefallen, dass sie „Exporterfolge“ erzielen. Defizitländer erfreuen sich am importierten Kapital, das ihnen zusätzliche Käufe über die eigene Wertschöpfung hinaus ermöglicht. Was im Prinzip ein sinnvoller Mechanismus zum beidseitigen Vorteil sein kann, wird jedoch zum Problem, wenn die Größenordnungen beträchtlich werden und die jeweiligen Überschüsse bzw. Defizite dauerhaft zu werden drohen. Genau dies deutet sich derzeit in Europa an und ist damit ein schwerwiegendes wirtschaftspolitisches Problem.

In Abbildung 1 sind die Leistungsbilanzpositionen in Relation zum BIP für Deutschland, Griechenland und – stellvertretend für weitere südeuropäische Euro-Länder – für Spanien über die letzten 20 Jahre abgetragen. Man erkennt unschwer, dass sich die Ungleichgewichte erhöht und verfestigt haben. Eine Änderung dieser Situation ist vor allem deshalb problematisch, weil das einfachste Gegenmittel, eine Wechselkursänderung, nicht zur Verfügung steht. „Eigentlich“ würden die Überschussländer aufwerten und die Defizitländer abwerten, aber das geht innerhalb einer Währungsunion nicht. Damit ist ein bekanntes Problem der Währungspolitik angesprochen.

Das währungspolitische (Konstruktions-)Dilemma

Das Konstruktionsproblem jeder Währungsunion, wie der Europäischen Währungsunion seit 1999, resultiert aus dem bekannten währungspolitischen Trilemma. Danach sind in der Währungspolitik nur zwei von drei anstrebenswerten Zielen gleichzeitig zu erreichen: Wechselkursstabilität, Kapitalverkehrsfreiheit und autonome Geldpolitik (vgl. z.B. Frenkel und Menkhoff, 2000). Der Trend der letzten Jahrzehnte geht hin zur Kapitalverkehrsfreiheit, was zu einer bi-polaren Entscheidungssituation zwischen autonomer Geldpolitik und stabilen Wechselkursen führt. Wird in dieser Situation die Geldpolitik alleine durch die binnenwirtschaftlichen Ziele wie Preisstabilität oder angemessenes Wirtschaftswachstum bestimmt, so bleibt kein wirksames Instrument, um ein Wechselkursziel zu verfolgen. Im Kontrast dazu

gibt es in einem System stabiler Wechselkurse ein geldpolitisches Wechselkursziel, das im Zweifel Vorrang gegenüber anderen Zielen haben muss, um die Wechselkursparität zu halten. Auch sind Mischformen denkbar wie das peg-Regime im Europäischen Währungssystem (EWS).

Mit dem Beitritt zu einer Währungsunion, wie der Eurozone, ist das Ziel der Wechselkursstabilität unverrückbar festgezurr. Weiterhin ist innerhalb der Europäischen Union nach Beschluss der Einheitlichen Europäischen Akte 1987 der europäische Binnenmarkt und damit der freie Kapitalverkehr unumstößlich festgelegt. Insofern ergibt sich zwangsläufig, dass es keine nationale Autonomie in der Geld- und Währungspolitik gibt. Obwohl das wie eine Identität anmutet, denn mit dem Übergang der geldpolitischen Kompetenz auf die europäische Ebene ist die nationale Kompetenz verloren gegangen, ist dieser Autonomieverlust keineswegs trivial. Die einschlägige Literatur hat detailliert auf die Schwierigkeiten hingewiesen, die mit dem Wegfall dieses wirtschaftspolitischen Instruments entstehen können.

Inbesondere geht es um die Kompensation von Wettbewerbsunterschieden, die entweder durch Schocks (auf der Nachfrage- oder Angebotsseite) oder durch sich aufbauende Divergenzen auftreten. Im Fall der aktuellen griechischen Krise ist das Land zwar vom Schock der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise getroffen worden, aber dieser Schock trifft die übrigen europäischen Länder in ähnlicher Weise. Man kann argumentieren, dass im Verlauf der Krise die Risikoaversion tendenziell eher gestiegen ist und damit eine als riskant eingeschätzte Volkswirtschaft wie Griechenland überproportional getroffen worden ist. Im Grunde bedeutet dies aber nur, dass eventuell vorhandene Strukturunterschiede stärker beachtet und an den Märkten bepreist werden als zuvor.

Von der Finanzkrise unabhängig war Griechenland noch nie ein „optimales“ Mitglied der Europäischen Währungsunion, wenn man sich an den einschlägigen theoretischen Kriterien orientiert. So deuten empirische Studien darauf hin, dass Schocks zwischen Griechenland und der Eurozone nicht synchron auftreten (vgl. Frenkel und Nickel, 2005). Da in der Währungsunion der Wechselkurs als Anpassungsmechanismus fehlt, ist eine Anpassung über andere Faktoren demnach unvermeidlich. Dabei ist, allgemein gesprochen, der Anpassungsbedarf umso größer, je heterogener die Länder zueinander sind (vgl. Mundell, 1961).

Unter dem Gesichtspunkt der Wettbewerbsfähigkeit liegt die größte Gefahr struktureller Divergenz in deutlichen Inflationsunterschieden innerhalb einer Währungsunion. Geringe Unterschiede mögen durch konjunkturelle Ungleichzeitigkeiten bedingt sein, es mag starke Unterschiede in der Produktionsstruktur geben (wie zu Rohstoffexporteuren) und eine Volkswirtschaft kann auch etwas höhere Inflationsraten im Zuge einer aufholenden Entwicklung

verkräften. Aber all diese Gründe sind im Fall von Griechenland und anderer südeuropäischer Länder nicht wirklich stichhaltig. Dennoch war die Inflationsrate latent höher als im Durchschnitt der Währungsunion. Kumuliert über die gut 10 Jahre der Währungsunion liegt die griechische Inflationsrate etwa 15%-Punkte über dem europäischen Durchschnitt und damit sogar bspw. 20%-Punkte über der deutschen Inflationsrate (vgl. Abbildung 2). Spaniens Inflationsrate divergierte in einem ähnlichen Ausmaß zu den restlichen europäischen Mitgliedsländern (10%-Punkte) und Deutschland (15%-Punkte). Theoretisch könnte dies durch große Fortschritte im Produktivitätswachstum ausgeglichen werden, doch das war nicht der Fall. Im Grunde zeigen die Lohnstückkosten dasselbe Bild wie die Inflationsraten (Abbildung 3): Griechenland oder auch Spanien geraten Jahr für Jahr in eine immer weniger wettbewerbsfähige Position.

Dies ist offensichtlich eine unhaltbare Situation, die im Rahmen einer Währungsunion überraschend ist, weil sie antizipiert werden kann. Noch überraschender wird sie aufgrund der Tatsache, dass diese Divergenz keineswegs neuartig ist, sondern eine Divergenz „mit Ansage“. Denn Griechenland und abgeschwächt Spanien befanden sich auch schon vor der Währungsunion in derselben Situation, wie die Inflationsraten der 90er Jahre zeigen (Abbildung 2). Im Grunde hat die Währungsunion keine wirkliche Änderung herbeigeführt. Neu ist nur der Umstand, dass die betroffenen Länder früher eine eigene Währung hatten, und über Abwertungen der Währung Wettbewerbsnachteile wieder kompensieren konnten (in Griechenland war dies bis 2000 die Drachme und in Spanien bis 1998 die Peseta). Genau dieses Ventil fehlt und ist eine zentrale Ursache der gegenwärtigen Krise.

Sicherlich gibt es daneben noch eine Reihe weiterer Ursachen bzw. gibt es Gründe, die die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit erklären. So liegen im Fall von Griechenland offensichtlich auch einige strukturelle Schwachstellen vor, die immer wieder genannt werden. Dies beginnt mit verkrusteten Strukturen in der Wirtschaft, die für manche Unternehmen und auch Arbeitnehmergruppen privilegierte Positionen zementieren. Es setzt sich fort bei einem relativ schwachen Staat, der Schwierigkeiten in der Steuerhebung hat und unter einer teilweise korrupten Verwaltung leidet (zu der als Spiegelbild Bürger und Politiker gehören, die korrupte Praktiken mitmachen oder gar fördern). Schließlich hat Griechenland ein sehr fundamentales Wachstumsproblem, weil der Kapitalstock kaum noch aus eigener Ersparnis wächst, sondern über vom Ausland geliehene Ersparnisse. Zusammen genommen ergibt dies das Bild einer – aus welchen Gründen auch immer – wenig dynamischen Wirtschaft. Diese Wirtschaft ist gleichzeitig durch relativ hohe Inflationsraten gekennzeichnet.

In anderen südeuropäischen Ländern liegt der Fall jeweils etwas anders. Spanien bspw. kämpft mit den Folgen eines überhitzten Immobilienmarktes. Durch dessen Crash ist der spanischen Wirtschaft der Wachstumstreiber verloren gegangen, die boomende Baubranche bei steigenden Häuserpreisen. Die Heftigkeit der Krise kommt insbesondere in der rapide steigenden Massenarbeitslosigkeit zum Ausdruck. Die Arbeitslosenquote stieg seit dem letzten Tiefstand Ende 2006 um 10 Prozentpunkte auf nahezu 20%. Dabei ist die angespannte Situation Spaniens und anderer südeuropäischer Krisenländer im Vergleich zur griechischen Krise insofern Besorgnis erregender, weil sie ökonomisch wichtiger sind. Während Griechenland weniger als 3% zum BIP der Eurozone beiträgt, entfällt auf Spanien allein über 10%. In jedem Fall liegen hier – um es noch einmal zu verstärken – ökonomisch unhaltbare Situationen vor.

Krise mit fundamentalen Problemen

Manchmal ist die Rede davon, im Grunde seien doch die Finanzmärkte die Treiber der krisenhaften Entwicklung, so wie sie auch andere Krisen kreierte hätten. Dieser Interpretation liegt möglicherweise eine Verwechslung von Ursache und Anlass zugrunde. Natürlich verhalten sich Finanzmarktakteure auch wie „normale“ Menschen indem sie bspw. auf Themen fokussiert sind und damit eine verengte Sichtweise einnehmen. Finanzmarktakteure wollen Geld verdienen und versuchen andere Akteure zu beeinflussen, bspw. indem sie Meinungsführerschaft anstreben und damit zuerst und d.h. am billigsten kaufen können. All dies ist wahr, aber ändert nichts daran, dass Krisen selten aus einem Nichts heraus entstehen. Fast immer gibt es auch eine fundamentale Ursache für eine Krise.

Theoretisch lassen sich solche Zusammenhänge in Krisenmodellen mit sich selbst erfüllenden Erwartungen abbilden (bspw. Cole und Kehoe, 1996). Die wohl wichtigste Implikation im Kontext der griechisch-europäischen Krise ist, dass bei guten Fundamentalwerten unabhängig von den Erwartungen keine Krise auftritt. Je schlechter die Fundamentalwerte sind, desto wahrscheinlicher wird eine Krise und desto mehr Gewicht haben Erwartungen für die Krisenwahrscheinlichkeit. Daher spielen Spekulationen eben nur dann eine Rolle, wenn die Fundamentals hinreichend schlecht sind.

Im Grunde zeigt sich dieser Zusammenhang bei einem Vergleich zwischen Griechenland und Spanien. Abbildung 4 gibt die Risikoaufschläge für Anleihen dieser Länder im Vergleich zu Deutschland wieder. Man sieht wie beide Länder mit Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 und vor allem auf deren Höhepunkt im Herbst 2008 stark betroffen sind. Ende 2009 jedoch als die betrügerischen Angaben Griechenlands zu seiner Schuldensituation offenbar werden, entwickeln sich die Risikoaufschläge sehr unterschiedlich. Anfangs scheint Spanien

negativ von der griechischen Krise betroffen, doch dann differenzieren die Marktteilnehmer und Spanien profitiert auch von der entschlossenen Haltung der Regierung die Defizite einzudämmen. Auch Griechenland profitiert von seinem Politikwechsel im März 2010, aber die Skepsis bleibt höher, da auch die Probleme sehr viel schwerwiegender sind.

Mittelfristige Anpassungsstrategien

Mögliche Lösungen ergeben sich im Grunde logisch aus dem Problem. Zur Menge möglicher Lösungen gehört jedenfalls keine „einfache“, weil billige und leicht umsetzbare Lösung, denn die griechische Situation verträgt sich nicht mit dem Konstruktionsprinzip einer Währungsunion. Im Fall der anderen südeuropäischen Länder gelten dieselben Argumente, wenngleich deutlich abgeschwächt.

Grundsätzlich kann man zwischen Lösungen bei Weiterbestehen der Währungsunion und Lösungen ohne Währungsunion unterscheiden, was wir am Fall von Griechenland diskutieren. Soll Griechenland im Euroraum bleiben, dann lässt sich die Inflationsdifferenz durch drei Mechanismen heilen: Erstens deflationiert das Krisenland relativ zu den anderen Ländern, zweitens inflationieren die Länder mit niedriger Inflation und drittens können Transfers von den wettbewerbsfähigen zu den anderen Ländern fließen. Alternativ kann Griechenland die gemeinsame Währung aufgeben, seine Politik relativ hoher Inflationsraten beibehalten und tendenziell abwerten, also kurz gesagt das tun, was es bis in die 90er Jahre gemacht und dann bewusst aufgegeben hatte. Letzteres wäre eine bittere Bankrotterklärung der seit 15 Jahren verfolgten europäischen Währungspolitik. Vielleicht wäre es aber wenigstens eine ehrliche und damit glaubwürdige Politik, was bei der Umsetzung notwendiger Anpassungsmechanismen bei einem Verbleiben in der Währungsunion nicht so klar ist.

Von den drei dann anstehenden Möglichkeiten kann man die Inflationierung der Niedriginflationländer (vgl. z.B. Kaiser und Lange, 2010, Wolf, 2010) als realistische Politikvariante wohl nahezu ausschließen. Rein theoretisch mag das zwar funktionieren, aber wie soll man bspw. der relativ inflationsaversen deutschen Bevölkerung erklären, dass höhere Inflationsraten sinnvoll seien, um die Spannungen in der Währungsunion zu mildern. Vor allem bei einem Blick auf die außereuropäische Konkurrenzsituation ist diese Politikoption wohl unvermittelbar. Selbst wenn ihr eine Logik nicht abzusprechen ist, widerspricht sie auch dem kurzfristigen Politikinteresse der relativ wettbewerbsfähigen Länder.

Auch die Möglichkeit, mit Transfers die Wettbewerbsunterschiede einzuebnen, scheint eine eher theoretische Politikoption. Warum sollen die wettbewerbsfähigen Länder andere Volkswirtschaften subventionieren, noch dazu wenn sich nicht leugnen lässt, dass die Emp-

fänger selbst mehr zur Verbesserung ihrer Situation tun könnten. Erschwerend kommt hinzu, dass im hier betrachteten Szenario die Inflationsdivergenzen erheblich und steigend sind, so dass auch die Subventionen – die Griechenland sowieso schon aus anderen Gründen erhält – ständig zunehmen müssten.

So bleibt eigentlich nur die dritte Variante, d.h. eine deflationäre Politik im „Hochinflationsland“. Was auf dem Papier plausibel erscheint ist in der Umsetzung offensichtlich unheimlich schwierig, denn die Inflationsdivergenz zwischen Griechenland und dem Durchschnitt der Euro-Länder ist struktureller und nicht einmaliger Natur. Wäre eine Politik niedriger Inflationsraten einfach, so hätte man sie sinnvollerweise schon längst verfolgt, doch genau dies ist nicht der Fall gewesen.

Aus wissenschaftlicher Sicht liegt auf der Hand, was in einer Währungsunion geschehen muss: Mit der Aufgabe der nationalen Geld- und Währungspolitik müssen sich alle teilnehmenden Staaten an die gemeinsame Politik anpassen. Aufgrund der Entstehungsgeschichte der Währungsunion impliziert diese gemeinsame Politik niedrige Inflationsraten, wie sie im Statut des Eurosystems kodifiziert sind und wie sie das Eurosystem mit einer Zielformulierung von zuletzt „unter zwei Prozent Inflation pro Jahr“ implementiert. Die griechischen Wirtschaftsakteure haben eben nicht mehr die Freiheit Preise, Löhne usw. beliebig steigen zu lassen, sondern müssen sich an diese Vorgabe anpassen. Das ist die zwingende Konsequenz aus dem währungspolitischen Trilemma und insofern in einem Währungsraum konstruktionsbedingt. Diese Konstruktion und ihre Konsequenzen sind bewusst gewählt worden. Nach den Spielregeln der Europäischen Währungsunion muss Griechenland seine Inflationsrate anpassen, auch wenn dies in seinen Konsequenzen brutal und unerbittlich erscheinen mag.

Vorschläge zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit

Griechenland kann prinzipiell sein strukturelles Problem durch Reduzierung der Staatsausgaben und Lohnzurückhaltung selbst lösen. Bisher war es offenbar nicht möglich, in Griechenland Lohnsteigerungen auf europäischem Niveau zu vereinbaren (oder die Produktivität entsprechend stark zu steigern). Ohne Verletzung der Tarifautonomie ist eine staatliche oder internationale Festsetzung der Löhne nicht möglich. Demnach hängt der Erfolg der Strukturänderung stark an der Bereitschaft der griechischen Bevölkerung, den europäischen Kurs umzusetzen. Die aktuellen Proteste gegen den angestoßenen Sparkurs lassen allerdings die Befürchtung aufkommen, dass eine derart harmonisierte Wirtschaftspolitik wie sie durch die Gemeinschaftswährung unvermeidbar ist, in Griechenland zurzeit nicht tragbar erscheint (vgl.

Kadritzke et al., 2010). Es wäre also ein wichtiger Schritt, auf die Konsequenzen aufmerksam zu machen und in der Bevölkerung für Unterstützung zu werben.

Bisher waren auch die Staatsausgaben trotz Maastricht-Regeln zu hoch und sind von verschiedenen griechischen Regierungen nicht ausreichend gekürzt worden. Die Schuld dafür gibt Griechenland auch den EU-Institutionen (vgl., Papandreou, 2010). Sie hätten nicht ausreichend Monitoring betrieben, so dass Griechenland die Möglichkeit gehabt hätte, abzuweichen. Es ist damit nur konsequent, dass der ECOFIN-Rat Griechenland unter strikte Haushaltskontrolle und weitreichende Auflagen gestellt hat (vgl. ECOFIN, 2010). Damit will die Kommission die Politik durchsetzen, die auf nationaler Ebene in Griechenland bisher nicht vermittelbar war. Die Auflagen der Kommission gehen in jedem Fall in Richtung der Angleichung der Wettbewerbsfähigkeit Griechenlands an die Eurozone.

Alternative Wege

Zum genauen Procedere gibt es verschiedene Vorschläge, die wir kurz diskutieren. Diese Vorschläge müssen vor allem auch den Spagat schaffen, gleichzeitig die Schuldenprobleme zu lösen und eine anhaltende Rezession zu vermeiden. Während die EU eine Präferenz zu haben scheint, die Auflagen sozusagen im Alleingang umzusetzen, haben andere Autoren dafür plädiert, dies entweder dem Internationalen Währungsfonds zu überlassen (Issing, 2010), oder eine eigene Schuldenkommission einzurichten (Snower, 2010) oder aber einen neuen Europäischen Währungsfonds zu gründen (Gros und Mayer, 2010).

Unter diesen Alternativen ist der Europäische Währungsfonds diejenige, die wegen des Aufbaus der Institution nicht helfen kann, das aktuelle Problem in den Griff zu bekommen. Wohl aber ist es eine langfristige Möglichkeit, sowohl die wirtschaftspolitische Überwachung zu gewährleisten als auch im Krisenfall eine Stabilisierung zu organisieren. Die praktikable Variante dazu, die sofort implementiert werden kann, ist auf die bestehenden Institutionen zu setzen. Offensichtlich haben viele europäische Institutionen in jedem Fall eine starke Präferenz für eine „innereuropäische“ Bewältigung der Krise.

Das Gegenstück dazu wäre es, den IWF einzuschalten und ihm die Federführung beim Krisenmanagement zu lassen. Oft wird dies mit dem politökonomischen Argument verteidigt, damit wäre es in Griechenland leichter, harte Anpassungsmaßnahmen durchzusetzen. Der Schuldige für die notwendigen Opfer wäre dann der IWF und verantwortlich wären nicht die europäischen Nachbarn. Dagegen wird häufig eingewendet, die Europäer sollten ihre Probleme nicht einer Institution anvertrauen, in der US-Amerikaner und vielleicht Chinesen das Sagen hätten. Dies wiederum ist eine merkwürdige Argumentation, denn die mit Abstand größ-

ten Anteilseigner des IWF sind die Europäer selbst. Daneben gibt es ein weiteres Argument für den IWF: Wenn man wirklich einheitliche Maßstäbe in der Weltwirtschaft durchsetzen möchte, dann geht dies am besten mit einer weltweit operierenden Institution. Was spricht dagegen, wenn der IWF ein europäisches Problem therapiert? Oder anders gewendet: Mit welchem Argument soll der IWF irgendwo auf der Welt operieren, wenn seine größten Anteilseigner ihn selbst ablehnen? Dann verhält sich Europa genau so, wie es die Industrieländer in den Jahrzehnten nach dem Zweiten Weltkrieg im Bretton Woods-System gemacht hatten, so dass der IWF zu Recht als ihr verlängerter Arm in der übrigen Welt empfunden wurde und keine Legitimität gewinnen konnte.

Im Vergleich dazu wäre eine Schuldenkommission eine Zwischenlösung, die für einen speziellen Fall konstruiert wird. Das wiederum scheint ihr größter Nachteil, denn die Krise ist keine Sondersituation, sondern konstruktionsbedingt und sollte deshalb letztlich mit entsprechend anhaltenden Maßnahmen beantwortet werden. Letztlich ist das Für und Wider eine gründlichere Debatte wert, aber aus der Sicht des grundlegenden währungspolitischen Trilemmas sind dies alles Varianten zur Gestaltung desselben notwendigen Anpassungsprozesses.

Geringer Anpassungsspielraum

Das währungspolitische Trilemma lehrt die Wirtschaftspolitik Bescheidenheit. Von drei währungspolitischen Zielen sind immer nur zwei gleichzeitig zu erreichen und mit dem Beitritt zur Europäischen Währungsunion ist die Entscheidung über diese Ziele gefallen: Die Währungsunion verspricht dauerhaft fixierte Wechselkurse bei freiem Kapitalverkehr um den Preis der Aufgabe nationaler Autonomie in der Geldpolitik. Mit der Übertragung der Geldpolitik an das Eurosystem muss sich die nationale Wirtschaft nach wie vor im internationalen Wettbewerb behaupten, aber nun eben ohne die Instrumente der Geldpolitik oder der nationalen Währungsabwertung. Insbesondere erfordert die Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit, dass sich Löhne und Preise an die Vorgaben des gemeinsamen Währungsraums anpassen. Dies ist in Griechenland in den letzten 10 Jahren nicht geschehen. Genau diese Anpassung muss aber in einer Währungsunion stattfinden. Von einer Behebung der griechisch-europäischen Krise wird man deshalb nur dann sprechen können, wenn auch das strukturelle Problem gelöst wird. So wie der Währungsraum aktuell konstruiert ist, entfällt dabei die Anpassungslast auf Griechenland.

Literatur

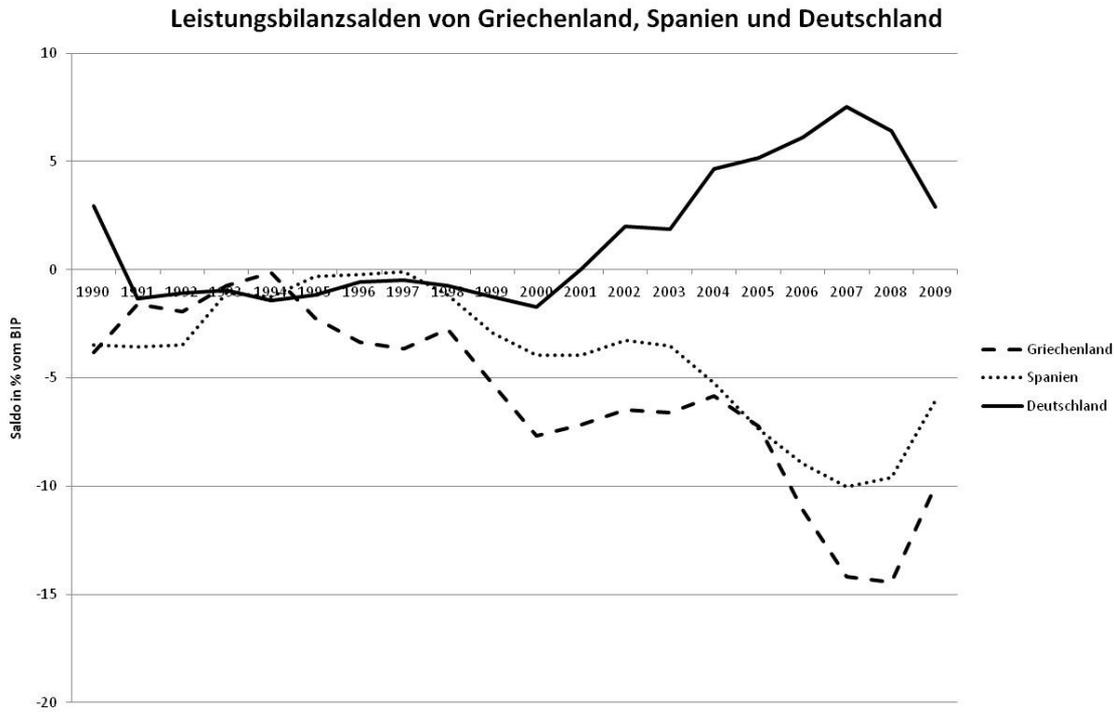
- Cole, H.L., Kehoe, T.J. (1996), A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis, *Journal of International Economics*, 41, 309-330.
- ECOFIN (2010), Council gives notice to Greece to correct its government deficit by 2012, setting out a timetable for corrective measures, ECOFIN Pressemitteilung, 16.02.2010.
- Frenkel, M., Menkhoff, L (2000), *Stabile Weltfinanzen? – Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur*, Berlin et al, Springer.
- Frenkel, M., Nickel, C. (2005), How Symmetric are the Shocks and the Shock Adjustment between the Euro Area and Central and Eastern European Countries?, *Journal of Common Market Studies*, 43(1), 53-74.
- Gloede, O., Menkhoff, L. (2010), Griechenlands Krise: Das währungspolitische Trilemma im Euroraum, *Wirtschaftsdienst*, 90(3), 172-177.
- Gros, D., Mayer, T. (2010), How to Deal with Sovereign Default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund, CEPS Policy Brief 202.
- Issing, O. (2010), Die Europäische Währungsunion am Scheideweg, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 20.02.2010,
<http://www.faz.net/s/RubB8DFB31915A443D98590B0D538FC0BEC/Doc~EAB4863170BDC45E3BB25D40938FDB3B7~ATpl~Ecommon~Spezial.html>.
- Kadritzke, N., Rybak, A., Zapf, M. (2010), Volksaufstand gegen Athens Sparkurs, *Financial Times Deutschland*, 11.02.2010,
<http://www.ftd.de/politik/europa/:griechenland-krise-volksaufstand-gegen-athens-sparkurs/50072534.html>.
- Kaiser, A., Lange, K. (2010), Deutsches Lohndumping sprengt die Währungsunion, *Manager Magazin*, 19.02.2010,
<http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,678880,00.html>.
- Mundell, R.A. (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 51(4), 657-665.
- Papandreou, G. (2010), “Es geht ums Überleben”, Interviewt von Ertel, M., von Rohr, M., *Spiegel*, 22.02.2010, <http://www.spiegel.de/spiegel/0,1518,679481,00.html>.
- Snower, D. (2010), Griechenland muss sich selbst helfen, Plädoyer für eine unabhängige Schuldenkommission, die den Abbau des Staatsdefizits überwachen könnte, *Süddeutsche Zeitung*, 17.02.2010, S.20.

Wolf, H. (2010), Griechenlands Problem heißt Deutschland, Financial Times Deutschland, 22.02.2010,

<http://www.ftd.de/unternehmen/10jahre/wirtschaftspolitik-griechenlands-problem-heisst-deutschland/50078560.html>.

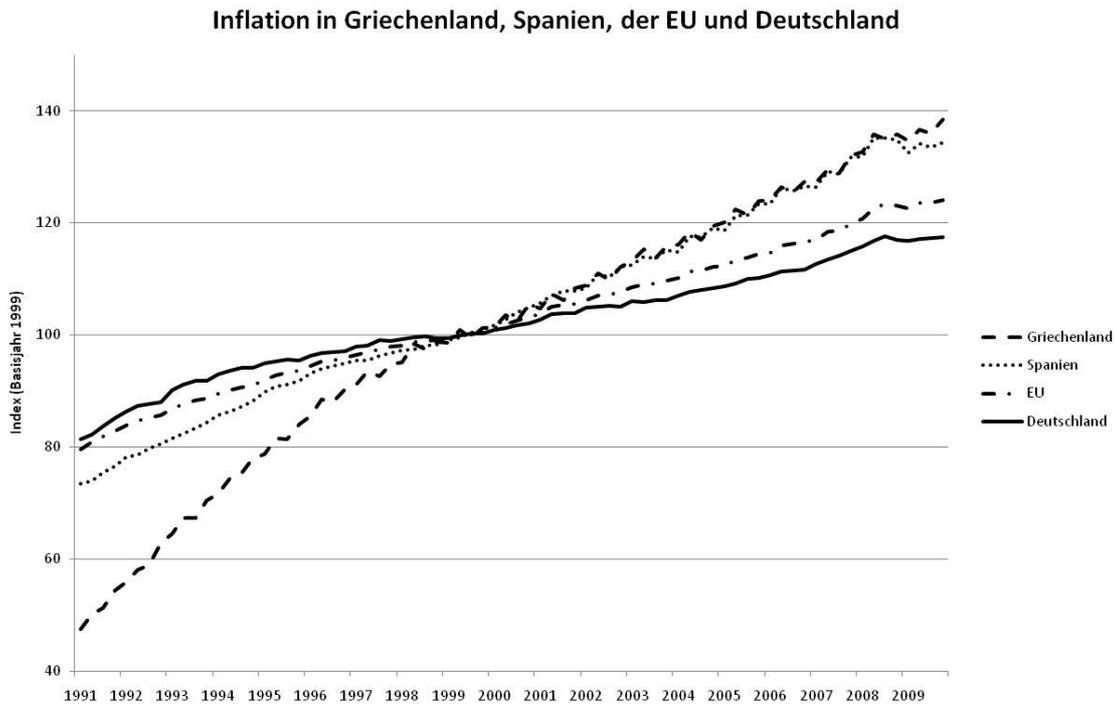
Abbildungen

Abbildung 1



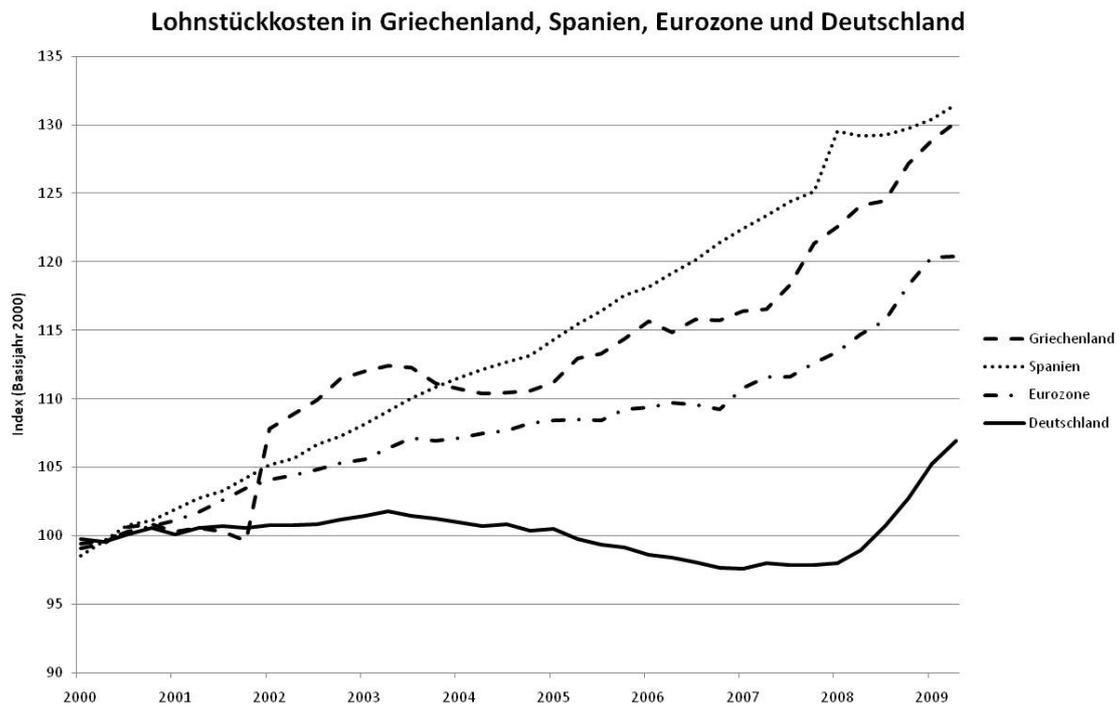
Quelle: IMF World Economic Outlook 2009

Abbildung 2



Quelle: IMF International Financial Statistics, OECD Main Economic Indicators.

Abbildung 3



Quelle: OECD Main Economic Indicators.

Abbildung 4



Quelle: Datastream, Iboxx.