

## Aus aktuellem Anlass

Karl-Heinz Paqué\*

# Die Rückkehr der Ideologien

Anmerkungen zur akademischen Kritik an der Politik aus Anlass von Barry Eichengreens Buch „*Hall of Mirrors*“

DOI 10.1515/pwp-2015-0021

**Zusammenfassung:** Das neue Buch des Wirtschaftshistorikers Barry Eichengreen – Titel: *Hall of Mirrors: The Great Depression, The Great Recession, and the Uses and Misuses of History* – ist der aktuelle Anlass für diesen Beitrag. Eichengreen liefert die erste umfassende Interpretation der Weltfinanzkrise 2007 ff. und der Euroschuldenkrise 2010 ff. im Vergleich mit der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre. Karl-Heinz Paqué empfindet seine Deutung allerdings als stark einseitig. Insbesondere die scharfe Kritik an der Fiskal- und Geldpolitik in den Vereinigten Staaten und in Europa nach dem Tiefpunkt der globalen Rezession 2009 stehe allzu sehr in der Tradition des amerikanischen Keynesianismus. Sie trage insofern ideologische Züge. Dies gelte insbesondere für das vernichtende Urteil über den Zustand und die Politik in der Eurozone. In diesem treffe sich Eichengreen im Ergebnis mit seinem ideologischen Gegenpol, den Paqué in der deutschen Ordnungstheorie identifiziert. Diesen Positionen sei gemeinsam, dass ihre Vertreter für Krisenlagen stets absolute Prioritäten forderten: im Fall des Keynesianismus die Maximierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, im Fall der Ordnungstheorie die Minimierung des Moral hazard. Beides wird den komplexen Herausforderungen nicht gerecht. Die Politik ist dagegen in schwierigstem Umfeld einen Weg der pragmatischen Lernfähigkeit gegangen. Sie hat damit weit mehr richtig gemacht, als ihr zugebilligt wird.

**JEL-Klassifikation:** E5, E6, F3, N1, N2

**Schlüsselwörter:** Weltwirtschaftskrise, Weltfinanzkrise, Eurozone, Geldpolitik, Fiskalpolitik

\*Kontaktperson: Karl-Heinz Paqué, Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg, E-Mail: paque@ovgu.de

## 1 Ein provokantes und relevantes Buch

„*Hall of Mirrors*“, zu Deutsch „Spiegelsaal“: ein wunderschöner Titel für ein Buch, dessen Autor die Weltfinanzkrise 2007 ff. der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre gegenüberstellt. Es handelt sich dabei um einen der prominentesten Wirtschaftshistoriker der Welt: Barry Eichengreen, Professor an der University of California in Berkeley sowie Autor von bahnbrechenden Aufsätzen und modernen Standardwerken zur Wirtschaftsgeschichte des 20. Jahrhunderts bis zur Gegenwart.

Auch dieses neue Buch, erschienen im Frühjahr 2015 bei Oxford University Press, hat das Zeug dazu, ein Standardwerk zu werden. Auf rund 500 Seiten liefert Eichengreen eine packend geschriebene Anatomie zweier globaler Krisen, die beide globalen Boomphasen folgten. Er tut dies in vier Abschnitten mit den griffigen Titeln: „The Best of Times“, „The Worst of Times“, „Toward Better Times“ und „Avoiding the Next Time“. Und in jedem dieser Abschnitte werden Erfahrungen der Zwischenkriegszeit und der jüngsten Geschichte detailliert geschildert und einander gegenübergestellt. Entstanden ist dabei nicht nur ein breites Panorama zweier Epochen, prall gefüllt mit faszinierenden Fakten, sondern auch eine umfassende Deutung dessen, was die Menschen in Politik und Gesellschaft aus der Geschichte gelernt haben oder auch nicht. Der Fokus liegt dabei auf den beiden wichtigsten Schauplätzen der behandelten historischen Großkrisen: den Vereinigten Staaten und Europa.

Eichengreen liefert wohl die erste große Zwischenbilanz jener jüngsten Weltfinanzkrise, die 2008 mit voller Wucht einsetzte und deren wirtschaftliche und politische Folgen bis heute nicht vollständig überwunden sind, zumindest nicht in Europa. Das Jahr 2015 ist ein guter Zeitpunkt für eine solche Zwischenbilanz, besonders im Vergleich mit der Weltwirtschaftskrise 1930/32. Denn sieben Jahre sind seit dem großen Startschuss der Krise, der Pleite von Lehman Brothers, im September 2008 vergangen, genau so viel Zeit, wie vom Höhepunkt der Weltwirtschafts-

krise 1932 bis zum Ausbruch des Zweiten Weltkriegs 1939, der gemeinhin das Ende der Krisenanpassungen markiert und in die Katastrophe führte. Es geht also durchaus nicht mehr nur um die Beschreibung der Krisenmechanik, sondern auch um eine erste umfassende Beurteilung der politischen und wirtschaftlichen Leistungsbilanz der Krisenbewältigung und Nachsteuerung. Vor allem stellt sich die Frage: Was haben wir gelernt?

Genau dies ist auch die spannende Kernfrage in Eichengreens Buch, das sich flüssig liest. Nichts von akademischer Schwere und Würde, aber viel von Humor und Wortwitz, wie man ihn von so manchem anglo-amerikanischen, aber kaum einem deutschen Wissenschaftler kennt. Mit entwaffnender Freude am Formulieren lässt der Verfasser die Akteure der Geschichte zur Musterung antreten: von den Finanzjongleuren der Kapitalmärkte bis zu machtbewussten Politikern und würdigen Zentralbankpräsidenten. Niemand entgeht der frischen Charakterzeichnung Eichengreens, der das Spektrum der sprachlichen Tönungen souverän beherrscht – von der zarten Ironie bis zum würzigen Sarkasmus. Das macht das Buch in hohem Maße unterhaltsam, trotz gelegentlicher Wiederholungen, trotz auch der völligen Abwesenheit von Graphiken und Tabellen, wie sie sonst ökonomische Standardwerke schmücken, und trotz der zum Teil komplexen und sperrigen finanztechnischen Materie, die natürlich nicht zu umgehen ist. Man lehnt sich bei der Lektüre des Öfteren seufzend zurück und denkt: Könnten doch nur alle gelehrten Historiker und Volkswirte so gut schreiben wie dieser Eichengreen!

Auch mit seinen Urteilen ist der Autor nicht zimperlich. Es gibt kaum eine politische Tat, die nicht von ihm eine Note erhält, wobei das Spektrum von „sehr gut“ bis „ungenügend“ reicht. Dabei hat er eine klare Perspektive: Eichengreen ist Keynesianer, er glaubt fest an die segensreiche Möglichkeit der makroökonomischen Stabilisierung durch Geld- und Fiskalpolitik sowie die dazugehörigen Institutionen. Und er verteilt seine Noten danach, inwieweit eine Zentralbank, eine Regierung oder der Gesetzgeber etwas zur Stabilisierung leistet oder nicht. Gerade dieser einfache Maßstab macht das Buch so provokant und relevant: Es liefert die benötigte Kontrastfarbe des Guten gegenüber dem Schlechten, an der man sich für die weitere Diskussion bestens orientieren kann. Thomas Nipperdey, der große deutsche Historiker, schrieb kurz vor seinem Tod 1992 im letzten Satz seines letzten Werkes: „Die Grundfarbe der Geschichte ist grau, in unendlichen Schattierungen.“<sup>1</sup> Nicht so bei Eichengreen. Bei ihm dominieren Schwarz und Weiß. Eben

dies liefert den aktuellen Anlass für den folgenden Beitrag zu Eichengreens Buch: Nur wer Schwarz und Weiß gut kennt, kann anschließend vernünftig über Grauschattierungen zu reden und zu streiten beginnen. Und genau dies soll in diesem Beitrag geschehen.

## 2 Eichengreens Erzählungen

### 2.1 Gute und schlechte Zeiten

Im Anfang war der Boom, „*the best of times*“, wie es Eichengreen ironisch formuliert. So gab es in den zwanziger Jahren in den Vereinigten Staaten eine Immobilienhause mit Schwerpunkt in Florida, die zu wilden Übersteigerungen führte und so schillernde Figuren wie Charles Ponzi hervorbrachte, der im historischen Rückblick dem Ponzi-Spiel den Namen gab – jenem Geschäftsmodell mit Betrugscharakter, bei dem an Investoren (in der Regel hohe) Erträge ausbezahlt werden, die sich nicht aus echten realisierten Gewinnen finanzieren, sondern aus jenem frischen Kapital, das dem Betreiber von anderen Investoren zur Verfügung gestellt wird. Dem Immobilienboom in Florida folgte eine Aktienhause an der Wall Street, zunächst angetrieben durch rasches Wachstum und Produktivitätsschübe in der amerikanischen Industrie, die damals unter anderem die Einführung des Fließbands in der Kraftfahrzeugproduktion erlebte, was zur ersten Welle der Massenmotorisierung führte. Eine Neubewertung der Vermögensbestände – und zwar eindeutig nach oben – war also durchaus real fundiert.

Was allerdings nach 1926 an übersteigerter Aktienhause zustande kam, lässt sich nur auf eine allzu expansive Geldpolitik zurückführen. Sie erklärt sich vor allem aus dem externen Druck, unter den die Vereinigten Staaten gerieten – als Folge der Rückkehr Großbritanniens zum Goldstandard mit einem an der Vorkriegsparität orientierten Kurs des Pfundes Sterling, der die britische Wirtschaft einer permanenten Deflation aussetzte, mit Goldabflüssen aus London nach New York. Der mächtige langjährige Präsident der Federal Reserve (Fed), Benjamin Strong, ein Befürworter des Goldstandards genauso wie sein enger Freund und Chef der Bank of England Montagu Norman, sah sich deshalb zu einer Politik genötigt, die durch niedrige Zinsen und Stützungen des Pfundes die Dollar-Liquidität drastisch erhöhte.

All dies führte zwar nicht zur Preisinflation, wohl aber zum spekulativen Anheizen der Aktienhause, die im Laufe der Jahre 1928 und 1929 schwindelnde Höhen erreichte. Die Folge war schließlich ein Kurswechsel der Geldpolitik, der nach Benjamin Strong's plötzlichem Tod im Oktober

<sup>1</sup> Nipperdey (1992), S. 905.

1928 noch akzentuiert wurde, mit kurzfristigen Zinssätzen, die auf ein Spitzenniveau stiegen, wie es in den USA erst wieder in den frühen siebziger Jahren bei hoher Preisinflation im Aufgalopp zum Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems erreicht wurde. „Pricking the bubble“ wurde zum erklärten politischen Ziel.

Strukturell ähnlich waren Lage und Abfolge der Ereignisse in den Vereinigten Staaten in der Dekade nach der Jahrtausendwende. Man ersetze „Benjamin Strong“ durch „Alan Greenspan“ – so erhält man das Bild einer mindestens ebenso expansiven Geldpolitik mit Niedrigzinsen im Gefolge der „Dotcom-Krise“ um die Jahrtausendwende und vor allem des Anschlags auf das World Trade Center am 11. September 2001. Über mehrere Jahre entfaltete sich ein Boom, der sich außenwirtschaftlich in scharf zunehmenden Leistungsbilanzdefiziten zeigte, die im Jahr 2006 mit fast 6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts einen Höhepunkt erreichten, finanziert durch massive Kapitalzuflüsse. Die Immobilienpreise in den USA verdoppelten sich von 2001 bis 2006, noch zusätzlich geschürt durch eine Förderung des privaten Eigenheimbaus für Bezieher niedriger Einkommen.

Hinzu kamen eine Aktienhausse und erst spät ein Umschalten auf ein Abbremsen des Booms der Vermögenswerte durch scharfe Zinserhöhungen der Fed in den Jahren 2005/06 – bei nur sehr moderater Preisinflation auf den Produktmärkten. Dies alles geschah in einer neuen Welt der hochkomplexen Finanzinstrumente, die sich nach rund zwei Jahrzehnten der Finanzmarktderegulierung als ein unkontrolliertes Schattenkreditsystem neben die offiziellen Banken gesellt hatte. Es war die Welt des „Investment banking“ und der „Special purpose vehicles“, in denen die neu erfundenen Produkte aufblühten – von einfachen „Mortgage backed securities“ bis hin zu verschiedensten Varianten von „Credit default swaps“. Deren Risiken, die vor allem in minderwertigen Subprime-Krediten im amerikanischen Immobilienmarkt bestanden, tauchten kaum noch in den Büchern der (stark regulierten) Banken auf, sondern wurden durch die mannigfaltigen Formen der Verbriefung im weitgehend unregulierten Bereich des Finanzmarktes verdeckt und versteckt. Zynisch formuliert: „Subprime“ wurde zu „Prime“ promoviert.

Strukturell Vergleichbares zwischen den beiden Dekaden findet sich auch in Europa. Deutschland versus Frankreich, das war das kontinentaleuropäische Drama der zwanziger Jahre. Das Deutschland Stresemanns erlebte nach der verheerenden Hyperinflation zwar 1923 eine Stabilisierung der Währung, aber um den Preis der Zerstörung der Ersparnisse des bürgerlichen Mittelstands und der Arbeiterschaft. Die Rückkehr zum internationalen Finanz-

markt in der Folge der Dawes-Anleihe 1924 sorgte zwar für den massiven Zufluss von amerikanischem Kapital, was erlaubte, den Investitionsstau im öffentlichen und privaten Sektor ein Stück weit aufzulösen. Aber er baute auch eine Anfälligkeit für eine Kapitalflucht auf, die das Land dann hart treffen konnte, sobald die Zinsen in den Vereinigten Staaten wieder stiegen – und genau so geschah es 1928/29. Die Fristigkeit der Kredite wurde kürzer, die Lage angespannt. Ganz anders war die Situation in Frankreich. Durch die Stabilisierung des Franc im Goldstandard zu einem drastisch niedrigeren Kurs als vor dem Ersten Weltkrieg war Frankreich wirtschaftlich höchst wettbewerbsfähig und akkumulierte jahrelang über Devisenzuflüsse große Goldbestände. Raymond Poincaré, von 1926 bis 1929 mächtiger Ministerpräsident des Landes, herrschte über ein boomendes, wenn auch verarmtes merkantilistisches Paradies – dank des Goldstandards.

In der Dekade nach der Jahrtausendwende gab es nun eine ganz ähnliche wirtschaftliche Trennlinie, diesmal allerdings zwischen dem Norden und dem Süden Europas. Mit der Einführung des Euro erhielt der Süden das Geschenk niedriger Zinsen durch einen Import der Glaubwürdigkeit des Nordens – mit dem Ergebnis, dass massiv Kapital in den Süden strömte. Dies erlaubte in Griechenland die Aufblähung der Staatsausgaben und befeuerte in Spanien, Portugal sowie Irland (nur in diesem Sinne Teil des Südens!) über Wertsteigerungen vor allem von Immobilien die private Binnennachfrage. In Deutschland dagegen sorgten die Folgen der Wiedervereinigung mit hoher Arbeitslosigkeit und lange unterausgelasteten Ressourcen eher für depressive Binnenmärkte und moderate Lohnabschlüsse. Die Folge: massive Defizite in den Leistungsbilanzen im Süden und entsprechende Überschüsse im Norden. Was also in den zwanziger Jahren Goldstandard plus Dawes-Anleihe an internationalen makroökonomischen Ungleichgewichten anfütterten, leistete im Europa der Dekade nach dem Jahr 2000 der Euro im Verbund mit den Finanzmärkten bei freiem Kapitalverkehr.

Soweit das, was Eichengreen ironisch „the best of times“ nennt. Diese endete in den späten zwanziger Jahren mit dem New Yorker Börsenkrach 1929 und den Banken Krisen 1930; in der zurückliegenden Dekade markierten spätestens die Pleite von Lehman Brothers 2008 und der Einbruch der Weltwirtschaft 2009 die Zeitenwende. Es folgte „the worst of times“, der dramatische Zusammenbruch der Kartenhäuser. In der Zwischenkriegszeit war dies die Weltwirtschaftskrise. Ihre Geschichte ist schon oft erzählt worden, und auch Eichengreen schildert sie ausführlich und fesselnd, allerdings ohne wesentlich Neues gegenüber dem Wissensstand hinzuzufügen, der sich seit

Beginn der ernsthaften Forschungen zu diesem Thema in den frühen sechziger Jahren bis heute ergeben hat.<sup>2</sup>

In den USA ist das zentrale Faktum das Versagen der Fed. Zwar gab es durchaus auch dort warnende Stimmen von Insidern, die vor einem drohenden Kreditkollaps warnten, aber sie konnten sich nicht durchsetzen. Im Ergebnis tat die Fed jedenfalls wenig, um der Kreditkontraktion im Nachgang zum Börsenkrach und den Bankenkrisen durch Öffnung der Liquiditätsschleusen nachdrücklich entgegenzutreten. Auch das Ausscheiden Großbritanniens aus dem Goldstandard im September 1931 führte nicht zu einem Umdenken. Die Fiskalpolitik der Regierung von Herbert Hoover tat ein Übriges – mit dem strikten Vorrang der Sparpolitik bei einbrechenden Steuereinnahmen. Die Depression nahm verheerende Ausmaße an, und zwar vor allem wegen der makroökonomischen Fehlsteuerung – und überhaupt nicht, wie Eichengreen betont, wegen der Hinwendung zum Protektionismus durch den Smoot-Hawley-Act von 1930, womit er der herrschenden Lehrbuchmeinung widerspricht, worauf er ausdrücklich hinweist.<sup>3</sup> Ähnlich kläglich versagte die Politik in Kontinentaleuropa: Frankreich akkumulierte unverdrossen Goldreserven durch Leistungsbilanzüberschüsse, während Deutschland und Österreich durch Bankzusammenbrüche dramatische Liquiditätsengpässe erlebten. Die politische Antwort war auch dort nichts als Sparpolitik, symbolisiert durch die drastischen Maßnahmen des deutschen Kanzlers Heinrich Brüning („Hungerkanzler“ genannt), die von massiven Kapitalverkehrskontrollen bei formalem Fortbestand des Goldstandard flankiert wurden.

Es waren wirtschaftliche Horrorszenarien in Deutschland und den USA, die allerdings ganz unterschiedlich endeten: in Deutschland mit dem politisch katastrophalen Aufstieg des Nationalsozialismus und schließlich der Ernennung Adolf Hitlers zum Reichskanzler Ende Januar 1933, in den USA mit der Wahl im November 1932 von Franklin D. Roosevelt, der dann von März 1933 an regierte. Er wurde zum Vater des „New Deal“, einer völlig neuen Orientierung der Politik, die für Eichengreen als Messlatte für alles Weitere dient – auch für das, was nach der Weltfinanzkrise 2007/08 geschah.

<sup>2</sup> Als Zeitpunkt zur Ortung des Beginns der Forschungen eignet sich das Erscheinen der inzwischen klassischen „Monetary History of the United States“ (Friedman und Schwartz 1963).

<sup>3</sup> Das längst klassische Werk zur krisenverstärkenden Wirkung des amerikanischen Protektionismus ist Kindleberger (1973), das Eichengreen merkwürdigerweise nicht zitiert.

## 2.2 Gute und schlechte Politik

Franklin Roosevelts „New Deal“ feiert Eichengreen – bei aller Detailkritik – geradezu hymnisch als kopernikanische Wende. Endlich sorgte ein massives Ausgabenprogramm für die nötige Belebung der Binnennachfrage, die auch im Wesentlichen konsequent durchgehalten wurde und bis 1937 für eine kräftige und einigermaßen stabile Erholung sorgte. Langfristig bahnbrechend war die Reform der Bankenregulierung, allen voran die Trennung von Investment- und Retail Banking durch den Glass Steagall Act, die Einführung der nationalen Einlagensicherung und die Erweiterung der Möglichkeiten für die Fed, als „Lender of last resort“ in die Finanzmärkte einzugreifen.

Ganz anders sah die Politik im Zuge und nach der Weltfinanzkrise 2007/08 aus. Eichengreen sieht hier – wie für die Zwischenkriegszeit – ein zweigeteiltes Bild: die unmittelbare Reaktion und die längerfristigen Weichenstellungen. Während in der Weltwirtschaftskrise die Politik kurzfristig völlig versagte, aber zumindest in den USA mit dem New Deal weitreichende und richtige Konsequenzen zog, war es von 2007/08 an genau umgekehrt. Zwar herrschte zunächst wieder allgemein die Vorstellung vor, man müsse nur hart bleiben und jene privaten Hasardeure der Finanzwelt haften lassen, die das ganze Kartenhaus zu verantworten hatten. Doch diese Position gab man überall schnell auf, als die Gefahr einer systemischen Katastrophe offensichtlich wurde.

Mit dem deutlichen Rückgang der Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten kam es ab Mitte 2007 zu einer drastischen Verschlechterung der Geschäftszahlen und zu den ersten Großkrisen europäischer Banken, die im Subprime-Geschäft hochengagiert waren, so vor allem bei der Industriedebank in Deutschland und der BNP Paribas in Frankreich. Es war dann die Ankündigung von BNP Paribas kurz vor Geschäftsbeginn am 9. August, drei Hedge-Fonds im eigenen Haus zu schließen, die das Fass zum Überlaufen brachte. Die Marktteilnehmer folgerten, dass es sich um ein systematisches Problem handelte, weit verbreitet in der Bankenwelt, wahrlich ein dramatischer Informationsschock. Er bewirkte sofort den Zusammenbruch des Interbankenmarkts wegen allseitigem Misstrauen, und die Europäische Zentralbank (EZB), die noch Anfang Juli die Zinsen erhöht hatte, kündigte schon am Vormittag des 9. August an, eine unbegrenzte Menge von Liquidität bereitzustellen, um die Kreditgewährung innerhalb des Bankensystems zu gewährleisten. Dies war die erste in einer langen Reihe von Rettungsaktionen, die noch folgten.

In Großbritannien kam der Wendepunkt schon einen Monat später, als die englische Bank Northern Rock infolge der ersten Welle der Subprime-Krise in eine massive Schief-

lage rutschte und Mitte September ein „Bank run“ einsetzte. Dies war der erste in Großbritannien seit 1866 (!), weil das Land – ganz anders als die USA und Deutschland – in der Weltwirtschaftskrise vor dem Schlimmsten bewahrt geblieben war, denn es hatte im September 1931 relativ zeitig den Goldstandard des Pfundes Sterling aufgegeben. Am 13. September 2007 war es dann soweit: Nur wenige Tage nach den Ankündigungen des Chefs der Bank of England Mervyn King, man werde nicht helfen, gewährte die britische Zentralbank eine umfassende „Liquidity support facility“. Sie signalisierte damit eine spektakuläre Kurswende auch auf den britischen Inseln.

Der globale Wendepunkt kam dann spätestens mit der Pleite der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September 2008. Sie markiert das endgültige Finale des Versuchs, die Märkte sich selbst zu überlassen und eine Art Exempel der Selbstreinigung der Bilanzen zu statuieren. Im Gefolge des Lehman-Zusammenbruchs geriet sofort die American International Group (AIG), der weltgrößte Versicherer von Finanzmarktrisiken, in die Schiefelage. Damit drohte eine „globale Kernschmelze“ der Märkte. Kurzfristig kam es nun im Rahmen einer geld- und fiskalpolitischen Notoperation zu einer Rettungspolitik, die international gut koordiniert war und kraftvoll ausfiel – ganz anders als in der Weltwirtschaftskrise 1930/32, aus deren historischer Existenz die handelnden Politiker und Zentralbanker offenbar die nötigen Konsequenzen zogen. Es gab somit früh ein klares Signal an die Finanzmärkte, dass die Zentralbanken und die Regierungen als „Lender of last resort“ bereitstanden, um einer Implosion des Vertrauens an den Märkten entschlossen entgegenzutreten. Dies funktionierte: Die Märkte beruhigten sich, es kam nicht annähernd zu einer jahrelangen Depression der globalen Realwirtschaft, wie sie sich 1930–32 eingestellt hatte; der globale Einbruch von Produktion und Handel blieb kurz und scharf, im Wesentlichen auf das Jahr 2009 beschränkt.

Barry Eichengreen erkennt dies an: Die Politik hatte überall gelernt, jedenfalls was die Behandlung von Notfällen betrifft. Nach einem kurzen Zögern taten die Verantwortlichen das Richtige, offenbar mit der Lektion der Weltwirtschaftskrise 1930/32 „im Hinterkopf“, zumal ausgerechnet der amerikanische Fed-Präsident Ben Bernanke, der mächtigste Zentralbanker jener dramatischen Jahre, in seiner akademischen Laufbahn durch eigene Forschungen zu einem prominenten Experten der Geschichte der „Great Depression“ und ihrer Ursachen herangewachsen war.

Damit enden aus Eichengreens Sicht aber auch schon die Verdienste der Politik. Dies gilt für die Vereinigten Staaten, wo es in den darauffolgenden Jahren am politischen Willen zu einer konsequent expansiven Fiskal- und Geldpolitik und zu einer durchgreifenden Finanzmarkt-

reform fehlte, ganz anders als im New Deal der dreißiger Jahre, als man nach der Katastrophe der „Great Depression“ eben genau diese Entschlossenheit zeigte. Und es gilt laut Eichengreen in noch viel höherem Maße für Kontinentaleuropa, wo innerhalb der Eurozone geradezu das genaue Gegenteil von dem getan wurde, was nötig war, um in einer – ohnehin fehlkonstruierten – Währungsunion ein Abgleiten in Rezession plus Schuldenkrise in den am härtesten getroffenen Ländern zu verhindern. Ergebnis: über Jahre qualvolle Sparpolitik statt wirtschaftliche Erholung, ein politisches und ökonomisches Desaster, zwar sicherlich keine allumfassende Depression wie in den dreißiger Jahren, aber doch das Schlimmste, was man sich unterhalb der Schwelle einer solchen epochalen Katastrophe ausmalen kann.

Es lohnt sich, Eichengreens zentrale Gedankengänge kurz nachzuzeichnen. Beginnen wir mit den Vereinigten Staaten. Hier wurden die Weichen zunächst massiv in Richtung fiskalische und monetäre Expansion gestellt. Der neu gewählte Präsident Barack Obama legte 2009 ein Staatsausgabenprogramm von 787 Milliarden Dollar auf, das bisher größte in der amerikanischen Geschichte. Die Fed sorgte mit drei Wellen des „Quantitative easing“ für die nötigen monetären Impulse. Es ging dabei um „unkonventionelle“ Maßnahmen der geldpolitischen Lockerung durch Aufkäufe von Aktiva der verschiedensten, aber zumeist minderwertigen Art bei bereits sehr niedrigen Zinssätzen. Die erste Welle – angekündigt schon Ende November 2008 – fiel dabei besonders spektakulär aus: Es ging u. a. um den Aufkauf von „Mortgage-backed securities“ für 500 Milliarden Dollar sowie von Schuldverschreibungen der großen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac sowie der Federal Home Loan Banks für 100 Milliarden Dollar. All diesen Maßnahmen zollt Eichengreen – bei aller Detailschilderung der Umsetzungsprobleme – anerkennenden Respekt: als zentrale Elemente einer angemessenen keynesianischen Strategie, alle relevanten Märkte zu stabilisieren und wieder in Gang zu setzen.

Eichengreen kritisiert allerdings nachdrücklich, dass der expansive Kurs nicht konsequent durchgehalten wurde. Schon in dem G7-Treffen der Finanzminister und Zentralbankchefs im Februar 2010 in Iqaluit in Kanada sieht er die erste koordinierte Abwendung von der Expansionspolitik hin zur Sparpolitik – getreu dem Motto: Das Schlimmste ist überwunden, und deshalb muss die Politik den Weg zur Konsolidierung zurückfinden. In der Tat war im Nachhinein das Jahr 2009 der realwirtschaftliche Tiefpunkt der Krise, aber bei den damals herrschenden extrem niedrigen Zinsen und der niedrigen Inflation sieht Eichengreen auch heute noch unverändert den Bedarf an weiteren Impulsen zur Expansion. Die amerikanische Politik

schaltete aber einen kräftigen Gang zurück, ganz anders als in den dreißiger Jahren im New Deal. Ähnlich halbherzig blieben die Finanzmarktreformen: Da im Ergebnis eine Katastrophe ausgeblieben war, gewann die Finanzmarktlobby schnell wieder an Macht und verhinderte eine durchgreifende Reform, insbesondere mit Blick auf die Regulierung des Schattenbankensystems, das sich in den Finanzmärkten etabliert hatte. An dem, was herauskam, lässt Eichengreen kaum ein gutes Haar: Der Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act von 2010 sah im Wesentlichen nicht mehr vor als die Einführung höherer Eigenkapitalquoten, kein Vergleich mit der weitreichenden Bankenregulierung, die in den dreißiger Jahren der Weltwirtschaftskrise durch den Glass-Steagall Act folgte.

Hier liegt eine zentrale Botschaft von Eichengreens Buch: Die amerikanische Politik hat gelernt, das Schlimmste zu verhindern, aber sie hat nicht gelernt, eine Wirtschaft nach einer scharfen Finanzkrise nachhaltig aus der Baisse herauszuführen und ihr einen institutionellen Rahmen zu sichern, der künftige Krisen sehr viel unwahrscheinlicher macht. Also: stotternde Erholung und fragwürdige Regulierung, eine eher schlechte, aber keine katastrophale Bilanz. Eine solche findet Eichengreen allerdings in Europa, namentlich in der Eurozone.

Schon der Startpunkt in Europa ist für ihn eine Fehlkonstruktion. Diese hat einen Namen: Euro. Ohne politische Union, so lautet Eichengreens eindeutiges Urteil, war und ist die Europäische Währungsunion zum Scheitern verurteilt, und zwar vor allem, weil sie – anders als die Dollar-Währungsunion in den USA – in ihrem Währungsraum über kein funktionierendes System der fiskalischen Transfers zwischen Wachstums- und Schrumpfsregionen in Zeiten nicht-synchronen Konjunkturverlaufs verfügt.<sup>4</sup> Zudem fehlt eine gemeinsame Behörde für die Regulierung der Finanzmärkte mit supranationalem Durchgriffsrecht sowie gemeinsamen Institutionen und Verfahren zur Abwicklung bzw. Rekapitalisierung von Banken, die in eine Schieflage geraten, kurzum: eine Bankenunion. Ohne diese Voraussetzungen betrachtet Eichengreen die Gründung einer Währungsunion als politisches Hasardeurspiel.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Eichengreen greift vor allem auf die Theorie des optimalen Währungsraums von Kenen (1969) zurück, der den interregionalen Transfermechanismus und nicht die Mobilität der Arbeitskräfte in den Vordergrund rückt, anders als Mundell (1961), dessen klassische Theorie bei Eichengreen (2015) nicht erwähnt wird.

<sup>5</sup> Diese Skepsis äußerte Eichengreen bereits unmittelbar nach dem Abschluss der Verträge von Maastricht, allerdings in sehr viel moderaterer Form (Eichengreen 1993).

Hinzu kommt die Auswahl der Mitgliedsländer bei Gründung der Währungsunion Ende der neunziger Jahre, ein riesiger politischer Fehler! Eichengreen diagnostiziert ex post eine klare Zweiteilung in „Nord“ und „Süd“, wobei die nördlichen Länder (einschließlich Frankreich) hinreichend reif für eine Währungsunion waren, die südlichen (einschließlich Irland) dagegen nicht, und zwar aufgrund im Vorhinein klar erkennbarer struktureller Schwächen. Insofern erzählt sich die anschließende Dekade der Schritt für Schritt akkumulierenden Ungleichgewichte wie die zwingende Folge des Nord/Süd-Gefälles: Kapitalzuflüsse von Nord nach Süd zur Finanzierung von dortigen Leistungsbilanzdefiziten, die als Konsequenz künstlich niedriger Zinssätze entstehen und wachsen – sei es über einen privaten Binnenmarkt- und Immobilienboom wie in Irland, Portugal und Spanien, sei es durch übermäßige öffentliche Haushaltsdefizite wie in Griechenland. Die Parallelität zur unzeitgemäßen Rückkehr zum Goldstandard in den zwanziger Jahren liegt für Eichengreen auf der Hand, und er lässt keine Gelegenheit aus, den naheliegenden Vergleich zu ziehen.

Soweit die gründlich missratene Startposition der Eurozone. Sie musste früher oder später zu einer dramatischen Zuspitzung führen, und so kam es denn in der Bugwelle der Weltfinanzkrise spätestens vom Frühjahr 2010 an zu jener Schieflage, die den Zusammenhalt Europas auf eine dramatische Probe stellte: die Bailouts für Griechenland sowie die Unterstützung von Irland, Portugal und indirekt auch Spanien – alles Notmaßnahmen, die in den Konstruktionsprinzipien der Währungsunion nicht vorgesehen waren. Eichengreens Verdikt über die politische Leistung Europas in dieser Zeit ist vernichtend: Versagen, wo man nur hinblickt, sei es in den institutionellen Reformen, in der EZB-Geldpolitik oder in der fiskalischen Koordinierung. Überall bestenfalls zu zögerliche oder zu schwache Bemühungen um Stabilisierung, schlimmstenfalls sogar Maßnahmen, die in die völlig falsche Richtung gehen.

Letzteres trifft vor allem für die sogenannte Rettungspolitik mit Blick auf die Krisenländer zu. Zwar kam es schon im ersten Halbjahr 2010 im Zuge der sich anbahnenden griechischen Schuldenkrise zur Gründung der European Financial Stability Facility (EFSF), 2012 in aufgestockter Form ersetzt durch den European Stability Mechanism (ESM), der zusammen mit dem International Monetary Fund (IMF) im Verhältnis 2:1 die Last der Rettungsaktion für Griechenland (und später andere Länder) tragen sollte und dies auch tat. Dies war ein nötiger Schritt, zusammen mit der allerdings zaghafte Etablierung einer gemeinsamen Bankenaufsicht, um wenigstens die elementarsten Fehlkonstruktionen der Eurozone zu korrigieren. Aber die

Konditionen der schärfsten fiskalischen Sparpolitik, unter der die Hilfe aus dem EFSF und später ESM gewährt wurden, sorgten vor allem in Griechenland für eine dramatische Rezession – ein folgenschwerer Grundfehler, den Eichengreen der sogenannten Troika aus Eurogruppe, EZB und IMF anlastet, wobei er dahinter als politisch Verantwortliche die Gläubigerländer und vor allem Deutschland als politisch dominierende Wirtschaftsmacht in der Eurozone ortet und scharf kritisiert.

Im Umfeld der Rettungsaktionen kam es wiederholt zu einer äußerst ungeschickten Kommunikation gegenüber der Öffentlichkeit. Sie erreichte einen ersten gefährlichen Tiefpunkt bei einem Strandspaziergang der deutschen Bundeskanzlerin Angela Merkel und des französischen Präsidenten Nicolas Sarkozy in Deauville am 20. Oktober 2010, als beide ankündigten, in der Zukunft würden in Krisenländern – anders als zuvor in Griechenland – im Fall eines Bailouts auch private Investoren in die Haftung genommen. Das kaum verwunderliche Ergebnis: ein sofortiger scharfer Kursverfall und Renditeanstieg bei irischen, portugiesischen und spanischen Staatsanleihen. Und schließlich blieb ein Schuldenschnitts dort, wo er nötig und unumgänglich war, besonders lange aus: im Fall Griechenlands. Erst im Jahr 2012 gab es dort den gebotenen „Haircut“, der allerdings zu diesem Zeitpunkt kaum noch eine gesamtwirtschaftliche Entlastung entfaltete – zu stark steckte das Land schon in der Krise. Mit Blick auf Griechenland erreicht Eichengreens Sarkasmus einen Höhepunkt, wenn er schreibt: „In this way the Troika succeeded in transforming the Greek crisis into an existential crisis for the euro and The European Union. This is giving one blunder a lot of credit – but then, credit where credit is due.“<sup>6</sup>

Was die EZB betrifft, zeichnet Eichengreen bis Mitte 2012 das Bild einer Stop-and-go-Politik, die zu keinem Zeitpunkt zu einem der Krise angemessenen Wachstum der Geldmenge führte. Er räumt ein, dass die EZB, sobald nötig, im Rahmen ihres Securities Market Programme (SMP) hinreichend Stützungskäufe unternahm, um die Finanzierungskosten am Kapitalmarkt für die südeuropäischen Staaten nicht in dramatische Höhen schnellen zu lassen, wodurch vor allem Italien, Spanien und Griechenland profitierten. Parallel erleichterte sie, wenn nötig, durch Longer-Term Refinancing Operations (LTROs) für die Banken den Zugang zu Liquidität. Aber alles geschah nur stets in dem Maße, wie es die akute Krise erforderte, so dass sich niemals die Chance einer nachhaltigen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen abzeichnete und damit der Euro stets bedroht blieb.

Erst als sich die Lage auf dem Markt für Staatsanleihen der Krisenländer Mitte 2012 abermals deutlich zuspitzte, kam es zu einer belastbaren Ankündigung, den Euro zu verteidigen – durch den neuen EZB-Präsident Mario Draghi (Nachfolger von Jean-Claude Trichet), der auf einer Investorenkonferenz in London am 26. Juli 2012 die seither klassischen Sätze sprach: „The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough.“<sup>7</sup> Dieser Ankündigung folgte die Einrichtung eines Programms der Outright Monetary Transactions (OMT) zum im Grundsatz unbegrenzten Aufkauf von Staatsanleihen jener gefährdeten Länder, die sich einem entsprechenden konditionierten Hilfsprogramm des neu eingerichteten Europäischen Stabilitätsmechanismus unterwarfen. Tatsächlich sorgte allein die Existenz des Programms mit der Ankündigung Draghis für eine Beruhigung der Märkte, ohne dass überhaupt in den nächsten Monaten entsprechende Aufkäufe getätigt werden mussten. Also: ein klarer Wendepunkt in der akuten Krise.

Schließlich bleibt der Blick auf die Fiskalpolitik, und zwar nicht nur in den krisengeschüttelten Ländern, sondern auch in den Inseln der Finanzmarktstabilität wie Deutschland und auch außerhalb der Eurozone wie in Großbritannien. Hier ist Eichengreens Urteil unerbittlich: Er hat keinerlei Verständnis für die restriktive Konsolidierungspolitik in Deutschland, dem wirtschaftlich mächtigsten Land der Eurozone, das bei seinen hohen Leistungsbilanzüberschüssen und den relativ kleinen Haushaltsdefiziten an einer eigenen Sparpolitik festhielt, statt anderen Ländern mit keynesianischer Expansion beizustehen. Kein Wunder, dass sich dadurch in der Eurozone das eiserne Korsett des Sparens nur noch weiter festzurrt. Nicht viel freundlicher fällt allerdings Eichengreens Urteil über die Sparpolitik der konservativ-liberaldemokratischen Regierung Cameron aus, die 2010 im Vereinigten Königreich an die Macht kam. Auch dort, also außerhalb der Eurozone, nichts als krisenverschärfendes Sparen – viel zu früh und viel zu scharf.

### 3 Ideologische Interpretationen

Soweit Eichengreens Buch, äußerst knapp inhaltlich zusammengefasst. Seine Darstellung und Deutung der Weltfinanzkrise 2007/08 ff. und der Europäischen Schuldenkrise 2010 ff. ist in sich schlüssig. Was die Politik betrifft, lässt sie sich in einem einzigen Satz zusammenfassen: Alles, was für zusätzliche gesamtwirtschaftliche Nachfrage sorg-

<sup>6</sup> Eichengreen (2015), S. 350.

<sup>7</sup> Draghi (2012).

te, war gut, und alles, was die gesamtwirtschaftliche Nachfrage verminderte, war schlecht. Seine höchst kritische Schlussfolgerung ist gleichfalls extrem einfach: Mehr vom Guten und weniger vom Schlechten wäre besser gewesen. Sein Urteil über den Euro ist insofern folgerichtig: Dieser ist eine Fehlkonstruktion, weil er die Stabilisierung der Nachfrage auf hohem Niveau verhindert hat. Alles in allem also: traditioneller Keynesianismus in Reinkultur. Seine Schlussfolgerung: Die USA, Großbritannien und Kontinentaleuropa haben aus der Weltwirtschaftskrise 1930 ff. nur eines gelernt, nämlich eine Katastrophe zu verhindern; sie haben aber nicht gelernt, nach der verhinderten Katastrophe zu normalem Wachstum zurückzukehren.

### 3.1 Keynesianismus I: Zu wenig Nachfrage!

Eine harte Kritik. Ist sie gerechtfertigt? Für die Vereinigten Staaten und Großbritannien ist die Antwort erstaunlich einfach. Sie lautet: nein. Ein Blick auf die gesamtwirtschaftlichen Daten beider Länder macht deutlich, warum nicht.<sup>8</sup> Das amerikanische Bruttoinlandsprodukt (BIP) wuchs im Fünfjahreszeitraum 2010–14 real um 2,2 Prozent p. a., und dies zwischen 2012 und 2014 sehr stabil mit leichtem Trend nach oben, der für 2015 laut Prognose 2,5 Prozent erwarten lässt. Die Arbeitslosenquote sank in diesem Zeitraum kontinuierlich vom Höhepunkt mit 9,6 Prozent im Jahr 2010 auf 5,5 Prozent aktuell, nur mehr unwesentlich höher als in der übersteigerten Boomphase Mitte des letzten Jahrzehnts. Das Defizit in der Leistungsbilanz – noch 2006 aufgrund der (nicht-nachhaltigen) Binnenmarktblase rund 6 Prozent des BIP – ist nach 2008 deutlich geschrumpft und beträgt inzwischen 2,3 Prozent des BIP, eine langfristig normale Größenordnung für die amerikanische Wirtschaft. Die Inflationsrate bewegt sich seit 2012 im Bereich von 1,5 bis 2 Prozent, deutlich niedriger als Mitte der zurückliegenden Dekade, aber keineswegs in einem bedrohlichen deflationären Bereich.<sup>9</sup>

All diese Zahlen deuten auf eine kontinuierliche Rückkehr zu einer normalen (und nachhaltigen!) zyklischen Lage. Es ist eigentlich im Nachhinein überhaupt nicht zu erkennen, warum die amerikanische Wirtschaft in den vergangenen fünf Jahren unter fehlenden keynesianischen Impulsen gelitten haben soll. Dies gilt umso mehr, als die

<sup>8</sup> Siehe dazu Tabelle 1 im Anhang.

<sup>9</sup> Man könnte den allerjüngsten Rückgang im Jahr 2015 unter 1 Prozent als bedrohliche Deflationstendenz ansehen. Dieser fällt allerdings aus dem Zeitraum heraus, der Eichengreens Analyse zu Grunde lag. Im Übrigen trifft er mit einem gesunden BIP-Wachstum zusammen, das derzeit für 2015 auf 2,5 Prozent vorhergesagt wird.

Schuldenquote (Schuldenstand relativ zum BIP) zwischen 2007 und 2012 scharf stieg – von 64 auf 102 Prozent – und seither gerade mal einigermaßen konstant blieb (sie beträgt aktuell 105 Prozent). Von einem fiskalischen Spielraum für noch stärkere Expansion kann also kaum die Rede sein, zumal auch in den Jahren bis 2015 die staatliche Nettokreditaufnahme zwar kontinuierlich abnahm, aber im Jahr 2014 noch bei 5,3 Prozent des BIP lag und 2015, so die Prognose, bei noch immer hohen 4,2 Prozent des BIP landen wird.

All dies deutet darauf hin, dass das Profil der amerikanischen Politik – zunächst beherzte Katastrophenbekämpfung durch Ausgabenexpansion und eine anschließende Rückkehr zu einem Konsolidierungskurs – im Wesentlichen erfolgreich war, ganz anders als dies Eichengreen deutet. Anscheinend ist sein negatives Urteil vor allem geprägt vom Vergleich mit den dreißiger Jahren, als das reale BIP in den USA von 1929 bis 1933 um über 30 Prozent geschrumpft war und sich dann im Zuge von Roosevelts New Deal bis 1937 zügig erholte – auf fast exakt das Niveau von 1929.<sup>10</sup> Wahrlich ein großer Erfolg im Zuge keynesianischer Politik, der allerdings nach der Weltfinanzkrise 2007/08 ff. weder nötig noch möglich war, denn das reale BIP der Vereinigten Staaten war ja zuvor gerade mal in zwei Jahren geschrumpft, und zwar 2008 um 0,3 und 2009 um 2,8 Prozent, ein Rückgang, der durch das anschließend wieder einsetzende Wachstum bereits im Laufe des Jahres 2011 revidiert war. Alles, was danach bis heute gekommen ist, hat also streng genommen nichts mehr zu tun mit der Erholung von der Krise, eben weil die frühzeitige Bekämpfung der Krise so erfolgreich war, ganz anders als zu den Zeiten der Weltwirtschaftskrise 1930/32. Merkwürdig: Ausgerechnet der erfahrene Historiker Eichengreen wählt den falschen Vergleichsmaßstab und kommt deshalb zu abwegigen Ergebnissen.

Das Bild für Großbritannien in der Zeit 2010–14 ähnelt dem der USA, wenn auch mit insgesamt schwächerem realen Wachstum des BIP (im Durchschnitt pro Jahr 1,8 Prozent), aber ebenfalls mit einer Beschleunigung in jüngster Zeit – für 2015 werden 2,4 Prozent prognostiziert. Die Arbeitslosenquote erreicht heute mit 5,4 Prozent das Niveau der Boomphase des zurückliegenden Jahrzehnts, die Inflationsrate lag bis 2013 durchweg höher als in den USA, zuletzt allerdings wie dort mit einer Abschwächung. Anders als in den USA stieg das Leistungsbilanzdefizit im Trend an, was eher auf einen zunehmenden Binnenmarktboom hinweist. Genau wie in den USA ist im Nachhinein

<sup>10</sup> Zu den Daten siehe U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census (1975).



kaum zu erkennen, welche fiskalischen Spielräume die Regierung hätte zusätzlich nutzen können, um nach 2009 aus der Rezession herauszukommen. Immerhin lag der Anstieg der Schuldenquote in ähnlicher Größenordnung wie in den USA – von knapp 44 Prozent (2007) auf 86 Prozent (2012), was in Anbetracht des besonders schweren Konjunkturunbruchs von über 4 Prozent BIP-Schrumpfung in 2009 nicht verwunderlich war. Zudem hat die Schuldenquote selbst noch in jüngster Zeit trotz anziehenden Wachstums zugenommen – bis auf aktuell 91 Prozent, ein Ergebnis der noch immer hohen Haushaltsdefizite in der Größenordnung von zuletzt 5,7 Prozent des BIP im Jahr 2014 und prognostizierten 4,8 Prozent des BIP 2015. Genau so wie für die Vereinigten Staaten fragt man sich also für Großbritannien, wo die fiskalischen Expansionsspielräume waren, über deren mangelnde Ausnutzung Eichengreen klagt.

Anscheinend ist es Barry Eichengreen auch ziemlich egal, wie genau die gesamtwirtschaftliche Datenkonstellation aussieht. Es gilt stets der Grundsatz: Mehr staatlich finanzierte Expansion wäre besser gewesen als das, was geschah. Die ökonomischen und politischen Kosten der Expansion – Konsequenz einer höheren Verschuldung – diskutiert er nicht. Niedrige Zinsen und niedrige Inflation sind wohl für ihn Indikatoren genug, dass es diese Kosten in nennenswertem Umfang gar nicht gibt, weil der Multiplikator zusätzlicher Staatsausgaben bei dieser Konstellation so hoch ausfällt, dass es zu einer intertemporalen Selbstfinanzierung der zusätzlichen Verschuldung durch induziertes Wachstum von Produktion und Steuereinnahmen kommt. Dies ist allerdings nicht mehr als eine fragwürdige keynesianische Annahme, zumal die Politik sowohl in den USA als auch in Großbritannien innerhalb weniger Jahre die Arbeitslosigkeit auf das Normalmaß bei guter Auslastung der Produktionskapazitäten zurückführte. Von einem großen Ausmaß brachliegender Kapazitäten kann jedenfalls nicht die Rede sein.<sup>11</sup> Es überrascht bei dieser Datenkonstellation schon sehr, mit welcher Verve Eichengreen den Kurs der Politik in den USA und Großbritannien von 2010 an als fahrlässig vertane Chance zu mehr Expansion kritisiert, ohne die Risiken zusätzlicher Staatsverschuldung auch nur zu erwähnen.

Wichtig ist festzustellen, dass Barry Eichengreen mit seiner unbedingten Forderung nach mehr staatlich gestützter Nachfrage unter prominenten amerikanischen Ökonomen keineswegs allein steht. In einer langen Reihe von

wirtschaftspolitischen Kolumnen – zumeist auf einschlägigen Websites im Internet – haben namhafte Keynesianer wie Paul Krugman und Joseph Stiglitz, beide Nobelpreisträger der Wirtschaftswissenschaft, immer wieder und mit scharfer Rhetorik in den Chor der Rufer nach mehr Nachfrage eingestimmt. Tatsächlich ist es nicht übertrieben, von einer neuen Ideologie des Keynesianismus zu sprechen, die sich lauter, nachdrücklicher und öfter zu Wort meldet als jemals in der Vergangenheit. Dazu tragen wohl auch maßgeblich die neuen Medien bei, die aktuelle und schlagworthafte Äußerungen begünstigen und für deren rasche globale Verbreitung sorgen.

### 3.2 Keynesianismus II: Gescheiterter Euro!

Kein Zweifel besteht, dass die wirtschaftliche Erholung in der Eurozone nach der Weltfinanzkrise 2007/08 und dem anschließenden scharfen Konjunkturunbruch erheblich schwächer verlief als in den USA und auch verhaltener als in Großbritannien. Ebenso naheliegend ist, dass dies im Wesentlichen durch die Sparpolitik in jenen Ländern der Eurozone verursacht wurde, die in einer Schuldenkrise steckten, also Irland, Portugal, Spanien und vor allem Griechenland. Hinzu kam eine schon länger andauernde Wachstumsschwäche von Frankreich und Italien, zwei bevölkerungs- und wirtschaftsstarken Kernländern der Eurozone. Demgegenüber erholten sich die „nördlichen“ Länder recht zügig. Vor allem Deutschland erlebte nach dem überaus scharfen Einbruch 2009 mit einer BIP-Schrumpfung von fast 6 Prozent ein zunächst kräftiges und dann moderates Wachstum, das nur 2012 und 2013 vorübergehend schwächelte. Heute liegt die Arbeitslosenquote in Deutschland auf einem langjährigen Tiefpunkt, in den Krisenländern aber noch immer auf sehr hohem Niveau.<sup>12</sup>

Dieses Bild der höchst differenzierten Erholung stützt auf den ersten Blick die scharfe Kritik am Euro, die Eichengreen ausspricht. Offenbar erschwerten die festen Wechselkurse einer gemeinsamen Währung den kurzfristigen Rückgewinn internationaler Wettbewerbsfähigkeit erheblich: Was es an externer Währungsabwertung der Krisenländer nicht mehr geben konnte, musste durch eine schmerzliche und langwierige interne Abwertung von Löhnen und Preisen vollzogen werden – eben im Zuge einer Sparpolitik. Dies belastete die wirtschaftliche Erholung nach der Weltfinanzkrise massiv. Es war das stark asymmetrische Spiegelbild der binnenwirtschaftlichen Blasen

<sup>11</sup> Eichengreen (2015) erwähnt mehrfach empirische Schätzungen von Multiplikatoren der Fiskalpolitik, gibt sich aber keinerlei Mühe zu erläutern, inwieweit diese Größenordnungen auch für die Zeiträume relevant sind, die er im Auge hat.

<sup>12</sup> Zu den Daten für Deutschland siehe Tabelle 1 im Anhang.

des vergangenen Jahrzehnts, die durch massive Kapitalzuflüsse in die heutigen Krisenländer entstanden – bei niedrigen Zinsen und auf ewig fixierten Wechselkursen in der Eurozone. Insofern hat die gemeinsame Währung makroökonomisch nur Nachteile: Zwischen Ländern mit sehr unterschiedlichen konjunkturellen Lagen erschwert sie die zügige Stabilisierung der Nachfrageverteilung über prozyklische Paritätsveränderungen, die nur mehr intern vollzogen werden können. Die Parallele zum Goldstandard der zwanziger und frühen dreißiger Jahre, die Eichengreen immer wieder zieht, liegt auf der Hand: Damals wie heute gab es zunächst die Aufblähung von Finanzmarktblasen und dann die Schwierigkeit, nach Umkehr der Finanzströme eine neue Stabilität durch interne Abwertung zu finden.

Es handelt sich hier um das klassische Lehrbuchwissen über die Nachteile jeder Währungsunion oder jedes Systems unabänderlich fester Wechselkurse.<sup>13</sup> Diese sind gemäß der Theorie des optimalen Währungsraums<sup>14</sup> nur dann in Kauf zu nehmen, wenn der Verlust an Freiheitsgraden etwaiger Paritätsveränderungen durch hinreichend große Vorteile der Integration mehr als kompensiert wird. Die Vorteile liegen vor allem in den geringeren Transaktionskosten. Diese Ersparnisse ergeben sich typischerweise dann in hohem Maße, wenn Länder oder Regionen durch dichte Handelsströme miteinander verbunden sind. Alternativ lässt sich der Verlust an Freiheitsgraden durch eine hohe grenzüberschreitende Mobilität der Menschen kompensieren. Wenn es diese nicht gibt, bedarf es eines entsprechenden Transfersystems, um national asymmetrische Schocks in ihrer makroökonomischen Wirkung abzuf puffern.<sup>15</sup>

Dies also ist die altbekannte und unausweichliche Logik der Theorie des optimalen Währungsraums. Eichengreen und andere folgen ihr mit Blick auf den Euro. Nicht überraschend kommen sie zu dem Ergebnis, dass die Eurozone alles andere als ein optimaler Währungsraum ist: Zwar weist sie zumindest in großen Teilen einen Grad an Integration auf, der im internationalen Vergleich recht hoch ist, aber selbst dieser kann sich nicht ganz mit dem Niveau des interregionalen Handels innerhalb des Dollarwährungsraums der Vereinigten Staaten messen. Darüber hinaus fehlt es an den nötigen internationalen Ausgleichsmechanismen: keine hohe Mobilität, kein zwischenstaatlicher Finanzausgleich, auch keine Bankenunion und keine explizite Haftungsgemeinschaft. Nach diesen Kriterien ist

eine Europäische Währungsunion bestenfalls unsinnig, schlimmstenfalls überaus gefährlich.<sup>16</sup>

Diese Logik des Standardmodells hat allerdings eine fundamentale Beschränkung: Sie ist statisch, das heißt, man betrachtet allein den Ist-Zustand, der bei der Etablierung einer Währungsunion herrscht. Man lässt völlig außer Acht, wie sich dieser dynamisch verändern kann, und zwar gerade durch die Existenz der Währungsunion selbst. Typischerweise wird diese Möglichkeit von den Theoretikern des optimalen Währungsraums zwar nicht ausgeschlossen, aber sie wird gewissermaßen außerhalb des Modells gestellt: als externes politisches Argument, das nicht wirklich für die ökonomische Bewertung interessiert. Dies führt zu einer dramatischen Verengung der Perspektive, weil es die langfristigen Rückwirkungen der politischen Restriktion auf die ökonomischen Parameter völlig außen vor lässt; und genau diese sind zentrale Argumente für eine Währungsunion. So sorgt der endgültige Verzicht auf die (kurzfristig wirksame) Abwertungsoption typischerweise dafür, dass der wettbewerbliche Anpassungsdruck auf Löhne und Produzentenpreise deutlich zunimmt. Ein kurzfristiger Notausgang wird verschlossen, eben um auf Dauer mehr wettbewerbliche Glaubwürdigkeit zu gewinnen.

Überspitzt formuliert: Der Einsatz im wirtschaftspolitischen Spiel wird gezielt erhöht, um langfristig einen qualitativen Sprung in der Glaubwürdigkeit zu erreichen. Geht das Spiel verloren, folgt eine überaus harte Bestrafung an den (globalen) Kapitalmärkten, eben weil das Scheitern im Zweifelsfall noch mehr Instabilität signalisiert als der gänzliche Verzicht darauf, den Versuch überhaupt zu wagen. Es folgt dann in der Regel der Abstieg in die Liga der Länder, deren makroökonomische Rahmenbedingungen als fundamental unzuverlässig angesehen werden. Gelingt es aber, winkt die Belohnung in Form einer dauerhaft besseren Einschätzung des Landes auf dem Kapitalmarkt, also besserer Bonität, niedrigerer Zinskosten und im Gefolge stärkeres Wirtschaftswachstum, jedenfalls langfristig. Je härter dabei der Test, desto größer der Gewinn an Glaubwürdigkeit. Es ist gewissermaßen ein Aufstieg in eine höhere Liga des Finanzmarktvertrauens. Der härteste denkbare Test ist dabei der (irreversible) Beitritt zu einer Währungsunion.

Für beides – Abstieg und Aufstieg – gibt es weitgehend abgeschlossene Beispiele. Für das Scheitern liefert Argentinien das inzwischen klassische Exempel: Nachdem das Land im Jahr 2001 die seit 1991 bestehende feste Bindung an den Dollar durch das „Currency board“ aufgab

<sup>13</sup> So etwa Krugman, Obstfeld und Melitz (2015).

<sup>14</sup> Mundell (1961).

<sup>15</sup> Krugman, Obstfeld und Melitz (2015).

<sup>16</sup> Dies ist dann auch die Schlussfolgerung der Lehrbücher, so z. B. Krugman, Obstfeld und Melitz (2015).

und seine frei floatende Währung, den Peso, auf rund ein Viertel seiner früheren Parität abwertete, endete das Land sofort in der Zahlungsunfähigkeit. Bis heute ist es von den internationalen Kapitalmärkten ausgeschlossen und lebt mit komplexen Systemen der Kapitalverkehrskontrolle.<sup>17</sup> Demgegenüber verzichteten die baltischen Länder in der Weltfinanzkrise 2007/08 und danach darauf, ihre fest an den Euro gebundenen Währungen abzuwerten und nahmen stattdessen drastische gesamtwirtschaftliche Einbrüche in Kauf, weil sie als relativ kleine Länder am Rande der EU und Nachbarn Russlands den dauerhaften Vertrauensverlust auf den Kapitalmärkten fast „um jeden Preis“ vermeiden wollten. Sie waren damit überaus erfolgreich und sind inzwischen hochangesehene Mitglieder der Eurozone mit nachhaltig wachsenden Volkswirtschaften – auch dank der überragenden Glaubwürdigkeit, die sie durch ihre „harte Haltung“ gewannen. Es ist bezeichnend, dass Eichengreen keinen der ähnlich gelagerten Fälle „erfolgreicher“ auf den Euro ausgerichteter Sparpolitik in Estland, Lettland und Litauen überhaupt erwähnt.<sup>18</sup>

Zurück zur Eurozone selbst: Mit der Entscheidung, den Euro einzuführen, hat jedes Mitgliedsland nicht nur einen makroökonomischen Freiheitsgrad aus der Hand gegeben, sondern auch für den Krisenfall seine Glaubwürdigkeit in die Waagschale geworfen. Ohne Ansehung der besonderen Umstände jedes einzelnen Landes – und zwar sowohl der ökonomischen als auch der politischen – lässt sich überhaupt nicht beurteilen, wie hoch der Preis im einzelnen ist, den dieses für den Verzicht auf den Freiheitsgrad zahlt und wie weit die Bereitschaft der Bevölkerung geht, einen Weg der Sparpolitik zu akzeptieren, um die langfristigen „dynamischen“ Früchte am Ende des Weges zu ernten. Es ist merkwürdig, wie wenig Beachtung dieser zentrale Aspekt bei Barry Eichengreen und anderen prominenten amerikanischen Keynesianern findet. Offenbar unterstellen diese Ökonomen zumindest implizit, dass es

<sup>17</sup> In den folgenden Jahren nach 2001 wuchs das Land wirtschaftlich wieder, aber von einem dramatisch niedrigeren Niveau aus und mit starken inflationären Tendenzen, die sich in jüngerer Zeit der galoppierenden Geldentwertung nähern, mit offiziell nicht mehr ausgewiesenen zweistelligen monatlichen Inflationsraten. Ähnliches gilt für Venezuela.

<sup>18</sup> Diese Länder kommen weder im Sachregister noch im Text überhaupt vor. Auch lohnt es sich daran zu erinnern, dass Paul Krugman im Dezember 2008 feststellte: „Lettland ist das neue Argentinien“. Er begründete dies mit der Hoffnungslosigkeit einer Sparstrategie in Lettland (siehe dazu De Carli 2015). Krugman konnte sich damals offenbar überhaupt nicht vorstellen, dass die Politik und die Bevölkerung in Lettland den eingeschlagenen harten Konsolidierungskurs durchhalten würden (so auch jüngst Michael Wolf, CEO der Swedbank AB, siehe dazu Billner und Magnusson 2015).

solche Früchte überhaupt nicht gibt. Damit reduziert sich der Sinn oder Unsinn einer Mitgliedschaft wieder allein auf die einfachen „statischen“ Kriterien der Theorie des optimalen Währungsraums, und die sind offenbar nicht erfüllt.

Im Übrigen mag man sich ernsthaft fragen, warum jemals in der Geschichte größere Währungsräume – wenn gleich offenbar nicht „optimal“ – sehr stabil und erfolgreich waren. Es gibt prominente Beispiele. So handelte es sich beim Deutschen Reich nach seiner Gründung 1871 nun wirklich nicht um einen optimalen Währungsraum, da zum Beispiel das Land Bayern eine arme Agrarregion war, die preußische Rheinprovinz aber bereits ein hochentwickeltes Industriegebiet. Auch gab es nur begrenzte interregionale Mobilität, der Finanzausgleich zwischen den Ländern (via sogenannter Matrikularbeiträge) war minimal, und auch die institutionelle Integration war noch über Jahrzehnte in vielen Bereichen rudimentär. Ähnliches gilt für die USA im 19. Jahrhundert nach dem Bürgerkrieg – mit reichem industriellem Nordosten und armem „Old South“, ein Gefälle, das bis heute in beachtlicher Dimension fortbesteht, denn die alten Baumwollanbauregionen des Mississippi haben noch immer ein um 30 bis 40 Prozent niedrigeres Pro-Kopf-Einkommen als die Staaten Neuenglands oder Kalifornien.<sup>19</sup> Auch der Goldstandard des 19. und frühen 20. Jahrhunderts ist ein gutes Beispiel: Er funktionierte von den siebziger Jahren des 19. Jahrhunderts bis zum Ersten Weltkrieg weitgehend reibungslos mit einem Höchstmaß an Währungskonvertibilität zu konstanten Wechselkursen und ohne internationales Transfersystem;<sup>20</sup> und erst seine Nachfolgeversion in der Zwischenkriegszeit zerbrach schnell, eben weil es aus Mangel an internationaler Kooperation kaum eine Chance gab, seine Geburtsfehler noch rechtzeitig vor dem Untergang zu korrigieren.

All diese historischen Beispiele deuten darauf hin, dass es eben nicht die vermeintliche Optimalität des Währungsraums war, die zusammenführte. Es war eher die Vermutung, in einem größeren Verband nicht nur Transaktionskosten zu senken, sondern auch günstigen Zugang zu einem ordnungsgemäß funktionierenden Kapitalmarkt zu erhalten, was gerade in der Periode der Industrialisierung im späten 19. Jahrhundert von größter Bedeutung war. Ärmere Regionen waren dabei durchaus bereit, auf den Freiheitsgrad der eigenen Währung zu verzichten, und langfristig hat sich dies wohl auch gelohnt, wie zum Beispiel der Aufstieg Bayerns in Deutschland zeigt. Ganz ähnlich muss man heute die Eurozone interpretieren: nicht

<sup>19</sup> Siehe dazu United States Census Bureau (2012).

<sup>20</sup> Siehe dazu Cooper (1982).

nur als Zusammenschluss bereits ähnlich strukturierter Regionen wie das „nördliche“ und das „südliche“ Europa, sondern als ein exklusiver Club mit hoher Glaubwürdigkeit an den Finanzmärkten.

Aus dieser Perspektive ist die Entwicklung vor und seit der Schuldenkrise viel differenzierter zu sehen, als dies viele amerikanische Ökonomen keynesianischer Prägung tun. Klar ist, dass das Jahrzehnt der Blasenbildung nach der Einführung des Euro die späteren Krisenländer in eine Sackgasse geführt hat – mit aufgeblähten Binnensektoren, die in dieser Form keine Zukunft hatten. Dies wäre besser nicht geschehen, aber wie vieles in jener Dekade (einschließlich des amerikanischen Immobilienbooms) wurde es von den Marktteilnehmern und den politisch Verantwortlichen nicht wirklich als zentrales Problem erkannt. Wie so oft in der Wirtschaftsgeschichte wurde selbst den Experten erst im Nachhinein das Ausmaß der Fehlentwicklung deutlich. Genau diese Fehlentwicklung wird aber seit 2009 – Schritt für Schritt – korrigiert, und zwar durch nationale Stabilisierungs- und Reformprogramme mit unterschiedlichem Grad an Glaubwürdigkeit. Es geht dabei letztlich um eine Re-Strukturierung der Volkswirtschaften weg vom Binnenmarkt und hin zu größerer Wettbewerbsfähigkeit in weltmarktorientierten Branchen, und dies ohne die keynesianische Medizin einer äußeren Abwertung, die weder möglich ist noch wünschenswert wäre, weil sie massiv Glaubwürdigkeit kosten würde.

In den meisten Krisenländern hat dies funktioniert:<sup>21</sup> Estland, Lettland und Litauen als Euro-Aspiranten sowie Irland, Portugal und Spanien als Mitglieder der Eurozone sind nach schwerer Krise längst wieder auf einem soliden Wachstumspfad. Insbesondere sind die Exporte dieser Länder kräftig gestiegen, was zeigt, dass die Restrukturierung in Richtung Weltmarkt gelingt. Lediglich Griechenland hinkt in praktisch allen Belangen deutlich hinterher, aber selbst dort gab es im Jahr 2014 nach sechs Jahren des Schrumpfens wieder ein leichtes BIP-Wachstum, zusammen mit einer erstmals kräftigen Zunahme der Exporte um fast 9 Prozent.<sup>22</sup> Dieser erste Aufschwung wurde aber durch die politischen Wirren im ersten Halbjahr 2015 gestoppt, nachdem das Land im Januar 2015 eine Regierung bekommen hatte, die sich abrupt, unkooperativ und scharf von den vorherigen Programmen abwendete. Ihr Versuch, die „Troika“ aus Eurogruppe, EZB und IWF – je nach Perspektive – zu „erweichen“ oder zu „erpressen“, scheiterte schließlich Mitte 2015. Derzeit sieht es nach einem

<sup>21</sup> Zu den relevanten Daten siehe Tabellen 2 und 3 im Anhang.

<sup>22</sup> Gros (2014) weist zu Recht darauf hin, dass die Exportschwäche eines der zentralen Probleme der griechischen Wirtschaft ist und bleibt.

konstruktiven Weg in Richtung eines weiteren Rettungspaketes aus – mit einer Fortsetzung des eingeschlagenen Strukturwandels bei deutlich gesunkenen Lohnstückkosten, aber noch immer unzureichender Wettbewerbs- und Exportfähigkeit, die durch angebotspolitische Reformen verbessert werden müssen.

Fazit: Nimmt man das Ziel der Glaubwürdigkeit ernst, so gibt es keinen gangbaren Weg einer „keynesianischen Rettung“ durch eine Mischung aus großzügigen Schuldenschnitten und massiven Refinanzierungsprogrammen, wie es offenbar Barry Eichengreen, Paul Krugman, Joseph Stiglitz und anderen amerikanischen Topökonomern vorschwebt. Ein solcher Weg würde darauf hinauslaufen, den Anpassungsdruck zur Re-Strukturierung der betroffenen Volkswirtschaften zu beseitigen. Im Ergebnis würden die Krisenländer zu der Binnenmarktlastigkeit zurückkehren, die sie erst in die Krise hineingeführt hat. Der Grundstein für eine neue „Blasenökonomie“ wäre gelegt, von Nachhaltigkeit der Entwicklung keine Spur. Das eigentliche Ziel der Mitgliedschaft in der Währungsunion, der Gewinn von Vertrauen an den Finanzmärkten und der Aufbau im Weltmarkt wettbewerbsfähiger Strukturen, würde verspielt. Politisch würde ein solcher Weg Präzedenzfälle schaffen, die tatsächlich die Geschäftsgrundlage der Eurozone gefährdeten. Die Tür zu nachahmendem Fehlverhalten (Moral hazard) würde weit geöffnet. Es bleibt deshalb nur die Option, für jedes einzelne Krisenland einen eigenen Weg zu definieren, auszuhandeln und schließlich zu realisieren – mit wohlwollender Unterstützung der Eurogruppe, der EZB und des IWF, aber gleichzeitig mit Bedingungen und Reformauflagen.<sup>23</sup>

### 3.3 Deutsche Ordnungstheorie: Kampf dem Moral hazard!

Um der politischen Realität der Eurozone gerecht zu werden, lohnt es sich, auch einen Blick auf die ideologische Gegenposition des amerikanischen Keynesianismus zu werfen, die deutsche Ordnungstheorie.<sup>24</sup> Deren Kern besteht darin, möglichst jeden Anreiz zum Moral hazard in

<sup>23</sup> So auch schon Huerta de Soto (2012), und zwar in selten anzutreffender Klarheit.

<sup>24</sup> Der Begriff ist in Anlehnung an die Ordnungstheorie und Theorie der Ordnungspolitik von Walter Eucken und anderen Gelehrten gewählt, deren Lehren als Grundlagen der Sozialen Marktwirtschaft in Deutschland gelten und in deren Tradition sich die im Folgenden skizzierte Position verortet. Die Begriffswahl bedeutet nicht, dass die Gründerväter der Ordnungstheorie unter den heutigen Umständen diese Position vertreten würden. Sie schließt natürlich auch nicht aus, dass die Ordnungstheorie in anderen Bereichen der Volkswirtschafts-

einer Währungsunion zu vermeiden. Vertreten wird sie von einer großen Zahl deutschsprachiger Ökonomen, allen voran – was Prominenz, Provokanz und Wortgewalt betrifft – vom Präsidenten des Ifo-Institutes, Hans-Werner Sinn.<sup>25</sup> Auch er zieht radikale Lehren aus der Geschichte, genau wie Barry Eichengreen. Seine Lehren sind aber fast das genaue Gegenteil. Wir fassen sie in drei Punkten äußerst knapp zusammen:

- **Keine Konkursverschleppung:** Grundfehler der Euro-Rettungspolitik war die Entscheidung, überhaupt mit fiskal- und geldpolitischen Instrumenten die Zahlungsunfähigkeit eines Landes zu verhindern. Das Übel begann also im Mai 2010 mit dem Bailout für Griechenland. Wäre dieser unterblieben, hätten vor allem private Investoren Kapitalverluste hinnehmen müssen. Eine „Konkursverschleppung“, also die Verschiebung von Last und Verantwortung auf den Staat und letztlich den Steuerzahler, hätte es nicht gegeben. Weitere Bailouts für Irland und Portugal, die dem Präzedenzfall Griechenland folgten, wären ebenfalls unterblieben. All die harten politischen Auseinandersetzungen, die sich in den Folgejahren ergaben – kulminierend im dramatischen Konflikt mit der neu gewählten griechischen Regierung vom Januar 2015 an – hätten vermieden werden können. Deshalb braucht die Eurozone eine Insolvenzordnung für Staaten.<sup>26</sup>
- **Keine Käufe von Staatsanleihen:** Die OMT-Politik der EZB ist nichts anderes als eine verkappte Staatsfinanzierung durch die Notenpresse. Sie ist abzulehnen, und zwar sowohl aus rechtlichen als auch aus ökonomischen Gründen. Rechtlich bestehen große Zweifel, ob sie mit dem Staatsfinanzierungsverbot der EZB vereinbar ist, auch wenn die Aufkäufe sich formal

---

lehre zu absolut sinnvollen politischen Schlussfolgerungen gelangt. Dies gilt vor allem für Fragen der mikroökonomischen Allokation.

**25** Siehe insbesondere zusammenfassend Sinn (2014). Wie stets ist es schwierig zu versuchen, eine Denkschule mit der Position eines Vertreters exemplarisch zu erfassen – zu groß sind die Differenzierungen im Detail. Gleichwohl dürfte gerade im vorliegenden Fall kaum Zweifel bestehen, dass die Position von Hans-Werner Sinn mit Blick auf die Finanz- und Eurokrise in weiten Teilen des deutschsprachigen ökonomischen Establishments im Grundsatz geteilt wird. So haben im Jahr 2012 fast 200 Ökonomen (die meisten Professoren der Volkswirtschaftslehre) auf der Internetplattform „Plenum der Ökonomen“ ein Thesenpapier unterzeichnet und veröffentlicht, das von Hans-Werner Sinn und Walter Krämer initiiert wurde und – ganz im Sinne der folgenden resümierenden Darstellung – nachdrücklich vor einer Europäischen Bankenunion warnte und eine Insolvenzordnung im beschriebenen Sinn forderte. Der Verfasser dieses Beitrags war damals einer von gerade mal neun Mitgliedern des Plenums, die das Thesenpapier ablehnten.

**26** So nochmals jüngst Sinn (2015).

auf den Sekundärmarkt für Staatsanleihen beschränken. Ökonomisch sorgt die expansive OMT-Politik für eine gezielte Verzerrung der Finanzmarktsignale, und zwar in Richtung einer Verbilligung öffentlicher Kredite jener Emittenten, deren Papiere Gegenstand der OMT-Politik sind. Bei extrem schlechter Bonität eines Krisenlandes kann dies – neben Rettungspaketen – zu einer zusätzlichen Form der Konkursverschleppung werden.<sup>27</sup>

- **Ermunterung zum Exit:** Der Euro-Austritt, verbunden mit einer Währungsreform, muss für ein Krisenland möglich sein, auch temporär. Er wird sogar positiv gesehen: als Chance zum Rückgewinn der Wettbewerbsfähigkeit durch externe Abwertung, gegebenenfalls mit einer notwendigen Entschuldung. Wenn die Wettbewerbsfähigkeit wieder hergestellt ist, kann (und soll) das Land nach einigen Jahren – und wieder verbunden mit einer Währungsreform – in die Eurozone zurückkehren. Diese wird damit zu einer „atmenden“ Währungsunion, in Analogie zum Bretton-Woods-System, das bei sogenannten fundamentalen Zahlungsbilanzkrisen Paritätsänderungen der ansonsten festen Wechselkurse erlaubte. Ohne diese Möglichkeit ist die Eurozone als Währungsunion auf Dauer nicht aufrechtzuerhalten, weil es fundamentale Unterschiede in der Produktivität und Stabilität der Volkswirtschaften zwischen verschiedenen Ländergruppen gibt, vor allem zwischen dem „Norden“ und dem „Süden“.

---

**27** Sinn (2011) geht sogar noch weiter in seinem Bestreben, jedwede Form von „Konkursverschleppung“ zu vermeiden. So weist er mit Nachdruck auf die sogenannten Target-2-Salden innerhalb des EZB-Systems hin, die im Zuge der Euroschuldenkrise als Folge der Kapitalflucht aus den Krisenländern enorm angeschwollen. Der Grund: um überhaupt die Liquiditätsversorgung in der Eurozone im Falle extrem asymmetrischer privater Kapitalbewegungen aufrecht zu erhalten, müssen – vereinfacht formuliert – gegenläufige „Kredite“ innerhalb des EZB-Systems vom Land des Kapitalzustroms in das Land der Kapitalflucht gewährt werden. Käme es in dieser Zeit zur Auflösung der Währungsunion, würden diese „Kredite“ fällig und müssten dann jedes einzelne Land gemäß seinem jeweiligen Kapitalanteil belasten. Deshalb sollten, so fordert Sinn, die Target-2-Salden möglichst jährlich ausgeglichen werden. Da es sich bei den Target-2-Salden faktisch um das Ausmaß einer „verdeckten Zahlungsbilanzkrise“ (Mayer 2012, Kapitel 6) handelt, würde dies bedeuten, dass jährlich zu einem Stichtag ein Zahlungsbilanzausgleich zu erzwingen wäre, selbst wenn ein Land akut unter massiver Kapitalflucht leidet und keinen Zugriff auf externe Finanzquellen hat. Dies liefe darauf hinaus, einem solchen Land jedwede Euro-Liquidität vorzuenthalten, die aufgrund privatwirtschaftlicher Transaktionen benötigt wird. Das Land würde faktisch aus der Eurozone ausgeschlossen, die Eurozone also in Teilen ihres Territoriums nicht mehr mit Euros versorgt. Darauf hat zu Recht Whelan (2011) hingewiesen.

Soweit Sinns Position. Diese ist in sich schlüssig. Sie hat als oberste Maxime, jedweden Moral hazard zu vermeiden und die Finanzmarktssignale voll durchschlagen zu lassen. Es ist eine No-bailout-Welt (im Folgenden: NBW). Sie ist insofern das genaue Kontrastprogramm zu dem, was die Vertreter des amerikanischen Keynesianismus empfehlen, um die Eurozone zu stabilisieren. Im Kern läuft sie allerdings, realistisch betrachtet, darauf hinaus, die Eurozone auf jene Länder einzudampfen, die tatsächlich niemals in den Verdacht geraten, schwere Liquiditäts- und Solvenzprobleme zu haben. Denn in dieser strikten NBW gibt es keinerlei Möglichkeit für ein Land, sich innerhalb der Eurozone aus einer Krise mit konditionierter externer Hilfe zu befreien, es sei denn durch Beistand des IWF, der allerdings ohne jede Unterstützung durch die EU sicherlich nicht aktiv werden könnte.

Ein kurzes gedankliches Durchspielen einer hypothetischen Krise macht deutlich, warum es nach allen bisherigen Erfahrungen wohl zu einem „Eindampfen“ der Eurozone kommen muss. Ein Land, dessen Bonität in eine Schiefelage kommt, muss ganz aus eigener Kraft die Glaubwürdigkeit wiederherstellen (eine kaum lösbare Herkulesaufgabe!) oder in ein Insolvenzverfahren gehen. Das kann nur bedeuten, dass es zu einem Schuldenschnitt kommt, der zu einem beträchtlichen Teil die internen Ersparnisse der Bürger zerstört, soweit die inländischen Banken einen Großteil der Staatstitel halten und gleichzeitig über hohe Einlagen der Inländer verfügen, eine absolut typische Grundkonstellation. Die schweren sozialen Folgen einer solchen Insolvenz sind nur dann zu verhindern, wenn die Ersparnisse wirksam versichert sind – möglicherweise bis zu einem Plafond von, sagen wir, 100.000 Euro. Allerdings würde die Einlagenversicherung, sofern sie inländisch ist, natürlich auch in eine Schiefelage kommen; denn einen (substanziellen) Rettungsfonds mit Bankenunion soll es in dieser strikten NBW nicht geben. Die Insolvenz hätte also eine Bankenkrise im Krisenland zur Folge, und es bliebe dann ohnehin wohl nichts anderes als der Exit aus der Währungsunion, mit Einführung einer eigenen (Weich-)Währung plus Kapital- und möglicherweise Mobilitätskontrollen auf unbestimmte Zeit.

Zu beachten ist der enorme ökonomische und politische Unterschied zwischen einer privaten Insolvenz und der staatlichen Insolvenz. Eine private Insolvenz trifft, soweit es sich um kein systemisch relevantes Unternehmen handelt, ausschließlich die Anteilseigner und den in der Regel überschaubaren Kreis von Gläubigern. Die öffentliche Insolvenz dagegen trifft – über die Bilanzen des Bankensystems – typischerweise die gesamte Bevölkerung (mit Ausnahme jener smarten und schnellen Optimierer, die ihr Geld frühzeitig ins Ausland schaffen). Sie

ist ihrem Wesen nach systemisch. Es ist deshalb eine rein theoretische Annahme, man könne in einer Währungsunion die einzelwirtschaftlich rationalen Regeln der privaten Insolvenz ohne großes soziales Risiko auf die gesamte Gesellschaft übertragen. Schon das Gerücht, geschweige denn die Ankündigung eines staatlichen Insolvenzverfahrens würde sofort die Schließung der nationalen Finanzmärkte zur Folge haben müssen, eben weil es sonst zur massiven Kapitalflucht kommt. Genauso wird ja der Handel mit Aktien und Anteilscheinen eines Unternehmens zu Recht ausgesetzt, sobald ein Insolvenzverfahren bevorsteht – eine Form der Enteignung, die einzelwirtschaftlich vertretbar, gesamtwirtschaftlich aber höchst problematisch ist.

Wie ist ein solches Szenario im Vorhinein zu verhindern? In der strikten NBW vertraut man allein auf die harte Disziplinierung durch die Finanzmärkte, die für einen hinreichend starken Anreiz zum „guten Verhalten“ sorgen. Also: staatliche Haushaltsdisziplin und zudem das Vermeiden jedweder Übersteigerung an den privaten Vermögensmärkten. Gerade die Erfahrungen des zurückliegenden Jahrzehnts, wie sie oben in Abschnitt 2.1 – den Spuren Eichengreens folgend – beschrieben wurde, lassen große Zweifel aufkommen, dass diese Disziplinierung immer und überall funktioniert. Zumindest ist nach aller historischen Erfahrung damit zu rechnen, dass nationale Phasen von „boom and bust“ nicht immer klar zu erkennen, geschweige denn leicht zu verhindern sind – zumal in einer Währungsunion ohne eigene nationale Zins- und Geldpolitik. Sogar zufällige Ansteckungseffekte zwischen verschiedenen Ländern, bei völliger Unschuld der öffentlichen und privaten Entscheidungsträger, sind nicht auszuschließen. In einer Eurozone als strikter NBW gibt es aber kein Instrument mehr, um solche Grenzsituationen zu stabilisieren – nicht zuletzt, weil der zuständigen EZB absichtlich die Hände gebunden worden sind, was etwaige OMT-Programme zum Aufkauf von Staatsanleihen betrifft.

Fazit: Die deutsche Ordnungstheorie liefert eine politische Hochrisikostategie. Wenn sie ernsthaft verfolgt würde, könnte sie in kurzer Zeit jene Länder aus der Eurozone drängen, denen aufgrund ihrer Vergangenheit noch auf Jahre Misstrauen und Nervosität auf den Finanzmärkten entgegenschlägt. Der Prozess könnte sich auch schnell durch Ansteckungseffekte verstärken: Wenn ein Land die Eurozone aufgrund des Drucks der Märkte verlassen hat, folgt als Zielscheibe der Finanzmarktspekulation das strukturell nächstverwandte Land gleich nach. Der – allzu strikte – Kampf gegen den Moral hazard liefe darauf hinaus, die Eurozone auseinanderzutreiben. Nichts spricht nämlich dafür, dass ausgeschiedene Länder nach absehbarer Zeit wieder den Euro einführen könnten. Sie würden

nach einer Währungsreform von einer „harten“ zu einer „weichen“ Währung eine lange Phase der chronischen Inflation durchlaufen, ohne verlässlichen Anker der Stabilität, ein „Argentinien in Europa“. Hinzu käme, dass die traumatische Erfahrung von staatlicher Zahlungsunfähigkeit, Zerstörung von Ersparnissen und ungewollter Währungsreform mit Kapitalverkehrskontrollen das kollektive Gedächtnis auf Dauer beherrschen würde. Die Vorstellung von einer „atmenden“ Währungsunion ist deshalb wohl eine theoretische Illusion. Realistischer ist die Einschätzung, dass die Eurozone auf Dauer zerfallen würde, vielleicht mit einem verbleibenden „eingedampften“ Kern der resistenten „Nordländer“. Dies wäre ganz offensichtlich ein politisches Desaster.

## 4 Lernfähiger Pragmatismus

Es fällt immer schwer, die jüngste Vergangenheit mit Fairness zu beurteilen und aus ihr mit Gelassenheit die angemessenen Schlüsse zu ziehen. Zu sehr verschärft die Hitze des Tagesgeschäfts die Meinungsbildung und die Tonlage. Die Botschaft, die dabei herauskommt, ist dann auch unter Wissenschaftlern oft stark ideologisch geprägt und vom eigenen Standpunkt dominiert statt von einer abwägenden historischen Perspektive. Der Keynesianismus à la Barry Eichengreen und die deutsche Ordnungstheorie à la Hans-Werner Sinn sind dafür sehr gute Beispiele. Beide ziehen radikale Schlüsse aus dem vermeintlichen Versagen der Politik. Nimmt man ihr Urteil ernst, könnte man den Eindruck gewinnen, Politik und Gesellschaft in Amerika und Europa hätten im Zuge der Weltfinanzkrise 2007/08 ff. und der Euroschuldenkrise 2010 ff. nicht allzu viel dazugelernt.

Stimmt dies? Die Antwort ist ein klares Nein, jedenfalls dann, wenn man die Fakten unvoreingenommen zur Kenntnis nimmt, ohne allzu starke ideologische Prädispositionen. Es geht dabei um langfristige Lernprozesse, die keineswegs selbstverständlich sind, aber stattgefunden haben – allerdings mit den üblichen Grauschattierungen und gelegentlichen Rückschlägen, wie sie bei Bewusstseinsänderungen in der Politik im geschichtlichen Ablauf typisch sind. Zu nennen sind vor allem fünf Fakten:

- Eine Weltwirtschaftskrise wie in den dreißiger Jahren wurde verhindert. Das allein ist eine gewaltige Leistung der kooperativen Krisenbekämpfung mit geld- und fiskalpolitischen Mitteln.
- Der Krise folgte ein moderates – und nicht-inflationäres – Wachstum in der Mehrzahl der Industrieländer, das bis heute die Arbeitslosigkeit auf das Niveau vor der Krise zurückgeführt hat.
- Im Zuge der Krisenbekämpfung stieg in den meisten Ländern die staatliche Schuldenquote, aber sie stabilisierte sich dank der fiskalischen Konsolidierung bei wieder einsetzendem Wachstum.
- Fast alle Krisenländer in der Eurozone gingen – teils unterstützt von Eurogruppe, EZB und IWF – durch mehrjährige schwere Rezessionen, sind aber inzwischen wieder auf einem stabilen Wachstumspfad.
- Die große Ausnahme ist Griechenland, das nach sechsjähriger Schrumpfung erst 2014 wieder ein schwaches Wachstum erreichte, aber 2015 in eine tiefe politische Krise stürzte.

Soweit die fünf Fakten. Eigentlich ist das ein respektables Gesamtbild, jedenfalls im Vergleich zu den dreißiger Jahren. Es hat im Handeln der Politik also doch einen fundamentalen Fortschritt gegeben, anders ließen sich die Ergebnisse nicht erklären, sieht man einmal von dem schwierigen Sonderfall Griechenland ab. Man könnte es als eine Art Sieg des lernfähigen Pragmatismus bezeichnen: Die politisch Verantwortlichen setzten zunächst auf massive keynesianische Impulse und anschließend auf Konsolidierung, alles zumindest implizit international konsolidiert. Damit waren weder die amerikanischen Keynesianer noch die deutschen Ordnungstheoretiker zufrieden, aber der Weg aus der Krise wurde gefunden. Offenbar erwies sich die Politik der meisten Regierungen als relativ resistent gegenüber den Ratschlägen ideologieverdächtiger Extrempositionen. Sie lavierte sich durch, übrigens weitgehend unabhängig von den politischen Couleurs der Entscheidungsträger, denn es gab fast in allen beteiligten Ländern irgendwann einen Regierungswechsel.

Charakteristisch dafür sind der stufenweise Aufbau der europäischen Rettungsfonds – zunächst der EFSF und dann des ESM. Unter dem Druck der dramatischen Ereignisse der Euroschuldenkrise wurde im Jahr 2012 der ESM gegründet – mit einer Kapitalbasis von mehr als 700 Milliarden Euro, als Nachfolger der schon 2010 ad hoc etablierten kleineren EFSF. Dies geschah, nachdem sich in der europäischen Öffentlichkeit zunehmend die Erkenntnis durchsetzte, dass es ohne einen solchen Fonds keine Chance auf Stabilisierung der Situation geben würde und die Politik nicht länger der EZB die Verantwortung zuschieben durfte. Ähnlich handelte die EZB selbst mit Ankündigung der OMT-Politik durch Mario Draghi im Sommer 2012 erst dann energisch und entschieden, als durch den Anstieg der Renditen zweier großer Länder der Eurozone, Spanien und Italien, der Öffentlichkeit die Gefahr eines Flächenbrands vor Augen geführt wurde.

Tatsächlich wäre es in beiden Fällen ohne die konkrete Dramatik der Situation sehr viel schwerer gewesen, vor allem die kritischen Beobachter in den nördlichen Ländern und insbesondere in Deutschland zu besänftigen und keinen politischen Eklat zu provozieren. Natürlich sorgte auch dieser pragmatische Weg für teilweise zornigen Protest, so beispielsweise in Deutschland vor allem anlässlich der OMT-Politik Draghis<sup>28</sup>, aber ein offener Bruch zwischen Nord und Süd blieb doch aus. Auch die politische Polarisierung als indirekte Folge hielt sich in Grenzen: Überall in Europa erstarkten zwar – kaum überraschend – antieuropäische Bewegungen, aber zu einem dramatischen politischen Schwenk weg von der Unterstützung auf der Gläubigerseite und weg von Reformen auf der Schuldnerseite kam es bisher nicht, mit einer Ausnahme: Griechenland im Jahr 2015.

Im Nachhinein ist es leicht, eine solche pragmatische Politik der Rücksichtnahme auf nationale Stimmungslagen vom akademischen Standpunkt aus zu kritisieren: zu wenig zu spät, rufen dann Keynesianer wie Barry Eichengreen; zu viel zu früh, sagen möglicherweise Ordnungstheoretiker wie Hans-Werner Sinn. Sie können dies natürlich ungestraft tun, weil sie in konsistenten Modellen argumentieren und auf eine komplexe politische Realität keine Rücksicht nehmen müssen. Sie stehen eben nicht in der Verantwortung. Stimmungslagen und Wählerverhalten haben für sie keine Bedeutung. Anders als die Politik müssen sie sich keine Mühe geben, eine breite Öffentlichkeit von der Notwendigkeit auch unpopulärer Maßnahmen zu überzeugen.

Der lernfähige Pragmatismus der Politik hat natürlich Schattenseiten. Seinem Wesen nach hinterlässt er stets eine Menge ungelöster struktureller Probleme, nämlich jene, die in der Dringlichkeit der Lösung nicht ganz vorne stehen. Niemand weiß derzeit zum Beispiel, ob der Umfang des ESM jemals reichen wird, um künftige Krisen zu bewältigen. Niemand weiß, welchen Grad an künftiger Koordinierung die Wirtschafts- und Finanzpolitik wirklich braucht, um die Wahrscheinlichkeit von schweren Krisen wie im zurückliegenden Jahrzehnt zu minimieren. Und niemand weiß mit Sicherheit, ob die für Schuldner so niedrigen Zinsen am Anleihemarkt allein das Ergebnis der (vorübergehend) expansiven Politik der großen Zentralbanken in der Welt sind oder ob sich dahinter eine (dauerhafte) Kapitalschwemme („Savings glut“) verbirgt.<sup>29</sup> Entsprechend unterschiedlich muss die Politik ausfallen, aber mit Blick auf die unterschiedlichen Expertenmeinungen kann man den politisch Verantwortlichen letztlich keinen

Vorwurf machen, wenn sie entsprechende Entscheidungen ein Stück weit in die Zukunft verschieben. Es wird also weiter gestritten, zu Recht.

Kann eine Politik des lernfähigen Pragmatismus glaubwürdig sein? Ihrem Wesen nach muss sie bereit stehen, die gegebenen Institutionen an neue Herausforderungen anzupassen, sobald diese erkannt werden. Wenn also unter Glaubwürdigkeit ein auf ewig unabänderliches Regelwerk verstanden wird, wie dies Vertreter der deutschen Ordnungstheorie gerne tun, so verdient (und braucht) sie dieses Prädikat nicht. Allerdings hat sich gerade in der Eurozone im Zuge der Schuldenkrise erwiesen, dass es sehr gefährlich sein kann, in diesem Sinne überhaupt Unabänderliches zu postulieren. Sachgerechter ist es, die Glaubwürdigkeit daran festzumachen, ob die Politik ein als sinnvoll erachtetes System an die sich verändernden Erfordernisse so anpassen kann, dass es auf Dauer funktionsfähiger wird.

Eine solche Definition der Glaubwürdigkeit steht im Einklang mit der Philosophie des Kritischen Rationalismus, wie sie Karl Popper begründet hat.<sup>30</sup> Danach ist Politik eine Stückwerktechnologie („Piecemeal engineering“), die sich vor ganzheitlichen Entwürfen der absoluten Wahrheit hüten muss, einfach weil stets neue Erkenntnisse Anpassungen erfordern. In ähnlichem Geiste hat Friedrich August von Hayek vor einer „Anmaßung von Wissen“ gewarnt.<sup>31</sup> Mit Blick auf die Geschichte der Weltfinanzkrise 2007/08 und der Euroschuldenkrise 2010 ff. kann wohl kaum ein Ökonom von sich behaupten, er habe diese Entwicklungen in ihrer Dramatik vorhergesehen. Was zum Beispiel die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft betrifft, herrschte nur wenige Jahre zuvor großer Pessimismus und keineswegs die Aussicht, dass es in wenigen Jahren zu einem Nord-Süd-Gefälle kommen würde.<sup>32</sup> Ebenso ist es heute keineswegs klar, ob Deutschland seine starke Wettbewerbsposition auf Dauer behält. Immerhin wird seine Bevölkerung schrumpfen und altern – mit der Folge, dass Fachkräfte zunehmend knapp und teuer werden, während zum Beispiel Frankreich, Großbritannien und Schweden eine günstigere demographische Entwicklung aufweisen.<sup>33</sup>

Eine gewisse Anpassungsfähigkeit der Institutionen ist also eine notwendige Bedingung, um deren erfolgreiche

<sup>28</sup> Siehe damals aktuell Paqué (2012a).

<sup>29</sup> Diese Interpretation vertritt von Weizsäcker (2015).

<sup>30</sup> Popper (1934, 1965).

<sup>31</sup> Hayek (1975).

<sup>32</sup> So u. a. Sinn (2003, 2005), der damals von der deutschen Wirtschaft als „Basarökonomie“ sprach, also einer Wirtschaft, deren inländischer Wertschöpfungsgehalt durch Auslagerungen im Zuge der Globalisierung erodiert.

<sup>33</sup> Dazu Paqué (2012b).



Fortexistenz zu ermöglichen und glaubwürdig zu machen. Andererseits darf dadurch nicht der Kern der institutionellen Stabilität gefährdet werden. Wo dieser genau liegt, ist oft genug strittig. Im Fall der Europäischen Währungsunion dürfte indes klar sein, dass ein Ausscheiden einzelner Mitgliedsländer gegen ihren Willen die Stabilität des Ganzen in Frage stellen würde. Dies ist auch der tiefere Grund dafür, warum sich die Auseinandersetzung um Griechenland in so dramatischer Weise politisch zuspitzte: Die dortige Regierung weigerte sich, jene Bedingungen zu akzeptieren, die nötig waren, um den klar mehrheitlichen Wunsch der eigenen Bevölkerung zu erfüllen, den Euro zu behalten. Dies brachte die Eurogruppe in die Nähe der Erpressbarkeit und die griechische Wirtschaft wieder in eine tiefe Rezession, bedingt durch die politische Unsicherheit um einen möglichen Grexit. Es war tatsächlich ein „Worst-case-Szenario“, das weder mit einem schnellen Schuldenschnitt im Sinne der Keynesianer noch mit einem unfreiwilligen Grexit im Sinne der Ordnungstheorie zu lösen war. Es ist zu hoffen, dass sich solche Szenarien nicht wiederholen und dass Griechenland, wie alle anderen Krisenländer auch, den Weg der Reformen annimmt und diese in die Praxis umsetzt.

In jedem Fall täten die Vertreter der Wissenschaft gut daran, die Diskussion um den richtigen wirtschaftspolitischen Weg wieder ein Stück weit aus dem Spannungsfeld antagonistischer Ideologien herauszulösen. Keynesianismus und Ordnungstheorie sind extreme Pole in einem breiten Spektrum, und dazwischen findet sich viel Platz für einen lernfähigen Pragmatismus.

**Danksagung:** Der Verfasser dankt Karen Horn für wertvolle inhaltliche Hinweise und redaktionelle Verbesserungen sowie seinem Lehrstuhlteam mit Fabian Horn und Kathrin Meyer-Pinger für wichtige Zuarbeiten.

## Literatur

- Billner, A. und N. Magnusson (2015), Krugman criticized by biggest bank in Baltics for Argentina jibe. *Bloomberg Business* 25.06.2015, abrufbar unter: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-25/krugman-criticized-by-biggest-bank-in-baltics-for-argentina-jibe>.
- Cooper, R.N., R. Dornbusch und R.E. Hall (1982), The gold standard: Historical facts and future prospects, *Brookings Papers on Economic Activity* 1982 (1), S. 1–56.
- De Carli, L. (2015), Krugman hat ein Problem, seinen Fehler einzugestehen, *Tages-Anzeiger.ch/Newsnet* 23.07.2015, abrufbar unter: <http://www.tagesanzeiger.ch/ausland/europa/krugman-hat-ein-problem-seinen-fehler-einzugestehen/story/27020528>.
- Draghi, M. (2012), Speech by Mario Draghi at the Global Investment Conference in London 26 July 2012. EZB 26.07.2012, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.
- Eichengreen, B. (1993), European monetary unification, *Journal of Economic Literature* 31(3), S. 1321–57.
- Eichengreen, B. (2015), *Hall of Mirrors: The Great Depression, The Great Recession, and the Uses – and Misuses – of History*. Oxford University Press, New York.
- Friedman, M. und A. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Gros, D. (2015), *Why Greece is different*, CEPS Commentary, Centre for European Policy Studies, Brüssel.
- Hayek, F. A. von (1975), Die Anmaßung von Wissen, *ORDO* 26, S. 12–21.
- Huerta de Soto, J. (2012), Die Verteidigung des Euro: Ein österreichischer Ansatz (Mit einer Kritik der Fehler der EZB und des Interventionismus aus Brüssel). *ORDO* 63, S. 21–44.
- IWF (2015a), World Economic Outlook Database, April 2015, abrufbar unter: <http://www.imf.org>.
- IWF (2015b), World Economic Outlook: Update, International Monetary Fund, Washington.
- Kenen, P.B. (1969), The theory of optimum currency areas: An eclectic view, in: R.A. Mundell und A.K. Swoboda (Hrsg.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, S. 41–60.
- Kindleberger, C.P. (1973), *The World in Depression, 1929–1939*, University of California Press, Berkeley.
- Krugman, P.R., M. Obstfeld und M.J. Melitz (2015), *International Economics: Theory and Policy*, zehnte Auflage, Pearson, Boston.
- Mayer, T. (2012), Europe's Unfinished Currency – The Political Economics of the Euro, Anthem Finance, London.
- Mundell, R. A. (1961), A theory of optimum currency areas, *American Economic Review* 51, S. 657–665.
- Nipperdey, T. (1992), *Deutsche Geschichte 1866–1918: Machtstaat vor der Demokratie*, Bd. 2, dritte Auflage, C.H. Beck, München.
- Paqué, K.-H. (2012a), Deutschland gegen Draghi, *Handelsblatt* 08.08.2015.
- Paqué, K.-H. (2012b), *Vollbeschäftigt – Das neue deutsche Jobwunder*, Hanser, München.
- Popper, K.R. (1934), *Logik der Forschung*, Springer, Wien.
- Popper, K.R. (1965), *Das Elend des Historizismus*, Mohr Siebeck, Tübingen.
- Sinn, H.-W. (2003), *Ist Deutschland noch zu retten?* Econ/Ullstein, München/Berlin.
- Sinn, H.-W. (2005), *Die Basarökonomie. Deutschland: Exportweltmeister oder Schlusslicht*, Ullstein, Berlin.
- Sinn, H.-W. (2011), The ECB's stealth bailout, *VOX CEPR's Policy Portal*, VoxEU.org 01.06.2011.
- Sinn, H.-W. (2014), *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*. Oxford University Press, Oxford.
- Sinn, H.-W. (2015), Eine Ordnung für Konkurse, *Handelsblatt* 03.08.2015.
- United States Census Bureau (2012), *The 2012 Statistical Abstract*, Washington D.C.
- US Department of Commerce, Bureau of Census (1975), *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970, Parts I and II*, Washington D.C.
- Whelan, K. (2011), Professor Sinn misses the target, *VOX CEPR's Policy Portal*, VoxEU.org 09.06.2011.
- Weizsäcker, C.C. von (2015), Kapitalismus in der Krise? – Der negative natürliche Zins und seine Folgen für die Politik, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 16(2), S. 189–212.

## Anhang

Tabelle 1: Gesamtwirtschaftliche Daten der USA, Großbritanniens und Deutschlands, 2006–2015.

|  | 2006 | 2007 | 2008 | 2009  | 2010  | 2011 | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | Prognosen<br>beginnen<br>nach |
|--|------|------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------------------------------|
| <b>USA</b>   |      |      |      |       |       |      |       |       |       |       |                               |
| <b>BIP (konstante Preise, einheimische Währung in %)</b> | 2,7  | 1,8  | -0,3 | -2,8  | 2,5   | 1,6  | 2,3   | 2,2   | 2,4   | 2,5*  | 2014                          |
| <b>Inflation (CPI, in %)</b>                             | 3,2  | 2,9  | 3,8  | -0,3  | 1,6   | 3,1  | 2,1   | 1,5   | 1,6   | 0,1   | 2014                          |
| <b>Arbeitslosenquote (in %)</b>                          | 4,6  | 4,6  | 5,8  | 9,3   | 9,6   | 8,9  | 8,1   | 7,4   | 6,2   | 5,5   | 2014                          |
| <b>Staatliche Nettokreditaufnahme (in % des BIP)</b>     | -2,4 | -3,2 | -7,0 | -13,5 | -11,3 | -9,9 | -8,6  | -5,8  | -5,3  | -4,2  | 2013                          |
| <b>Bruttostaatsverschuldung (in % des BIP)</b>           | 63,6 | 64,0 | 72,8 | 86,0  | 94,8  | 99,1 | 102,4 | 103,4 | 104,8 | 105,1 | 2013                          |
| <b>Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)</b>               | -5,8 | -5,0 | -4,7 | -2,6  | -3,0  | -3,0 | -2,9  | -2,4  | -2,4  | -2,3  | 2014                          |
| <b>Großbritannien</b>                                    |      |      |      |       |       |      |       |       |       |       |                               |
| <b>BIP (konstante Preise, einheimische Währung in %)</b> | 3,0  | 2,6  | -0,3 | -4,3  | 1,9   | 1,6  | 0,7   | 1,7   | 2,9*  | 2,4*  | 2014                          |
| <b>Inflation (CPI, in %)</b>                             | 2,3  | 2,3  | 3,6  | 2,2   | 3,3   | 4,5  | 2,8   | 2,6   | 1,5   | 0,1   | 2014                          |
| <b>Arbeitslosenquote (in %)</b>                          | 5,4  | 5,4  | 5,7  | 7,6   | 7,9   | 8,1  | 8,0   | 7,6   | 6,2   | 5,4   | 2014                          |
| <b>Staatliche Nettokreditaufnahme (in % des BIP)</b>     | -2,9 | -3,0 | -5,1 | -10,8 | -9,7  | -7,6 | -7,8  | -5,7  | -5,7  | -4,8  | 2014                          |
| <b>Bruttostaatsverschuldung (in % des BIP)</b>           | 42,5 | 43,6 | 51,8 | 65,8  | 76,4  | 81,8 | 85,8  | 87,3  | 89,5  | 91,1  | 2014                          |
| <b>Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)</b>               | -2,2 | -2,7 | -3,7 | -2,8  | -2,6  | -1,7 | -3,7  | -4,5  | -5,5  | -4,8  | 2013                          |
| <b>Deutschland</b>                                       |      |      |      |       |       |      |       |       |       |       |                               |
| <b>BIP (konstante Preise, einheimische Währung in %)</b> | 3,9  | 3,4  | 0,8  | -5,6  | 3,9   | 3,7  | 0,6   | 0,2   | 1,6   | 1,6   | 2013                          |
| <b>Inflation (CPI, in %)</b>                             | 1,8  | 2,3  | 2,7  | 0,2   | 1,2   | 2,5  | 2,1   | 1,6   | 0,8   | 0,2   | 2014                          |
| <b>Arbeitslosenquote (in %)</b>                          | 10,0 | 8,6  | 7,4  | 7,7   | 6,9   | 5,9  | 5,4   | 5,2   | 5,0   | 4,9   | 2013                          |
| <b>Staatliche Nettokreditaufnahme (in % des BIP)</b>     | -1,6 | 0,2  | -0,1 | -3,0  | -4,0  | -0,8 | 0,1   | 0,1   | 0,6   | 0,3   | 2014                          |
| <b>Bruttostaatsverschuldung (in % des BIP)</b>           | 66,3 | 63,5 | 64,9 | 72,4  | 80,3  | 77,6 | 79,0  | 76,9  | 73,1  | 69,5  | 2014                          |
| <b>Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)</b>               | 5,8  | 6,9  | 5,8  | 5,8   | 5,7   | 6,1  | 7,1   | 6,7   | 7,5   | 8,4   | 2013                          |

Anmerkung: \* Datenupdate des IWF im Juli 2015.

Quelle: IWF (2015a; 2015b).

Tabelle 2: Gesamtwirtschaftliche Daten der baltischen Staaten, 2006–2015.

|  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Prognosen<br>beginnen<br>nach |
|--|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|-------------------------------|
| <b>Estland</b>   |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |                               |
| <b>BIP (konstante Preise, einheimische Währung in %)</b> | 10,4  | 7,9   | -5,3  | -14,7 | 2,5  | 8,3  | 4,7  | 1,6  | 2,1  | 2,5  | 2013                          |
| <b>Inflation (CPI, in %)</b>                             | 4,4   | 6,7   | 10,6  | 0,2   | 2,7  | 5,1  | 4,2  | 3,2  | 0,5  | 0,4  | 2013                          |
| <b>Arbeitslosenquote (in %)</b>                          | 5,9   | 4,6   | 5,5   | 13,5  | 16,7 | 12,3 | 10,0 | 8,6  | 7,0  | 7,0  | 2013                          |
| <b>Staatliche Nettokreditaufnahme (in % des BIP)</b>     | 2,4   | 2,4   | -2,9  | -1,9  | 0,2  | 1,0  | -0,3 | -0,5 | 0,4  | -0,5 | 2013                          |
| <b>Bruttostaatsverschuldung (in % des BIP)</b>           | 4,4   | 3,6   | 4,5   | 7,0   | 6,5  | 6,1  | 9,7  | 10,1 | 9,7  | 10,1 | 2013                          |
| <b>Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)</b>               | -15,0 | -15,0 | -8,7  | 2,5   | 1,8  | 1,4  | -2,5 | -1,1 | -0,1 | -0,4 | 2013                          |
| <b>Güter- und Dienstleistungsexporte (Wachstum in %)</b> | -11,1 | 12,6  | 0,9   | -20,4 | 24,3 | 24,9 | 6,2  | 2,4  | 2,4  | 2,4  | 2013                          |
| <b>Lettland</b>  |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |                               |
| <b>BIP (konstante Preise, einheimische Währung in %)</b> | 11,6  | 9,8   | -3,2  | -14,2 | -2,9 | 5,0  | 4,8  | 4,2  | 2,4  | 2,3  | 2013                          |
| <b>Inflation (CPI, in %)</b>                             | 6,6   | 10,1  | 15,3  | 3,3   | -1,2 | 4,2  | 2,3  | 0,0  | 0,7  | 0,5  | 2013                          |
| <b>Arbeitslosenquote (in %)</b>                          | 6,8   | 6,1   | 7,5   | 16,9  | 18,7 | 16,2 | 15,0 | 11,9 | 10,8 | 10,4 | 2013                          |
| <b>Staatliche Nettokreditaufnahme (in % des BIP)</b>     | -0,5  | 0,6   | -7,1  | -7,7  | -7,3 | -3,2 | 0,1  | -1,2 | -1,7 | -1,4 | 2013                          |
| <b>Bruttostaatsverschuldung (in % des BIP)</b>           | 9,2   | 7,2   | 16,1  | 32,3  | 39,8 | 37,5 | 36,5 | 35,2 | 37,8 | 37,7 | 2013                          |
| <b>Leistungsbilanz (in % des BIP)</b>                    | -20,9 | -20,8 | -12,4 | 8,0   | 2,3  | -2,8 | -3,3 | -2,3 | -3,1 | -2,2 | 2013                          |
| <b>Güter- und Dienstleistungsexporte (Wachstum in %)</b> | 7,5   | 13,8  | 2,4   | -12,9 | 13,4 | 12,0 | 9,8  | 1,4  | 1,9  | 1,2  | 2013                          |
| <b>Litauen</b>   |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |                               |
| <b>BIP (konstante Preise, einheimische Währung in %)</b> | 7,4   | 11,1  | 2,6   | -14,8 | 1,6  | 6,1  | 3,8  | 3,3  | 2,9  | 2,8  | 2013                          |
| <b>Inflation (CPI, in %)</b>                             | 3,8   | 5,8   | 11,1  | 4,2   | 1,2  | 4,1  | 3,2  | 1,2  | 0,2  | -0,3 | 2013                          |
| <b>Arbeitslosenquote (in %)</b>                          | 5,8   | 4,3   | 5,8   | 13,8  | 17,8 | 15,4 | 13,4 | 11,8 | 10,7 | 10,6 | 2013                          |
| <b>Staatliche Nettokreditaufnahme (in % des BIP)</b>     | -0,4  | -1,0  | -3,3  | -9,3  | -6,9 | -9,0 | -3,2 | -2,6 | -0,7 | -1,4 | 2013                          |
| <b>Bruttostaatsverschuldung (in % des BIP)</b>           | 18,0  | 16,7  | 15,4  | 29,0  | 36,3 | 37,3 | 39,9 | 39,0 | 37,7 | 38,1 | 2013                          |
| <b>Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)</b>               | -10,4 | -14,9 | -13,0 | 2,1   | -0,3 | -3,8 | -1,2 | 1,6  | -0,4 | 0,2  | 2013                          |
| <b>Güter- und Dienstleistungsexporte (Wachstum in %)</b> | 12,6  | 3,2   | 13,4  | -12,8 | 18,9 | 14,9 | 12,2 | 9,4  | 3,4  | 1,9  | 2013                          |

Quelle: IWF (2015a).

Tabelle 3: Gesamtwirtschaftliche Daten der Eurokrisenländer, 2006–2015.

|  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | Prognosen<br>beginnen<br>nach |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------------|
| <b>Griechenland</b>                                      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                               |
| <b>BIP (konstante Preise, einheimische Währung in %)</b> | 5,8   | 3,5   | -0,4  | -4,4  | -5,4  | -8,9  | -6,6  | -3,9  | 0,8   | **    | 2014                          |
| <b>Inflation (CPI, in %)</b>                             | 3,2   | 2,9   | 4,2   | 1,2   | 4,7   | 3,3   | 1,5   | -1,0  | -1,4  | **    | 2014                          |
| <b>Arbeitslosenquote (in %)</b>                          | 9,0   | 8,4   | 7,8   | 9,6   | 12,7  | 17,9  | 24,4  | 27,5  | 26,5  | **    | 2014                          |
| <b>Staatliche Nettokreditaufnahme (in % des BIP)</b>     | -6,1  | -6,7  | -9,9  | -15,2 | -11,1 | -10,1 | -6,3  | -2,8  | -2,7  | **    | 2013                          |
| <b>Bruttostaatsverschuldung (in % des BIP)</b>           | 102,9 | 102,8 | 108,8 | 126,2 | 145,7 | 171,0 | 156,5 | 174,9 | 177,2 | **    | 2013                          |
| <b>Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)</b>               | -10,8 | -14,0 | -14,5 | -10,9 | -10,1 | -9,9  | -2,5  | 0,6   | 0,9   | **    | 2014                          |
| <b>Güter- und Dienstleistungsexporte (Wachstum in %)</b> | 5,2   | 10,6  | 3,5   | -18,5 | 4,6   | 0,0   | -0,3  | 2,8   | 8,8   | **    | 2014                          |
| <b>Irland</b>  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                               |
| <b>BIP (konstante Preise, einheimische Währung in %)</b> | 5,5   | 4,9   | -2,6  | -6,4  | -0,3  | 2,8   | -0,3  | 0,2   | 4,8   | 3,9   | 2014                          |
| <b>Inflation (CPI, in %)</b>                             | 2,7   | 2,9   | 3,1   | -1,7  | -1,6  | 1,2   | 1,9   | 0,5   | 0,3   | 0,2   | 2014                          |
| <b>Arbeitslosenquote (in %)</b>                          | 4,5   | 4,7   | 6,4   | 12,0  | 13,9  | 14,6  | 14,7  | 13,0  | 11,3  | 9,8   | 2014                          |
| <b>Staatliche Nettokreditaufnahme (in % des BIP)</b>     | 2,8   | 0,2   | -7,0  | -13,9 | -32,4 | -12,6 | -8,0  | -5,7  | -3,9  | -2,4  | 2014                          |
| <b>Bruttostaatsverschuldung (in % des BIP)</b>           | 23,8  | 24,0  | 42,6  | 62,2  | 87,4  | 111,1 | 121,7 | 123,3 | 109,5 | 107,7 | 2014                          |
| <b>Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)</b>               | -3,6  | -5,4  | -5,7  | -3,0  | 0,6   | 0,8   | 1,6   | 4,4   | 6,2   | 4,9   | 2014                          |
| <b>Güter- und Dienstleistungsexporte (Wachstum in %)</b> | 5,2   | 8,8   | -0,9  | -4,0  | 6,2   | 5,5   | 4,7   | 1,1   | 12,6  | 5,0   | 2014                          |
| <b>Portugal</b>  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                               |
| <b>BIP (konstante Preise, einheimische Währung in %)</b> | 1,6   | 2,5   | 0,2   | -3,0  | 1,9   | -1,8  | -4,0  | -1,6  | 0,9   | 1,6   | 2014                          |
| <b>Inflation (CPI, in %)</b>                             | 3,0   | 2,4   | 2,7   | -0,9  | 1,4   | 3,6   | 2,8   | 0,4   | -0,2  | 0,6   | 2014                          |
| <b>Arbeitslosenquote (in %)</b>                          | 7,6   | 8,0   | 7,6   | 9,4   | 10,8  | 12,7  | 15,5  | 16,2  | 13,9  | 13,1  | 2014                          |
| <b>Staatliche Nettokreditaufnahme (in % des BIP)</b>     | -2,0  | -3,0  | -3,8  | -9,8  | -11,2 | -7,4  | -5,6  | -4,8  | -4,5  | -3,2  | 2013                          |
| <b>Bruttostaatsverschuldung (in % des BIP)</b>           | 61,6  | 68,4  | 71,7  | 83,6  | 96,2  | 111,1 | 125,8 | 129,7 | 130,2 | 126,3 | 2013                          |
| <b>Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)</b>               | -10,7 | -9,7  | -12,1 | -10,4 | -10,2 | -6,0  | -2,1  | 1,4   | 0,6   | 1,4   | 2014                          |
| <b>Güter- und Dienstleistungsexporte (Wachstum in %)</b> | 9,5   | 12,3  | 1,7   | -11,7 | 0,5   | 9,0   | -2,7  | 11,9  | 4,0   | 5,9   | 2014                          |
| <b>Spanien</b>   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                               |
| <b>BIP (konstante Preise, einheimische Währung in %)</b> | 4,2   | 3,8   | 1,1   | -3,6  | 0,0   | -0,6  | -2,1  | -1,2  | 1,4   | 3,1*  | 2014                          |
| <b>Inflation (CPI, in %)</b>                             | 3,6   | 2,8   | 4,1   | -0,2  | 2,0   | 3,1   | 2,4   | 1,5   | -0,2  | -0,7  | 2014                          |
| <b>Arbeitslosenquote (in %)</b>                          | 8,5   | 8,2   | 11,3  | 17,9  | 19,9  | 21,4  | 24,8  | 26,1  | 24,5  | 22,6  | 2014                          |
| <b>Staatliche Nettokreditaufnahme (in % des BIP)</b>     | 2,2   | 2,0   | -4,4  | -11,0 | -9,4  | -9,4  | -10,3 | -6,8  | -5,8  | -4,3  | 2014                          |
| <b>Bruttostaatsverschuldung (in % des BIP)</b>           | 38,9  | 35,5  | 39,4  | 52,7  | 60,1  | 69,2  | 84,4  | 92,1  | 97,7  | 99,4  | 2014                          |
| <b>Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)</b>               | -9,0  | -9,6  | -9,3  | -4,3  | -3,9  | -3,2  | -0,3  | 1,4   | 0,1   | 0,3   | 2013                          |
| <b>Güter- und Dienstleistungsexporte (Wachstum in %)</b> | 3,9   | 10,9  | -1,0  | -11,5 | 12,4  | 8,0   | 1,2   | 5,7   | 4,5   | 5,9   | 2014                          |

Anmerkung: \* Datupdate des IWF im Juli 2015; \*\* Revision ausstehend.

Quelle: IWF (2015a; 2015b).