

Dr. Horst Tomann  
Universitätsprofessor a.D.  
Freie Universität Berlin  
[horst.tomann@fu-berlin.de](mailto:horst.tomann@fu-berlin.de)

## Neue monetäre Institutionen in der Europäischen Währungsunion als Antwort auf die Finanzkrise: Eine Keynes'sche Betrachtung

Im März 2013 veranstaltete die Friedrich-Ebert-Stiftung in Berlin eine Konferenz mit dem Thema "Bankenunion: Wie lässt sich das Monster zähmen". Auf dieser Konferenz mokierte sich Klaus Regling, geschäftsführender Direktor des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) über volkswirtschaftliche Lehrbücher, vor allem solche aus den USA, in denen man nirgends einen Hinweis finde, dass Löhne auch sinken können. Hinter seinen ironischen Bemerkungen verbirgt sich einer der großen Irrtümer der klassischen Ökonomie, nämlich die Vorstellung, man könne in einer Krise eine Volkswirtschaft zum Gleichgewicht führen, wenn nur die Löhne hinreichend stark sinken. Der Irrtum liegt in der Verwechslung von Bewegungen eines einzelnen Lohnes mit den Bewegungen des Lohnniveaus. Wenn alle Löhne sinken, sinkt das Lohnniveau und damit das Preisniveau. Dieser Prozess der Deflation vergrößert die reale Schuldenlast bei den Privaten und beim Staat. Es ist eine Illusion zu glauben, eine Regierung könne in einem deflatorischen Prozess die Schuldenlast verringern. Nicht nur im ‚speziellen Fall‘ Griechenlands, den Klaus Regling konzidiert, sondern prinzipiell wird bei Deflation ein Schuldenerlass unausweichlich.

Um dieses Prinzip zu verstehen, müssen wir das sogenannte ‚Stock-Flow-Problem‘ in der monetären Ökonomie näher betrachten, das in der Beziehung zwischen den monetären Strömen (Einkommensströmen) und den Beständen an monetärem Vermögen (Forderungen und Verbindlichkeiten) in einer Geldwirtschaft zum Ausdruck kommt. Klärende Hinweise darauf finden wir bei John Maynard Keynes bereits in seinen frühen Schriften. Dieser Beitrag bezieht sich auf eine tentative Analyse von Keynes, sein berühmtes Buch ‚Economic Consequences of the Peace‘ von 1920<sup>1</sup>. Fast ein Jahrhundert später können wir daraus noch nützliche Einsichten in die wirtschaftlichen Probleme und die Politik-Optionen von heute

---

<sup>1</sup> Eine frühere Version dieses Beitrages wurde auf dem 16<sup>th</sup> SCEME Seminar in Economic Methodology, Tilton House, Sussex, UK, 12 – 13 September 2012 vorgetragen.

gewinnen. Denn das Buch untersucht zwei herausragende Fehlentwicklungen, die auch unsere Zeit prägen, exzessive externe Staatsverschuldung und externe (makroökonomische)

Ungleichgewichte. Keynes' Vorschläge dienen als Maßstab, um die neuen monetären Institutionen zu bewerten, die vom Europäischen Rat als Antwort auf die Finanzkrise eingerichtet wurden. Der ESM wurde im Herbst 2012 als eine permanente Fazilität geschaffen, die im Grunde eine gemeinsame Haftung für die Schulden von Mitgliedstaaten übernimmt. Ergänzend beschloss der Europäische Rat im Dezember 2012, eine europäische Bankenaufsicht einzuführen, die – gemeinsam mit einer einheitlichen Regel für die Bankenabwicklung – als eine Alternative angesehen werden könnte, die Zunahme der gemeinsamen Haftung für nationale öffentliche Schulden zu überwinden.

Der Beitrag ist wie folgt aufgebaut: Zunächst werden Keynes' Diagnose und die Maßnahmen, die er vorschlägt, kurz beschrieben: Erstens, die (kriegsbedingte) Verschuldung unter den Alliierten zu regeln; zweitens, eine internationale Anleihe zur Deckung von Leistungsbilanz-Defiziten zu emittieren. Danach werden die monetären Beziehungen in einer Keynes'schen Perspektive beleuchtet: Die spezifische Unsicherheit von monetären Beziehungen und die Rolle von Erwartungen. Vor diesem Hintergrund werden die vom Europäischen Rat beschlossenen (und von der Troika durchgesetzten) Rettungsmaßnahmen aus Keynes'scher Sicht als kurzfristige Lösungen bewertet. Schließlich wird das langfristige Problem angesprochen, das eine Bereinigung der Bankbilanzen erfordert, und die Bedingungen der Errichtung einer Bankenunion werden diskutiert.

## 1. Keynes' tentative Urteile

Nach dem Ersten Weltkrieg hatte der Vertrag von Versailles die ökonomischen Ungleichgewichte in Europa offen gelassen. Keynes beklagte in seinem Buch vor allem die ökonomische Irrationalität von Ansprüchen, die im Vertrag niedergelegt waren, um Forderungen Frankreichs gegenüber Deutschland zu erfüllen, und die die Reparationen, die Eisen- und Stahlerzeugung und die Zölle betrafen ((p244ff). Darüber hinaus zeigte er zwei subtilere Probleme auf, die – solange sie ungelöst blieben – die ökonomische Entwicklung im Europa der Nachkriegszeit hemmen würden. Es handelte sich um monetäre Fragen, die die Beziehungen unter den Alliierten selbst betrafen. Als erstes regte Keynes an, dass die Verschuldung, die zwischen den Alliierten entstanden war, geregelt werden sollte. Er schätzte, dass die Regierungen der Alliierten und der assoziierten Länder zur Erreichung der Kriegsziele Schulden von brutto nahezu 4 Mrd. britischen Pfund aufgenommen hatten. Der größte Kreditgeber waren die Vereinigten Staaten, die Forderungen in Höhe von (netto) 1,9

Mrd. Pfund hatten. Keynes appellierte an die Großzügigkeit der Vereinigten Staaten und schlug die vollständige Streichung dieser „Inter-Ally indebtedness“ vor (p253). Er verwarf Kontroversen über die Höhe des relativen Opfers, die er als “very barren and very foolish also” bezeichnete (p257). Stattdessen regte er an, seinen Vorschlag der Schuldenstreichung im Hinblick auf die zukünftigen Beziehungen zwischen den Kriegsparteien zu bewerten (p259). Seine Überlegungen enthalten grundsätzliche Argumente, die wir später in Keynes’ monetärer Theorie als zentrale Axiome wiederfinden.<sup>2</sup> Zunächst verweist er auf die Unsicherheit von monetären Beziehungen und insbesondere von Kreditbeziehungen zwischen Regierungen. Explizit verwirft er den Standpunkt eines Bankers:

Bankers are used to this system, and believe it to be a necessary part of the permanent order of society. They are disposed to believe, therefore, by analogy with it, that a comparable system between Governments, on a far vaster and definitely oppressive scale, represented by no real assets, and less closely associated with the property system, is natural and reasonable and in conformity with human nature.

I doubt this view of the world. Even capitalism at home, which engages many local sympathies, which plays a real part in the daily process of production, and upon the security of which the present organization of society largely depends, is not very safe. But however this may be, will the discontented peoples of Europe be willing for a generation to come so to order their lives that an appreciable part of their daily produce may be available to meet a foreign payment, the reason of which...does not spring compellingly from their sense of justice or duty? (p263f)

Mit dem Hinweis auf einen Mangel an Legitimität bezweifelt Keynes, ob der in Frage stehende Tribut länger als einige wenige Jahre gezahlt werden würde.

Ein zweites, verwandtes Argument betrifft die Frage, wie Geldvermögen und Verbindlichkeiten zu bewerten sind. In seinem Buch leitet Keynes das Interesse des Lesers auf diese Frage, indem er ihn nach seiner Ansicht fragt „...as to the future place in the world’s progress of the vast paper entanglements which are our legacy from war finance both at home and abroad.” (p262) Er bietet zunächst eine vorläufige, emotionale Antwort, die sich wie eine düstere Vorhersage liest:

The war has ended with every one owing every one else immense sums of money... The whole position is in the highest degree artificial, misleading, and vexatious. We shall never be able to move again, unless we can free our limbs from these paper shackles. A general bonfire is so great a necessity that unless we can make of it an orderly and good-tempered affair in which no serious injustice is done to any one, it will, when it comes at last, grow into a conflagration that may destroy much else as well. (p262f)

---

<sup>2</sup> Zur Bedeutung der ‚fundamentalen Unsicherheit‘ für die Theoriebildung bei Keynes vgl. Muchlinski, 2012.

Nur ein paar Zeilen später jedoch formuliert Keynes die Bedingungen, unter denen ein internationales System der Staatsverschuldung überleben kann und tatsächlich während des neunzehnten Jahrhunderts Bestand hatte. Diese Bedingungen bilden die Kriterien für die Evaluierung der Solvenz eines souveränen Schuldners. In Keynes' eigenen Worten:

(But) the system is fragile; and it has only survived because its burden on the paying countries has not so far been oppressive, because this burden is represented by real assets and is bound up with the property system generally, and because the sums already lent are not unduly large in relation to those which it is still hoped to borrow. (p263)

Es ist die dritte Bedingung, die für Keynes' monetäre Theorie grundsätzliche Bedeutung hat. Im Allgemeinen verweist diese Bedingung auf die Tatsache, dass der Wert von Geldvermögen und Verbindlichkeiten von den Erwartungen über künftige Zahlungen abhängt. Es sind, wenn auch in unterschiedlichem Maß, Erwartungen über unsichere Zahlungen. Dabei geht es auch um die Erwartungen des Schuldners. Im besonderen Fall der Staatsverschuldung kann die Regierung bei interner Verschuldung das damit verbundene Verteilungsproblem lösen. Keynes schlägt konkret eine Kapitalabgabe vor (p263)<sup>3</sup>. Aber im Fall der externen Verschuldung hat die Regierung keinen (direkten) Einfluss auf die Zahlungen, die sie künftig erwarten kann. Andererseits ist sie im Außenverhältnis souverän, das heißt keine externe Macht kann die Ansprüche des Kreditgebers durchsetzen. Der Geldwert einer ‚übermäßigen‘ externen Staatsschuld ist also höchst unsicher. In einer demokratischen Gesellschaft hängt es letztlich vom Willen des Wählers ab, worauf Keynes hinweist, ob die Regierung bereit ist, eine externe Schuld zu bedienen.

Die monetäre Theorie hat die ‚Solvenzbedingung‘ eines souveränen Schuldners formuliert. So hat Niehans mit Bezug auf die Schuldenkrise der Entwicklungsländer während der 1980er Jahre angenommen, dass es für eine Regierung, die sich bei externen Kreditgebern verschuldet, ökonomisch rational ist, die Schuld solange zu bedienen wie der Nettowert der Zahlungen positiv ist (Niehans, 1986). Das heißt der Nettobetrag der Schuldenaufnahme, der für die Zukunft erwartet wird, sollte den Betrag der Zinszahlungen auf die bestehende Schuld übersteigen. Setzen wir  $\delta$  für die Wachstumsrate der Schuld,  $\Delta D / D$ , und  $i$  für den Zinssatz, so lautet die Bedingung in Periode  $t$

$$c(t) = (\delta - i) D(t) > 0;$$

<sup>3</sup> Dieser Vorschlag, die Schuldenlast des Staates durch eine Vermögensabgabe zu verringern, findet sich auch im jüngsten Fiskalbericht des Internationalen Währungsfonds; vgl. IMF, 2013a.

für  $c(t)$ : die in Periode  $t$  erwarteten Zahlungen (cash flow).

Wir können dies die hinreichende Bedingung für die Solvenz eines souveränen Schuldners nennen.

Angenommen, der Barwert der längerfristig erwarteten Zahlungen wäre negativ, wie könnte die Solvenz des Schuldners, also seine Bereitschaft, die Schuld zu bedienen, wieder hergestellt werden? Die Logik der Gleichung zeigt, dass es offensichtlich nur einen Ausweg gibt, nämlich den Wert des Schuldenstandes,  $D$ , zu vermindern. Ein verminderter Geldwert der Schuld verringert den Betrag an Zinszahlungen, so dass bei gegebenen Erwartungen über die künftige Netto-Kreditaufnahme, die von der Realwirtschaft abhängt, der Gegenwartswert des erwarteten cash flow positiv wird. Keynes' tentativem Urteil über eine Schuldenstreichung liegt also eine fundamentale ökonomische Ratio zugrunde, wenn man die Unsicherheit von Geldvermögenswerten in Betracht zieht.

Keynes machte einen zweiten Finanzierungsvorschlag, um die ökonomische Entwicklung der Nachkriegszeit zu stimulieren (p268). Aus seiner Diagnose leitete er einen unmittelbaren Liquiditätsbedarf in allen am Krieg beteiligten Ländern ab, der aus externen Ungleichgewichten und nicht kontraktfähigen Währungen resultierte. Keynes empfahl, eine internationale Anleihe zu emittieren und damit Kredite in ausländischer Währung in Höhe von 200 Mill. Pfund bereitzustellen sowie einen Garantiefonds in gleicher Höhe. Dieser Vorschlag war wiederum an die Vereinigten Staaten adressiert (und, was den Garantiefonds betrifft, an den Völkerbund). Obwohl Keynes äußerst pessimistisch war, ob die Vereinigten Staaten bereit wären, "to entangle herself further in the affairs of Europe", so drückte er doch die Hoffnung aus, dass Amerika zu dem Prozess, die guten Kräfte Europas aufzubauen, beitragen würde (p266f). Keynes arbeitete seinen Vorschlag einer internationalen Anleihe nicht im Detail aus. Aber er betonte, dass die Anleihe Vorrang vor allen anderen Staatsschulden haben und mit Sicherheiten unterlegt werden müsse (... "the borrowing countries should be required to place their customs duties on a gold basis and to pledge such receipts to its service." p269) Außerdem sollten die kreditgebenden Länder ermächtigt sein, die Ausgaben aus der Anleihe zu überwachen. Später in der Geschichte finden wir diese Konditionalität wieder als Praxis des Internationalen Währungsfonds.

## 2. Das Stock-Flow-Problem in der monetären Ökonomie

Was die methodologischen Aspekte betrifft, so beruhten die Schlussfolgerungen von Keynes auf der Annahme, dass der Wert von Geldkontrakten (Vermögensbeständen) von den Erwartungen über zukünftige Zahlungen (Einkommensströme) abhängt. Wenn sich herausstellt, dass sich diese Erwartungen geändert haben – oder dass sie von Anfang an falsch waren –, wird eine Neubewertung der Geldvermögen erforderlich. Anderenfalls würde im Vermögensmarkt zu falschen Preisen gehandelt („false trading“) mit der Folge von schwerwiegenden Verzerrungen in der Gesamtwirtschaft. Zwei Beispiele mögen diese Schlussfolgerung demonstrieren. Das erste Beispiel ist die Geschichte eines jungen Paares von Investment-Bankern in der City von London, die gerade ein schickes Apartment in der City gekauft hatten, als die Finanzkrise ausbrach. Die beiden wurden entlassen, verloren ihr gemeinsames Einkommen und, vor allem, den Anspruch auf Bonuszahlungen und waren mit einem Kreditvertrag von mehreren Millionen Pfund konfrontiert, der bedient werden musste. Da sich der Wert ihrer Sicherheit mit der Krise substantiell verschlechtert hatte, war ihre finanzielle Situation untragbar geworden. Sollte die Bank diesen Kredit zum Nennwert in ihren Büchern halten und entsprechend von dem Paar verlangen, dass sie den Kredit in Höhe der Differenz zwischen dem Nennwert und dem verminderten Wert der Sicherheit bedienen und tilgen? Wenn die Bank diesen Vertrag nicht neu verhandelt – unter realistischen Annahmen über die künftigen Zahlungen des Paares – und den Kredit entsprechend abschreibt, wird ihre Bilanz falsche Werte über das künftige Einkommen der Bank (und den Wert ihrer Aktiva) ausweisen. Im Verlauf einer Finanzkrise, wenn solche Fälle sich häufen, wird die Bank an Glaubwürdigkeit und Reputation verlieren.

Das zweite Beispiel ist der Fall Griechenlands. Griechenland trat der Europäischen Währungsunion im Jahr 2002 bei. Es hatte – als Ausdruck einer durch hohe Inflation geprägten Vergangenheit – eine relativ hohe Schuldenquote, die es während der EWU-Mitgliedschaft nicht verminderte. Als die Finanzkrise über die EWU hereinbrach, betrug das griechische Budgetdefizit mehr als 12% des BIP, die Schuldenquote mehr als 110% des BIP (Zahlen für 2009). Nach den Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspaktes waren das eindeutig ‚exzessive‘ Werte. Obwohl das aktuelle Budgetdefizit das Resultat der Krise war und der damalige Premierminister Papandreou für 2010 eine substantielle Verminderung des Defizits versprach, wobei er jegliche Flexibilität aufgab, die wirtschaftlichen Folgen der Krise in seinem Land zu mildern, hatte die Wahrnehmung von übermäßigen Defiziten die Erwartungen auf den Finanzmärkten verändert. Im Frühjahr 2010 erfuhr Griechenland, wie Portugal und Irland, einen dramatischen Anstieg der Zinsaufschläge für Staatsanleihen. Der

Markt für griechische Schuldtitel trocknete vollständig aus und die Zahlungsfähigkeit der Regierung wurde in Frage gestellt. Da Griechenland nicht mehr in der Lage war, ein tragfähiges Budget aus eigener Kraft zu erreichen, mussten die europäischen Partner, insbesondere die Partner der Eurozone einspringen, die unkontrollierbare Ansteckungseffekte in der übrigen Eurozone befürchteten. Seither sind verschiedene Rettungspakete geschnürt worden, um eine griechische Insolvenz zu vermeiden. Die griechische Schuldenquote ist dennoch dramatisch gestiegen und beträgt zur Zeit (Mitte 2013) 169% des BIP. Die Wirtschaftskrise hat sich vertieft und hat eine Regierungskrise ausgelöst. Papandreou wurde 2011 durch eine ‚technische‘ Regierung unter der Leitung von Lucas Papademos ersetzt. Nach zwei Wahlen im Frühjahr 2012 wurde eine neue Koalition unter Antonis Samaras gebildet, die seither versucht, die Bedingungen der Rettungsprogramme neu zu verhandeln. Es ist absehbar, dass die ursprüngliche Zielsetzung der Troika, auf längere Sicht ein tragfähiges Budget zu erreichen und die griechische Staatsschuld – bei gegebenen Konditionen – deutlich unter 110% des BIP zu drücken, nicht ohne weitere Hilfsmaßnahmen erreichbar sein wird.

Um diese Programme zu bewerten, sollten wir das Konzept der Zahlungsfähigkeit einer Regierung klären. Den Ansatzpunkt bilden die Kriterien für die Bewertung der Tragfähigkeit eines Budgets. Aus der Literatur ist bekannt, dass wir dazu die Beziehung zwischen den monetären Beständen (hier: der Höhe der Staatsschuld) und den monetären Strömen (Netto-Einkommensströmen) betrachten müssen. Der Budget-Saldo,

$$(1) \quad BB = G - T + iD = \Delta D;$$

setzt sich zusammen aus dem Primärsaldo – die Differenz zwischen Staatsausgaben,  $G$ , und Steuereinnahmen,  $T$  – und den Zinszahlungen auf die bestehende Staatsschuld  $D$ ,  $iD$ . Wie ist dieser Budget-Saldo zu finanzieren? Schließen wir die Monetisierung der Staatsverschuldung ebenso aus wie die Option einer Privatisierung von Staatsvermögen, so muss ein Defizit auf dem Kapitalmarkt durch Emission von Schuldverschreibungen finanziert werden. Auf diese Weise erhöht das Budget-Defizit eines jeden Jahres die bestehende Staatsschuld. Um ein tragfähiges Budget zu erreichen, muss das Wachstum der Staatsschuld begrenzt werden. Da jeder zusätzliche Euro von Schulden Zinszahlungen generiert, ist die kritische Frage, ob zukünftige Budgets den Zuwachs der Zinszahlungen tragen können. Vor allem würde sich das Wachstum der Schulden und damit der Zinszahlungen beschleunigen, wenn diese Zahlungen jeweils durch die Aufnahme neuer Schulden finanziert werden würden.

Wir können Aufschluss über die Tragfähigkeit eines Budgets erhalten, wenn wir das Wachstum der Staatsschuld in seine Komponenten zerlegen.

$$(2) \quad \Delta D / D = (G - T + iD) / D = (G - T) / D + i = \alpha (Y / D) + i ;$$

für  $\alpha = (G - T) / Y$ ;

Die Komponenten der Wachstumsrate der Schuld sind die primäre Defizitquote,  $\alpha$ , das ist das Verhältnis des Primärdefizits zum BIP bzw. zum Einkommen ( $Y$ ); die Schuldenquote,  $D / Y$ , und der Zinssatz,  $i$ . Wo liegen die Grenzen der Staatsverschuldung? Um diese Grenzen zu bestimmen, vergleichen wir das Wachstum der Staatsschuld mit dem Wachstum des Einkommens. Der Grund ist, dass in einer wachsenden Wirtschaft die öffentliche Verschuldung wachsen kann ohne die ‚Schuldenlast‘ zu erhöhen (Domar, 1944). Mit wachsendem Einkommen kann die Regierung mit zusätzlichen Steuereinnahmen rechnen, um die zusätzlichen Zinszahlungen, die für den Schuldenzuwachs anfallen, zu finanzieren. So erweist sich in einer dynamischen Perspektive die Schuldenquote als ein angemessener Indikator der Tragfähigkeit. Eine Begrenzung der Schuldenquote erfordert, dass die Wachstumsrate der Schuld die Wachstumsrate des Einkommens nicht übersteigt. Bezeichnen wir die Rate des Einkommenswachstums mit  $r$ , so lautet diese Bedingung:

$$(3) \quad \alpha (Y / D) + i < r;$$

oder

$$(3a) \quad \alpha < (r - i) (D / Y);$$

Wenn in einem makroökonomischen Gleichgewicht der Zinssatz ebenso groß ist wie die Rate des Einkommenswachstums, muss das Primärbudget ausgeglichen sein. Wenn aber der Zinssatz höher ist als die Wachstumsrate, wird ein kompensierender Primärüberschuss erforderlich, um eine Zunahme der Schuldenquote zu vermeiden. Der Betrag des erforderlichen Überschusses hängt von der Größe der Schuld ab. Eine Schuldenquote über 100 Prozent, wie im Fall Griechenlands, wirkt als Multiplikator.

Obwohl das Verhältnis zwischen dem primären Budgetsaldo und der Schuldenquote die langfristigen Grenzen der Staatsverschuldung aufzeigt, kann es als eine Solvenzbedingung interpretiert werden (so Paul De Grauwe in: De Grauwe, 2011). Der Grund ist, dass der



Zinssatz als ein Maß des Vertrauens der Investoren angesehen werden kann, das ihre langfristigen Erwartungen reflektiert. Um sich verschlechternden Erwartungen der Investoren entgegenzuwirken, ist ein Überschuss im Primärbudget erforderlich. Wir können diese Bedingung eine notwendige Solvenzbedingung nennen. Die Regierung muss in der Lage sein, Investoren zu überzeugen, dass der für die Bedienung der Schuld erforderliche Primärüberschuss auch erreicht werden kann. Aber hier liegt ein Dilemma, wie das griechische Beispiel zeigt. Grundsätzlich gibt es drei Optionen, dieses Dilemma im Falle einer Überschuldung zu lösen. Als erstes verlangt die langfristige Tragfähigkeit des Budgets eine Verminderung des Defizits im Primärhaushalt. Das heißt, die Regierung muss ihr Steuersystem reformieren, insbesondere durch einen verstärkten fiskalischen Zugriff auf hohe Einkommen, und andererseits die öffentlichen Ausgaben einschränken. Aber selbst wenn sie diese Maßnahmen erfolgreich umsetzen kann, wird sich das Ergebnis nicht unmittelbar in den Budgetkriterien niederschlagen. Vielmehr werden die direkten Einkommenseffekte ihrer Maßnahmen die Steuereinnahmen vermindern und das Primärdefizit vergrößern. Hinzu kommt, dass die Finanzmärkte die Risikoprämie auf staatliche Schuldtitel erhöhen könnten, wenn eine Verminderung des Budgetdefizits nicht sichtbar wird, was die Aufgabe der Konsolidierung weiter erschweren würde. Das Problem ist, dass die Erwartungen der Finanzmärkte (ebenso wie die Regulierungen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes) sich nach Kriterien richten, die eine Regierung auf kurze Sicht nicht unter Kontrolle hat. Wie das griechische Beispiel zeigt, kann unter diesen Umständen – wenn das Budget als nicht tragfähig wahrgenommen wird – ein Austeritätsprogramm der Regierung die Erwartungen der Investoren nicht wenden. Die zweite Option ist, Kredithilfen zu niedrigen Zinssätzen anzubieten und auf diese Weise die Zinslast zu vermindern und die Regierung für einige Zeit zu entlasten. Diese Strategie könnte ein Austeritätsprogramm ergänzen, aber sie ist nur erfolgreich, wenn die Regierung fähig ist, den erforderlichen Primärüberschuss rechtzeitig zu erreichen, nämlich bevor die offiziellen Kredithilfen auslaufen. Anderenfalls würde das Insolvenzproblem nur in die Zukunft verlagert. Die dritte Option ist eine Schuldenstreichung. Damit wird die Schuldenlast unmittelbar verringert und es ist dem Schuldnerland überlassen, seine Budgets künftig tragfähig zu gestalten.

Im Fall Griechenlands sind alle drei Optionen angewandt worden, wenn auch bisher in einer unglücklichen Kombination, weil man größeres Gewicht darauf legte, die Probleme durch eine Änderung von Einkommensströmen zu lösen (,flow-Lösung') als an den Vermögensbeständen anzusetzen (,stock-Lösung') und mit Blick auf die zukünftigen Beziehungen der Mitgliedstaaten untereinander eine Neubewertung vorzunehmen. Schließlich

sind die schwerwiegenden sozialen Kosten von ‚flow-Lösungen‘ und die daraus resultierende Bedrohung der Stabilität des politischen Systems sichtbar geworden. Es hat sich auch gezeigt, dass die Behandlung des Solvenzproblems der griechischen Regierung die Aufgabe mehr und mehr in den Bereich der zwischenstaatlichen Verschuldung verschoben hat. Die gegenwärtige Lage kommt einer Situation recht nahe, für die Keynes eine Schuldenstreichung vorgeschlagen hatte.

### 3. Kurzfristige Lösungen: Variationen einer internationalen Anleihe

Keynes hatte eine internationale Anleihe als eine kurzfristige Lösung vorgeschlagen, um Liquidität für den internationalen Handel bereit zu stellen und so die Realwirtschaft zu stimulieren. Heute ist der Handel innerhalb des Euroraums nicht durch einen Mangel an konvertiblen Währungen beschränkt. Defizite in der Handelsbilanz können durch Verbindlichkeiten in Euro ausgeglichen werden. Dennoch zeigt sich hier ein Aspekt der Krise, weil die europäischen Banken ihre gegenseitigen Verbindlichkeiten substantiell reduziert haben, indem sie Kredite an andere Banken des Euroraums durch (zinsloses) Zentralbankgeld ersetzen. Daher werden die akkumulierten Handelsbilanz-Defizite, die innerhalb des Euroraums aufgelaufen sind, nunmehr als Salden in den Büchern des Eurosystems geführt (‚Targetsalden‘). Es wird argumentiert, dass diese Targetsalden wie eine internationale Anleihe Haftungsrisiken auslösen, weil sie Kredite darstellen, die von den Zentralbanken der Überschussländer wie Deutschland an die Zentralbanken der Defizitländer wie Portugal gewährt werden (in Deutschland wird diese These vor allem von Hans-Werner Sinn vertreten, vgl. EEAG, 2012). Die Targetsalden im Eurosystem werden sich jedoch wieder vermindern, sobald die europäischen Banken ihr gegenseitiges Vertrauen wieder hergestellt haben. Dieser Prozess der Normalisierung hat 2012 bereits begonnen.

Der Europäische Rat hat aber seit 2010 verschiedene Formen von internationalen Anleihen eingeführt, mit dem Ziel, die Insolvenz von Regierungen mit exzessiver Schuldenlast zu vermeiden oder zu vertagen. Der Hauptgrund für diese Strategie, die unter dem Deckmantel der Sicherung des Euros durchgeführt wurde, war es, die Funktionsfähigkeit des europäischen Finanzsektors zu erhalten. Nach bilateralen Krediten an Griechenland im Mai 2010 wurde die Kreditstrategie rasch institutionalisiert und als ‚European Financial Stability Facility‘ (EFSF) zunächst temporär weitergeführt. Die EFSF versorgte – zusammen

mit dem IWF – Portugal und Irland mit Krediten und wurde bereits nach kurzer Zeit durch einen permanenten Fonds ersetzt, den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), dessen vertragliche Grundlage am 27. September 2012 in Kraft trat. Schon vor seiner Gründung wurde das Volumen des ESM – im Vergleich zur EFSF – vergrößert und die Kreditkonditionen, die sich zunächst an den Marktzinsen orientiert hatten, wurden wesentlich aufgeweicht.

Ohne auf Details einzugehen, lassen sich wichtige Unterschiede zum Keynes-Vorschlag ausmachen. Keynes verlangte Priorität für die internationale Anleihe und er verlangte Sicherheiten, das heißt den Zugriff auf die Einkünfte des Schuldners. Im Gegensatz dazu wurde die Priorität für ESM-Kredite zwar diskutiert, aber grundsätzlich verworfen.<sup>4</sup> Und die europäischen Rettungsprogramme werden ohne Sicherheiten gewährt – die einzige Ausnahme ist Finnland, das für seinen Beitrag zum Fonds Staatsanleihen des Schuldnerlandes als Sicherheit verlangt. Stattdessen verlassen sich die gegenwärtigen Kreditstrategien des Europäischen Rates auf fiskalische Disziplin. Das heißt, Programmkredite werden unter der Bedingung gewährt, dass das Schuldnerland fiskalische Konsolidierungsprogramme durchführt, die auch auf kurze Frist tiefe Einschnitte in die öffentlichen Budgets erfordern und die fiskalische Souveränität in Frage stellen. Das Beharren auf fiskalischer Disziplin mag durch den Vertrag erklärt werden, der ein ‚Bail-out‘ unter den Mitgliedstaaten nicht erlaubt. Es wurde jedoch offensichtlich, dass die resultierende Austeritätspolitik in den Empfängerländern, insbesondere in Griechenland und Portugal, schädliche deflationäre Effekte auf die Wirtschaft hatte, die wiederum dem Konsolidierungskurs entgegenwirkten.

Es ist auch offensichtlich, dass das Kreditpotential des ESM erschöpft wäre, wenn große Schuldnerländer wie Spanien oder Italien Programmkredite verlangen würden. Daher wird nach neuen Institutionen für ‚Bail-out‘-Lösungen gerufen, insbesondere nach Eurobonds. Dieses Instrument wird zwar seit längerem als ein Mittel diskutiert, die Liquidität auf den europäischen Kapitalmärkten zu verbessern. Inzwischen, bedingt durch die übermäßige öffentliche Verschuldung im Euroraum, gilt es als eine Maßnahme, die Haftung für Staatsanleihen zu poolen. Durch die Emission von Staatsanleihen mit gemeinsamer Haftung würden alle Regierungen des Euroraums ihre Budgetdefizite mit niedrigen Zinsen finanzieren können. Wiederum soll es für Regierungen, die Risiken für andere Länder übernehmen, keine Sicherheiten geben. (Eine Ausnahme stellt der Schuldentilgungsfonds dar, den der deutsche Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung vorgeschlagen hat; siehe sein Jahresgutachten 2012.) Der Europäische Rat lehnt jedoch

---

<sup>4</sup> Die Statuten des ESM verlangen keinen ‚Preferred Creditor Status‘ mit Ausnahme von Krediten zur Unterstützung makroökonomischer Anpassungsprogramme, Artikel 16.

Eurobonds ab und vertraut stattdessen darauf, dass mehr fiskalische Disziplin die Kreditprogramme in der Balance hält. Vor allem die deutsche Regierung ist strikt gegen die Einführung von Eurobonds, solange nicht eine verstärkte Kontrolle von fiskalischer Disziplin im Vertrag verankert worden ist.

Im Ergebnis zeigt sich, dass die Sequenz offizieller Kreditprogramme, trotz immer großzügiger werdender Konditionen, bisher nicht glaubwürdig war. Die Situation auf den Finanzmärkten änderte sich erst, als Mario Draghi, Präsident der Europäischen Zentralbank, im Sommer 2012 die Bereitschaft der EZB ankündigte, kurzfristige Regierungsanleihen von Programmländern in unbegrenzter Menge zu kaufen, falls dies notwendig wäre, den Euro zu stabilisieren. Dieses Programm von 'Outright Monetary Transactions' (OMT)<sup>5</sup>, das Teil der unkonventionellen Geldpolitik der EZB ist, wurde an den Finanzmärkten als ein wirksames Mittel wahrgenommen, das Insolvenzrisiko der Regierungen der Eurozone zu verringern. Seine Anwendung würde eine Regierung in eine Lage versetzen als hätte sie ihre eigene Währung. Obwohl damit die Erwartungen auf den Finanzmärkten stabilisiert wurden, gibt es nun keine klare Trennung mehr zwischen Geldpolitik und Fiskalpolitik. Die Grenze zwischen der Verantwortung für die Aufgaben der Geldpolitik einerseits, der Fiskalpolitik andererseits wurde vielmehr verwischt. Als Rechtfertigung könnte allenfalls gelten, dass das OMT-Programm nur kurzfristige Operationen umfasst und so darauf beschränkt ist, die Liquidität öffentlicher Haushalte zu verbessern.

#### 4. Langfristige Lösungen: Bereinigung der Bankbilanzen

Während sich die Politik darauf konzentriert hat, Regierungen mit exzessiver Schuldenlast durch Formen einer internationalen Anleihe zu unterstützen, liegen die eigentlichen (langfristigen) Probleme im Finanzsektor. Das Geldvermögen der Banken und ihrer Investoren ist noch nicht an die veränderten finanziellen Risiken angepasst, d.h. neu bewertet worden. Tatsächlich war es ein starkes Motiv der Politiker bei ihren Entscheidungen im Europäischen Rat zugunsten überschuldeter Regierungen, die europäischen Banken zu 'retten', nämlich eine Neubewertung ihrer Geldvermögen zu vermeiden. Die Hauptaufgabe zur Überwindung der Krise, eine Klärung der Bankbilanzen (so Mervyn King in einer Rede am 16. Juni 2012), ist noch nicht gelöst. Offensichtlich gelingt die Neubewertung der Geldvermögensbestände, wenn sie in einem geordneten Verfahren durchgeführt werden soll, nur auf lange Sicht. Aus diesem Grund wird die Krise andauern. Diese Ansicht teilt auch der

---

<sup>5</sup> Die Konditionen dieses Programms wurden im September 2012 mitgeteilt.

Internationale Währungsfonds, der in seinem Bericht über die globale Finanzstabilität auf die Gefahr hinweist, dass die Krise in Europa sich chronisch verfestigen könnte (“mired in a more chronic phase”, IMF, April 2013). Ein wichtiger Grund für diese Gefahr wird darin gesehen, dass die Banken der europäischen Peripherie die Aufgabe der ‚Bilanzreparatur‘ noch nicht gelöst haben.

Der gegenwärtige Zustand des europäischen Finanzsektors entspricht einem typischen Muster von Finanzkrisen. Jorda, Schularick und Taylor haben in ihrer Untersuchung von 2011 gezeigt, dass Rezessionen in Folge von Finanzkrisen deflationäre Entwicklungen auslösen, die beträchtlich stärker ausgeprägt sind als im Fall von ‚normalen‘ Rezessionen. Insbesondere gibt es einen starken kontraktiven Effekt auf das Kreditwachstum (p343). Offensichtlich ist die Reduktion ihrer Kreditportefeuilles die Hauptstrategie der Banken, um in ihren Bilanzen eine angemessene Kapitaldeckung wieder herzustellen. Dagegen zögern sie eher, Verluste bei verbrieften Forderungen durch die Anpassung der Vermögenspreise aufzudecken. Diese Strategie bewirkt nicht nur, dass Kredite und verbrieft Forderungen unterschiedlichen Zyklen folgen und entsprechend unterschiedliche Vorhersagewerte haben (worauf Jorda et al. hinweisen). Die reale Konsequenz ist vielmehr, dass damit die Erholung der Volkswirtschaft verzögert wird. Hinzu kommt, dass die reale Schuldenlast während einer Deflation wächst, wodurch sich das Problem verschärft. Private Haushalte wie Unternehmen müssen ihre Schulden abbauen, um ihre Kreditwürdigkeit zu erhalten. Auf diese Weise steigt die private Ersparnis während einer Krise, obwohl die Zinssätze niedrig sind. Mit dem veränderten Verhalten der privaten aggregierten Nachfrage steigt das Risiko, dass die Volkswirtschaft in die Falle einer allgemeinen Depression gerät. Mehr und mehr wird erkannt, dass Europa – wie auch die Vereinigten Staaten – sich einer Konstellation nähert, in der sich Japan während der 1990er Jahre befand (so Richard Koo in einem Interview im April 2012).

Es ist diese Erkenntnis, die Politiker dazu gebracht hat, ihre Protektion des Finanzsektors zu überdenken. Seit die schwerwiegenden sozialen Kosten einer Zurückstellung von klaren ‚Bestands-Lösungen‘ (die an der Bewertung der Geldvermögensbestände ansetzen) sichtbar geworden sind, wuchsen die Zweifel an der Systemrelevanz der Banken (,too big to fail‘). In der öffentlichen Debatte werden seither Vorschläge stärker wahrgenommen, die in einer Restrukturierung des Bankensektors den Kern des Problems sehen. Im Mittelpunkt der Debatte stehen drei Aufgaben: (1) eine Rekapitalisierung der europäischen Banken, (2) eine substantielle Ausweitung der Eigenkapitalstandards und (3) die Übertragung der Bankenaufsicht und der Regulierung auf die europäische Ebene. Diese Fragen haben eine politische Diskussion über die Schaffung einer Bankenunion ausgelöst. Der politische Charme

einer Bankenunion ist, dass sie keine gemeinsame Haftung für die Regierungsschulden in der Union erfordert und so den Regierungen den schmerzhaften, wenn nicht illusorischen Weg in eine Fiskalunion erspart (Fuest, 2012). Im Gegenteil, die ‚No-bailout‘-Regel des Vertrages kann wiederbelebt werden und die Verantwortung für die nationalen Haushalte – sieht man von dem Erfordernis einer Koordination der Fiskalpolitiken ab – bleibt bei den nationalen Parlamenten. Die Elemente einer Bankenunion hat Fuest (2012) so zusammengefasst:

1. Auf europäischer Ebene wird eine reformierte Banken- und Finanzmarktregulierung eingeführt, die deutlich verschärfte Eigenkapitalstandards vorsieht und verhindert, dass Banken in großem Umfang Staatsanleihen ihres Sitzlandes oder einzelner anderer Länder halten.
2. Es wird eine europäische Bankenaufsicht mit weit reichenden Durchgriffsrechten installiert.
3. Es wird ein europäischer Fonds zum Auffangen und Abwickeln instabiler Banken aufgelegt. Dieser Fonds wird von den Mitgliedstaaten mit Kapital ausgestattet.
4. Es wird eine europäische Einlagensicherung geschaffen.

Clemens Fuest hebt in seinem Beitrag einen besonderen Vorteil einer Bankenunion hervor, die Entflechtung von Staatsverschuldung und Bankgeschäften. So soll der Zahlungsausfall einer Regierung geordnet abgewickelt werden können, ohne die Funktionsfähigkeit des Bankensystems zu gefährden. Damit wäre ein starker Anreiz für Regierungen verbunden, Fiskaldisziplin zu erreichen. Zugleich soll die Insolvenz einer Bank nicht länger ein systemisches Risiko darstellen. Die Banken könnten ihre Bilanzen bereinigen (und sie sollten es tun müssen) und die Blockade der realen Wirtschaftstätigkeit wäre aufgelöst. Es wird zwar Übergangsprobleme geben, da die Übertragung von bestehenden Risiken auf die europäische Ebene Verteilungseffekte auslöst. Das verlangt, diese Risiken zu identifizieren und über Altlasten politisch zu entscheiden (Buch und Weigert, 2012). Hier zeigt sich wiederum die Notwendigkeit einer Keynes'schen Vorgehensweise, nämlich diese Altlasten im Hinblick auf die künftigen Beziehungen zwischen den Mitgliedstaaten zu behandeln.

Vor diesem Hintergrund hat Herman Van Rompuy, Präsident des Europäischen Rates, eine ‚Roadmap for the completion of Economic and Monetary Union‘ (President of the European Union, 2012) entworfen, die vom Europäischen Rat am 14. Dezember 2012 gebilligt wurde. Als erster Schritt in eine Bankenunion wurde eine einheitliche Bankenaufsicht (Single Supervisory Mechanism, SSM) beschlossen, die von der Europäischen Zentralbank durchgeführt werden soll. Nachdem auch das Europäische Parlament die einheitliche Bankenaufsicht verabschiedete, ist sie von Rat am 15. Oktober 2013 endgültig gebilligt worden. Die Europäische Zentralbank wird ihre Aufsichtstätigkeit voraussichtlich im November 2014 aufnehmen. Schon im voraus wird sie 218 Großbanken

des Euroraums einer Bilanzprüfung und einem Stresstest unterziehen und dabei vor allem auf die Einhaltung einheitlicher Regeln (einschl. der Risikomodelle) achten. Mit dem Ziel, die Vergleichbarkeit der Bankbilanzen zu verbessern, sollen auch die im bilanzierten Vermögen enthaltenen Risiken aufgedeckt werden (EZB, Pressemitteilung vom 23.10.2013). Als Richtgröße für die Gruppe der Großbanken wird eine Kernkapitalquote von 8% angesetzt<sup>6</sup>.

Obwohl eine einheitliche Bankenaufsicht nunmehr geregelt ist, bleibt das Verfahren für die Restrukturierung notleidender bzw. die Abwicklung insolventer Banken weiterhin Gegenstand der politischen Diskussion. Auch die wichtige Frage, ob die Mittel des ESM unmittelbar für die Abwicklung maroder Banken eingesetzt werden können, ist noch nicht geklärt. Die Erwartung des Europäischen Rates, dass der Aufsichtsmechanismus die Finanzstabilität sichern werde ("This mechanism, including appropriate and effective backstop arrangements, will safeguard financial stability if banks fail", European Council, press release, 14/12/2012), bleibt also noch unbegründet.

Grundsätzlich würde eine Bankenunion nach dem dargestellten Konzept klare Vorteile haben. Erstens würde der Teufelskreis von Bankenversagen und Staatsverschuldung unterbrochen. Zweitens würde die Geldpolitik wieder effektiv und nicht in ihrer Wirksamkeit durch Zombiebanken behindert werden. Es ist jedoch sichtbar geworden, dass das Ingangsetzen einer Europäischen Bankenunion Zeit braucht. Inzwischen bleibt die ungeklärte Frage, wie die Schuldenlast der Vergangenheit zu verteilen ist. Politiker, die weiterhin auf Austerität und die Konsolidierung öffentlicher Haushalte setzen, scheinen zu hoffen, dass diese Last mit der Zeit abschmelzen wird. Das wäre eine gefährliche Illusion.

Der Fall Zyperns zeigt jedoch, dass sich bei den Politikern Europas ein neues Denken durchgesetzt hat. Zypern erhielt im März 2013 eine Hilfe in Höhe von 10Mrd.€ unter der Bedingung, dass private Investoren ihren Teil der Bankverluste tragen und die betroffenen Banken restrukturiert bzw. abgewickelt werden mussten. Die neue Philosophie wird von Jeroen Dijsselbloem, dem neuen Vorsitzenden der Eurogruppe, deutlich zum Ausdruck gebracht: "Now we are going down the bail-in track, and I'm pretty confident the markets will see this as a sensible, very concentrated and direct approach instead of the more general approach (of) let's levy everyone to gather the money for the banks. So yes, that is a sort of shift in approach." (Dijsselbloem, 2013).

## 5. Schlussfolgerungen

---

<sup>6</sup> Die Kernkapitalquote misst das Verhältnis von Kernkapital zu risikogewichteten Aktiva; Staatstitel haben jedoch weiterhin ein Risikogewicht von Null.

Die Entwicklung der europäischen Schuldenkrise und die Drift der politischen Aktivitäten zeigen deutlich, dass ein Keynes'scher Ansatz, die Beziehungen zwischen dem Geldvermögen und dem Einkommensstrom zu interpretieren, der Politik nützliche Leitlinien geben kann. Unvermeidlich hat sich das Problem, das Geldvermögen, einschließlich der Staatstitel, in den Bankbilanzen neu zu bewerten, im Verlauf der Krise in den Vordergrund geschoben. Das Aufhäufen und Herumschieben von Schulden erwies sich als ein mühsamer und kostspieliger Weg, die originäre Aufgabe einer Bereinigung der Bankbilanzen zu lösen. Indem Politiker eine Schuldenstreichung wie auch eine Insolvenz von Regierungen und Banken lange Zeit zum Tabu erklärten, haben sie nicht nur eine Lösung der Krise vertagt und die Europäische Währungsunion an den Rand einer Deflation gebracht sondern auch ein falsches Verständnis der kapitalistischen Ordnung demonstriert.

**Zusammenfassung.** Dieser Beitrag beleuchtet die Entwicklung der europäischen Schuldenkrise und die Drift der politischen Aktivitäten in einer Keynes'schen Perspektive. Er nimmt Bezug auf eine frühe Schrift von Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, in der Keynes die Probleme exzessiver externer Staatsverschuldung und externer makroökonomischer Ungleichgewichte nach dem Ersten Weltkrieg behandelt. Seine Untersuchung ist in methodischer Hinsicht bemerkenswert, weil sie die fundamentale Unsicherheit in der Beziehung zwischen Geldvermögensbestand und Einkommensstrom betont. Dem Keynes'schen Ansatz entsprechend erweisen sich die neuen monetären Institutionen, die von der Europäischen Union als Antwort auf die Finanzkrise eingerichtet wurden, als kurzfristige Lösungen. Das eigentliche Problem liegt in der Bereinigung der Bankbilanzen. Da die Schaffung einer Bankenunion, die dieses Kernproblem lösen soll, noch nicht vollendet ist, wird noch ein weiter Weg zurückzulegen sein, bevor die Krise überwunden ist.

**Summary.** This article takes a Keynesian view on the evolution of the European debt crisis and the drift of political activities. It refers to Keynes' *The Economic Consequences of the Peace* which in terms of methodology points at the fundamental uncertainty enshrined in the relationship between money stocks and flows. In this respect, the new monetary institutions established by the European Union are assessed as short-term solutions to respond to the crisis, whereas the real problem requires a clearing of bank balance sheets. Since the creation of a banking union which shall address this problem is not yet completed, there is still a long way to go to overcome the crisis.

Literaturverzeichnis:



Buch, Claudia M. and B. Weigert (2012): Legacy problems in transition to a banking union. In: T. Beck (ed.), *Banking Union for Europe – Risks and Challenges*, VoxEU.org

De Grauwe, Paul (2011): A Fragile Eurozone in Search for a Better Governance. *CESifo Working Paper Series* No 3456

Dijsselbloem, Jeroen (2013): *Financial Times/Reuters interview*. Transcript by Peter Spiegel, ft.com/comments/blogs/Brussels Blog, March 26, 2013

Domar, E. D. (1944): The “Burden of the Debt” and the National Income. *American Economic Review*, vol. 34, 798-827

European Economic Advisory Group (EEAG, 2012): *11th Report on the European Economy*. Chapter 2 “The European Balance-of-Payments Problem” CESifo München, 57-81

Fuest, Clemens (2012): Bankenunion statt Fiskalunion. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 8. Juni 2012

International Monetary Fund (2013): *Global Financial Stability Report. Old Risks, New Challenges*. April, imf.org

International Monetary Fund (2013a): *Fiscal Monitor. Taxing Times*. October, imf.org

Jorda, Oscar, Moritz Schularik, and Alan M. Taylor (2011): Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons. *IMF Economic Review*, vol.59, 340-378

Keynes, John Maynard (1920): *The Economic Consequences of the Peace*. London: Macmillan

Koo, Richard (2012): Amerika und Europa nähern sich Japan an. Interview mit Gerald Braunberger. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 19. April 2012

Muchlinski, Elke (2012): Keynes’s economic theory – judgment under uncertainty. In: T. Cate (ed.), *Keynes’s General Theory Seventy-Five Years Later*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 58-74

Niehans, Jürg (1986): Internationale Kredite mit undurchsetzbaren Forderungen. In: A. Gutowski (ed.): Die internationale Schuldenkrise. *Schriften des Vereins für Socialpolitik*. NF Band 155, 151-179

President of the European Council (2012): *Towards a genuine economic and monetary union*. Brussels, 5 December

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2012): *Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland. Jahresgutachten 2012/13*. Wiesbaden

JEL-Klassifikation: E44, H63, N14