

5. Die Politische Ökonomie der Staatsschuldenkrise und die Zukunft des Euro

Roland VAUBEL

Die Politische Ökonomie versucht, die Wirtschaftspolitik mit den Interessen der politischen Akteure zu erklären. Sie geht nicht davon aus, dass die Politiker und Staatsbediensteten notwendigerweise das Allgemeininteresse verfolgen. Sie ist daher besonders relevant, wenn es darum geht, eine verfehlte Wirtschaftspolitik zu erklären. Deshalb soll vorweg in aller Kürze dargelegt werden, weshalb die bisher betriebene „Bailout“-Politik verfehlt war und ist.

Die Staatsschuldenkrise war vermeidbar. Sie ist nicht einfach die notwendige Folge der Finanzmarktkrise. Das zeigt das Beispiel der Länder, die die Finanzmarktkrise ohne Staatsschuldenkrise überstanden haben. Griechenland dagegen hat die Defizitgrenze von drei Prozent in den Jahren 2002-2011 in jedem Jahr überschritten. Die griechischen Banken waren von der Finanzmarktkrise so wenig betroffen, dass sie überhaupt nicht vom Staat gestützt werden mussten. Es ist falsch, Fehlverhalten zu belohnen, denn damit werden falsche Anreize gesetzt. Für die Folgen der Krise müssen die Urheber aufkommen: die Wähler in den Problemstaaten und die Gläubiger, die so bereitwillig zu hohen Zinsen ihr Geld verliehen haben.

Dagegen wenden die Europa-Politiker und die Bank-Ökonomen ein, Staatsinsolvenzen würden – wie der Lehman-Konkurs im September 2008 – eine heftige Panik und eine schwere Rezession auslösen. Mit dieser Prognose hat am 7. Mai 2010 der damalige EZB-Präsident die im Europäischen Rat versammelten Staats- und Regierungschefs verschreckt. Tatsächlich war diese Prognose ungläubwürdig. Im September 2008 war ganz unklar gewesen, ob noch weitere Großbanken in den Konkurs entlassen werden würden und ob – wie in der Weltwirtschaftskrise – die Geldmenge zurückgehen würde. Im Mai 2010 und danach konnte diese Befürchtung nicht bestehen, denn alle Industrieländer hatten für ihre systemrelevanten Banken eine Institutsgarantie abgegeben, und die zur Erfüllung dieser Ga-

rantie notwendigen Institutionen und Finanzmittel standen bereit. Die deutsche Sofin zum Beispiel verfügte über 50 Mrd. Euro an nicht ausgenutzten Mitteln. Staatsinsolvenzen sind in der Wirtschaftsgeschichte keine Seltenheit. Sie kommen immer wieder vor und es gibt eingespielte Verfahren der Abwicklung. Der moderne griechische Staat hat in seiner Geschichte bereits fünfmal seinen Schuldendienst eingestellt. Auch die Umschuldung Griechenlands vom März 2012 löste keine Panik aus.

Aber die Bailout-Politik setzt nicht nur falsche Anreize, sie ist und war auch rechtswidrig. Fünf Rechtsbrüche sind zu unterscheiden.

1. Artikel 125 AEUV schreibt vor: „Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten ... eines anderen Mitgliedstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein“. (Die damaligen französischen Minister Lagarde, Lellouche und Wauquiez und der belgische EU-Kommissar Karel Gucht haben den Vertragsbruch öffentlich zugegeben.)
2. Der von Kommission und Rat als Ermächtigungsgrundlage genannte Artikel 122 AEUV scheidet aus, weil sich die Defizitpolitik der Problemstaaten nicht ihrer Kontrolle entzog (wie das Beispiel der anderen Länder zeigt) und weil sich Artikel 122 weder auf die Euro-Staaten noch auf die Währungspolitik bezieht.
3. Artikel 123 AEUV lautet: „Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank ... für ... Zentralregierungen. ... der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank“. Damit ist klar, dass es keine monetäre Finanzierung von Haushaltsdefiziten geben darf und dass der mittelbare Erwerb von Anleihen im Sekundärmarkt, der erlaubt ist, nur für geldpolitische Zwecke („quantitative easing“) in Frage kommt. Die EZB kauft die Anleihen jedoch zum Zweck der Haushaltsfinanzierung. Sie unterläuft damit den Sinn des Artikels 123.
4. Der Euro-Rat hätte nicht im Mai 2010 an die EZB herantreten dürfen mit dem Wunsch, Anleihen der Problemländer zu kaufen. Dies verbietet Art. 130 AEUV: Die „Regierungen der Mitgliedstaaten verpflichten sich ... nicht zu versuchen, die Mitglieder der Beschlussorgane der Europäischen Zentralbank oder der nationalen Zentralbanken bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu beeinflussen“.
5. Auch der IWF darf seine Kredite nicht zum Zweck der Haushaltsfinanzierung vergeben. Nach Art. V Abs. 3.b.ii seiner „Articles of Agree-

ment“ darf der IWF nur Kredite vergeben „on the condition [that the member state] has a need to make the purchase because of its balance of payments or its reserve position or development of its reserves“.

Wie die Deutsche Bundesbank in ihrem Monatsbericht vom März 2010 zutreffend schrieb, „ist ein finanzieller Beitrag des IWF bei der Lösung von strukturellen Problemen, die keinen Fremdwährungsbedarf implizieren – etwa der direkten Finanzierung von Budgetdefiziten oder der Finanzierung einer Bankenkaptalisierung – mit seinem monetären Mandat nicht zu vereinbaren“ (S. 63). Fazit: Die Beteiligung an den Bailout-Krediten ist mit dem Auftrag des IWF nicht zu vereinbaren.

Wie hätte eine ökonomisch vernünftige und rechtlich akzeptable Lösung ausgesehen?

- Die Problemstaaten hätten ihren Schuldendienst 2010 eingestellt und mit ihren Gläubigern über eine Umschuldung verhandelt. Der Konkurs Griechenlands wäre nicht verschleppt worden.
- Alle EU-Staaten hätten ihre Garantie bekräftigt, dass systemrelevante Banken, die vor der Zahlungsunfähigkeit stehen, von staatlichen Aufgangsgesellschaften rekapitalisiert werden.
- Da ein Staat, der seine Schulden nicht mehr bedient, zunächst kein Geld mehr am Kapitalmarkt aufnehmen kann, hat er ab sofort einen ausgeglichenen Haushalt. Die Schuldnerstaaten hätten ihre Haushalte ohne europäische Bailout-Kredite, aber auch ohne Bevormundung durch ausländische Kontrolleure in eigener Regie saniert.
- Wenn nötig hätte sich die EU oder die Euro-Gruppe an der Rekapitalisierung von insolventen Banken in insolventen Euro-Staaten beteiligen können, denn das verbietet die europäischen Verträge nicht.¹ Da nur ein Bruchteil der notleidenden Staatsanleihen von Banken gehalten wurde und wird und da fast alle Banken die notwendigen Abschreibungen verkraften konnten und können, hätte dies die Steuerzahler unvergleichlich viel weniger belastet als der Bailout der Schuldnerstaaten.

Politische Ökonomie

Die Politische Ökonomie unterscheidet die folgenden politischen Akteure:

- Wähler
- Politiker
- Staatsbedienstete (Bürokratie)
- Funktionäre von Interessengruppen.

Es fällt schwer, die Bailout-Politik mit den Wünschen der Wähler zu erklären. In Deutschland war sie von Anfang an unpopulär² und sogar in Frankreich sprachen sich im Frühjahr 2012 56 % der Befragten dagegen aus (44 % dafür).³

Sarkozy

Unter den europäischen Politikern war der französische Präsident Nicolas Sarkozy die treibende Kraft.⁴ Am Freitag, den 7. Mai 2010, traf er schon morgens in Brüssel ein, obwohl das denkwürdige Arbeitsessen des Europäischen Rats erst am Abend stattfinden sollte. Er führte Gespräche mit dem Kommissionspräsidenten Barroso, dem EZB-Präsidenten Trichet, dem Vorsitzenden der Euro-Gruppe Juncker und dem griechischen Ministerpräsidenten Papandreu. Während des Abendessens erteilte Juncker zunächst Papandreu das Wort. Dieser appellierte mit dramatischen Worten an die Hilfsbereitschaft der Anwesenden. Dann hielt Trichet, den Juncker als Gast eingeladen hatte, einen vorbereiteten Vortrag (mit Charts usw.). Er warnte, dass am nächsten Montag eine Lehman-artige Panik ausbrechen könne, wenn nicht rechtzeitig gegengesteuert werde. Die Anwesenden waren sehr beeindruckt und beschlossen, ein Rettungspaket für Griechenland zu schnüren. An EZB-Präsident Trichet erging der Wunsch, ab Montag den Kurs der griechischen Staatsanleihen zu stützen. Kanzlerin Merkel sprach vor der Presse von einer „Ultima Ratio“-Entscheidung – einem rechtlichen Notstand. Am Sonntag organisierte Trichet eine Telefonkonferenz des EZB-Rats und setzte den Kauf griechischer Staatsanleihen durch.

Weshalb betrieb Sarkozy den Bailout? Am 8. Mai 2010 nach der Ratssitzung sagte er den wartenden Journalisten, er habe „den Euro gerettet“. Hätte es den Euro nicht mehr gegeben, wenn Griechenland ein Schuldenmoratorium verkündet hätte? Wie war Sarkozys Äußerung zu interpretieren?

Ich vermute, er wollte verhindern, dass Griechenland den Euro aufgeben und wieder eine eigene Währung einführen würde. Das Rettungspaket der Euro-Gruppe und die Anleihekäufe der EZB sollten Griechenland in die Lage versetzen, die Krise ohne Euro-Austritt und Währungsabwertung zu meistern. Denn ein Ausscheiden Griechenlands wäre ein schwerwiegender Präzedenzfall gewesen. Vielleicht wären dann auch die Deutschen irgendwann auf die Idee gekommen, die Euro-Zone zu verlassen? Der „acquis“ von Maastricht – alles, was Paris im Zuge der deutschen Wiedervereinigung errungen hat – wäre dann dahin.⁵

Ein weiteres Ziel Sarkozys kann man dem folgenden Pressebericht entnehmen: „Sarkozy sagte nach dem Treffen, dies sei der Beginn eines Europäischen Währungsfonds: „Von den Beschlüssen vom Mai 2010 zu den heutigen Beschlüssen führt ein gerader Weg.“ (faz.online 22.07.11). Die Errichtung eines Europäischen Währungsfonds war schon in den siebziger Jahren ein wichtiges französisches Anliegen gewesen. Zur großen Enttäuschung von Präsident Giscard d'Estaing und Premierminister Raymond Barre setzte die Deutsche Bundesbank jedoch damals einen strikten Saldenausgleich durch.

Interessant und relevant ist auch das Ergebnis einer IFOP-Meinungsumfrage vom Januar 2011. Danach glaubten 61 % der Franzosen, aber nur 34 % der Deutschen, einmal in die gleiche Lage wie die Griechen kommen zu können. Französische Banken hielten prozentual und absolut wesentlich mehr Anleihen des griechischen Staates als die Banken der anderen Euro-Länder.

Sicherlich wollte sich Sarkozy auch vor der französischen Präsidentschaftswahl als führender europäischer Krisenmanager und als Vorsitzender der von ihm gegründeten „Europäischen Mittelmeunion“ profilieren.

Sein Bestreben, die EZB zu beeinflussen und das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung auszuhebeln, entsprechen alter französischer Tradition. In den Verhandlungen über das Statut der EZB hatte sich schon 1991 Mitterands Finanzminister Bérégovoy zäh gegen die Unabhängigkeit der EZB gewehrt. Getreu der Devise des „reculer pour mieux sauter“ unter schrieb Paris schließlich trotzdem – in der Hoffnung, die Vereinbarung bei nächster Gelegenheit unterlaufen zu können. Genauso verhielt es sich mit der monetären Referenzrate, der Leitung der Volkswirtschaftlichen Abteilung durch einen Deutschen und dem „Stabilitäts- und Wachstumspakt“.

Schäuble

Auf deutscher Seite war Finanzminister Schäuble der Hauptvertechter der Bailout-Politik. Er war schon in den achtziger Jahren ein dezidiert Anhänger der Gemeinschaftswährung gewesen und hatte als Gegenleistung für die Preisgabe der D-Mark eine gemeinsame europäische Außen- und Sicherheitspolitik – sogar „mit einer nuklearen Komponente“ – gefordert.⁶ Er ist an der deutsch-französischen Grenze aufgewachsen. Er ist kein Ökonom, sondern Jurist. Er ist siebzig Jahre alt und wird für die Folgen seiner Politik nicht aufkommen müssen.

Sein Kalkül ist klar: „We can only achieve political union if we have a crisis“ Mr. Schäuble said“ (New York Times, 18.11.11). Schäuble will die Krise dazu nutzen, die politische Zentralisierung Europas voranzutreiben. Dabei schreckt er nicht davor zurück, die Bürger in die Irre zu führen. Er behauptet, die Staatsschuldenkrise gefährde die „Stabilität des Euro“. Tatsächlich hängt die Geldwertstabilität nicht von der Zahlungsfähigkeit Griechenlands oder Portugals, sondern von der Geldpolitik der EZB ab. Außerdem verfolgt er eine Salamtaktik: die Kredite und Kreditlinien wurden Schritt für Schritt aufgestockt – jedesmal mit der Versicherung, dass es das letzte Mal gewesen sei. Schäuble geht es nicht in erster Linie um Krisenmanagement, sondern um eine neue auf Dauer angelegte zusätzliche Institution – den ESM. Zum Schluss seiner politischen Karriere will er sich damit ein bleibendes Denkmal setzen.

SPD und Grüne

Als Linksparteien können SPD und Grüne leicht mit dem Ziel der „internationalen Solidarität“ argumentieren. Die daraus resultierenden Fehlanreize gelten ihnen in der Regel nicht als Problem. Vielleicht durchschauen Gabriel und Trittin auch – anders als die meisten bürgerlichen Politiker –, dass die politische Zentralisierung Europas dem Staat mehr Macht über die Bürger gibt, weil es nun schwerer fällt, sich staatlichem Zwang zu entziehen und durch Vergleiche die Unzulänglichkeiten der eigenen Regierung zu erkennen. Abgesehen von diesen ideologischen Beweggründen ist jedoch auch eine kluge Parteitaktik zu erkennen. Gabriel und Trittin sehen eine Chance, die FDP ein für alle mal zu erledigen und damit die CDU/CSU wehrlos

zu machen. Sie wissen, dass die überwältigende Mehrheit der Wähler, die 2009 FDP gewählt haben, die Bailout-Politik ablehnen. Sie wissen auch, dass Schäuble seinen Währungsfonds will und dass Merkel im Zweifel nachgibt. Indem sich die SPD der Unionsführung als alternativer Koalitionspartner anbietet, nimmt sie der FDP den Mut, die Koalitionsfrage zu stellen und sich aus der tödlichen Falle zu befreien.

Eigentlich hätte die SPD ein Interesse daran gehabt, die Ratifizierung des Fiskalpakts und des ESM zu verschleppen, um den Unmut der FDP-Wähler bis ins Wahljahr aufrecht zu erhalten. Aber der Preis – die Zustimmung auch der FDP, eine Finanztransaktionssteuer nur in einem Teil der EU-Staaten einzuführen – wird die FDP-Wähler ebenfalls in Rage bringen und zusätzlich die Banken als Geldgeber verprellen. Außerdem wird das Bundesverfassungsgericht die öffentliche Aufmerksamkeit für das Thema ESM lebendig erhalten. Und schließlich wird es sich bis zur Bundestagswahl herum gesprochen haben, dass ESM-Kredite erst ab dem 01.03.13 die Ratifizierung des Fiskalpakts und erst ab dem 01.03.14 die Implementierung einer Schuldenbremse voraussetzen.⁷ Bis dahin sind die ESM-Mittel vielleicht längst ausgeschöpft.

FDP

Die FDP steht vor dem Dilemma, dass ihre bisherigen Wähler etwas anderes wünschen als ihre bisherigen Geldgeber – die Banken und die von ihnen beeinflussten Unternehmen. Vertreter der Banken sitzen in den Aufsichtsräten der Unternehmen. Kein Unternehmer möchte die Unterstützung seiner Hausbank verlieren, und kaum einer kann es sich leisten, allen Banken zu widersprechen. Es nützt der FDP nichts, dass eine knappe Mehrheit der Mitglieder und eine deutliche Mehrheit der Parteitage delegierten für den Bailout-Kurs stimmt. Um zu überleben, braucht sie Wähler.

Schäuble und Merkel scheinen zu schaffen, was Kurt-Georg Kiesinger und Franz-Josef Strauss 1967 nicht gelang: die Vernichtung der FDP. Damals sollte das Mehrheitswahlrecht der FDP den Garaus machen. Diesmal ist es die Bailout-Politik. Jedenfalls nehmen Schäuble und Merkel das Ende der FDP billigend in Kauf. Sie spalten die Liberalen – wie schon Bismarck 1879 – programmatisch an ihrer schwächsten Stelle: bei ihrem unreflektierten Verhältnis zur „politischen Einigung“, d.h. Zentralisierung. Die Natio-

nalliberalen hielten 1879 dem Kanzler der Einheit die Treue und stimmten für die Schutzzölle, die dem Reich mehr Einnahmen und Macht verschaffen sollten. Der Wirtschaftsflügel um Eugen Richter dagegen gründete die liberale Fortschrittspartei und blieb seinem Bekenntnis zur Marktwirtschaft treu. Auch heute in der FDP sind es vor allem Nicht-Ökonomen (Juristen), die die politische Zentralisierung – jetzt auf europäischer Ebene – betreiben, obwohl doch jede politische Zentralisierung die Freiheit des Einzelnen schwächt. Die Gegner des ESM sind dagegen meist Ökonomen.

Die Regierungen der Schuldnerstaaten

Es ist ein Irrtum zu glauben, dass die Regierungen, die Kredite des EFSF erhalten haben, zuvor bei dem Versuch gescheitert seien, am Kapitalmarkt Geld aufzunehmen. Ihr Problem war lediglich, dass sie am Markt hohe Zinsen zahlen mussten. Sie hätten diese Zinsen vielleicht nicht auf Dauer zahlen können, aber das wäre auch gar nicht nötig gewesen. Die hohen Risikoprämien wären ja das Mittel gewesen, um diese Regierungen zu einer durchgreifenden Sanierung zu bewegen.

Stattdessen traten nun – angeführt von Sarkozy und Schäuble – die Regierungen der anderen Euro-Staaten auf den Plan und boten subventionierte Kredite zu Bestkonditionen an. Ihre Darlehn waren mit Auflagen verbunden, aber trotzdem hoch subventioniert. Denn die Ankündigung und Verabschiedung der vereinbarten Maßnahmen hätte die Schuldnerstaaten nicht in die Lage versetzt, sich auch am Markt zu so günstigen Bedingungen – unter vier Prozent! – zu verschulden. Sonst hätten sich die Bailout-Kredite ja erübrigt.

Es ist nicht bekannt, ob der griechische Ministerpräsident im Mai 2010 offen damit gedroht hat, den Schuldendienst einzustellen und damit die Banken der anderen Länder in Schwierigkeiten zu bringen. Aber je mehr Kredite die griechische Regierung dann von den anderen Euro-Staaten erhielt, desto mehr verbesserte sich ihre Verhandlungsposition. Denn der Schaden, den sie den Gläubigerstaaten im Falle einer Verweigerung zuzusätzlicher Kredite zufügen konnte, wurde immer größer.

Es ist nicht verwunderlich, dass die Bailout-Fonds immer stärker in Anspruch genommen werden. Erstens werden die Kredite den Regierungen der Krisenländer regelrecht aufgedrängt. Eine hohe Auslastung soll die

Notwendigkeit der Fonds beweisen und Forderungen nach weiteren Aufstockungen Nachdruck verleihen. Zweitens könnten die Politiker dieser Länder es ihren Bürgern nicht erklären, wenn sie weiter am Markt hohe Zinsen zahlen würden, obwohl es doch billige EFSF-Kredite gibt. Drittens können sie auf diese Weise das Ausland – die Troika aus Vertretern von EU-Kommission, EZB und IWF – zum Sündenbock für die nun zu ergreifenden, höchst unpopulären Maßnahmen machen.⁸ Dass dies gelungen ist, zeigen die Meinungssumfragen in Griechenland. Im Frühjahr 2012 hatten 62 % eine ungünstige Meinung von der Europäischen Union, 78 % von Deutschland und 74 % von Angela Merkel; 70 % erklärten, die wirtschaftliche Integration Europas habe Griechenland geschadet, und 83 % sahen in der Macht Deutschlands eine erhebliche Bedrohung (Pew Research Centre, 29.05.12). Die Sündenbock-Strategie reichte jedoch nicht aus, die sanierungsbereiten Politiker vor dem Volkszorn zu schützen. Die Ministerpräsidenten Papandreou und Berlusconi mussten zurücktreten und die Ministerpräsidenten Portugals, Irlands und Spaniens wurden abgewählt.

Die Europäische Zentralbank

Unter den Bürokratien ist zunächst die Europäische Zentralbank zu nennen. Im Mai 2010 stammten 12 von 22 EZB-Ratsmitgliedern aus Frankreich und den potentiell gefährdeten Euro-Staaten.⁹ Zwar stimmte der griechische Zentralbank-Gouverneur – noch von der konservativen Vorgängerregierung ernannt – mit den beiden deutschen Mitgliedern gegen den Ankauf griechischer Staatsanleihen; im Falle eines Patt (11:1) hätte jedoch die Stimme des Präsidenten den Ausschlag gegeben (Art. 10.2 der Satzung). Trichet konnte daher mit einer Mehrheit rechnen. Es war bis dahin üblich gewesen, dass der EZB-Rat nach Klärung der Mehrheitsverhältnisse im Konsens entschied. Insofern waren die drei Gegenstimmen und die Tatsache, dass Weber seine Opposition öffentlich machte, etwas Neues. Im August 2011, als die EZB beschloss, auch spanische und italienische Staatsanleihen aufzukaufen, verfügten die oben genannten elf Mitglieder des EZB-Rats nicht mehr über eine Mehrheit, denn zum Jahresbeginn war Estland der Währungsunion beigetreten. Daraus kann man schließen, dass Trichet's Bailout-Politik auch von einem belgischen oder luxemburgischen Ratsmitglied aktiv unterstützt wurde.

Weshalb folgte Trichet Sarkozys Führung? Weshalb setzte er seinen guten Ruf aufs Spiel? Er war in seinen Entscheidungen unabhängig, aber er wusste, dass seine Amtszeit im Oktober 2011 enden würde und dass er dann nach Frankreich zurückkehren würde. Zu diesem Zeitpunkt würde Sarkozy noch Präsident sein. Dieser könnte ihm zu interessanten Altersbeschäftigungen verhelfen. Sarkozy hat Wort gehalten:

- Trichet wurde Vorsitzender der Group of Twenty.¹⁰
- Trichet wurde in den Verwaltungsrat des Luftfahrt- und Rüstungskonzerns EADS berufen, der den Airbus herstellt.
- Trichet wurde Vorsitzender des Verwaltungsrats des Brüsseler Think Tank Brueghel, der von dem Franzosen Pisani-Ferry geleitet wird.

Die Deutsche Bundesbank verfolgt seit Webers Rücktritt einen Schlingerkurs. Zum einen wandte sie sich gegen weitere Anleihekäufe der EZB, gegen eine Absenkung der gemeinsamen Qualitätskriterien für Sicherheiten, gegen eine Haftung der EZB für die unzureichend besicherten Notkredite der anderen Mitgliedszentralbanken, gegen Euro-Bonds und gegen den vom Sachverständigenrat vorgeschlagenen Schuldentilgungsfonds. Weidmann äußerte sogar „leise Zweifel“ an der Wirksamkeit des sogenannten „Fiskalpakts“. Andererseits sprach er sich gegen den griechischen „Haircut“, gegen einen Euro-Austritt Griechenlands, für den ESM und für eine gemeinsame Haushaltspolitik der Euro-Staaten aus. Er hält „ein Auseinanderbrechen der Währungsunion schlichtweg für absurd“ und erklärte, die Target-Kredite stellten kein eigenständiges Risiko dar. Im April 2012 beteiligte sich die Bundesbank mit einer bilateralen Kreditlinie von 41,5 Mrd. Euro an einer Aufstockung der IWF-Mittel. Weidmann folgte damit mehr oder weniger loyal dem Kurs von Schäuble und Merkel, die ihn zum Präsidenten der Bundesbank gemacht hatten.

Die Europäische Kommission

Die Bailout-Politik verschafft der Kommission zusätzliche Wirkungsmöglichkeiten und Kompetenzen. Die Kommission nimmt an den Beratungen des Euro-Rats teil und stellt zusätzliche Haushaltsmittel für die Bailout-Kredite zur Verfügung. Die Kommission entsendet einen Vertreter in die Troika. Der Leiter des EFSF stammt ebenfalls aus der Kommission. Kommissionspräsident Barroso ist als Portugiese besonders interessiert. Auch

die Kommission will das vorübergehende Problem der Staatsschuldenkrise und der Schwäche einiger Banken zum Anlass nehmen, auf Dauer eine neue Institution – den ESM – zu etablieren. Obwohl der ESM und der Fiskalpakt wie der EFSF auf völkerrechtlichen Verträgen beruhen, die nicht Teil des EU-Rechts sind, hat die Kommission durchgesetzt, dass beide nach fünf Jahren durch Änderung der europäischen Verträge in EU-Recht überführt werden sollen.

Der Internationale Währungsfonds

Der IWF ist darauf angewiesen, in großem Umfang Kredite zu vergeben, denn er finanziert sich über die Zinsmarge – die Differenz zwischen dem Zins, den seine Kreditnehmer zahlen, und dem Zins, den er an die Notenbanken der Gläubigerländer weiterreicht. Wenn er – wie in den Jahren 2006 und 2007 – nur wenige Kredite vergibt, kann er seine Mitarbeiter nicht bezahlen. Der IWF muss also – um zu überleben – Kredite vergeben, auch wenn die Empfänger sie vielleicht nicht verdienen und die wirtschaftspolitischen Auflagen nicht einhalten. Wenn der IWF eine Kreditvereinbarung wegen Nichterfüllung der Auflagen kündigt, was durchaus vorkommt, so gewährt er der Regierung doch meist im Folgejahr einen neuen Kredit. Da die IWF-Beamten verzerrten Anreizen ausgesetzt sind, waren sie sehr daran interessiert, Kredite an Griechenland, Irland, Portugal und Spanien vergeben zu können.

Die Leitung des IWF war in der fraglichen Zeit in der Hand von Franzosen: Dominique Strauss-Kahn, Christine Lagarde und als Chefökonom Olivier Blanchard. Auch der IWF stellt ein Mitglied der Troika.

Die Interessengruppe der Banken

Wenn Griechenland, Irland, Portugal und Spanien hochsubventionierte Kredite von den anderen Euro-Staaten erhalten und ihre neuen Anleihen von diesen garantiert werden, brauchen die Banken nicht so viel abzuschreiben. Dabei kommen die Steuerzahler für die Fehler der Banken auf, obwohl die allermeisten Banken die Verluste verkraften könnten.¹¹ Das gilt nicht nur für die Banken der Euro-Zone, sondern auch zum Beispiel für die

City of London und die Wall Street. Deshalb ermuntert nicht nur der Internationale Bankenverband, sondern auch Premierminister Cameron, Präsident Obama und die OECD die Regierungen der Euro-Gruppe, das Volumen der Bailout-Fonds immer weiter zu erhöhen und zu hebeln und Euro-Bonds oder Euro-Bills zu begeben. Ihre Forderungen richten sich vor allem an die deutsche Adresse, denn sie wissen, dass Schäuble sie unterstützt und Merkel nachgeben wird. Das Interesse der amerikanischen Banken erklärt auch, weshalb die USA als Hauptfinanzier den IWF-Krediten an europäische Staaten zustimmen. Obama steht vor einer Wahl.

Nach der lateinamerikanischen Staatsschuldenkrise vor 1982 hatte sich die amerikanische Regierung – unter dem Republikaner Ronald Reagan! – ganz ähnlich verhalten, denn der Finanzminister (Donald Regan) und sein Hauptstaatssekretär (Beryl Sprinkel) waren ehemalige Banker. Damals war die Situation allerdings viel dramatischer, denn jede der acht größten amerikanischen Banken hatte mehr Geld an Mexiko, Argentinien und Brasilien verliehen, als es ihrem Eigenkapital entsprach.

Die Zukunft des Euro

Es gibt keinen vernünftigen Grund, zur Lösung eines vorübergehenden Problems – der Staatsschuldenkrise und der Noch-Schwäche einiger Banken – auf Dauer eine so gefährliche Institution wie den ESM zu errichten. Vertretbar wäre äußerstenfalls eine Verlängerung des EFSF um ein oder zwei Jahre.

Schäuble versucht den Eindruck zu erwecken, dass das Anreizproblem („Moral Hazard“) durch seinen „Fiskalpakt“ ausgeräumt wird. Denn wenn der Gerichtshof der Europäischen Union auf der Grundlage eines Berichts der Kommission und auf Antrag eines oder mehrerer Mitgliedstaaten zu dem Schluss kommt, dass ein Mitgliedstaat den Fiskalpakt nicht angemessen in nationales Recht umgesetzt hat und nicht die angemahnten Korrekturen vorgenommen hat, kann der Gerichtshof – verpflichtet ist er dazu nicht – eine Geldstrafe von bis zu 0,1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts verhängen (Art. 8 Abs. 2). Für die Bundesrepublik wären das 2,5 Mrd. Euro. Es ist jedoch nicht zu erwarten, dass es zu Sanktionen kommt.

Zum einen sind Gerichte wenig geeignet, gegen übermäßige Haushaltsdefizite vorzugehen. 1969 wurde Artikel 115 des Grundgesetzes wie folgt

erweitert: „Die Einnahmen aus Krediten dürfen die Summe der im Haushaltsplan veranschlagten Ausgaben für Investitionen nicht überschreiten; Ausnahmen sind nur zulässig zur Abwehr einer Störung des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts“. Mehrfach ist deswegen beim Bundesverfassungsgericht gegen die Neuverschuldung des Bundes Klage erhoben worden. Jedesmal wurde die Klage abgelehnt, weil sich die Richter nicht beirufen fühlten, über Störungen des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts zu urteilen. Die Richter (Juristen) – selbst wenn sie nicht von den Regierungsparteien ernannt worden sind – tun sich schwer, sind vielleicht auch überfordert, wenn es um die Beurteilung volkswirtschaftlicher Zusammenhänge geht, zumal wenn die Kriterien so schwammig sind.

Der Gerichtshof der Europäischen Union könnte sogar zu dem Ergebnis kommen, dass der Fiskalpakt – ein einfacher völkerrechtlicher Vertrag einer Gruppe von Mitgliedstaaten – mit den europäischen Verträgen vereinbar ist. Denn da Art. 126 AEUV ein Defizit von bis zu 3 Prozent zulässt, ist schwer zu sehen, wie der Gerichtshof der Europäischen Union einen Mitgliedstaat, der ein Defizit zwischen 0,5 und 3 Prozent zulässt, bestrafen könnte. Art. 8 Abs. 3 des Fiskalpakts stellt im übrigen ausdrücklich fest, dass der Gerichtshof lediglich im Rahmen eines Schiedsverfahrens (Art. 273 AEUV) tätig wird. Sein Schiedsspruch ist kein verbindliches EU-Recht.

Zum anderen ist es unwahrscheinlich, dass der Fiskalpakt zu Klagen führen wird. Denn die Kommission soll jede Überschreitung der Defizitgrenze „unter Berücksichtigung der länderspezifischen Risiken“ und „auf der Grundlage einer Gesamtbewertung“ beurteilen (Art. 3 Abs. 1b). „Eine rasche Annäherung“ genügt. Wenn die Kommission zu dem Schluss kommt, dass ein Mitgliedstaat den Fiskalpakt nicht angemessen in nationales Recht umgesetzt hat, muss ihn zwar der Dreiervorsitz der EU beim Gerichtshof verklagen, aber die Richter dürfen nur verlangen, dass der säumige Mitgliedstaat innerhalb einer Frist die erforderlichen Korrekturen vornimmt (Art. 8, Abs. 1). Sie dürfen zu diesem Zeitpunkt keine Strafen verhängen. Zu einer Bestrafung kann es nur kommen, wenn nach Ablauf der Frist erneut geklagt wird. In dieser zweiten Phase (Art. 8 Abs. 2) ist der Dreiervorsitz zur Klage weder verpflichtet noch berechtigt. Zur Klage berechtigt, aber nicht verpflichtet sind nur die einzelnen Euro-Mitgliedstaaten (Deutschland?). Sie können geltend machen, dass der beklagte Staat die

vom Gerichtshof verlangten Korrekturen nicht vorgenommen hat. Nach Absatz 6 des Unterzeichnungsprotokolls beabsichtigen sie sogar zu klagen, wenn die Kommission erklärt, dass der beklagte Staat die vom Gerichtshof verlangten Korrekturen nicht vorgenommen hat. (Andernfalls nicht?) Selbst wenn der Gerichtshof dem Kläger recht gibt, ist er jedoch nicht verpflichtet, irgendwelche Strafen zu verhängen. Von (quasi-)automatischen Sanktionen kann daher nicht die Rede sein.

Was passiert eigentlich, wenn Großbritannien und Tschechien (und vielleicht noch andere Nicht-Unterzeichner des Fiskalpacts) Mitglieder des EU-Dreiervorsitzes sind? Wie können sie durch einen völkerrechtlichen Vertrag, den sie nicht unterzeichnet haben, verpflichtet werden, gegen einen Euro-Staat Klage zu erheben? Wenn sie mehrheitlich nicht wollen, unterbleibt die Klage.

Schließlich bezieht sich die Sanktionsdrohung nur auf die nationale Regelung, nicht auf die Einhaltung der Regeln. Darüber, ob die nationalen Regeln eingehalten worden sind, entscheiden allein die nationalen Institutionen. Die Regeln brauchen auch nicht in der Verfassung des Landes verankert zu werden.

Wahrscheinlich wird der Fiskalpakt – genauso wie der Stabilitäts- und Wachstumspakt – weder zu Verurteilungen noch zu Sanktionen führen. Wolfgang Schäuble weiß das, aber er versucht, den Abgeordneten und den Wählern Sand in die Augen zu streuen. Er war schon immer ein Meister der politischen Irreführung.

Auch der reformierte Stabilitätspakt ist sehr viel weniger wert, als es den Anschein hat. Die 2011 in Kraft getretene Reform sieht vor, dass Sanktionen, die die Kommission empfohlen hat, vom Econfin-Rat nur noch mit qualifizierter Mehrheit aufgehalten werden können. Später entdeckte man jedoch eine Lücke. Denn zuvor muss ja der Rat festgestellt haben, dass ein übermäßiges Defizit vorliegt (Art. 126 Abs. 6 AEUV) und dass nicht – wie vom Rat empfohlen – wirksame Korrekturmaßnahmen ergriffen worden sind (Art. 126 Abs. 8 AEUV). Diese Entscheidungen waren nach wie vor mit qualifizierter Mehrheit zu treffen. Das Verfahren wäre also einfach ein oder zwei Stufen früher gescheitert. Die Lücke wurde in der Vereinbarung über den Fiskalpakt gestopft: alle Vorschläge der Kommission können vom Rat nur mit qualifizierter Mehrheit aufgehalten werden. Aber eine Automatik ist dies nicht. Außerdem widerspricht die Umkehrung der Mehr-

heitsregel Art. 126 AEUV. Nach dem EU-Recht können Sanktionen nur mit qualifizierter Mehrheit beschlossen werden.

Die „Euromantiker“ unter uns wollen nicht nur gemeinsame Regeln für die Staatsverschuldung, sondern eine gemeinsame Finanzpolitik – eine „Fiskalunion“. Dagegen spricht, dass die optimale Besteuerung und die optimale Struktur der Staatsausgaben von den lokalen Bedingungen – zum Beispiel dem Pro-Kopf-Einkommen – abhängen, die von Land zu Land sehr verschieden sind. Außerdem würde ein Besteuerungskartell zu Steuererhöhungen führen. Da die Geldpolitik zentralisiert worden ist, bleibt den Regierungen der Mitgliedstaaten nur noch die Fiskalpolitik, um auf lokale Schocks zu reagieren. Wird auch die Fiskalpolitik zentralisiert, so nimmt der politische Druck auf die Zentralbank zu. Die vereinigten Finanzminister hätten sogar ein gemeinsames Interesse daran, die Geldmengenerweiterung zu verstärken, um ihre Steuereinnahmen – zumindest vorübergehend – in die Höhe zu treiben.

Die Geldpolitik der EZB ist – gemessen an der Zentralbankgeldmenge oder am Zins – schon jetzt extrem expansiv. Früher oder später wird auch die Geldmenge anziehen. Wenn die EZB dann nicht sehr schnell umschwenkt, kommt die Inflation in Gang. Es gibt mehrere Gründe, eine inflationäre Entwicklung zu erwarten. Erstens wird es sehr teuer, das überschüssige, auf drei Jahre ausgeliehene Zentralbankgeld über das Angebot attraktiv verzinslicher Termineinlagen wieder einzusammeln. Zweitens erklärt selbst das deutsche EZB-Ratsmitglied Jörn Asmussen: „Der Exit ist ein Prozess, der sich über viele Jahre hinziehen wird“ (Handelsblatt, 09.05.12). Drittens würde der Exit die Finanzierungsprobleme der überschuldeten Mitgliedstaaten verschärfen, weil die Banken weniger Zentralbankgeld zur Verfügung hätten, um Staatsanleihen zu kaufen. Viertens sind die Vertreter der überschuldeten Euro-Staaten daran interessiert, den Realwert ihrer Schulden durch Inflation zu vermindern. Fünftens bedürfte es im EZB-Rat einer Zwei-Drittel-Mehrheit, um die „Emergency Liquidity Assistance“ (ELA) der griechischen, irischen, spanischen und zyprischen Zentralbank zu beenden.

Die Mehrheit der Griechen ist nicht daran interessiert, durch Wiedereinführung und Abwertung der Drachme den Realwert ihrer Löhne und ihres Geldvermögens zu reduzieren. Wenn sich trotzdem eine griechische Regierung als „ultima ratio“ für den Austritt und die Abwertung entscheiden wür-

de, um der griechischen Wirtschaft ihre Wettbewerbsfähigkeit zurückzugeben, so könnte sie dies ohne „Bank Run“ oder Nacht-und-Nebel-Aktion tun. Sie müsste nur garantieren, dass die vorhandenen Euro-Sichteinlagen bei griechischen Banken von der Währungsumstellung und Abwertung ausgenommen werden. Sie würden damit dem Euro-Bargeld gleichgestellt, das ja ebenfalls abwertungssicher ist. Dass die Geldbestände bei einer Währungsumstellung anders behandelt werden als die anderen Forderungen – insbesondere die Lohnforderungen –, ist in der Währungsgeschichte nichts Neues. So war es auch 1948 und 1990 in Deutschland. Nach der Abwertung könnte jeder Grieche frei entscheiden, ob und inwieweit er seine Sichteinlagen auch weiterhin in Euro halten oder in Neue Drachmen umtauschen will.

Abgesehen von den Geldbeständen würde sich die Abwertung auf alle Forderungen beziehen, die nach griechischem Recht vereinbart und bei griechischen Gerichten einklagbar sind. Die griechischen Banken hätten damit jedoch ein Problem: Auf der einen Seite (der Aktivseite) würden alle Forderungen, die sie nach griechischem Recht erworben haben, abgewertet; auf der anderen Seite (der Passivseite) würde aber ein Teil ihrer Verbindlichkeiten – die Euro-Sichtguthaben – von der Abwertung ausgenommen. Sie würden einen erheblichen Verlust erleiden, den die meisten von ihnen nicht verkraften könnten.

Zwei Lösungen bieten sich an. Entweder fängt der Staat die zahlungsunfähigen Banken auf, indem er sich an ihrem Kapital beteiligt, oder aber er entschädigt alle griechischen Banken für ihren Abwertungsverlust. Die Sichteinlagen von Nichtbanken bei griechischen Banken belaufen sich zur Zeit auf rund zwanzig Milliarden Euro. Wenn die Neue Drachme zum Beispiel um ein Viertel abgewertet würde, wäre den griechischen Banken ein Abwertungsverlust von fünf Milliarden Euro zu erstatten. Wenn die anderen Euro-Staaten Griechenland helfen wollen, könnten sie diesen Betrag übernehmen. Der deutsche Anteil betrüge 1,4 Mrd. Euro. Selbst wenn die Sichtguthaben in der Zwischenzeit deutlich steigen, weil befristete Forderungen fällig werden, ist der zu erstattende Abwertungsverlust der griechischen Banken unvergleichlich viel geringer als die 165 Mrd. Euro, die noch im Rahmen der beiden Griechenland-Pakete ausgezahlt werden sollen. Das Geld wäre auch besser angelegt; denn anstatt den privaten Gläubigern Grie-

Tabelle 1: Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex in den Ländern des Euro-Gebiets und Großbritannien, 1999–2011, in Prozent

	insgesamt	pro Jahr
Slowakei	74,2	4,7
Slowenien	68,1	4,4
Estland	64,7	4,2
Griechenland	48,0	3,3
Spanien	40,8	2,9
Luxemburg	39,6	2,8
Zypern	38,9	2,8
Portugal	35,8	2,6
Malta	33,8	2,5
Irland	32,8	2,4
Italien	31,3	2,3
Belgien	30,4	2,2
Niederlande	29,6	2,2
Österreich	26,9	2,0
Finnland	25,6	1,9
Frankreich	24,9	1,9
Deutschland	22,0	1,7
nachrichtlich in Euro gemessen:		
Großbritannien	12,7	1,0

Quellen: OECD, Central Bank of Malta, Statistical Office of Cyprus

chenlands Verluste zu ersparen, würde es dazu dienen, der griechischen Wirtschaft wieder eine Chance zu geben.

Anders als Griechenland sind Spanien, Irland und Zypern nicht bankrott. Sie können ihre Banken selbst stützen. Um die Finanzmärkte zu beruhigen und zu stabilisieren, ist es völlig ausreichend, wenn die EU oder die Euro-Staaten ihre Bankenhilfe auf die insolventen Mitgliedstaaten beschränken.

Wenn Griechenland austritt, könnten früher oder später noch andere

Länder die Währungsunion verlassen. Das wäre nicht unbedingt von Schanden, denn Wettbewerb zwischen den Notenbanken bremst die Inflation¹², und die Euro-Zone ist ohnehin kein optimales Währungsgebiet.¹³ Das entscheidende Kriterium für die Bestimmung optimaler Währungsgebiete ist – abgesehen von der geographischen Lage – der längerfristige Bedarf an realer Wechselkursanpassung (Vaubel 1978). Wenn eine Einheitswährung bereits existiert, sind die gleichgewichtigen realen Wechselkursänderungen gleich den langfristigen Unterschieden in den Inflationsraten der Länder. Tabelle 1 berichtet die jahresdurchschnittlichen Inflationsraten der derzeitigen Euro-Länder und Großbritannien im Zeitraum 1999–2011. Ein optimales Währungsgebiet umfasst Länder, deren Inflationsraten nahe beieinander liegen. Zum einen macht die Tabelle deutlich, dass Deutschland und die Slowakei als Hauptabweichler ökonomisch besonders schlecht geeignet sind, der Währungsunion der Siebzehn anzugehören. Zum anderen zeigt sich, dass – wenn Deutschland als Mitglied einer europäischen Währungsunion aus politischen Gründen unverzichtbar ist – als Partner vor allem Frankreich, Finnland, Österreich, die Niederlande und Belgien (in dieser Reihenfolge) in Frage kommen. Würde man für die ehemalige belgisch-luxemburgische Währungsunion einen gemeinsamen Preisindex verwenden, so käme wohl noch Luxemburg hinzu. Einem so definierten „Nord-Euro“ (Henkel 2010) könnte ein „Süd-Euro“ (Italien, Malta, Portugal, Zypern, Spanien und Griechenland) und ein „Ost-Euro“ (Estland, Slowenien, Slowakei usw.) gegenüber stehen. Die irische Währung gehört – am Anpassungsbedarf des realen Wechselkurses gemessen – zum „Süd-Euro“, aber geographisch zum „Nord-Euro“. Jedenfalls wäre der reale Anpassungsbedarf gegenüber dem „Nord-Euro“ viel geringer als gegenüber dem britischen Pfund, das in diesem Zeitraum gegenüber dem Euro-Gebiet real wie nominal stark abwertete. Großbritannien passt nicht zum „Nord-Euro“.

Anmerkungen

¹ Solange ein Mitgliedstaat zahlungsfähig ist, gibt es für die anderen Mitgliedstaaten keinen Grund, für die Rekapitalisierung seiner Banken aufzukommen. Deshalb ist der EFSF-Kredit an Spanien verfehlt. Die Hilfe für die griechischen Banken dagegen erscheint vertretbar, denn der griechische Staat ist bankrott: er musste die Hälfte seiner Schulden streichen.

ÖKONOMIE DER STAATSSCHULDENKRISE UND ZUKUNFT DES EURO 101

- 2 Von Anfang an ergaben die meisten Meinungsfragen eine sehr deutliche Mehrheit dagegen – zuletzt Emnid vom Februar 2012 mit 62 %. Eine denkbar knappe Mehrheit dafür (49% zu 48%) berichtet jedoch Pew Research Centre (29.5.12, Q83) für das Frühjahr 2012 (Q83).
- 3 Pew Research Centre (29.5.12, Q83).
- 4 Die nachfolgende Darstellung basiert im wesentlichen auf der Analyse von Peter Ludlow (2010).
- 5 Aussagen von Jacques Attali, Hubert Védrine und Horst Teltschik belegen zweifelsfrei, dass François Mitterrand der Wiedervereinigung Deutschlands nur unter der Bedingung zustimmte, dass die Europäische Währungsunion 1990 durch Einberufung einer Reinerungskonferenz auf den Weg gebracht würde (vgl. die „Geschichtsforschungen“ in Vaubel 2002 und 2010).
- 6 Schäuble half Genscher, Kohl von dem Plan zu überzeugen: „Genscher ... wanted to change the perception of Germany as an economic giant but a political pygmy ... Political union ... would provide a convenient shell for German diplomatic action ... Genscher was prepared to offer France the bait of a diminution of German national sovereignty in monetary policy, an area that did not interest him a great deal, in order to increase Germany's diplomatic weight“ (Conolly 1995, S. 73f.). Die „nukleare Komponente“ war jedoch – wie mir Horst Teltschik (Kohls außenpolitischer Berater im Kanzleramt) 2002 schrieb – nicht Ziel des Kanzlers, sondern allein Schäubles. Als Mitterrand dann 1989 die D-Mark als Preis für seine Zustimmung zur Wiedervereinigung verlangte, ging Genschers und Schäubles Strategie nicht mehr auf: „EMU had been the leverage to achieve greater EU political union. Thus, if anything was traded for German unity, it was Germany's requirement of significant EU political union ... With the timetable for EMU being hurried along by Mitterrand, the casualty was political union“ (Heisenberg 1999, S. 185).
- 7 Vgl. Erwägungsgrund 5 des ESM-Vertrags (Vertrag zur Einrichtung eines Europäischen Stabilitätsmechanismus).
- 8 Die Sündenbock-Funktion des IWF ist seit langem bekannt (vgl. z.B. Vaubel 1983, S. 75; 1991, S. 230–232).
- 9 Trichet (Frankreich), Bini-Smaghi (Italien), Constancio (Portugal), Gonzáles-Páramo (Spanien), Bonello (Malta), Costa (Portugal), Draghi (Italien), Ordóñez (Spanien), Honohan (Irland), Noyer (Frankreich), Orphanides (Zypern), Protopoulos (Griechenland).
- 10 Die Group of Twenty (G20) ist 1999 als Organisation der Finanzminister und Zentralbank-Präsidenten gegründet worden, um über die Finanzstabilität zu wachen. Sie wurde im April 2009 von Präsident Obama einberufen, um Reaktionen auf die Finanzmarktkrise zu vereinbaren. Die Vertreter der Schwellenländer setzten durch, dass die Ressourcen und Sonderziehungsrechte des Internationalen Währungsfonds noch stärker erhöht wurden, als die Industrieländer ohnehin schon geplant hatten.
- 11 Minister Schäuble ließ sich am 24.04.12 beim „Gespräch in der Burgstraße“ (Berlin) vom deutschen Bankenverband feiern. Wenn die SPD als Bedingung für ihre Zustimmung zum Fiskalpakt eine Finanzmarktsteuer durchsetzt, könnte das Interesse der Banken am ESM jedoch schwinden.

- ¹² Vgl. die theoretische Hypothese von Hayek (1976) und die empirische Evidenz von Grilli, Milesi-Ferretti (1995), Gruben, McLeod (2002) und Tyrell, Wei (2004).
- ¹³ Vgl. dazu meine Berechnungen vom Februar 1998 (Vaubel 1998).

Literatur

- Conolly, Bernard (1995), *The Rotten Heart of Europe*, London: Faber and Faber.
- Grilli, Vittorio, Gian Maria Milesi-Ferretti (1995), *Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls*, Working Paper 31, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Gruben, William C., Darryl McLeod (2002), "Capital Account Liberalization and Inflation", *Economic Letters* 77, 221-225.
- Hayek, Friedrich A. von (1976), *Choice in Currency: A Way to Stop Inflation*, Occasional Paper 48, Institute of Economic Affairs, London.
- Heisenberg, Dorothee (1999), *The Mark of the Bundesbank*, Boulder, Col.: Westview Press.
- Henkel, Hans-Olaf (2010), *Rettet unser Geld*, München: Heyne.
- Ludlow, Peter (2010), The European Council and the Euro Crisis, Spring 2010, in: Euro-Comment Briefing Note, Vol. 7.7 and Vol. 8.
- Tytell, Irina, Shang-Jin Wei (2004), *Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?* Working Paper 84, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Vaubel, Roland (1978), "Real Exchange-Rate Changes in the European Community: A New Approach to the Determination of Optimum Currency Areas", *Journal of International Economics* 8, 319-339.
- Vaubel, Roland (1983), "The Moral Hazard of IMF Lending", in: Allan H. Meltzer (ed.), *International Lending and the IMF*, The Heritage Foundation, Washington, DC, 65-80.
- Vaubel, Roland (1991), "The Political Economy of the International Monetary Fund: A Public Choice Analysis", in: Roland Vaubel, Thomas D. Willett (eds.), *The Political Economy of International Organizations*, Boulder, Col.: Westview Press, 204-244.
- Vaubel, Roland (1998), "Europäische Währungsunion: Wer darf an den Euro-Start?" *Wirtschaftsdienst* 78, Nr. 2, 85-88.
- Vaubel, Roland (2002), "Geschichtsforschungen zu 'The Road to Maastricht'", *Kredit und Kapital* 35, 460-470.
- Vaubel, Roland (2010), "The Euro and the German Veto", *Econ Journal Watch* 7, 82-89.