

# Eine wirtschaftspolitische Alternative für Stabilität und Wachstum in Europa

Wolfgang Edelmüller

Die von Deutschland dominierte EU-Wirtschaftspolitik zur Rettung des Euro ist irregeleitet und zerstörerisch. Als Laboratorium dieser Politik fungiert Griechenland, das durch drakonische Austeritätsvorgaben seiner EU-Partner in eine tiefe Krise gestürzt und binnen kürzester Zeit beispiellos devastiert wurde. Den übrigen südeuropäischen Euro-Mitgliedsländern, die von den spekulativen Folgen der Staatsschuldenkrise schwer betroffen sind, droht ein ähnliches Schicksal. Damit wird nicht nur der Zusammenhalt des Euro-Währungsraumes und der Europäischen Union aufs Spiel gesetzt, sondern der Demokratie in Europa ihre essentielle Grundlage in Gestalt von sozialer Ausgewogenheit und wirtschaftlicher Stabilität entzogen. Und es ist gerade Deutschland, das mit der Brüning'schen Wirtschaftspolitik Anfang der dreißiger Jahre des vergangenen Jahrhunderts das historische Beispiel für die desastösen Auswirkungen einer falschen Krisenpolitik liefert. »Am deutschen Wesen wird Europa nicht genesen.«

Aber es ist nicht das »deutsche Wesen«, an dem Europa wirtschaftlich auseinander zu brechen droht, sondern die ausgeprägte Neigung der europäischen Konservativen zu den Grundirrtümern des ökonomischen Liberalismus, dessen neoliberale Anwendungsformen gerade in der Krise ihr volles Zerstörungspotential entfalten. Die währungsgeschichtliche Erfahrung Deutschlands, die im zwanzigsten Jahrhundert von Kriegsfolgen, Hyperinflation und Ersparnisverlusten traumatisiert wurde, hat besonders bei deutschen Konservativen den unreflektierten Glauben an das liberale Stabilitätsdogma gestärkt, der sich auf europäischer Gemeinschaftsebene erstmals im »Frankfurter Monetarismus« der EZB-Verfassung Geltung verschafften konnte. Der damit etablierte bedingungslose Unabhängigkeitsstatus sowie eine auf Preisstabilität verengte Zielbindung schränken die geldpolitischen Spielräume der EZB drastisch ein und untergraben die Glaubwürdigkeit ihrer Rolle im aktuellen Euro-Krisenmanagement.

Die wissenschaftliche Legitimation für dieses stabilitätspolitische Credo liefert der liberale Mainstream der Ökonomie. Seine dogmatischen Leitlinien sind regulierungsfreie Markteffizienz (»Die Märkte haben immer recht«), hinter dem sich ein utilitaristisches Verhaltenskonzept rational handelnder Wirtschaftssubjekte verbirgt; darauf gegründete stochastische Prognosemodelle, die eine wirtschaftliche Zukunft ohne Unsicherheit vorgaukeln; Geldneutralität, welche die Preisstabilität der exogenen Geldmengenkontrolle durch unabhängige Zentralbanken anheimstellt; und staatliche Austerität, die den freien Märkten wachstumsanregende »crowding in«-Effekte erschließen soll. Da dieses Paradigma eine hohe Affinität zu den wirtschaftlichen Interessen der (finanz)vermögenden Gesellschaftsschichten und ihrer Institutionen aufweist, eignet es sich besonders als Rechtfertigungslehre der uneingeschränkten Vermögensverfügung und als vermeintliche Beweisinstanz gegen regulatorische Verbands- oder Staatseingriffe in das freie und effiziente Marktgeschehen.

Die interessengeleitete Wahrnehmungsignoranz der Marktgläubigen ist so hartnäckig, dass selbst die von liberaler Deregulierungsmanie verursachte Finanzmarktkrise des Jahres 2008 samt der daraus folgenden »Großen Rezession« keine Einsicht in die Erfahrungswidersprüche der neoliberalen Wirtschaftspolitik bewirken konnte. Die Rettung der systemisch bedrohten Finanzindustrie und die Verhinderung des Ableitens der realwirtschaftlichen Rezession in eine globale Depression gelang entgegen allen liberalen Prophezeiungen ganz offensichtlich nur durch massive Staatsinterventionen, die eine Sozialisierung (»Verstaatlichung«) der Vermögensverluste zu Lasten der Finanzstabilität der Souveräne zur Folge hatte. Der staatliche Bail-out des Finanzsektors aus der selbstverschuldeten Krise und die expansive Budgetpolitik zur Kompensation des privaten Nachfrageausfalls hat die Staatsfinanzen schwer in Mitleidenschaft gezogen und unter den spekulativen Schlägen der Finanzmärkte die Staatsschuldenkrise verschärft. Es ist eine besondere Groteske der jüngeren Wirtschaftsgeschichte und Ausfluss des neoliberalen Irrglaubens, dass die vor dem sicheren Untergang Geretteten (die globale Finanzindustrie) gegen ihre Retter (die ihrethalben überschuldete Staatengemeinschaft) ein Spekulationskarussell inszenieren können, das nicht wenige europäische Staaten an den Rand des Staatsbankrotts und ihre Volkswirtschaften in die Stagnation führt. Und sie können das nur deshalb, weil die konservative Wirtschaftspolitik der Europäischen Union Gefangene der neoliberalen Marktideologie ist, die im Gleichklang mit den Finanzmärkten gegen die eskalierende Staatsverschuldung nur das Mittel der Austerität kennt. Womit die tonangebenden politischen AkteurInnen in Europa (»Merkozy«) auf dem besten Weg sind, den letzten Stabilitätsanker Europas, nämlich die souveräne Sicherheit (»safe haven«) der Staatengemeinschaft, zu lichten.

### **Gegen die Grundirrtümer des Neoliberalismus**

Eine wesentliche Voraussetzung, um diesen fatalen Weg am Rande des Abgrunds zu verlassen, ist eine Neuorientierung der Wirtschaftspolitik. Sie muss wegführen von den dogmatischen Grundirrtümern des Neoliberalismus, deren Vorherrschaft in den Köpfen von ÖkonomInnen und PolitikerInnen die Entstehung der schwersten Wirtschaftskrise seit der Großen Depression langfristig vorbereitet hat, und hinführen zu einem wirtschaftspolitischen Pragmatismus, der erfahrungswissenschaftlich untermauert ist, die realen wirtschaftlichen Verhältnisse in den handlungsleitenden Konzepten berücksichtigt und das demokratische Gemeinwohl von Staat und Gesellschaft im Auge behält. Die entwickelte Theorie der postkeynesianischen Makroökonomik in ihrer davidsonianischen Lesart bietet hinreichend taugliche Anhaltspunkte für eine wirtschaftspolitische Wende. Diese Art der Ökonomie versteht sich als unsicherheitstheoretische Fundierung einer Wirtschaftspolitik, die Vollbeschäftigung, Preisstabilität und solide Staatsfinanzen gleichzeitig und einander bedingend ermöglicht. Sie fungiert im Nachfolgenden als Antithese zum wirtschaftspolitischen Krisenchaos des Neoliberalismus.

Zwei Gegenstandspunkte zum Neoliberalismus haben einen konzeptbildenden Stellenwert. Erstens: Es gibt keine Effizienz unregulierter Märkte, sie produzieren regelmäßig Fehlallokationen und haben eine ausgeprägte Neigung zum krisenhaften Marktversagen. Der Grund für die prekäre Marktverfassung liegt in der Unabweisbarkeit von Unsicherheit, die dem marktwirtschaftlichen System des Kapitalismus

inhärent ist und durch keine Art von rationaler Erwartung bewältigt werden kann. Die stochastischen Modelle des ökonomischen Mainstreams, die in ihren Prognosen Risiko kalkulieren, um Unsicherheit zu eskamotieren, schaffen ein falsches Abbild der Marktwirklichkeit und führen daher wirtschaftspolitisch in die Irre. Risiko ist kalkulierbar, Unsicherheit nur sozialisierbar. In einem marktwirtschaftlichen System mit notgedrungen unvollkommener Information müssen die Wirtschaftssubjekte ihr Verhalten nicht nur an veränderte Risikolagen anpassen, sondern auch mit Unsicherheit zu Rande kommen. Dazu bedarf es eines Sicherheitsankers (»safe haven«), um den der Unsicherheit innewohnenden Trend zu Vertrauensverlust, Angst und Panik entgegenzuwirken. Diesen »safe haven« bietet der Staat als Hüter des staatsmonopolisierten und wertgesicherten Geldes. Wird dieser Anker gelockert oder gar gelichtet, droht die kapitalistische Systemkrise, in der die Volkswirtschaften angstgetrieben und panikartig durch den Orkus taumeln, das Vertrauen in die politische Demokratie schwer erschüttert wird und sich die verarmenden Massen verzweifelt den falschen Propheten, den Rattenfängern des Rechtspopulismus, zuwenden.

Zweitens: Es gibt kein austeritätsgetriebenes Wirtschaftswachstum, weil dem Realkasseneffekt sinkender Löhne und Preise der Erwartungspessimismus in die Quere kommt. Die neoliberale Vorstellung, durch Ausgabenkürzung des Staates, Einschränkung der Sozialtransfers, Liberalisierung der Arbeitsmärkte und Privatisierung der öffentlichen Wirtschaft das Feld zu bereiten für die unternehmerische Initiative auf freien und effizienten Märkten (»crowding in«), erweist sich als Illusion, die als Rezept gegen die Krise eine geradezu zerstörerische Wirkung entfaltet. Denn in einer Geldwirtschaft bedarf die unternehmerische Initiative der Liquidität von Finanz-, Kapital- und Konsumgütermärkten, sonst sind die Pläne der Unternehmen nicht finanzierbar und ihre Investitionen in Forschung, Entwicklung und Produktionsüberleitung nicht amortisierbar. Der wirtschaftspolitische Austeritätskurs des Staates erzeugt aber direkte und multiplikative Nachfrageausfälle, deflationiert das Preisgefüge, erhöht die Liquiditätspräferenz und das Realzinsniveau, steigert die Arbeitslosigkeit und verursacht Lohneinkommensverluste, verringert das Steueraufkommen der öffentlichen Hände und vergrößert die Schuldenlast des Staates. Und mündet schließlich in einer negativen Erwartungsspirale, sodass sich in allen Sektoren der Wirtschaft rezessive Tendenzen auszubreiten beginnen. Mit hoch überwiegender Wahrscheinlichkeit entsteht aus dieser Erwartungslage kein neues Wachstum, sondern ein steigendes Deflationsrisiko auf den Güter- und Dienstleistungsmärkten, die bei zunehmender Veranlagungs- und Währungsunsicherheit auf den Finanzmärkten von Realvermögensinflation in ganz bestimmten Assetkategorien begleitet sein kann. Die Folgen sind lang andauernde Stagnation, hohe Dauerarbeitslosigkeit und nachhaltig zerrüttete Staatsfinanzen.

### **Die Notwendigkeit eines europäischen Währungsfonds (EWF)**

Das Kernproblem der akuten Staatsschuldenkrise (»sovereign debt crisis«) in Europa ist die Abhängigkeit der Souveräne von den internationalen Finanzmärkten. Die institutionellen Akteure auf diesen Märkten haben nach dem krisenbedingten Verschuldungsanstieg begonnen, mit gezielten Spekulationsattacken die Schuldendienstfähigkeit der überschuldeten Regierungen in Zweifel zu ziehen. Dadurch werden die Risikoaufschläge (»spreads«) für die betreffenden Schatzscheine (»treasury bills«)

und Staatsanleihen (»sovereign bonds«) über die Prämien für Kreditausfallsversicherungen (»Credit Default Swaps«) in die Höhe getrieben, wodurch die Refinanzierungskosten eskalieren und die defizitrelevante Budgetbelastung steigt. Dieser Mechanismus erzeugt bei den Anlegern Unsicherheit über die Werthaltigkeit der souveränen Schuldtitel, die vermehrt von den Büchern genommen und am Sekundärmarkt liquidiert werden, wo sich der Spekulationseffekt schließlich in sinkenden Kursen und steigenden Zinsen realisiert. Im Teufelskreis dieses Spekulationskarussells verliert der angegriffene Staat zunehmend seine Bonität (»downgrading« durch die Ratingagenturen), die Refinanzierung fälliger Verbindlichkeiten ist nur mehr eingeschränkt und zu untragbaren Anleihekonditionen möglich. Aus einem anfänglichen Liquiditätsproblem mit steigenden Zinskosten wird allmählich ein Solvenzproblem mit schwindender Kapitalmarkttauglichkeit.

In der nächsten Runde der Krisenspirale werden daher Umschuldungskonzepte auf die Agenda der Wirtschaftspolitik gesetzt. Substanzielle Forderungsnachlässe der Finanzgläubiger (»haircuts«) in Form »freiwilliger« oder geregelter Verzichts-beteiligung transportieren aber das von den Regulierungsdefiziten der Finanzmärkte maßgeblich verursachte Überschuldungsproblem (»overleverage«) im privaten und öffentlichen Haushaltssektor zurück in die Finanzindustrie. Den Verursachern, die in der Finanzmarktkrise auf den staatlichen Bail-out angewiesen waren, fällt das Problem gewissermaßen wiederum vor die Füße und deroutiert ihre Bilanzen, die ohnehin eine bereits angeschlagene, durch staatliche Beihilfen gestützte Risikotragfähigkeit aufweisen. Die Unsicherheit verstärkt sich, die Liquiditätspräferenz trocknet die Interbankenmärkte aus, die Zentralbanken reagieren mit verstärkten Staatsanleihekäufen (»quantitative easing«) und Flutung der kurz- bis mittelfristigen Geldmärkte. Die geöffnete Liquiditätsschleuse (»Gelddruckmaschine«) weckt irrationale Inflationsängste, obwohl das frische Geld als Folge des negativen Erwartungstrends in der Realwirtschaft erst gar nicht in die Investitions-, Konsum- und Dienstleistungsnachfrage zirkuliert, sondern in großen Mengen als Liquiditätsreserven in die Zentralbanken zurückkehrt. Das Keynesche Diktum: »Money doesn't matter« feiert fröhliche Urständ, die expansive Geldpolitik der Zentralbanken weist noch lange keinen Weg aus der Krise, wenn Vertrauensverlust oder gar latente Angst und Panik die Erwartungsbildung beeinflusst.

Diese Krisendramaturgie beherrscht seit geraumer Zeit das europäische Wirtschaftsgeschehen mit einem hohen Grad an kurzfristiger Volatilität und anhaltender Unsicherheit, in der sich die selbstgewählte Abhängigkeit der Wirtschaftspolitik von den Finanzmärkten manifestiert. Eine Umkehr des negativen Erwartungstrends in der Realwirtschaft, die eine essenzielle Voraussetzung für Wachstum, Beschäftigung und Einkommen darstellt, wird es unter dem spekulativen Krisenregime der Finanzmärkte nicht geben. Neues und stetiges Wachstum ist aber eine *conditio sine qua non* für eine nachhaltige Bewältigung der Staatsschuldenkrise in Europa. Die den Finanzmärkten dienstbare Wirtschaftspolitik der Europäischen Gemeinschaft, deren phantasielose Kombination aus fiskalischer Austerität (»Schuldenbremse«) der Euro-Mitgliedsländer und widerstrebender Servilität der EZB gegenüber der Finanzindustrie (»akkommodierende Geldpolitik«) die Krise verstärkt, beschleunigt und am Rande des Abgrunds perpetuiert hat, ist vor die Wahl gestellt: Entweder diese gefahrvolle finanzmarktkonforme Politik des »muddling through« fortzusetzen, ein »verlorenes Jahrzehnt« zu riskieren und gleichermaßen gespaltene wie devastierte

Gesellschaften (siehe Griechenland) zu hinterlassen; oder sich beherzt aus der Umklammerung der Finanzmärkte zu befreien, um zu Vertrauen, Stabilität und Wachstum zurückzukehren. Zu diesem Zweck muss das wirtschaftspolitische Management der Staatsschuldenkrise dem Einfluss der Finanzmärkte entzogen werden. Die operative Basis für eine finanzmarktunabhängige und daher nachhaltige Entschuldungsstrategie kann durch einen europäischen Währungsfonds (EWF) geschaffen werden.

Die konstitutionellen Kriterien des EWF lassen sich wie folgt zusammenfassen:

(1) Als Weiterentwicklung von Europäischer Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und Europäischem Stabilitätsmechanismus (ESM) ist der EWF eine gemeinschaftliche Organisation der Europäischen Union, deren Mitglieder nach einem BIP-Quotenschlüssel durch abrufbare Direkteinschüsse für seine Kapitalausstattung sorgen. Er wird von einem dem Länderrotationsprinzip unterliegenden Exekutivkomitee geleitet, von einem aus Mitgliedern der Europäischen Kommission und der Europäischen Zentralbank (EZB) bestehenden Gouverneursrat beraten und von einem fachlich versierten Ausschuss des Europäischen Parlaments (EP) kontrolliert. Dem Plenum des EP wird ein jährlicher Rechenschaftsbericht zur Debatte vorgelegt.

(2) Der EWF ist emissionsberechtigt und wird mit einer Bankenkonzession ausgestattet, die seine Refinanzierungsfähigkeit durch die EZB sicherstellt. Die EZB räumt dem EWF eine unbeschränkte, jederzeit abrufbare Finanzierungspromesse ein, die es dem EWF ermöglicht, seine Fazilitäten bis zu 50% aus laufzeitkonformen EZB-Direktkrediten fix zur jeweils herrschenden Zentralbankrate zu refinanzieren. Der Refinanzierungsmix für langfristige EWF-Fazilitäten besteht etwa aus 20% Eigenmittelbeitrag der EU-Mitgliedsländer, 30% eigenen Emissionen in allen zinsgünstigen Währungen und einer 50% -Tranche aus der EZB-Finanzierungspromesse, sodass die fixe langfristige Gesamtverzinsung signifikant unter dem korrespondierenden

Marktzinsniveau angesiedelt ist. Sämtliche EWF-Refinanzierungen sind rückführbar und stehen unter gemeinschaftlicher Garantie der EU-Mitgliedsstaaten. Der EWF ist nicht auf Gewinn ausgerichtet, seine Verwaltungskosten werden aus den Up Front Fees und einer laufenden Gestionsprovision der jeweiligen EWF-Fazilitäten gedeckt.

(3) Jedes EU-Mitgliedsland hat das Recht, eine langfristige EWF-Fazilität zu beantragen. Der ausschließliche Verwendungszweck ist die Refinanzierung fälliger Staatsanleihen, sofern die Anleihefälligkeiten oberhalb einer mit dem EWF ausverhandelten Verschuldungsquote stattfinden, die von einer marktzinskonformen Schuldendienstfähigkeit des betreffenden Souveräns nachhaltig getragen werden kann. Die EWF-Fazilität kann höchstens die Differenz zwischen aktueller und nachhaltiger Verschuldungsquote umfassen und ist langfristig aus dem betreffenden Jahresbudget durch einen zu bildenden Tilgungsfonds (»sinking funds«) rückführbar. Für den Zahlungsverzug werden bestimmte Sicherungsmaßnahmen vereinbart, wie beispielsweise die Erlösverwendung aus der Privatisierung von Staatsvermögen, das nicht der Daseinsvorsorge für die Bevölkerung vorbehalten ist. Die EWF-Fazilitäten werden der EZB zur Belehnung abgetreten oder als Sicherstellung für Anleihen (»covered bonds«) verwendet.

(4) Die Inanspruchnahme von EWF-Fazilitäten unterliegt einer strikten Konditionalität, die in einer rollierenden volkswirtschaftlichen Rahmenplanung auf

5-Jahres-Basis über die Laufzeit der EWF-Fazilität abgehandelt wird. Die makroökonomischen Zielparameter der Rahmenplanung sind ein vollbeschäftigungskonformes nachhaltiges Wirtschaftswachstum, angemessene Preisstabilität und eine auf die Sicherung der souveränen Schuldendienstfähigkeit gerichtete Fiskalpolitik. Die wirtschaftspolitischen Leitlinien fokussieren auf ein umfassendes Reform- und Wachstumskonzept, das folgende Schwerpunkte beinhalten kann: Steigerung der volkswirtschaftlichen Investitionsquote durch gezielte Maßnahmen in den investitionsanregenden Bereichen Forschung und Entwicklung sowie Produktionsüberleitung und Markteinführung, Industrieanlagenerneuerung und Produktivitätssteigerung, Infrastrukturausbau, Klimaschutz (»green jobs«) und Ökologie, Erweiterung der öffentlichen Einrichtungen (Kindergärten, Schulen, Universitäten, Sozial- und Gesundheitseinrichtungen), Verkehrsinfrastruktur und Landschaftsschutz; grundlegende Steuer- und Abgabenreform mit dem Ziel eines ausgewogenen Verhältnisses zwischen Verbrauchssteuer- und Ertragssteueraufkommen, zwischen Arbeitsertrags- und Kapitalertragsbesteuerung, einer kaufkraftstärkenden Entlastung der Arbeitseinkommen, einer progressiven Belastung arbeitsloser Vermögenserträge, der steuerlichen Privilegierung investiver und kapitalbildender Gewinnthesaurierung, der Berücksichtigung von Lenkungseffekten im Ressourcen- und Ökologiebereich; tiefgreifende Restrukturierung der öffentlichen Verwaltung zur Beseitigung von kostenaufwändiger Ineffizienz und Steigerung der bürgerInnennahen Dienstleistungsqualität; sozial ausgewogene Begrenzung der öffentlichen Ausgaben und finanzielle Sicherung der Daseinsvorsorgebereiche (Gesundheit und Altersversorgung); gründliche Bildungsreform auf Basis eines egalitären Bildungszugangs in allen Altersstufen und auf allen Berufswegen sowie Sicherung des Berufs(wieder)eintritts von Jugendlichen und Frauen; Förderung des Arbeitsmarktservices zur Steigerung der Arbeitskräfte- und Berufsmobilität; staatliche Orchestrierung eines »big bargains« zwischen Gewerkschaften und Unternehmerverbänden mit dem Ziel einer Mindestlohn- sowie einer produktivitätsorientierten Lohn- und Einkommenspolitik im Rahmen der Tarifautonomie; usw.usf.

(5) Im Rahmen der Konditionalität zur EWF-Fazilität wird nach eingehender Analyse der Ausgangslage eine angepasste Reform- und Wachstumsagenda (siehe Beispiele aus Punkt 4.) vereinbart, deren zeitlicher Wirkungsverlauf und Kompatibilität mit den Zielparametern (nachhaltiges Wachstum, Vollbeschäftigung, einkommenspolitische Inflationskontrolle, Tilgungsfonds aus Budgetüberschüssen) an Hand eines makroökonomischen Modells plausibilisiert wird. Auf Basis dieser Erkenntnis wird der Tilgungsverlauf der EWF-Fazilität (eventuell mit »grace period«) fixiert und ein Monitoringverfahren eingerichtet, das es dem EWF erlaubt, den Zielerreichungsgrad zu kontrollieren und Gegensteuerungsmaßnahmen zu verlangen oder Sanktionen auszusprechen. Voraussetzung für die Vereinbarung einer konditionierten EWF-Fazilität ist die Zustimmung durch das nationale Parlament und den EWF-Ausschuss des EP. Den parlamentarischen Organen auf nationaler- und Gemeinschaftsebene ist ein jährlicher von Regierung und EWF erstellter Monitoringbericht zur Debatte vorzulegen.

Die unmittelbare Wirkung eines auf Reform- und Wachstumskurs programmierten EWF ist eine signifikante Entspannung auf den Finanzmärkten. Denn die Unsicherheit wird sozialisiert (konkret: »vergemeinschaftlicht«) und die tiefen Zweifel an der Werthaltigkeit der auf den Büchern der institutionellen Investoren lastenden

Staatsanleihen beseitigt, zumal der EWF mit Refinanzierungsfazilitäten bereitsteht, um den Schuldenüberhang zu Bestkonditionen und frei von »haircuts« aufzufangen. Die schwindende Unsicherheit verringert die Angriffsfläche für Spekulationen, die Refinanzierung der Staatsschuld innerhalb der mit dem EWF ausgehandelten selbsttragenden Verschuldungsgrenze erlangt wiederum souveräne Bonität im oberen Investmentgradebereich, die CDS-Wetten auf den Staatsbankrott platzen, die Zinskurve für langfristige Anleihen geht steil nach unten und entlastet die betroffenen Staatshaushalte. Die dank Reform- und Wachstumsagenda anspringende Konjunktur in den EWF-gestützten EU-Mitgliedsländern leitet eine positive Wende des realwirtschaftlichen Erwartungstrends ein, die Wachstumsraten steigen, Beschäftigung, Masseneinkommen und Steueraufkommen folgen dem Wachstumsanstieg und tragen neben den sinkenden Zinskosten und den durch Effizienzsteigerung bewirkten öffentlichen Ausgabenbegrenzungen zur Alimentierung des »sinking funds« bei, aus dem die EWF-Fazilität langfristig getilgt wird. Die Staatsschuldenkrise wird bewältigbar, wenn das Reform- und Wachstumsprogramm zügig und mit Begleitung des unter parlamentarischer Kontrolle agierenden EWF umgesetzt wird. Und sie wird auf eine Art und Weise bewältigbar, dass den europäischen Gesellschaften das demokratiefährdende soziale Desaster der Austeritätspolitik erspart bleibt.

Die Staatsschuldenkrise wird nicht zuletzt auch deshalb ohne dramatische soziale Verwerfungen bewältigbar, weil die Refinanzierung des Schuldenüberhangs den Finanzmärkten und der sie widerstrebend über ein unsicheres und unglaubwürdiges »quantitative easing« liquiditätsversorgenden EZB entzogen ist. Die Zinsbildung findet daher wesentlich moderater auf einem verkleinerten und risikogeminderten Markt für »sovereign bonds« statt, die EZB-Liquidität fließt dem Finanzsektor nicht mehr direkt, sondern indirekt über die Tilgung der EWF-refinanzierten Anleihen zu, wofür der EWF teilweise auf EZB-Geld zurückgreift. Die Entlastung der Investmentbücher und die Zunahme der freien Liquidität wird den Interbankenmarkt beleben und die Gefahr einer Kreditklemme in der Realwirtschaft bannen. Die Geschäftsbanken sind für den Kreditbedarf der wiederum wachsenden Realwirtschaft liquiditätsmäßig gut versorgt, die Normalisierung des Risikos auf den Bankbüchern stabilisiert ihre Risikotragfähigkeit auch ohne Staatshilfen. Die spekulative Aufblähung der Handelsbücher durch kurzfristig verfügbare Überschussliquidität und die damit verbundene Gefahr einer neuen »Blasenbildung« sollte durch gezielte geldpolitische Eingriffe der EZB verhindert werden.

### **Die notwendige Flankierung des EWF durch einen europäischen Investitionsfonds (EIF)**

Um trotz Schuldenkrise in den betroffenen Volkswirtschaften neues Wachstum in Gang zu setzen und auf Vollbeschäftigungsniveau zu verstetigen, bedarf es zunächst massiver Wachstumsimpulse durch öffentliche und private Investitionen (Forschung und Entwicklung, Produktionsüberleitung und Markteinführung, Infrastruktur und Industrieausrüstung), die zu einer produktivitätssteigernden Erneuerung des Kapitalstocks beitragen und über die Multiplikatoreffekte ausreichende Beschäftigungs- und Einkommenszuwächse generieren, um schließlich in einen selbsttragenden Konjunkturaufschwung überzugehen. Angesichts der angespannten Budgetlage können die erforderlichen finanziellen Mittel nicht aus dem Staatshaushalt gewonnen werden,

sondern sollten durch gezielte Finanzierungshilfen auf europäischer Gemeinschaftsebene bereit gestellt werden. Zu diesem Zweck ist die Gründung eines europäischen Investitionsfonds (EIF) erforderlich, der über alle Arten von Finanzierungsformen (Zuschüsse, soft loans, Kofinanzierungsmodelle) die Wachstumsimpulsprogramme jener EU-Mitgliedsländer stützt, die zur Regulierung ihres Schuldenüberhangs eine konditionierte EWF-Fazilität in Anspruch genommen haben. Voraussetzung ist eine im Rahmen der Konditionalität verbindlich vereinbarte Reform- und Wachstumssagenda, deren Zielkompatibilität durch eine volkswirtschaftliche Modellrechnung plausibilisiert wurde und einem laufenden Monitoring unterzogen wird.

Der EIF wird als europäische Institution gegründet, von der Europäischen Kommission verwaltet und der Kontrolle des EP unterstellt. Seine Mittel bezieht er aus zwei europäischen Steuerquellen: einer differenzierten Finanztransaktionssteuer, die Finanztransaktionen mit unterschiedlichen Steuertarifen gemäß ihres »Spekulationsgrades« belastet; und einer »progressiven Mehrwertsteuer«, die auf bestehende nationale Mehrwertsteuertarife einen EU-Aufschlag gemäß dem »Luxusgrad« der betreffenden Waren und Dienstleistungen vereinnahmt. Mit dem EIF wird daher erstmals eine europäische Steuerhoheit hergestellt und eine europäische Steuerbehörde eingerichtet. Zusätzlich refinanziert sich der EIF über Anleiheemissionen aus Mitteln des internationalen Kapitalmarktes.

Darüber hinaus ist es für die Verstetigung des Wachstums auf Vollbeschäftigungsniveau wichtig, dass die budgetpolitische Konjunktursteuerungsflexibilität des Staates wiedergewonnen wird. Deshalb sollte »through the cycle« ein nahezu ausgeglichenes Budget angestrebt werden, das eine prozyklische Dotation des Tilgungsfonds (»sinking funds«) für die Rückführung der EWF-Fazilität im Konjunkturaufschwung ermöglicht. Dadurch soll bei Wachstumsabschwächung ein antizyklischer Mitteleinsatz aus dem Budget zur Konjunkturbelebung möglich sein, ohne die Tilgung der EWF-Fazilität zu gefährden, die performant gehalten werden muss, da sie der EZB zur Refinanzierungsbelehnung dient bzw. als »underlying asset« für »covered bonds« herangezogen wird.

Der Einsatz eines EU-steuerfinanzierten EIF wird dazu beitragen, dass unter EU-Steuerhoheit erste Schritte in Richtung einer Harmonisierung der national sehr unterschiedlichen Steuersysteme gesetzt werden, wodurch der Unfug des Steuerwettbewerbs innerhalb der EU allmählich überwunden werden kann.

### **Die notwendige Reregulierung der europäischen Finanzindustrie**

Die europäische Finanzindustrie wird aus einer Vergemeinschaftlichung der durch die Staatsschuldenkrise hervorgerufenen Unsicherheit ganz konkret profitieren, indem sie anstelle der drohenden Privatbeteiligung an »haircuts« im Rahmen von »freiwilligen« Umschuldungsverfahren für ihre souveränen Risiken auf den Bank- und Investmentbüchern die Sicherheit der Refinanzierung des Schuldenüberhangs durch den EWF bekommt. Die gefährdeten Fälligkeiten des souveränen Portfolios mit latentem Wertberichtigungsbedarf werden in sichere Rückführungen mit vollem Liquiditätseffekt gewandelt. Überdies gewährleistet die wachstumsorientierte Konditionalität der EWF-Fazilitäten, dass die souveräne Bonität (oberer Investmentgradbereich) für eine nachhaltige Verschuldungsquote der betroffenen Staaten wieder hergestellt wird. Das Risikoprofil der Masse der verbleibenden staatlichen Schuldtitel



wird dadurch substantziell verbessert und die Assetqualität auf den Bank- und Investmentbüchern gesteigert, sodass die ökonomische Risikotragfähigkeit des Geschäftsbankenapparates eine Stabilisierung erfährt. Dazu wird auch die realwirtschaftliche Konjunkturbelebung als Folge der vom EWF konzertierten Wachstumsprogramme beitragen, die eine positive Wirkung auf die risikolaten Kreditportfoliosegmente der Banken ausübt. Die »Normalisierung« der allgemeinen Risikolage soll auf Dauer die selbständige Lebensfähigkeit der Banken und Finanzinstitute auch ohne staatsgefährdende »Rettungsschirme« sicherstellen und eine Rückkehr zu soliden Staatsfinanzen ermöglichen. Krisenresistente Nachhaltigkeit im Finanzsektor wird aber nur dann möglich sein, wenn die realwirtschaftliche Finanzdienstleistungsfunktion wiederum in den Vordergrund tritt und die spekulativen Tendenzen zurückgedrängt werden.

Die Finanzindustrie wird daher einen Preis zu zahlen haben für den wachstums- und beschäftigungsorientierten Wandel der europäischen Wirtschaftspolitik. Ganz konkret und kurzfristig wird das lukrative Wechselspiel zwischen billig verfügbarer EZB-Liquidität und deren Veranlagung in hochverzinsten Refinanzierungsinstrumenten der überschuldeten Souveräne durchkreuzt. Die attraktiven »carries« aus den »sovereign debts«, mit denen die Banken ihre Liquiditätsbücher füllen, beleben zwar die Nettozinserträge der institutionellen Investoren, schnüren aber die Finanzierungsspielräume der betroffenen Staatshaushalte ein und schneiden ihnen den Weg zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen ab. Es handelt sich um ein finanzwirtschaftliches Umverteilungsregime von unbekannter Dauer und mit unsicherem Ausgang, bei dem der berühmte und vielbeschworene »Steuerzahler« einen hohen Krisentribut zu entrichten hat. Der zwangsverordnete Austeritätskurs perpetuiert diesen Zustand, weil wegen der hohen Zinsenlast weder eine Konsolidierung der Budgets, geschweige denn eine Rückführung des drückenden Staatsschuldenüberhangs gelingen kann. Daher werden die »spreads« so schnell nicht sinken, die Überschuldung hoch und die »carries« attraktiv bleiben, so lange den Banken die EZB-Refinanzierungsquelle offen gehalten wird und sie sich selbst nicht auf den Anleihemärkten refinanzieren müssen, wo ihnen wegen ihrer mangelnden Risikotragfähigkeit ähnliche Risikoauflage drohen würden. Durch eine EWF-determinierte Staatsschuldenregulierung wird dieser Teufelskreis durchbrochen, die EZB-Liquidität zusammen mit Mitteln des Kapitalmarktes gezielt und konditioniert zur Entlastung der »sovereign debts« kanalisiert und die zunehmende Liquidität des Finanzsektors zur realwirtschaftlichen Wachstumsfinanzierung verfügbar.

Dass die frei werdende Liquidität auch tatsächlich zur Überwindung von Kreditklemmen im Unternehmens- und privaten Haushaltssektor verwendet wird, dazu soll auch eine EU-weite, differenzierte Finanztransaktionssteuer beitragen, sodass die Attraktivität spekulativer Transaktionen und Veranlagungen deutlich reduziert wird. Die europäische Finanzindustrie wird daher die Betriebsergebnisse wiederum deutlich stärker aus ihrer realwirtschaftlichen Finanzdienstleistungsfunktion verdienen müssen, die aus dem Corporate und Retail Banking resultierenden Kreditbücher werden an Bedeutung gewinnen und das Liquiditäts- und Risikomanagement wird diesem Wandel der Bilanzstrukturen im Kreditapparat Rechnung tragen müssen. Eine wachstums- und beschäftigungsorientierte Wirtschaftspolitik, eine investitions- und nachfrageanregende Fiskalpolitik (steuerliche Entlastung der Arbeitseinkommen, steuerliche Begünstigung der investiven und kapitalbildenden Gewinnthe-

saurierung) werden die Risiken realwirtschaftlicher Finanzveranlagungen dämpfen und kalkulierbarer machen, sodass im Rahmen einer »normalisierten« Erwartungsbildung die ökonomische Risikotragfähigkeitssteuerung im Finanzsektor an Überschaubarkeit gewinnt. Nachhaltigkeit dieser Trendumkehr in der Finanzindustrie ist aber nur dann zu erwarten, wenn ein europäischer Regulierungsrahmen entwickelt wird, der ganz gezielt der Entstehung spekulativer Blasen entgegenwirkt und den finanzwirtschaftlichen Geschäftsprozessen konkrete und überwachbare Regeln auferlegt, die zur Beachtung von Risikogrenzen zwingen, ohne die Innovationsdynamik im Finanzsektor zu behindern. Dazu wird deutlich mehr Phantasie aufgewendet werden müssen, als die EBA-induzierte Verschärfung der Kapitalausstattungs- und Liquiditätssicherungsanforderungen (Basel III), die zwar richtig und notwendig sind, deren Implementierung zum falschen Zeitpunkt und ohne Umsetzungsbegleitung aber einen prozyklischen und krisenverstärkenden Effekt (Kreditklemme) evozieren können, sodass die Märkte weiter verunsichert werden. Die geldpolitische Rolle der EZB kann unter den erwähnten Voraussetzungen in der »splendid isolation« des zinsgesteuerten »inflation targetings« verharren, weil bei einem funktionierenden Koordinationsmechanismus die Gefahr der primärkostengetriebenen Inflation einkommenspolitisch kontrolliert wird.

### **Schlussfolgerungen**

Die Krise ist eine Chance nur dann, wenn daraus die richtigen Lehren gezogen werden. Das Plädoyer für einen EIF-flankierten EWF ist nicht nur der Versuch, aus alternativer, postkeynesianischer Perspektive einen Weg aus der Krise vorzuschlagen, sondern auch dem europäischen Integrationsprozess von innen, aus der Mitte des Wirtschaftsgeschehens heraus neuen Schwung zu verleihen. Von einer EWF-getriebenen, wachstums- und beschäftigungsorientierten Krisenbewältigungsstrategie werden vielfältige Konvergenzwirkungen für die europäische Wirtschaft und Gesellschaft ausgehen. Die nach wie vor bestehenden Integrationsmängel können überwunden und die institutionellen Strukturen auf europäischer Ebene gestärkt werden. Unter parlamentarischer Kontrolle wird das Fundament gelegt für die Koordination einer gemeinschaftlichen Wirtschafts-, Geld- und Fiskalpolitik, die auf Vollbeschäftigung und allgemeinen Wohlstand zielt und dadurch die Stabilität der Währung sowie die Solidität der Staatsfinanzen (»safe haven«) sicherstellt. Die für die Währungsunion und das Vertrauen in den Euro so schädliche Ausschluss- und Austrittsdebatte weicht einer neuen Phase der europäischen Integration, die ganz im Gegenteil Erweiterungsoptionen für EU und EWU offen hält, wobei der EWF auch Konvergenzhilfen für Beitrittskandidaten organisieren kann. Das europäische Wohlfahrtsstaatsmodell, das sich nicht mit sozialstaatlicher Armutsverwaltung zufrieden gibt, sondern eine integrierende Gesellschaft mit demokratischen und partizipativen Strukturen anstrebt, soll der Welt ein überzeugendes Beispiel für einen »zivilisierten Kapitalismus« (Paul Davidson) geben!

### **Literatur**

Davidson, Paul (2007) John Maynard Keynes, New York.