

Wirtschaftspolitische Blätter

→ EU-INTEGRATION

Sonderausgabe
Juni 2009

MANZ
WKO
WIRTSCHAFTSKAMMER ÖSTERREICH

INHALTSVERZEICHNIS

Editorial	3
SONDERAUSGABE EU-INTEGRATION	
<i>Gregor Schusterschitz</i> Die Institutionen der EU im Vertrag von Lissabon und nach dem Europäischen Rat vom Dezember 2008	7
<i>Otto Schmuck</i> Mehr Demokratie durch den Vertrag von Lissabon – Stärkung der Parlamente, Subsidiaritätsprüfung und das neue Instrument der Bürgerinitiative	21
<i>Anton Pelinka</i> Die Europäische Union als Instrument der Krisenbewältigung	35
<i>Franz Nauschnigg</i> Der Euro als Schutzschirm in der Finanzkrise	49
<i>Fritz Breuss</i> Economic Governance und der Lissabon-Prozess	67
<i>Elisabeth Klatzer/Harald Dossi</i> Die Debatte um die künftige wirtschaftspolitische Strategie der Europäischen Union – Der Post-2010 Prozess aus österreichischer Perspektive	89
<i>Werner Ebert/Christian Kastrop</i> Lisbon Post 2010 – The Future of the Lisbon Strategy in the Context of the Current Crisis	99
<i>Gerhard Huemer</i> 10 Jahre Makroökonomischer Dialog in der Europäischen Union	109
<i>Isabella Eiselt</i> EU cohesion policy: Observations on an over-ambitious policy design	119
<i>Verena Knaus</i> Rückkehr nach Europa	135
<i>Albrecht Rothacher</i> Die EU und Russland: Ambivalenzen in Eurasien	147
<i>Christian Mandl</i> EU-Kommunikation mit dem Bürger – Sind die ÖsterreicherInnen wirklich „Europamuffel“?	161
Impressum	175

Der Euro als Schutzschirm in der Finanzkrise

Franz Nauschnigg*

Mag. Franz Nauschnigg, Abteilungsleiter in der Österreichischen Nationalbank, Abteilung für Integrationsangelegenheiten und Internationale Finanzorganisationen

Der Euro wirkt als Schutzschirm in der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise und schützt vor Währungskrisen und Wechselkursschwankungen. Finanzkrisen werden mit dem Zusammenbruch des Bretton Wood Systems 1971 wieder häufiger, zB EWS (Europäisches Währungssystem) Krisen in der EU von 1992-1995. Boom/Bust Zyklen entstehen in deregulierten Finanzmärkten, Beispiele Schweden, Finnland, Island, Zentral- Osteuropa. Warnungen über die Instabilität von Finanzmärkten und Marktversagen werden nicht ernst genommen. Starke Wechselkursschwankungen legen Schwächen der Europäischen Finanzarchitektur offen.

Ein umfassender Ansatz zur Stärkung der Europäischen Finanzarchitektur wird entwickelt. Im Boom: Einführung einer „Kreditwachstums Stabilisierungs- Steuer“ (KSS) auf alle neu aufgenommen privaten Kredite, um das Kreditwachstum zu verlangsamen. Die Einnahmen fließen in einen „Zyklischen Stabilisierungs- Fonds“ (ZSF), der in der Rezession eingesetzt wird. In der jetzigen Abschwungs- und Rezessionsphase fünf konkrete Maßnahmen:

- € 200 Mrd antizyklische EU-Fazilität für Euroraum Mitgliedsstaaten
- Der Europäische Rat beschloss im März 2009 eine Erhöhung der EU-Fazilität für Zahlungsbilanzstützung für EU Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums von € 25 auf 50 Mrd, bei Bedarf könnte eine Erhöhung auf € 100 Mrd überlegt werden.
- EU Fazilität für Zahlungsbilanzstützung und Makrofinanzhilfe über € 50 Mrd für andere europäische Länder
- EU nimmt Anleihen für diese Fazilitäten auf und schafft damit EU Anleihenmarkt
- Bilaterale Swap oder Repo Fazilitäten zwischen dem Eurosystem und anderen EU und Europäischen Notenbanken

Dadurch würden die Finanzmärkte stabilisiert, unsere Volkswirtschaften stimuliert, Marktversagen korrigiert und die europäische Integration vertieft. Eine Zone der monetären Stabilität würde rund um den Euroraum errichtet werden, mit substantiellen Wohlfahrtsgewinnen für alle beteiligten Länder, ohne Kosten für den europäischen Steuerzahler.

* Die im Beitrag vertretenen Positionen stellen die persönliche Meinung des Autors dar.

1. Einführung

Die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise zeigt Erfolge der EU Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), bringt aber neue Herausforderungen für die EU.

Der Euro bietet für die Länder des Euro-Raumes Schutz vor Wechselkurschwankungen und Währungskrisen. Die EU Länder außerhalb des Euro-Raumes sind jedoch teilweise mit spekulativen Attacken auf ihre Währungen und Wechselkursschwankungen und Währungskrisen konfrontiert. In der aktuellen Diskussion wird auch sehr oft vergessen, dass es auch in der EU vom Zusammenbruch des Bretton Woods Systems Anfang der 1970iger Jahre bis zur Schaffung der WWU 1999 immer wieder Probleme mit Währungskrisen und Wechselkursschwankungen gab.

2. Internationales Umfeld

Der Wiederaufbau und die günstige Wirtschafts- und Beschäftigungsentwicklung in den 1950iger und 1960iger Jahren konnten auf dem damals noch voll funktionierenden internationalen Währungssystem aufbauen.

Dieses, das sog Bretton Woods System, war als Reaktion darauf, dass man die Fehler der 1930iger Jahre mit der Weltwirtschaftskrise nicht mehr wiederholen wollte, gegründet worden. Es war wesentlich durch die wirtschaftspolitischen Ideen des großen Ökonomen *John Maynard Keynes* geprägt und durch feste Wechselkurse, Gold- und Dollarkonvertibilität, sowie ein hohes Maß an staatlichen Eingriffen in die Wirtschaft (Kapitalverkehrskontrollen, strikte Regulierung des Finanzsektors, staatliche Steuerung der Konjunktur durch Defizit Spending usw) gekennzeichnet.

Auch die EU konnte ihre Wirtschaftsintegration – im wesentlichen Zollunion und Gemeinsame Agrarpolitik, der schon damals angestrebte Gemeinsame Markt wurde erst mit dem Binnenmarktprogramm 1992 verwirklicht – auf diesem internationalen Währungssystem aufbauen.

Ab Mitte der 60er Jahre kam es zu zunehmenden Spannungen im Bretton Woods System, welche vor allem durch hohe amerikanische Zahlungsbilanzdefizite, die zu einem Dollarüberangebot führten, hervorgerufen wurden.

Auch von Neoklassischer und Monetaristischer Seite wurde das Bretton Woods System immer stärker angegriffen. Man hegte die Erwartung, dass die Märkte die Wechselkurse (ist gleich die Preise für die Währungen) besser im Gleichgewicht halten würden als das Bretton Woods System. Das Argument war, die Märkte wissen es besser – Markets know best). Dies war auch einer der Gründe, warum die frühere britische Premierministerin Thatcher sich so lange weigerte, dem Europäischen Währungssystem (EWS) beizutreten. Anfang der 1970iger Jahre brach das Bretton Woods System zusammen und die Wechselkurse wurden frei gegeben, sie floateten.

In der Wissenschaft wurde das *Keynesche Paradigma* von der Monetaristischen Schule *Milton Friedmans* und vom *Neoliberalen Paradigma* abgelöst. Diese betonten, dass es praktisch keine destabilisierende Spekulation gäbe, dass Märkte rational seien und Probleme nur durch die Eingriffe des Staates auftreten würden.

Anders als von Neoklassischer und Monetaristischer Seite erwartet, führten die Märkte die Wechselkurse allerdings nicht zu einer ruhigen Entwicklung entlang

der jeweiligen Kaufkraftparitäten, sondern es kam zu massiven Wechselkurschwankungen mit massiven Über- und Unterbewertungen.

Die Notenbanken sind immer wieder gezwungen durch verbale aber gelegentlich auch direkte monetäre Interventionen einzugreifen, um extreme Ausschläge zu verringern zB 2001 konzertierte Interventionen um eine zu starke Unterbewertung des Euro gegenüber dem Dollar zu verhindern.

Nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods Systems mit seinen relativ festen Wechselkursen und Kapitalverkehrsbeschränkungen wurde der Monetarismus und Neoliberalismus zum neuen Paradigma in der Wirtschaftspolitik. Da die Märkte rational und effizient waren, wurden die Regulierungen abgebaut und der Staat zog sich zunehmend aus der Wirtschaft zurück.

Erst mit der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise kommt es seit 2007 wieder zu einem Paradigmenwechsel und der Staat greift wieder verstärkt in das Wirtschaftsgeschehen, insbesondere in das Finanz- und Bankensystem ein.

3. Entwicklung zur EU Wirtschafts- und Währungsunion

Als Reaktion auf die Spannungen im Bretton Woods System versuchte die EU 1970 mit dem *Werner Bericht* einen ersten Anlauf in Richtung Wirtschafts- und Währungsunion, der allerdings nicht erfolgreich war. Auch anschließende Bemühungen zur Stabilisierung der Wechselkurse in Europa, die so genannte Währungsschlange, waren nicht sehr erfolgreich.

Das Ziel des 1979 geschaffenen Europäischen Währungssystems (EWS) war es, eine Zone der monetären Stabilität in Europa zu schaffen, wodurch der Handel und die Investitionen und damit das Wirtschaftswachstum nicht mehr durch Wechselkurs Risiken behindert werden. Im EWS kam es aber immer zu Spannungen wenn der Dollar abwertete, da dies zu Kapitalflüssen in die DM und Aufwertungstendenzen der DM im EWS führte. Ohne Euro wären jetzt Länder wie zB Griechenland (Budgetprobleme, Probleme mit Wettbewerbsfähigkeit) in Problemen und wir hätten wahrscheinlich Abwertungsspekulationen gegen die Drachme zu befürchten. Die Slowakei ist ja auch durch den Euro Beitritt geschützt, während die Währungen anderer neuer EU Mitgliedstaaten abwerteten.

Durch das EG-Binnenmarkt Programm und die damit verbundene Kapitalverkehrsliberalisierung entstand im EWS ein nicht vereinbares Zielbündel aus freiem Kapitalverkehr, unabhängiger Währungspolitik und stabilen Wechselkursen. Schon 1987 stellte eine EG-Studiengruppe geleitet von *Padoa-Schioppa (European Commission, 1987)*, die eine Entwicklungsstrategie für das Wirtschaftssystem der EG erarbeiten sollte, folgendes fest: „Einen entscheidenden Test für das schwache institutionelle Gefüge des EWS wird die im Weißbuch vorgesehene Beseitigung der Devisenkontrollen bilden. Ein sehr hoher Grad an Konvergenz der Inflationsraten und an Koordinierung der Geld- und Währungspolitik ist erforderlich, wenn eine Destabilisierung des derzeitigen Wechselkurs Systems vermieden werden soll.“

Die Schlussfolgerung war, dass die Vollendung des Binnenmarktes auch eine gemeinsame Währung verlangt, da ein vollständig liberalisierter Kapitalverkehr und stabile Wechselkurse nicht vereinbar sind und immer wieder zu Spekulationswellen mit ihren negativen Folgen führen können.

Die EWS Krisen im Jahre 1992 führten zu starken Abwertungen der Lira und des Pfund, was zu beträchtlichen negativen Auswirkungen auch auf die österreichische Volkswirtschaft führte. Auch in Österreich forderten damals einzelne Interessenvertreter eine Abwertung. Wie ich damals in einem Artikel „Harter Schilling = Zinsersparnis“ zeigte (Nauschnigg, 1993) hätte eine Abwertung zwar kurzfristig eine expansive Wirkung, danach müsste man mit angezogener Handbremse (hohen Zinssätzen die das Wachstum bremsen) weiter fahren.

Wie die Spekulation vom August 1993 gegen den Schilling zeigte, sind auch gute Fundamentaldaten, eine hohe Glaubwürdigkeit, sowie hohe Währungsreserven keine Garantie, dass nicht gegen eine Währung spekuliert wird. Durch die entschlossene Haltung der OeNB bei der Verteidigung des Schilling konnte die Spekulation aber gestoppt werden. Ein Überblick über das EWS und Österreich kann meinem Artikel „Der EWS Beitritt Österreichs“ (Nauschnigg, 1995) entnommen werden.

Diese Währungsturbulenzen im EWS von 1992–1995 haben sicherlich keinen geringen Beitrag zur schlechten Wirtschaftslage und damit hohen Arbeitslosigkeit in Europa in den 1990iger Jahren geleistet. Dies da sie die wirtschaftliche Unsicherheit erhöhten und viele Länder zur Verteidigung ihrer Währungen die Zinsen hochhalten mussten. Dadurch wurden Wachstum und Beschäftigung geschwächt. Hohe Zinsen und die Währungsturbulenzen im Jahre 1992 führten zur Rezession 1992/1993 und auch der folgende Aufschwung wurde durch die Währungsturbulenzen 1995 unterbrochen.

Mit Beginn der Währungsunion und Euro Anfang 1999 entfallen teure Maßnahmen zur Absicherung von Wechselkursrisiken und der Binnenhandel im Euroraum kann sich ungestört von Devisenmarkturbulenzen und Wechselkursschwankungen entwickeln. Der Großteil des Handels erfolgt innerhalb des gemeinsamen Währungsraums.

Der Euro ist damit einer Tobin-Steuer, die seinerzeit vom Ökonomen *James Tobin* vorgeschlagen wurde um Wechselkursschwankungen zu verringern, in jeder Hinsicht überlegen. Durch den Euro werden ja durch die Abschaffung der einzelnen Währungen Wechselkursschwankungen zwischen den am Euro teilnehmenden Ländern überhaupt beseitigt.

Die WWU mit dem Euro kann als Erfolgsgeschichte bezeichnet werden. Der einheitlichen Geldpolitik im Euroraum ist es gelungen Preisstabilität zu erreichen. Das Ziel, mittelfristig im Durchschnitt des Euroraums Inflationsraten von unter, aber nahe 2% zu gewährleisten, wurde mit durchschnittlich etwas über 2% beinahe erreicht. Dies trotz wiederholter massiver Preisschocks in Form von Rohstoff- und Erdölpreisanstiegen, wiederholten Preisschocks bei Nahrungsmitteln infolge von Tierseuchen, Ernteaufällen oder zuletzt der weltweiten Nahrungsmittelpreisanstiege. Nie zuvor war die durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum über einen so langen Zeitraum so niedrig wie zwischen 1999 und 2009. Es gelang auch die langfristigen Zinssätze im Euroraum auf niedrigem Niveau zu konvergieren. Der Euro brachte auch positive Beschäftigungseffekte, die Arbeitslosenrate sank im Euroraum und es konnten von 1999–2008 15 Millionen zusätzliche Arbeitsplätze geschaffen werden.

Der große Euro Geld- und Finanzmarkt wirkt als riesiger Puffer, der Schocks leichter auffängt, als dies einzelne kleinere Finanzmärkte vor dem Euro konnten. Der Euro erleichtert den Risikoausgleich zwischen den Euroraum Ländern. Der Euro

mildert auch, indem er grenzüberschreitenden Handel und Direktinvestitionen zwischen den Mitgliedsländern fördert, einzelstaatliche Konjunkturschocks. Die Stabilität des Euro erhöht die Planungssicherheit für Unternehmen und Konsumenten und beugt damit gesamtwirtschaftlichen Schwankungen und Krisen vor. Auch der Zahlungsverkehr ist billiger geworden, da die Kosten des Fremdwährungstausches entfielen. Die Realisierung der Single European Payment Area (SEPA) wird in den nächsten Jahren zu weiteren Kostensenkungen für alle Wirtschaftsakteure bei Geldüberweisungen führen.

Aus Ländern wie Dänemark und Island, die Spekulationen gegen ihre Währungen erleben mussten, sind deshalb zunehmend Signale zu vernehmen, dass die Bemühungen um einen Beitritt zum Euroraum intensiviert werden. Denn der Euroraum erweist sich in Zeiten der Finanzkrise als Schutzmantel, insbesondere für kleine Volkswirtschaften.

Der Euro hat die wirtschaftliche Integration innerhalb der EU weiter verstärkt. Er trug insbesondere zur Integration der europäischen Finanzmärkte bei. Regulierung und Bankenaufsicht in der EU müssen aber noch verbessert werden, wobei die Lehren aus der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise zu berücksichtigen sein werden.

Der Euro hat sich als stabile internationale Währung etabliert und ist nach dem US Dollar die 2. Weltwährung. Der Euro wird zunehmend als Anker-, Reserve-, Anlage- und Transaktionswährung verwendet. Der Euro ist heute mit knapp 26% die zweitwichtigste Reservewährung nach dem US Dollar.

Er spielt vor allem in Europa (*Nauschnigg*, 2003) eine zentrale Rolle als stabile Ankerwährung an die viele andere Währungen gebunden sind. Der Euro wird insbesondere in Zentral- und Osteuropa weit verwendet. Der Euro hat damit die Rolle einer regionalen Reservewährung in Europa übernommen.

Der Euroraum wächst und umfasst mit dem Beitritt der Slowakei am 1. 1. 2009, für die er einen stabilen Anker bildet, nun 16 Länder mit über 300 Millionen Menschen. Diese profitieren heute von einer weltweit verbreiteten, international akzeptierten und stabilen Währung.

Der Euro stärkt auch den Einfluss Europas weltweit.

4. Finanzmärkte und Krisen

Der Finanzsektor und in den letzten Jahren verstärkt die Finanzmärkte sind für unsere Wirtschaft von essentieller Bedeutung. Nur stabile, gut regulierte und beaufsichtigte Finanzmärkte gewährleisten Effizienz und Wachstum. Dies da sie die effiziente Intermediation zwischen Ersparnissen und Investitionen in unseren Volkswirtschaften gewährleisten.

Finanzmärkte wurden aber in der Geschichte immer wieder von Manien, spekulativen Übertreibungen, Paniken und immer wieder kehrenden Krisen gekennzeichnet. In der Geschichte hat es immer wieder Finanzkrisen, die meist mit Boom und Bust Zyklen einher gingen gegeben, wie zB Südsee Blase, Tulpenspekulation, Kanal und Eisenbahn Krisen, Börsencrash 1929, EWS Krisen von 1992-1995, Zusammenbruch des Schwedischen Modells Anfang der 1990iger Jahre, die Krisen in Mexiko, Asien, Russland, Türkei, Argentinien und Island, um nur einige zu nennen.

Gegenwärtig sind wir in einer weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise. Diese nahm von der USA Subprime Krise 2007, ein typischer Boom und Bust Zyklus im Immobilienmarkt, ihren Ausgang und erfasste danach den ganzen Finanzsektor und hat sich nunmehr zur schwersten weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise seit den 1930iger Jahren ausgeweitet.

Trotzdem wurde von den Marktfundamentalisten (Monetaristen, Neoklassiker) bis zum Ausbruch der jetzigen Krise 2007 der Rückzug des Staates aus der Wirtschaft, insbesondere auch aus dem Finanzsektor, weiter betrieben. Zusätzlich wurden von Ihnen Marktelemente auch in die Bankenaufsichtsregeln (Basel II) und in die Rechnungslegungsvorschriften (mark to market - Bewertung zu Marktpreisen) eingebaut und weite Bereiche der Finanzmärkte der staatlichen Aufsicht entzogen. Dies führt, da Märkte zum Überschiessen im Boom nach oben und in der Krise nach unten neigen, zu massiven prozyklischen Auswirkungen und verstärkt die gegenwärtige Krise. Was von ihnen auch unterschätzt wurde, war, dass durch die Kapitalverkehrsliberalisierung die Verwundbarkeit von Ländern für Finanz-, insbesondere Banken- und Währungskrisen drastisch erhöht wurde.

Kritische Stimmen wurden ignoriert. *Hyman Minsky* betonte in seinen Werken die zyklische Natur des Kapitalismus und er stellte auch fest, dass schon *Keynes* in der *General Theory* dies als systemische Eigenschaft des Kapitalismus erkannte. *“The General Theory is thus consistent with the wide spread view in the early 1930s: that what had gone wrong had its roots in the imperfections of the monetary-financial system. The greatness of the General Theory was that Keynes visualized these as systemic rather than accidental or perhaps incidental attributes of capitalism.”* (Minsky, 1975, 143).

Auch *Reinhart/Rogoff* stellten in ihrem Überblickspapier zu Finanzkrisen fest, dass liberalisierter Kapitalverkehr mit hoher Kapitalmobilität zu einem Anstieg der Banken Krisen führt. *“Periods of high international capital mobility have repeatedly produced international banking crises, not only famously as they did in the 1990s, but historically.”* (Reinhart/Rogoff, 2008).

Im Gegensatz zur konventionellen Ansicht, dass ausländische Direktinvestitionen (FDI) stabile Kapitalflüsse darstellen, kam eine UNCTAD Expertengruppe (UNCTAD, 1998) nach der Asien Krise, welche ich die Ehre hatte zu leiten, zu folgendem Schluss: FDI kann genauso volatil sein wie andere Formen von Kapitalflüssen und schützt ein Land nicht vor plötzlichen Stopps und Kapitalabflüssen.

Wie ich schon 2003 (*Nauschnigg*, 2003), in einem Beitrag zum Sammelband *Alternativen zum Neoliberalismus im Zeitalter der Globalisierung* feststellte verursachen neoliberale Reformen wie Deregulierung des Finanzsektors, Liberalisierung des Kapitalverkehrs verbunden mit großen Kapitalzuflüssen, Finanzkrisen. Die Umkehr der Kapitalflüsse verschlechtert die makroökonomischen Bedingungen, nicht wirtschaftspolitische Fehler. *„Die Finanzkrisen treten insbesondere in Form von Währungs- und Banken Krisen auf. Insbesondere Entwicklungs- und Schwellenländer wurden durch Finanzkrisen besonders betroffen. Die Frage ist nicht ob, sondern wann die nächste Krise, der nächste Crash kommt und wie wir darauf vorbereitet sind.“*

Die Probleme der Kapitalverkehrsliberalisierung (*Nauschnigg*, 2003) wie ungleiche regionale und zeitliche Verteilung der Finanzströme, sowie Instabilitäten auf den Finanzmärkten, mit einem Anstieg der Zahl der Finanzkrisen habe ich eben-

falls betont und fest gestellt „*Es ist zu hoffen, dass es gelingt, in den nächsten Jahren die negativen Konsequenzen der Kapitalverkehrsliberalisierung durch Reformen zu beseitigen und Wege zur Beherrschung der nachteiligen Effekte zu finden.*“ Dies ist leider nicht erfolgt.

Anfang der 1990iger Jahre erlitten die EFTA Länder Finnland, Schweden und Norwegen schwere Finanzkrisen (Währungs- und Bankenkrisen) nachdem sie ihre Volkswirtschaften, insbesondere den Kapitalverkehr, rasch liberalisiert und dereguliert hatten. In den frisch deregulierten Finanzmärkten entwickelten sich Kreditbooms und spekulative Blasen. Ich war damals Mitglied des EFTA Wirtschaftskomitees in dem wir diese Entwicklungen analysierten. Ein Überblick, wie das schwedische Modell durch eine Währungs- und Bankenkrise zusammenbrach, gab ich schon früher (*Nauschnigg, 2003*). Schweden hatte 1990 noch einen Budgetüberschuss von 4,2% des Bruttoinlandsproduktes (BIP) und eine Arbeitslosenrate von 1,5%. 1994 betrug das Budgetdefizit 10,4% des BIP und die Arbeitslosenrate 8%.

Auch die finnische Krise war ein typischer Boom/Krisen Zyklus (*Nauschnigg, 2003*) in dem eine rasche Deregulierung mit fixen Wechselkursen und Auslandsschulden interagierten.

Auch die neuen EU Mitgliedsländer in Zentral- und Osteuropa wurden bei Konferenzen auf die Gefahren, die bei der Liberalisierung des Finanzsektors entstehen, hingewiesen (*Nauschnigg, 2005*). Dabei wurden besonders die Gefahren der vollen Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Lehren die sie aus den unterschiedlichen Erfahrungen Österreichs und der nordischen EFTA Länder ziehen können, betont.

Die EFTA Länder Island und Österreich, die Anfang der 1990iger Jahre noch relativ stark regulierte Volkswirtschaften besaßen, wurden damals von Finanzkrisen verschont. Österreich war damals noch vom so genannten Austro-Keynesianismus mit einer starken Rolle des Staates im Wirtschaftsgeschehen geprägt und liberalisierte deregulierte und privatisierte sehr graduell und vorsichtig. Das änderte sich erst 2000 als eine neue ÖVP/FPÖ (später BZÖ) Regierung den Einfluss des Staates und der Sozialpartner zurückdrängte.

Lars Jonung von der EU Kommission (*Jonung, 2009*) hat die Gemeinsamkeiten der jüngsten Finanzkrisen wie folgt beschrieben. Der Boom startet normalerweise mit der Deregulierung des Finanzsektors und finanziellen Innovationen, die Preise für Aktien und Immobilien steigen und es gibt eine generell positive Stimmung. Die zunehmenden Risiken durch die zunehmende Überbewertung von Aktien und Immobilien werden ignoriert. Negative Nachrichten führen zum Platzen der Blase und Aktien und Immobilien fallen im Wert. Investitionen, Konsum, Wachstum und Steuereinnahmen fallen, die Arbeitslosigkeit, Budgetdefizite explodieren und die Wirtschaft schlittert in eine tiefe Rezession. Das Finanzsystem ist schwer getroffen und die Staaten müssen die Banken und das Finanzsystem retten.

Der IWF hat bereits nach der Asien Krise im World Economic Outlook 1998 auf die Häufung von Finanzkrisen hingewiesen. Danach gab es zwischen 1975 und 1997 in 22 Industrie- und 31 Entwicklungsländern, insbesondere Emerging Markets, insgesamt 158 Währungskrisen, welche sich insbesondere durch einen beträchtlichen Druck auf die Wechselkurse manifestierten, und 54 Banken Krisen.

Diese Krisen waren mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden. Der Verlust an Bruttoinlandsprodukt (BIP) pro Krise waren beträchtlich:

Tabelle 1: Finanzkrisen 1975–1997

Art der Krise	Kostenkrise in % des BIP
158 Währungs Krisen	4,3%–7,1% je Krise
55 Währungs Crashes	7,1%–10,1% je Krise
54 Banken Krisen	1,6%–14,2% je Krise
32 Währungs- und Banken Krisen	14,4%–18,5% je Krise

Quelle: *World Economic Outlook* (1998)

Es sind dies Durchschnittswerte aus den untersuchten Ländern, wobei die Emerging Market-Länder im Durchschnitt höhere Verluste aufwiesen.

Im Zuge der jüngsten Krise hat der IWF (*Laeven/Valencia*, 2008) festgestellt, dass es von 1970–2007 eine Vielzahl von Finanzkrisen gab – 124 Bankenkrisen, 208 Währungskrisen, 63 Staatsschuldenkrisen. Dabei kam es zu 42 doppelten Finanzkrisen (Banken- und Währungskrisen) und zu 10 dreifachen Finanzkrisen (Banken-, Währungs- und Staatsschuldenkrisen) bei denen die Krisen interagierten und daher besonders schwere Krisen verursachten. Für Indonesien zB betrug die budgetären Kosten der Asien Krise, die 1997 begann, 52% des BIP und die Wachstumsverluste summierten sich auf 68% des BIP. Schweden konnte in seiner Krise Anfang der 1990iger Jahre nach dieser IWF Studie die budgetären Kosten mit 0,2% des BIP zwar relativ niedrig halten, weil es die Banken verstaatlichte und die Anteile später dann zu hohen Preisen verkaufte, die Wachstumsverluste summierten sich aber trotzdem auf über 30% des BIP.

Die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise nahm 2007 von der Subprime Krise im Immobiliensektor in den USA ihren Ausgang. Es war dies ein typischer Boom/Krisen Zyklus mit massiven Preisanstiegen von Immobilien im Boom und einem Preisverfall in der Krise. Durch die Verbriefung der Kredite mit Anleihen die weltweit verkauft wurden, wurde der gesamte Finanzsektor, insbesondere die Banken, belastet. Dies hat zu krisenhaften Entwicklungen im weltweiten Finanzsystem geführt.

Auch in dieser Krise hat sich der Euro als Schutzschild bewährt. Ohne Eurosystem wären die Liquiditätszuführungen für das EU Bankensystem nicht so effizient möglich gewesen. Auch eine Koordination der Lender of Last Resort Funktion der EU Notenbanken wäre äußerst schwierig gewesen. Innerhalb von Stunden nach dem Versiegen der Liquidität im Bankensystem und auf den Geldmärkten am 9. August 2007 pumpte das Eurosystem € 94 Mrd in den Markt. Auch danach wurde immer wieder Liquidität zur Verfügung gestellt. Die Beträge bei der normalen längerfristigen Refinanzierung (1 Monat) stiegen von € 150 Mrd auf € 265 Mrd, während die kurzfristige Refinanzierung von etwa € 300 auf € 200 Mrd fiel. Dazu zusätzlich längerfristige Refinanzierung (3 Monate) € 40 Mrd am 23. 8. und € 75 Mrd am 12. 9. 2007. Über das Jahresende 2007 wurden € 348 Mrd Refinanzierung gewährt. Zusätzlich wurden den EU Banken je € 10 Mrd am 17. und 20. 12. 2007 für einen Monat über eine Swap Vereinbarung mit der Fed zur Verfügung gestellt.

Ohne Euro wäre auch die Koordination von Maßnahmen zwischen den EU Notenbanken und mit anderen Zentralbanken wie der Fed schwierig gewesen. Auch gemeinsame und wirksame zinspolitische Schritte wären ohne Euro nur schwer möglich gewesen. Während das Eurosystem hier gemeinsam mit den anderen EU

Notenbanken agierte, konnten Vorschläge für einen gemeinsamen EU-Fonds zur Finanzmarktstabilisierung nicht durchgesetzt werden.

In diesem Bereich bestand Handlungsbedarf, da der Euro zwar vor Währungs-, nicht aber vor Banken Krisen schützt. So haben die meisten EU Mitgliedstaaten ihre eigenen nationalen Bankenpakete zur Rettung ihrer Banken geschnürt. Die EU hat dennoch eine wichtige Rolle gespielt. Im Oktober 2008 trafen sich die Staatsschefs des Euroraums und später jene der gesamten EU, um gemeinsame Rahmenbedingungen für die Stabilisierungsmaßnahmen zu vereinbaren. Man einigte sich Garantien und Maßnahmen für die Rekapitalisierung der Banken zu gewähren. Darüber hinaus wurde ein Mindestniveau von € 50.000,- für die Einlagensicherung pro Person vereinbart. So wurde ein Rahmen für die Krisenbewältigung geschaffen. Die Europäische Kommission und das Eurosystem erarbeiteten Richtlinien für die detaillierte Ausgestaltung der Maßnahmen (zugelassene Instrumente, Preise und Bedingungen). So wurde die Gefahr eines Subventionswettlaufs und eine Verzerrung des Wettbewerbs zwischen einzelnen Banken vermieden. Während der Euroraum und die EU mit diesen Schritten auch politische Handlungsfähigkeit bewiesen und einen Rückfall in protektionistische Politik verhindert haben, verbleiben doch große Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten. Die Ausbalancierung der Interessen der Banken, der Aktionäre, der Steuerzahler und der Finanzstabilität bleibt nationale Angelegenheit. Das Ausmaß der bereitgestellten Summen unterscheidet sich drastisch von Staat zu Staat. In einigen neuen EU Staaten gibt es keine Bankenpakete. Mittlerweile hat sich die Finanzkrise zur schwersten Wirtschaftskrise seit den 1930iger Jahren entwickelt mit negativen Rückwirkungen auf den Finanzsektor. Die Finanzkrisen der 1990iger Jahre waren lokale Krisen in denen sich die Länder durch Abwertungen und damit erhöhter Auslandsnachfrage für ihre Exporte retten konnten. Die jetzige Krise ist bedrohlicher, da sie weltweit ist und die Exporte als Konjunkturmotor ausfallen. Im Gegenteil wird durch den Rückgang der Exporte die Rezession sogar noch verstärkt. Die für ein Wirtschaftswachstum erforderliche Nachfrage kann daher nur durch den Staat geschaffen werden.

Die gesamte EU, ihre Mitgliedstaaten, das Eurosystem und die internationale Staatengemeinschaft haben gemeinsam und zielgerichtet gehandelt: mit ausreichender Liquiditätsausstattung der Banken, Unterstützung der Banken mit Rekapitalisierungs Maßnahmen, Garantien und mit Konjunkturpaketen. So wurde ein konsistenter Rahmen, eine gemeinsame Methode der Krisenbewältigung gefunden. Mittlerweile haben die Mitgliedstaaten Garantien in Höhe von über € 2.000 Billionen für Bankanleihen und € 268 Mrd für Rekapitalisierungs Maßnahmen bereitgestellt.

Als Antwort auf die Krise hat die EU im Dezember 2008 den European Economic Recovery Plan (EERP) verabschiedet. Der Plan sieht vor, dass die Mitgliedstaaten zur Bewältigung der Wirtschaftskrise ein Konjunkturpaket von rund € 200 Mrd (1,5% des BIP) schnüren. Nationale und europäische Konjunkturmaßnahmen zur Begrenzung der realen Auswirkungen der Finanzkrise sollten rasch, zielgerichtet und zeitlich befristet umgesetzt werden. € 30 Mrd stammen aus EU Mitteln (Struktur- und Sozialfonds), € 5 Mrd sollen für die Weiterentwicklung von Projekten im Bereich Energienetze und Breitbandinternet aufgewendet werden. € 11 Mrd stammen aus Mitteln der Kohäsionspolitik und die EIB hat die Finanzierungsfazität für KMU um € 15 Mrd erhöht.

Die Einigung auf eine gemeinsame Anstrengung zur Konjunkturstabilisierung vermeidet Trittbrettfahrer und ist wesentlich wirksamer als nationale Alleingänge. So muss kein Land fürchten, dass eigene Budgetausgaben der Wirtschaft im Ausland zugute kommen, während die Nachbarstaaten die Hände in den Schoß legen. Die EU hat sich hier als wirksamer Koordinationsrahmen bewährt.

Eine verbesserte Regulierung und Aufsicht über den Finanzsektor ist auch eine der Lehren aus dieser Krise. In einem globalisierten Umfeld kann ein einzelner Staat diese Aufgabe nicht mehr effizient wahrnehmen, es wird daher Aufgabe der EU sein hier ordnend einzugreifen.

Die EU hat ein Beratungsgremium hochrangiger Experten beauftragt, Vorschläge auszuarbeiten, die sogenannte „de Larosière Gruppe“. Der Bericht dieser Gruppe wurde Ende Februar 2009 vorgelegt, und sieht die Schaffung eines europäischen Forums für makroprudenzielle Aufsicht unter Leitung der EZB vor, und eine verstärkte Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden in mikroprudenziellen Fragen. Zudem ist eine Harmonisierung der Finanzmarktregelungen, Aufsichtskompetenzen und Sanktionsvorschriften bis 2013 vorgesehen. Langfristig sollen drei EU-Aufsichtsbehörden für die drei Marktsektoren Banken, Versicherungen und Pensionsfonds entstehen und somit ein integriertes europäisches System der Finanzaufsicht (European System of Financial Supervision – ESFS) errichtet werden. Das ESFS soll gemäß dem Vorschlag ein politisch unabhängiges Organ sein, das mit Entscheidungsbefugnissen in der grenzüberschreitenden Aufsicht ausgestattet ist.

5. Weiterentwicklung der Europäischen Finanzarchitektur

Die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise hat Schwächen in der Europäischen Finanzarchitektur schonungslos offen gelegt. Hier ist insbesondere die Problematik, dass die voll liberalisierten Finanzmärkte im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) und im EU Binnenmarkt durch übermäßige Wechselkursschwankungen destabilisiert werden können, zu nennen. Wechselkursschwankungen wurden durch den Euro zwar innerhalb des Euroraums beseitigt, sind aber mit den anderen Ländern, die durch die EU oder EWR Mitgliedschaft am EU Binnenmarkt teilnehmen, noch immer möglich. Erinnern wir uns an die 1990er-Jahre zurück, als es massive Wechselkursschwankungen zum Schaden aller gab.

In der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise kam es zu Währungskrisen (Island) oder doch zumindest zu starken Abwertungen (Großbritannien, Ungarn, Polen, Rumänien usw). Diese Wechselkursprobleme haben dazu geführt, dass verschiedentlich eine Euroisierung (Übernahme des Euro als nationale Währung) vorgeschlagen wurde (*Financial Times*, 2009). Dies wäre eine Ausdehnung der Schutzschirm Funktion des Euro, über die Euro Länder hinaus, auch auf Nicht Euro EU-Länder. Diese Option wurde von der EU bisher immer abgelehnt und auf die normalen Beitrittsverfahren nach dem EU-Vertrag verwiesen. Die Euroisierung bringt den Ländern auch eine Reihe von Nachteilen die ich bereits in meinem Artikel über die Verwendung des Euro in Zentral- und Osteuropa (*Nauschnigg*, 2003) darlegte, und wo ich zu dem Schluss kam, dass der beste Weg zum Euro für die neuen EU Mitgliedsländer über die im EU-Vertrag vorgesehene Erfüllung der Konvergenzkriterien führt.

Anschließend wird kurz auf die Island Krise im EWR, die Krisen in neuen EU-Mitgliedsländern, sowie die Probleme im Euroraum eingegangen und ein umfassender Ansatz zur Stärkung der Europäischen Finanzarchitektur vorgeschlagen.

5.1 Island Krise

Island war Anfang der 1990iger Jahre noch eine stark regulierte Volkswirtschaft in der der Staat auch noch Beteiligungen an den Banken besaß. Island wurde dadurch von den Finanzkrisen Anfang der 1990iger Jahre verschont und die Diskussionen im EFTA Wirtschaftskomitee, an denen ich damals teilnahm, beschäftigten sich insbesondere mit den Krisen in den nordischen EFTA Ländern. Die Diskussionen zu Island waren nicht sehr aufregend. Island bekam aber 1991 einen Premierminister (*David Oddson*, 1991-2004) der Neoliberale Ziele verfolgte und unter dem Motto „*mehr Privat weniger Staat*“ eine umfassende Liberalisierungs-, Deregulierungs- und Privatisierungspolitik umsetzte. Anschließend wurde er Gouverneur der Isländischen Notenbank und war bei der Bewältigung der isländischen Finanzkrise nicht sehr erfolgreich. Er wurde von der neuen isländischen Regierung, die im Februar 2009 zur Bewältigung der Finanzkrise antrat, zum Rücktritt gezwungen.

In Island kam es zu einem klassischen Boom/Krisen-Zyklus wie in den anderen nordischen Ländern. Die umfassende Liberalisierung, Deregulierung und Privatisierung führte dazu, dass sich auf den deregulierten Finanzmärkten Kreditbooms und spekulative Blasen entwickelten. Als die Notenbank den Boom durch restriktive Zinspolitik dämpfen wollte, wurde diese durch Fremdwährungskredite und *carry trades* unterlaufen, was die Risiken für die Volkswirtschaft beträchtlich erhöhte. Die isländischen Banken drängten in das Auslandsgeschäft und wuchsen sehr rasch. Am Schluss betrug ihre kombinierte Bilanzsumme etwa das 10-fache des isländischen Bruttoinlandsproduktes. Die Banken waren aber im internationalen Vergleich relativ effizient, gut mit Kapital ausgestattet und hatten ein gutes Rating.

Was aber übersehen wurde war, dass sie zu groß für Island geworden waren und die Notenbank kein effektiver *Lender of Last Resort* mehr war. Die Finanzkrise im Sommer 2007 brachte Liquiditätsprobleme für die isländischen Banken, da die isländischen Behörden diese nicht lösen konnten, entwickelten sie sich zu Solvenzproblemen. Gleichzeitig kam die isländische Währung unter starken Abwertungsdruck. Die Währungs- und die Bankenkrise verstärkten sich gegenseitig, da durch die starke Abwertung die Fremdwährungskredite für die Kreditnehmer in nationaler Währung explodierten. Erst als die Währungs- und die Bankenkrise auch eine Staatsschuldenkrise verursacht hatte und die Verschuldung des isländischen Staates von etwas über 20% des BIP auf über 100% der BIP explodiert war, wurde der Kapitalverkehr entliberalisiert, die Banken verstaatlicht und viel zu spät der IWF zu Hilfe gerufen.

5.2 Krisen in neuen EU Mitgliedsländern

Ein ähnlicher Boomzyklus entwickelte sich auch in den neuen EU-Mitgliedsländern nach einem umfassenden Liberalisierungs- Deregulierungs- und Privatisierungsprozess. Auch in diesen Ländern entwickelten sich auf den deregulierten Fi-

nanzmärkten Kreditbooms und spekulative Blasen und eine restriktive Zinspolitik wurde durch Fremdwährungskredite und Carry trades unterlaufen.

Das Wachstum wurde durch hohe Kapitalzuflüsse mit hohen Leistungsbilanzdefiziten finanziert und die Risiken (*Nauschnigg*, 2008), wie zu rasches Kreditwachstum, Fremdwährungskredite und die Volatilität der Kapitalflüsse, ignoriert.

Als im September 2008 die Investmentbank *Lehman* und kurz darauf Island pleite gingen, kam es zu Ansteckungseffekten in den neuen EU Mitgliedsländern. Ungarn wurde unmittelbar nach Island im Oktober 2008 von einer Finanzkrise betroffen und musste durch eine gemeinsame Aktion von IWF, EU und anderen internationalen Finanzinstitutionen gerettet werden. Dies obwohl Ungarn seit 2006 seine Fundamentaldaten, insbesondere sein Budgetdefizit und seine Leistungsbilanz substantiell verbessert hatte. Auch Lettland musste durch EU und IWF gerettet werden.

Anfang 2009 gab es auch starke Ansteckungseffekte für neue EU-Mitgliedsländer mit guten Fundamentaldaten wie zB Tschechien oder Polen deren Währungen unter starken Abwertungsdruck kamen. Auch Banken und Länder aus dem Euro Raum wie Österreich litten unter diesen Effekten.

Während die Währungen der neuen EU-Mitgliedsländer noch vor kurzem unter Aufwertungsdruck standen und diese Länder mit Kapital geflutet wurden, stehen sie nun vor dem Problem genug Kapital zur Finanzierung ihrer Volkswirtschaften anzuziehen und kämpfen mit Kapitalabflüssen. Dies obwohl diese Länder meist nur eine niedrige Staatsverschuldung und sehr oft keine Budgetdefizite und sogar Budgetüberschüsse aufwiesen. Sie sind durch die Finanzmärkte gezwungen restriktive Budget- und Geldpolitiken umzusetzen. Dadurch entsteht die Gefahr einer erneuten Teilung Europas in Ost und West. Während im Westen durch expansive Budget- und Geldpolitiken die Rezession bekämpft wird, wird sie im Osten durch restriktive Budget- und Geldpolitiken, die pro-zyklisch wirken, verschärft.

5.3 Probleme im Euroraum

Wechselkursschwankungen wurden durch den Euro zwar innerhalb des Euroraums beseitigt, aber viele Euro Länder kämpfen mit den stark gestiegenen Spreads (höhere Zinsen auf ihre Staatsanleihen im Vergleich zu Deutschland) den sie für ihre Staatsanleihen bezahlen müssen. Nachdem diese Spreads durch die Finanzmärkte in den letzten Jahren zu niedrig ausgefallen waren, oft nur 10–20 Basispunkte (Bp) zwischen zB Deutschland und Italien, sind sie seit Beginn der Finanzkrise rasch angestiegen und überschießen inzwischen nach oben mit über 200 Bp für Griechenland und Irland. Auch im Falle Österreichs stiegen die Spreads auf über 100 Bp. Diese zu hohen Spreads machen für die betroffenen Länder die Finanzierung der expansiven Fiskalpolitik, um die fehlende private durch öffentliche Nachfrage zu ersetzen und die Rezession zu bekämpfen, unnötig teuer.

5.4 Umfassender Ansatz zur Stärkung der Europäischen Finanzarchitektur

Anstelle der bisherigen ad hoc Ansätze der Unterstützung von Ländern in finanziellen Schwierigkeiten wird im Folgenden ein umfassender Ansatz zur Stär-

kung der Europäischen Finanzarchitektur vorgeschlagen. Wir müssen die Europäische Integration stärken und vertiefen, oder wir riskieren einen Rückfall in nationale Protektionismen.

In Boom Phasen der Wirtschaft sollte eine restriktive Fiskalpolitik zu Dämpfung des Booms verwendet werden. Dies da eine restriktive Geldpolitik wie die Beispiele Island und die neuen EU Mitgliedsländer zeigen, bei voll liberalisierten Finanzmärkten eine restriktive Zinspolitik durch Fremdwährungskredite und Carry trades unterlaufen wird.

Dies sollte allerdings nicht durch traditionelles *Keynesianische Nachfrage Management* erfolgen.

Im Boom sollte eine „Kreditwachstums Stabilisierungs- Steuer“ (KSS) auf alle neu aufgenommen privaten Kredite eingeführt werden, um das Kreditwachstum zu verlangsamen. Die Einnahmen aus dieser Steuer würden nicht in das Budget sondern in einen „Zyklischen Stabilisierungs- Fonds“ (ZSF) fließen, der in der Rezession eingesetzt werden könnte.

Die KSS würde eingehoben werden, wenn das Kreditwachstum im Vergleich zum nominellen BIP Wachstum exzessiv ausfällt. Es könnte mit einem Steuersatz von 1 Prozentpunkt auf alle privaten Kredite begonnen und bei Bedarf auf 2, 3, 4, 5 oder mehr Prozentpunkte erhöht werden um das Kreditwachstum zu dämpfen. Um Fremdwährungskredite unattraktiv zu machen, sollten diese mit einem zusätzlichen Steuersatz von 2–4 Prozentpunkten im Vergleich zu Krediten in nationaler Währung belegt werden. Niedrigere Steuersätze für volkswirtschaftlich wichtige Investitionen könnten überlegt werden. Um die Umgehung durch andere Finanzinstrumente zB Leasing zu vermeiden wären diese ebenfalls der Steuer zu unterziehen. Steuerschuldner wäre der Kreditnehmer, die Steuer würde allerdings über die Kreditgeber eingehoben werden. Die Steuer würde auch für Kredite aus dem Ausland gelten. Um eine Steuerhinterziehung unattraktiv zu machen sollten Kreditnehmer und Kreditgeber zu hohen Strafzahlungen verpflichtet werden (zumindest jeweils das doppelte des hinterzogenen Betrages).

Alle Einnahmen aus dieser Steuer würden in den ZSF fließen. Dies erlaubt es den Ländern im Boom eine Überhitzung zu vermeiden und Reserven für die Krise zu schaffen die dann antizyklisch eingesetzt werden können. In Österreich könnte die bestehende Kreditvertragsgebühr entsprechend adaptiert werden.

Wir haben in Österreich ja bereits Erfahrungen mit dem antizyklischen Einsatz von Instrumenten im Finanzsektor. Als wirtschaftspolitischer Berater des Finanzministers verhandelte ich einen antizyklischen Einsatz der Bausparförderung. Dies wurde dadurch erzielt das die Förderung an den Zinssatz gekoppelt wurde - hohe Zinsen = hohe Bausparförderung, niedrige Zinsen = niedrige Bausparförderung. Dies funktioniert mittlerweile seit 10 Jahren problemlos und wirkt der prozyklischen Tendenz des Finanzsektors entgegen.

Das System von KSS und ZSF ist der verschiedentlich vorgeschlagenen Dämpfung eines Booms durch höhere Zinsanhebungen durch die Notenbanken (*leaning against the wind*) überlegen. Es wirkt nicht nur auf die kurzfristigen Zinsen, sondern unmittelbar auf das ganze Zinsspektrum, kann selektiver eingesetzt werden (nur Privatkredite) und kann im Euro Raum auch regional spezifischer eingesetzt werden, zB wenn es eine Kreditblase mit einem Immobilienboom in Spanien gibt, müssen nicht die Zinsen für den ganzen Euro Raum erhöht werden.

Zusätzlich werden Reserven für die Abschwungphase geschaffen die antizyklisch eingesetzt werden können.

Wir müssen als Reaktion auf die Krise die Europäische Integration vertiefen, oder wir riskieren die Entwicklung von Desintegrationstendenzen und protektionistischen Entwicklungen.

In der jetzigen Abschwungs- und Rezessionsphase schlage ich folgende fünf konkreten Maßnahmen zu Stärkung der Europäischen Finanzarchitektur vor:

Erstens, Schaffung einer € 200 Mrd großen antizyklischen Fazilität für Euroraum-Mitgliedsstaaten. Die EU würde dazu Anleihen begeben und die damit erhaltenen Mittel mit einem Aufschlag an Euroraum Mitgliedsstaaten die sich darum bewerben weitergeben. Der Aufschlag könnte fix (zB 50 Bp) oder variabel (zB 20 Bp), plus 10 Bp für jeden Prozentpunkt den Budgetdefizit über 3% liegt und für jede 10 Prozentpunkte, die der Schuldenstand über 60% liegt; bei einem Defizit von 5,1% und einem Schuldenstand von 81% daher 60 Bp Aufschlag). Jedes Land könnte bis zu 10% seines BIP aus dieser Fazilität erhalten. Die Verteilung der Mittel würde durch die Eurogruppe entschieden, die auch über eine allfällige Erhöhung der 200 Mrd. und der 10% BIP Grenze entscheiden müsste. Die Rechtsbasis für die Fazilität wäre Artikel 100 des EU-Vertrages. Durch diese Fazilität könnte die Solidarität im Euroraum gestärkt und die derzeit überschießenden Spreads gesenkt werden.

Zweitens, für EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums wurde durch den Europäischen Rat am 19./20. März 2009 nach intensiven österreichischen Lobbying eine Erhöhung der Beistandsfazilität der EU zur Zahlungsbilanzstützung von € 25 auf 50 Mrd beschlossen. Eine weitere Erhöhung dieser Fazilität auf € 100 Mrd könnte überlegt werden, da diese Länder hohe Finanzierungsbedürfnisse besitzen und diese neben der Zahlungsbilanzfinanzierung auch zur Finanzierung antizyklischer Fiskalpolitiken, bzw von Bankenunterstützungspaketen dienen könnte. Damit würden auch insbesondere die neuen EU-Mitgliedsländer in die Lage versetzt, die Rezession durch erhöhte Staatsausgaben zu mildern.

Drittens, Schaffung einer Beistandsfazilität der EU zur Zahlungsbilanzstützung und Makrofinanzhilfe über € 50 Mrd für EWR, EU Beitrittskandidaten und potentielle Beitrittskandidaten, EFTA, und für die EU bedeutende Nachbarländer. Sie könnte wie die Fazilität für die EU Länder funktionieren (EU nimmt auf Finanzmärkten Gelder auf und gibt sie mit Aufschlag an Länder die sie beantragen weiter).

Die beiden Fazilitäten könnten gemeinsam mit dem IWF die Finanzierung von Krisenländern übernehmen wie es zB im Falle Ungarn, Lettland bereits erfolgte. Die EU Mittel könnten zusätzlich zu den IWF Mitteln zur Verfügung gestellt werden und speziell der Finanzierung von Antizyklischen Politiken und Bankenpaketen dienen. Die Kritik an der pro Zyklizität von IWF Programmen, die die Krise vertiefen, wie sie zB von Nobelpreisträger *Josef Stiglitz* geäußert wird könnte damit entkräftet werden.

Viertens, durch diese Fazilitäten würde ein EU Anleihenmarkt von bis zu € 350 Mrd geschaffen werden. Investoren würde mit EU-Anleihen eine attraktive Veranlagung mit niedrigem Risiko geboten. Die Risiken für die EU wären äußerst gering, da nicht zu erwarten ist, dass europäische Länder diese Kredite nicht zurückzahlen können. Zusätzlich sollten mit den Erträgen aus den Aufschlägen Reserven gebildet werden. Diskussionen um gemeinsame Anleihen von Euroraumländern scheiterten bisher am Veto Deutschlands, welches auch für sich selbst dadurch

höhere Finanzierungskosten befürchtete. Andere Vorschläge gehen in Richtung eines zentralen Fonds zur Staatsfinanzierung (Boonstra, 2009). Allen ist aber gemeinsam, dass sie argumentieren, dass die Schaffung eines EU-Anleihenmarktes den Euro zweifellos stärken würde.

Fünftens, sollten bilaterale Swaps oder Repo Fazilitäten zwischen dem Eurosystem und andern EU und Europäischen Notenbanken etabliert werden. Bei den Repo Fazilitäten sollten auch nicht auf Euro lautende Staatsanleihen (mit entsprechendem Hair cut) als Besicherung akzeptiert werden. In Asien wurden gerade die unter der Chiang Mai Initiative geschaffenen bilateralen Swap Vereinbarungen in einem gemeinsamen Fonds von 120 Mrd US Dollar zusammengefasst. Warum sollten wir nicht in Europa einen ähnlichen Fonds in der Größenordnung von € 100 Mrd schaffen. Zusätzlich könnte überlegt werden, einen Teil der Währungsreserven des Eurosystems in anderen Europäischen Währungen zu investieren. Dies brächte für das Eurosystem niedrigere Volatilität und höhere Zinserträge als eine Veranlagung in Yen oder Dollar und würde den Notenbanken der anderen Länder bei der Stabilisierung ihrer Währungen helfen.

Eine Umsetzung der vorgeschlagenen Maßnahmen würden den Euroraum-, EU- und andern europäischen Ländern helfen antizyklische und Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems umzusetzen. Damit würde das Wachstum stabilisiert und die Arbeitslosigkeit bekämpft werden. Wenn wir die Stabilisierung Zentral- und Osteuropas nur dem IWF überlassen, bekommen wir in diesen Ländern prozyklische Fiskal- und Geldpolitiken die die Rezession vertiefen, mit negativen Effekten auf unsere Exporte und unsere Investitionen in diesen Ländern. Damit sind negative Folgen auch für unsere Konjunktorentwicklung im Euroraum verbunden.

Rasche Hilfe ist erforderlich bevor sich die Liquiditätskrisen in den Ländern zu Banken- oder sogar Staatsschuldenkrisen entwickeln.

Diese Region ist langfristig ein Wachstumsmarkt für die europäische Wirtschaft und für ganz Europa von strategischem wirtschaftlichem Interesse.

Die Finanzmärkte würden stabilisiert, unsere Volkswirtschaften stimuliert, Marktversagen korrigiert und die europäische Integration vertieft. Eine Zone der monetären Stabilität könnte rund um den Euroraum errichtet werden, was zu substantiellen Wohlfahrtsgewinnen für alle beteiligten Länder führen würde. Dies alles ohne Kosten für den europäischen Steuerzahler.

Die Solidarität in der EU würde gestärkt. Hier ist vor allem der Einsatz der Mittel der EU-Strukturfonds zu erwähnen, die für die neuen Mitgliedsstaaten für die nächsten vier Jahre rund € 150 Mrd vorsehen. Aber Solidarität in der EU kann keine Einbahnstraße sein. Die vertiefte Integration der EU könnte auch zu einem big bargain führen in dem die neuen EU-Mitgliedsländer politisch wesentlich enger mit den Euroraum Staaten kooperieren.

Literaturverzeichnis

Boonstra, W., Special: Make the euro stronger; Rabobank Economic Research Department (2009)

European Commission, Effizienz, Stabilität und Verteilungsgerechtigkeit - Eine Entwicklungsstrategie für das Wirtschaftssystem der Europäischen Gemeinschaft (Bericht einer von der Kommission der EG eingesetzten Studiengruppe unter der Leitung von T. Padoa-Schioppa), (1987)

Financial Times, Eastern intentions, 8; IMF urges eastern EU states to adopt euro, 1 (6. 4. 2009)

Jonung, L., The financial crisis of today: a rerun of the past? Europäische Kommission, http://ec.europa.eu/economy_finance/een/012/article_7376_3n.htm (2009)

Laeven, L./Valencia, F., Systemic Banking Crises: A New Database, IMF Working Paper WP/08/224 (2008)

Minsky, H., John Maynard Keynes; Columbia University Press (1975)

Nauschnigg, F., Harter Schilling = Zinersparnis; Bringt die stabilitätsorientierte Währungspolitik für die österreichische Wirtschaft den Vorteil eines vergleichsweise niedrigeren Zinsniveaus? Finanznachrichten (FN 45, 11. November 1993)

Nauschnigg, F., Österreichs EWS-Beitritt, WPBl 1/1995

Nauschnigg, F., Internationale Finanzarchitektur im Zeitalter der Globalisierung, in *Häupl, M.* (Hrsg), Wirtschaft für die Menschen, Alternativen zum Neoliberalismus im Zeitalter der Globalisierung (2003)

Nauschnigg, F., Kapitalverkehrsliberalisierung, in Globalisierung und Kapitalverkehr, WPBl 4/2003

Nauschnigg, F., The Euro and the Use of Foreign currencies in Central and Eastern Europe, in *INFER Studies Vol. 8, The Euro in Eastern Europe: Options for the Monetary and Currency Regime* (2003)

Nauschnigg, F., The Austrian Experience with Financial Transformation through EU/EMU Membership - Possible Lessons for CEE Countries, in *Financial Sectors Development in Central and Eastern European Countries and EU Integration* (2005)

Nauschnigg, F., European Economic Integration - Economic benefits and risks - Fast credit growth, volatility of capital flows and foreign currency circulation. Konferenzbeitrag zur Konferenz: Financial stability around the Euro area in the context of global market turmoil; Euro 50 Group Meeting Budapest - July 1-2, 2008 in der Ungarischen Nationalbank (2008)

Reinhart, C./Rogoff, K., This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises; NBER Working Paper 13882 (2008)

UNCTAD, Report of the expert meeting on the growth of domestic capital markets, particularly in developing countries, and its relationship with foreign portfolio investment. TD/B/COM.2/12, TD/B/COM.2/EM.4/3; 17 June 1998

Abstract

JEL-No: G01, G15, G18, F32, F33

The Euro as a protective shield in the financial crisis

The Euro acts as a protective shield in the world wide financial and economic crisis and protects the euro area countries against currency crisis and exchange rate fluctuations. The number of financial crises increased since the break down of the Bretton Wood System in 1971 e.g. EMS crises in the EU between 1992-1995. Boom/Bust Cycles develop in deregulated financial markets – examples Sweden, Finland, Iceland, Central and Eastern Europe. Warnings about the inherent instability of fully liberalized financial markets and market failure were not taken seriously. Strong exchange rate fluctuations show weaknesses in the European Financial Architecture.

A comprehensive strengthening of the European Financial Architecture is proposed. In the Boom a credit growth stabilisation tax (CGST) on all new private sector credit, to limit credit growth is proposed. The receipts of this tax flow into a cyclical stabilisation fund (CSF) to be used in the bust.

In the current crisis five concrete measures are proposed:

- € 200 billion financing facility for euro area member states
- EU facility for balance of payments assistance was increased from € 25 to 50 billion by the European Council in March 2009 for other EU member states; if necessary an increase to € 100 billion could be decided.
- € 50 billion balance of payments and macro financial assistance facility for other European countries
- Creation of an EU wide bond market in Euro with these bonds emitted and backed by the EU
- Bilateral Swaps or Repo facilities between the Eurosystem other European central banks

This would help stabilize financial markets, stimulate the economies, correct market failure and deepen European Integration. A zone of monetary stability would be created around the euro area with substantial welfare gains for all participating countries with no cost for the EU taxpayer.