

Wenn der Markt regiert

MAX-PLANCK-INSTITUT FÜR GESELLSCHAFTSFORSCHUNG
MAX PLANCK INSTITUTE FOR THE STUDY OF SOCIETIES



Marina Hübner ist Postdoktorandin am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung in Köln.

Marina Hübner

Wenn der Markt regiert

Die Politische Ökonomie der
Europäischen Kapitalmarktunion

Campus Verlag
Frankfurt/New York

ISBN 978-3-593-51154-2 Print

ISBN 978-3-593-44318-8 E-Book (PDF)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Trotz sorgfältiger inhaltlicher Kontrolle übernehmen wir keine Haftung für die Inhalte externer Links.

Für den Inhalt der verlinkten Seiten sind ausschließlich deren Betreiber verantwortlich.

Copyright © 2019 Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main

Umschlaggestaltung: Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main

Umschlagmotiv: Gebäude des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung, Köln

Satz: Thomas Pott, MPIfG

Gesetzt aus der Garamond

Druck und Bindung: CPI buchbücher.de, Birkach

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier.

Printed in Germany

Inhalt

Vorwort	9
Kapitel 1	
Einleitung	11
1.1 Fiskalische Solidarität als Risikoteilung in der Eurozone	14
1.2 Das Argument: Der Markt als Ausweg aus der Euro-Reformblockade	20
1.3 Methodologie, empirisches Vorgehen und Aufbau der Arbeit	30
Kapitel 2	
Die globale Finanzkrise und die Resilienz von Vermarktlichung	39
2.1 Grenzen der Machtressourcenthese	39
2.2 Politische Steuerung in einer »Währungsunion ohne Staat«	46
2.2.1 Steuerungsmodi in der EU: Regieren durch Regulierung	46
2.2.2 Das Euro-Experiment: Selbstentmachtung der Politik	53
2.2.3 Wenn der Markt regiert: Regulative Steuerungstechniken zur Stabilisierung des Euros	65

Kapitel 3

Das Kreditgeldsystem als öffentlich-private Partnerschaft:

Sonderfall Europäische Währungsunion 71

3.1 Eine kleine Geschichte des Geldes 74

3.2 Vertikaler Aufbruch der öffentlich-privaten Partnerschaft als
Auslöser der Eurokrise 80

3.3 Zusammenfassung 94

Kapitel 4

Risikoeinhegung, Risikoteilung und Risikokonzentration

in der Finanz- und Eurokrise 97

4.1 Das Krisenmanagement der EZB in der globalen Finanzkrise,
2007 bis 2009 102

4.2 Die Euro-Rettungspolitik der EZB, 2010 bis 2012 121

4.3 Die risikokonzentrierenden Effekte geldpolitischer
Kriseninterventionen 142

4.4 Zusammenfassung 147

Kapitel 5

Vom Risiko zur Lösung der Risikoteilungsproblematik:

Das Comeback der Kreditverbriefung 149

5.1 Für Verbriefungsmärkte gegen Verbriefungsmärkte:
Die marktformende Rolle der EZB, 2009 bis 2012 151

5.2 Grenzen der Austerität: Neue Handlungsspielräume durch
innovative Finanzinstrumente, 2012 bis 2017 161

5.3 Zusammenfassung 181

Kapitel 6	
Das Gespenst der Transferunion: Der transnationale Markt als automatischer makroökonomischer Stabilisator	185
Kapitel 7	
Schlussbetrachtung	201
7.1 Theoretische Reflexion und kontingente Generalisierung der Ergebnisse	206
7.2 Quo vadis, Euro? Tentative Überlegungen zur Zukunft der Europäischen Währungsunion	213
Anhang	219
A Das Projekt Kapitalmarktunion im Überblick	219
B Geldpolitische Implementation und Transmission – technische Details	223
C Interviews, Konferenzen und Workshops	237
Abbildungen und Tabellen	239
Abkürzungen	241
Literatur	243

Vorwort

Die Erinnerungen an die Schrecken der globalen Finanzkrise sind weitgehend verblasst. »Kreditmüll«, »toxische Verbriefungen« und »Schattenbanken« – Schlagworte, die damals in aller Munde waren, sind mittlerweile aus dem öffentlichen Diskurs verschwunden. Der Schattenbankensektor läuft längst unter dem Stichwort marktbasierendes Finanzsystem. Und auch die politische Bewertung von Kreditverbriefungen hat sich gewandelt. Mehr noch: In der Europäischen Union steht mit der Kapitalmarktunion ein Projekt auf der politischen Agenda, dessen Ziel gerade darin besteht, den Anteil marktbasierter Finanzintermediation in Europa zu erhöhen. Wie lässt sich diese Entwicklung erklären?

Als Doktorandin am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung hatte ich die Gelegenheit, dieser Frage in den Jahren zwischen 2014 und 2018 nachzugehen. Die Ergebnisse werden in dem vorliegenden Buch vorgestellt. Dass dieses Projekt einen guten Abschluss gefunden hat, verdanke ich vor allem Martin Höpner. Sein Vertrauen in meine Fähigkeiten, die kritische Auseinandersetzung mit meinen Ideen sowie seine vielen wertvollen Impulse waren für mich von unschätzbarem Wert. Ein besonderer Dank gilt auch meinem Zweitgutachter Matthias Thiemann, von dessen analytischem Verstand und enormen Finanzmarktwissen ich sehr profitieren konnte. André Kaiser stand dankenswerterweise als Drittgutachter zur Verfügung.

Einen entscheidenden Anteil am Erfolg dieser Arbeit tragen Benjamin Braun und Fritz W. Scharpf. Beide haben mich in den letzten Jahren in vielerlei Hinsicht sehr unterstützt. Den zahlreichen Gesprächen mit ihnen verdanke ich viele wichtige Denkanstöße – ihr intellektueller Scharfsinn und ihre Neugierde beeindruckten mich dabei immer wieder aufs Neue. Auf Benjamin Braun geht die Idee zu dem Buchtitel zurück.

Ich danke dem Direktor des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung, Jens Beckert, für die exzellenten Forschungsbedingungen, unter denen ich dieses Buch schreiben konnte. Die offene und integrative Arbeitsatmosphäre wie auch der hohe fachliche Anspruch machen das MPIfG zu einem einzigartigen Ort der Wissenschaft. Besonders habe ich von den regelmäßigen Diskussionen mit vielen meiner Kolleginnen und Kollegen profitiert: Fabio Bulfone, Matías Dewey,

Donato Di Carlo, Lea Elsässer, Timur Ergen, Florian Fastenrath, Jiska Gojowczyk, Alexandra Hees, Annina Hering, Agnes Janssen, Sebastian Kohl, Alina Marktanner, Daniel Meyer, Daniel Monninger, Dennis Mwaura, Arjan Reurink, Daniel Seikel, Michael Schwan, Nico Sonntag und Lisa Suckert. Andreas Nölke danke ich für seine Bereitschaft, in einem frühen Projektstadium meine Ideen mit mir zu diskutieren. Mein Dank gilt auch allen Kolleginnen und Kollegen aus den Servicegruppen – Bibliothek, EDV, Haustechnik, Redaktion und Verwaltung – für ihre kompetente Unterstützung und Hilfsbereitschaft. Thomas Pott danke ich für die professionelle redaktionelle Bearbeitung des Manuskripts.

Die empirische Tiefe qualitativer Forschung hängt nicht zuletzt von der Bereitschaft von Expertinnen und Experten aus der politischen Praxis ab, ihre Einsichten und Erfahrungen zu teilen. Ich bin deshalb allen Interviewpartnern, die sich die Zeit genommen haben, meine zahlreichen Fragen zu beantworten, zu großem Dank verpflichtet. Dass sich mir die gesellschaftliche Relevanz des Finanzmarktsektors überhaupt erschlossen hat, ist maßgeblich das Verdienst von Thomas Rixen. Widmen möchte ich dieses Buch meinen Eltern und Tobi, die mich in all den Jahren immer bedingungslos unterstützt haben.

Köln, im August 2019

Marina Hübner

Kapitel 1

Einleitung

Der Euro muss das Gesicht und das Werkzeug der neuen europäischen Solidarität werden. Das erste, was wir dafür tun müssen, ist, unser Haus in Ordnung zu bringen, indem wir die Wirtschafts- und Währungsunion noch weiter vorantreiben. (Juncker 2018)

Eine vertiefte Wirtschafts- und Währungsunion als Unterpfand einer neuen Solidarität in Europa – dies ist der Arbeitsauftrag, den Jean-Claude Juncker in seiner letzten Rede zur Lage der EU als Kommissionspräsident im September 2018 seinem Nachfolger auf den Weg gibt. Er ist zugleich Eingeständnis, das seine »Kommission der letzten Chance« (Juncker 2014c) dem selbst gesteckten Ziel einer weiterentwickelten Euro-Architektur auf der Grundlage von »Verantwortung und Solidarität« (Europäische Kommission 2017b, 18) nicht gerecht werden konnte. Am Ende ihrer fünfjährigen Amtszeit hat die Juncker-Kommission auf dem Feld der Euro-Reformpolitik nur wenig vorzuweisen. Heraus ragt lediglich ein groß angelegtes Integrationsprojekt: die Europäische Kapitalmarktunion.

Ogleich alle EU-Mitgliedsstaaten daran beteiligt werden sollen, handelt es sich bei der Europäischen Kapitalmarktunion im Kern um ein Projekt zur Stabilisierung der Europäischen Währungsunion, das jedoch nur schwerlich an den europäischen Solidaritätsgedanken anzuschließen vermag. Die Idee hierzu hatte Jean-Claude Juncker seit seiner Kandidatur um das Amt des Kommissionspräsidenten begleitet. In seiner am 15. Juli 2014 vor dem Europäischen Parlament gehaltenen Bewerbungsrede stellte er die Kapitalmarktunion als ein zentrales Element seiner Agenda für Arbeitsplätze, Wachstum, Gerechtigkeit und demokratischen Wandel erstmals vor (Juncker 2014b).¹ Ein Jahr später präsentierte die Europäische Kommission in einem Aktionsplan zur Schaffung einer Europäischen Kapitalmarktunion ihre inhaltlichen Pläne in detaillierter Form. Darin finden sich über dreißig geplante Einzelmaßnahmen, die zur Schaffung eines

¹ Der hohe politische Stellenwert, der dem Projekt von Beginn an eingeräumt wurde, lässt sich an der Einrichtung eines neuen Generaldirektorats Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion (DG FISMA) ablesen, das die Kapitalmarktunion direkt im Namen trägt.

»echten Binnenmarkt[es] für Kapital« beitragen sollen.² Integrierte europäische Finanzmärkte werden dabei vor allem als ein Mittel zu einem größeren Zweck gehandelt: Der Markt soll die Politik darin unterstützen, »Wachstum [in Europa] zu finanzieren« und die Stabilität des Euroraums durch bessere Mechanismen der ökonomischen Schockabfederung zu erhöhen (Europäische Kommission 2015a, 3).

Das Vorhaben, mithilfe der Regulierungspolitik Finanzmärkte in den Dienst von Wirtschaftswachstum und Währungsstabilität zu stellen, setzt an die Stelle einer europäischen Solidarität zwischen den Mitgliedsländern der Eurozone die Fiktion einer privaten Marktsolidarität. Der Markt soll Wohlstand und Zusammenhalt in Europa fördern und wird auf diese Weise von einem Problem zum Teil einer Lösungsstrategie umgedeutet. Denn tatsächlich fördert die EU mit der Europäischen Kapitalmarktunion Finanzinstrumente und Marktpraktiken, die noch wenige Jahre zuvor unter dem Eindruck der globalen Finanzkrise als wichtige Transmissionsriemen diskutiert worden waren, die eine anfänglich lokale Krise im US-amerikanischen Subprime-Hypothekemarkt in ein weltweites Finanzmarktbeben übertragen halfen. Im Besonderen ist die Kreditverbriefung zu nennen, eine Finanzmarktinnovation, die auf dem Höhepunkt der Finanzkrise als »toxisch« und »Giftmüll« gebrandmarkt worden war (Ruhkamp 2008). Geschwundenes Anlegervertrauen und weitreichende regulatorische Auflagen hatten nach 2008 zu einem Einbruch des Marktvolumens in Europa geführt (BoE und EZB 2014). Im Rahmen der jüngsten Integrationsanstrengungen wird die Kreditverbriefung dagegen als ein wichtiges »Risikotransferinstrument« gehandelt (Europäische Kommission 2015a, 24), deren Revitalisierung oberste Priorität beigemessen wird. Eine Lockerung der Regulierungsbestimmungen für dieses Marktsegment zählte folgerichtig zu einer der ersten Maßnahmen, die im Kontext der Kapitalmarktunion beschlossen werden sollten. Daneben befinden sich mit der Förderung von Kreditfonds, Crowdfunding und P2P-Lending Plattformen, Venture Capital Fonds und Business Angels – um nur einige wenige Beispiele zu nennen – eine Reihe weiterer Vorhaben in der Umsetzung, welche dem bankbasierten Finanzmarktmodell Kontinentaleuropas eine stärkere marktbasiertere Ausrichtung geben. Es handelt sich dabei um eben jene Formen von Finanzbeziehungen, die im Epizentrum der Finanzkrise gestanden hatten und unter dem Label Schattenbankensystem bekannt geworden sind.

Die Eurokrise stellte eine erste ernsthafte Bewährungsprobe für den Bestand der weltweit einzigen Währungsunion jenseits des Nationalstaats dar. Herman Van Rompuy, der als damaliger Präsident des Europäischen Rates eine wichtige

² Eine detaillierte Übersicht der im Einzelnen unter das Dach der Europäischen Kapitalmarktunion fallenden Maßnahmen findet sich in Anhang A.

Rolle im Euro-Krisenmanagement eingenommen hatte, verortete deren Ursache in einer unzureichenden institutionellen Einbettung des Euros. Das in Maastricht festgeschriebene Währungsdesign beruhe demnach auf einer ungünstigen Disbalance zwischen einer supranationalisierten Geldpolitik und dem Fehlen schlagkräftiger Steuerungsinstrumente im fiskal- und wirtschaftspolitischen Bereich:

Responsibility and solidarity must go hand in hand. [...] Our political generation has discovered a lack of policy and a lack of instruments to combat the crisis in the euro area. [...] The euro has never had the infrastructure that it requires. [...] A common monetary policy is not enough. [...] This crisis in the euro zone will strengthen European integration. That is my firm belief. (Van Rompuy 2011)

Die Entwicklungen der vergangenen Jahre bestätigen Van Rompuys optimistischen Ausblick, wonach die Krise zu einem weiteren Integrations Schub führen würde. Überraschend ist indessen, dass sich die Reformaufmerksamkeit seit 2014 zunehmend auf den Finanzmarktsektor richtet. Anstatt neue effektive Steuerungsinstrumente auf supranationaler Ebene zu schaffen, wurden Wachstumsstimulierung und makroökonomische Stabilisierung verstärkt als Aufgaben des Marktes definiert. Eine Begleiterscheinung dieser Entwicklung ist ein Wiedererstarken von Vermarktlichungstendenzen in der EU, denen noch in der Zeit der globalen Finanzkrise der Kampf angesagt worden war.

Es ist das Ziel der vorliegenden Arbeit, zu verstehen, warum dem Appell für mehr Solidarität in Europa bisher nur wenige konkrete politische Schritte folgten und stattdessen Stabilisierungsverantwortung an den Markt übertragen wurde. Viele politikwissenschaftliche Arbeiten zur Finanzmarktregulierung führen den inkrementellen Charakter vieler Finanzmarktrefor men im Anschluss an die globale Finanzkrise auf das hohe Machtressourcenpotenzial der Finanzindustrie zurück. Lobbying und gezielte politische Einflussnahme werden als wichtige Erklärungsvariablen für die beobachtbare »Status-quo-Krise« (Helleiner 2014) gehandelt. Meine Untersuchung ergänzt diese Perspektive um einen in der Literatur bisher nur wenig beachteten Mechanismus, der seine Ursache in einer dysfunktional strukturierten Europäischen Währungsunion und der in ihr angelegten Blockadeanfälligkeit verteilungssensibler Problemlösungen hat, die zu einer Verlagerung des Staatshandelns in den Markt führt.

1.1 Fiskalische Solidarität als Risikoteilung in der Eurozone

Im Kern handelt es sich bei Jean-Claude Junckers Appell für eine »neue Solidarität in Europa«, die in einer vertieften Europäischen Währungsunion institutionelle Verankerung finden soll, lediglich um die jüngste Wendung in einer Jahrzehnte alten Debatte. Die Frage nach Funktion und Relevanz von Solidarität stellte sich bereits in den frühen Überlegungen zur Schaffung eines gemeinsamen europäischen Währungsraums in den 1970er-Jahren. Solidarität wurde dabei stets im Sinne *fiskalischer Solidarität* verstanden. Ein einseitig instrumenteller Zugang zu dieser Frage war von jeher unverkennbar. Fiskalische Solidarität zwischen den teilnehmenden Währungsländern wird bis heute primär als ein Mittel zur Gewährleistung stabiler makroökonomischer Verhältnisse verstanden, welche die Akzeptanz der Währungsunion als eine legitime Ordnung sicherstellen sollen. Gewandelt haben sich gleichwohl die mit dem Begriff Solidarität in Verbindung gebrachten politischen Forderungen und Inhalte.

Nach Robert Musgraves klassischer Unterscheidung erfüllt die staatliche Fiskalpolitik drei wesentliche Funktionen. Sie dient der Allokation meritotischer Güter, der Korrektur von Einkommensunterschieden zwischen Individuen und Regionen sowie der Stabilisierung konjunktureller Schwankungen (Musgrave 1959). Diese funktionale Dreiteilung lässt sich in Verbindung zu der folgenden Typologie ökonomischer Schockszenarien setzen. Sie differenziert zum einen zwischen symmetrischen Schocks, die alle Teileinheiten einer Währungsgemeinschaft gleichermaßen betreffen, und asymmetrischen Schocks, die also regional spezifisch sind. Zum anderen werden strukturelle ökonomische Schocks, die etwa infolge eines Strukturwandels die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit einer Region oder eines Landes dauerhaft negativ betreffen und zyklischen Schocks, die konjunkturell und damit von kurzzeitiger Dauer sind, voneinander abgegrenzt. Während sich strukturell bedingte Schocks nur durch permanent gestellte fiskalische Transfers abfedern lassen und damit redistributiven Charakter haben, sind fiskalische Instrumente zur Glättung konjunktureller Zyklen vom Ansatz her reziprok, da zu erwarten ist, dass sich die Finanzströme auf lange Frist ausgleichen (siehe Abbildung 1-1).

Mithilfe dieses analytischen Ordnungsrahmens, der staatliche Fiskalpolitik nach ihren unterschiedlichen Funktionen und Zielen unterscheidet, lässt sich nachzeichnen, wie sich der Begriff der fiskalischen Solidarität im Kontext der europäischen Währungsdebatte im Zeitverlauf gewandelt hat. Wie im Folgenden näher ausgeführt wird, dominierte in den 1970er-Jahren die Überzeugung, dass eine Währung jenseits der bekannten Grenzen des Nationalstaats nur dann tragfähig sein würde, wenn ihr ein umfassender fiskalischer Instrumentenkasten zur Seite gestellt wird. Fiskalische Solidarität war demzufolge als ein sehr weit um-

Abbildung 1-1 Typologie ökonomischer Schocks

	<i>strukturell</i>	<i>zyklisch</i>
<i>asymmetrisch</i>	(I) Permanente, redistributive Transfers	(II) Temporärer Schock- absorptionsmechanismus
<i>symmetrisch</i>	(III) Permanente, hohe gemein- same Kreditaufnahme	(IV) Temporäre, geringe gemein- same Kreditaufnahme

Quelle: nach Vallée (2014, 51).

fassendes Konzept verstanden worden, das in Anlehnung an Musgrave sowohl den umverteilenden Ausgleich von Markteinkommen als auch die Konjunktur- stabilisierung beinhaltet. Eine europäisierte Fiskalpolitik musste demnach in der Lage sein, ökonomische Schocks sowohl von Typ I (asymmetrisch/struktu- rell) als auch von Typ II (asymmetrisch/zyklisch) fiskalisch wirksam abzufedern. Heutige Appelle für mehr Solidarität in Europa wollen dagegen öffentliche Um- verteilung zwischen den beteiligten Euroländern explizit ausgeschlossen wissen. Einseitige Transferzahlungen fallen nicht unter den neuen Solidaritätsbegriff. Fiskalische Solidarität wird reduziert auf reziproke Instrumente der zyklischen Konjunktur- stabilisierung und der asymmetrischen Schockabfederung (Typ I) und unter dem Begriff der *fiskalischen Risikoteilung* verhandelt.

Nachdem die Auflösung des Bretton-Woods-Systems eine Neuordnung der internationalen Währungsbeziehungen erzwungen hatte, gab die Kommission Expertenstudien zu den Machbarkeitsaspekten einer europäischen Währungs- union in Auftrag. Zu den bekanntesten zählen der Marjolin-Report aus dem Jahr 1975 sowie der zwei Jahre später veröffentlichte MacDougall-Report, die in Unterkapitel 2.2.2 noch eingehender diskutiert werden. Die von Robert Marjo- lin, einem der Architekten der Römischen Verträge und Vize-Präsidenten unter den beiden Hallstein-Kommissionen, geführte Arbeitsgruppe Economic and Monetary Union 1980 erachtete fiskalische Solidarität als eine wichtige Säule für eine auf Dauer gestellte gemeinsame Währung. Ihr sollte über fiskalische Trans- fers zwischen den Ländern einer Währungsunion Ausdruck verliehen werden:

The development of *financial solidarity* and the establishment of a Community budget on such a scale that the important *transfers which the maintenance of E.M.U. will require* can take place and can be financed out of Community taxation. (Marjolin 1975, 6; Hervorh. nicht im Orig.)

Der vom britischen Ökonomen Sir Donald MacDougall geleitete Sachverständigenrat, der interregionale fiskalische Verteilungsaspekte in existierenden Nationalstaaten analysierte und auf dieser Basis Schlussfolgerungen für eine Fiskalkapazität in einer Europäischen Währungsunion diskutierte, kam zu einem ähnlichen Ergebnis:

The redistribution through public finance between regions in the countries studied tends to be reflected to a large extent [...] in corresponding deficits in the balances of payments on current account of the poorer regions, with corresponding surpluses in the richer regions. These deficits and surpluses are of a continuing nature. [...] As well as *redistributing income regionally on a continuing basis*, public finance in existing economic unions plays a major role in *cushioning short-term and cyclical fluctuations*. [...] There is no such mechanism in operation on any significant scale as between member countries, and this is an *important reason why in present circumstances monetary union is impracticable*. (MacDougall 1977, 12; Hervorh. nicht im Orig.)

Einer stabilen europäischen Währungsunion muss laut MacDougall-Bericht eine Fiskalunion zur Seite gestellt werden, die im Sinne Musgraves in der Lage ist, das Wohlstandsgefälle zwischen wirtschaftlich schwachen und starken Regionen durch umverteilende fiskalische Maßnahmen zu verringern und asymmetrische ökonomische Schocks fiskalpolitisch abzufedern. Die Ergebnisse der beiden Expertengruppen stehen exemplarisch für einen zur damaligen Zeit breiten Konsens, wonach strukturelle Unterschiede im ökonomischen Leistungs- und Produktivitätsniveau zwischen den Teileinheiten einer möglichen Währungsunion explizit als ein Hindernis für ihre Stabilität identifiziert und fiskalische Transfers als ein geeignetes politisches Mittel zur Abschwächung dieser Problematik anerkannt wurden. Fiskalische Solidarität in einer Währungsunion jenseits des Nationalstaats hatte demnach nicht nur reziprok, sondern auch redistributiv zu sein.

Dessen ungeachtet fehlten in der im Vertrag von Maastricht feierlich begründeten Europäischen Währungsunion fiskalische Steuerungsinstrumente gänzlich. Im Gegenteil wurde mit Artikel 125 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) eine Nichtbeistandsklausel aufgenommen, die eine Haftung sowohl der EU als auch der Mitgliedsstaaten für die Schulden einzelner EU-Partner explizit ausschließt. Während Abschnitt 2.2.2 den Hintergründen dieser Entwicklung im Detail nachspürt, sei an dieser Stelle das Kernergebnis kurz vorweggenommen.

Von Beginn an belastete die Frage nach Form und Umfang einer fiskalischen Steuerungskapazität die Gespräche zur möglichen Schaffung eines europäischen Währungsverbands, an den neben den EU-Gründungsmitgliedern³ Belgien,

3 Genau genommen lautete die offizielle Bezeichnung für die Europäische Union (EU) bis zum Inkrafttreten des Maastricht-Vertrags Europäische Gemeinschaft (EG). Der Einfachheit halber wird in dieser Arbeit jedoch durchgängig die Bezeichnung EU verwendet.

Deutschland, Frankreich, Italien, Luxemburg und den Niederlanden nach 1973 Dänemark, Großbritannien sowie Irland beteiligt waren.⁴ Obgleich es sich dabei durchweg um westeuropäische Länder handelte, waren sie nicht nur verschiedenen »Spielarten des Kapitalismus« zuzuordnen, sondern grenzten sich voneinander durch unterschiedliche währungspolitische Erfahrungen und Traditionen ab. Diese institutionalisierten Pfadabhängigkeiten definierten wesentlich die Stellung jedes einzelnen Verhandlungspartners als ein Hartwährungsland oder aber als ein Weichwährungsland. Die Gruppe der Hartwährungsländer zeichnete sich dadurch aus, dass deren Vertreter im Europäischen Währungssystem – dem innereuropäischen Währungsregime zur koordinierten Wechselkursanpassung von 1979 bis 1998 – regelmäßig unter Aufwertungsdruck gestanden hatten (Höpner und Spielau 2016). Wenig überraschend waren es deshalb vorrangig die Hartwährungsländer gewesen, die die Speerspitze des Widerstands gegen eine Fiskalkapazität in einem möglichen europäischen Währungsraum bildeten. Angesichts der ökonomisch-strukturellen Heterogenität der teilnehmenden Länder handelte es sich um nüchterne Kalkulation, dass sie langfristig die Rolle der Nettotransferzahler hätten ausfüllen müssen. Erst als neuere Entwicklungen auf dem Feld der ökonomischen Theorie in den 1980er-Jahren die Rolle der Fiskalpolitik als Stabilisierungsinstrument zurückgedrängt hatten und damit eine Währungskonstruktion ohne Fiskalkapazität theoretisch legitimierbar machten, war der Weg zu der in Maastricht besiegelten Europäischen Währungsunion geebnet.

Die durch die Eurokrise ausgelösten politischen und ökonomischen Verwerfungen brachten die Frage nach dem Wert einer Euro-Fiskalkapazität zurück auf die europäische Agenda. Jean-Claude Junckers Appell für eine »neue Solidarität« zwischen den Europartnern zeugt von der neuen politischen Relevanz dieser Thematik. Im Unterschied zu den frühen Debatten der 1970er-Jahre definiert Brüssel Solidarität heute jedoch eng im Sinne einer »Risikogemeinschaft«. Mit der zunehmenden Verwendung des Begriffs der fiskalischen beziehungsweise öffentlichen Risikoteilung in der politischen Alltagssprache schlägt sich die inhaltliche Reduktion des Solidaritätskonzepts auf die reziprok angelegte Idee der Risikoteilung auch semantisch nieder. Eindrücklich dokumentiert dies ein von der EU-Kommission im Mai 2017 veröffentlichtes *Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion*:

Verantwortung und Solidarität, Eindämmung und gemeinsames Schultern von Risiken gehen Hand in Hand. Stärkere Anreize zur Eindämmung von Risiken und an Bedingungen geknüpfte Unterstützung sollten einhergehen mit der Ausarbeitung von Konzepten zur Risikoteilung. (Europäische Kommission 2017b, 18)

⁴ 1981 stieß Griechenland als zehntes Mitglied zur Europäischen Gemeinschaft. Fünf Jahre später wurden Portugal und Spanien aufgenommen.

Ähnlich deutlich zum Ausdruck bringt dies EZB-Direktoriumsmitglied Benoît Cœuré mit seiner Forderung nach »mehr Risikoteilung, also Solidarität für Länder, die einen Schock erlitten haben«. Diese innereuropäische Solidarität schließe jedoch, wie er betont, »permanente Transfers« ausdrücklich aus und beschränke sich einzig auf den Bereich kurzfristiger fiskalischer Unterstützungsmaßnahmen zur Absorption asymmetrischer Schocks (Schrörs 2015; statt vieler siehe auch Draghi 2018). Die in der politischen Debatte erkennbare Verkürzung des Solidaritätskonzepts auf den Aspekt reziprok angelegter fiskalischer Risikoteilung spiegelt sich auch im akademischen Diskurs wider. Exemplarisch hierfür steht ein gemeinsamer Aufruf einer Gruppe einflussreicher deutscher und französischer Wirtschaftswissenschaftler an die Politik, »Risikoteilung mit Marktdisziplin« stärker miteinander zu versöhnen (Bénassy-Quéré et al. 2018; siehe auch Dolls et al. 2015).

Einschlägig in diesem Zusammenhang ist außerdem das im Jahr 2017 von Waltraud Schelkle veröffentlichte Buch *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*. Das zentrale, titelgebende Konzept – monetäre Solidarität – wird von Schelkle explizit als »bewusste oder zumindest tolerierte Risikoteilung zwischen den unterschiedlichen Mitgliedsstaaten einer Währungsunion« definiert (Schelkle 2018; 2017, 1). Ausgangspunkt ihrer Analyse bildet das »politökonomische Paradox der Diversität«. Dem zufolge sei Diversität eine notwendige *ökonomische* Vorbedingung für Risikoteilung. Zugleich steige jedoch mit zunehmender Heterogenität das gegenseitige Misstrauen zwischen den Euroländern und erschwere eine *politische* Übereinkunft auf institutionalisierte Formen zwischenstaatlicher Risikoteilung:

Die Diversität ihrer Mitglieder macht es für die Währungsunion politisch schwierig, Solidarität ausdrücklich zu gewähren, obwohl Diversität genau das ist, was Risikoteilung ökonomisch vorteilhaft macht. [Nur] wer anderen Risiken als man selbst ausgesetzt ist, der kann einen im Notfall versichern. (Schelkle 2018)

Schelkles Perspektive auf die Europäische Währungsunion entspricht im Kern den von Kommission und EZB lancierten Appellen zu mehr innereuropäischer Risikoteilung. Sie orientiert sich eng an der Logik der Versicherung, der zufolge der individuelle Nutzen einer Teilnahme an einem Versicherungspool abhängig ist vom Grad der Risikodiversifizierung. Die Gültigkeit dieser versicherungsökonomischen Einsicht ist jedoch an mehrere voraussetzungsreiche Bedingungen geknüpft, die im vorliegenden Fall gleichwohl nur bedingt vorliegen dürften. Versicherungskonzepte, die auf dem Prinzip der Freiwilligkeit beruhen, sind in der Regel nur dann ökonomisch tragfähig, wenn die zu versichernden Risiken weitgehend zufällig verteilt sind und damit die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Risikos für den einzelnen Beteiligten ex ante unbekannt ist. Anderenfalls fiele

der Nutzen einer Versicherung für Teilnehmer mit niedrigem Risikoprofil gering aus – eine Versicherung käme entweder gar nicht zustande oder lediglich unter Inkaufnahme hoher Unterschiede in den Risikoprämien. Eine Lösung, die von ungleichen Beitragssätzen zwischen den teilnehmenden Versicherten absieht, lässt sich einzig im Modus der hierarchischen Steuerung erzielen, die auf staatlichen Zwang und gesetzlich bindend festgelegte Beitragssätze setzt. Ein klassisches Beispiel für diese Form der Pflichtversicherung ist die Sozialversicherung, die für das deutsche Wohlfahrtsstaatsmodell prägend ist.

Die optimistische Erwartung, wonach sich institutionalisierte Formen fiskalischer Solidarität als Ergebnis eines »generalized and reciprocal self-interest« (Schelkle 2017, 12) zwischen den Euromitgliedern einstellen würden, hängt damit wesentlich von der Annahme gleicher Erwartungswerte zwischen den teilnehmenden Währungsländern ab. Sollten Letztere jedoch von strukturell verzerrten und damit ungleich verteilten Risikowahrscheinlichkeiten ausgehen, ist die Entwicklung fiskalischer Risikoteilungsmechanismen als das Ergebnis einer rationalen Verständigung zwischen primär am nationalen Selbstinteresse orientierten Regierungen kaum zu erwarten. In diesem Szenario sollte diejenige Ländergruppe mit einem – wahrgenommenen oder tatsächlichen – günstigen Risikoprofil antizipieren, dass anfänglich reziprok angelegte Instrumente der fiskalischen Risikoteilung die Basis eines auf Dauer gestellten Transfersystems zwischen ökonomisch-strukturell heterogenen Ländern bilden könnten (Scharpf 2018, 74–79). Selbst progressive Ökonomen wie Paul De Grauwe, der seit Langem auf das makroökonomisch stabilisierende Potenzial einer Fiskalkapazität in der Eurozone verweist, warnt vor den unintendierten Effekten wechselseitig angelegter Risikoteilungsarrangements:

When we argue that some form of budgetary centralization is necessary to allow for an *insurance mechanism against asymmetric shocks*, we should avoid the pitfalls of such mechanisms that have been observed within countries. These pitfalls have to do with *moral hazard*. We observe that this is often a serious problem when the transfers reduce the incentives of the receiving regions to adjust to shocks. As a result, *temporary transfers can become chronic, thereby losing their insurance character*. (De Grauwe 2006, 722–23; Hervorh. nicht im Orig.)

Die vorliegende Arbeit nimmt die politökonomische Heterogenität der am Euro beteiligten Mitgliedsländer zum Ausgangspunkt ihrer Analyse (einschlägig siehe Baccaro und Pontusson 2016; Brunnermeier, James und Landau 2016; Hall 2014, 2017; Höpner und Lutter 2018; Nölke 2016; Scharpf 2016; Stiglitz 2016). Sie argumentiert, dass das Comeback von Kreditverbriefung und Schattenbanken im Rahmen der Europäischen Kapitalmarktunion im Wesentlichen eine Abwehrreaktion gegenüber politischen Forderungen nach stärkerer öffentlicher Risikoteilung in der Eurozone ist. Allen voran die sogenannten Hartwäh-

rungsländer antizipierten demzufolge die langfristig potenziell umverteilende Wirkung von Institutionen zur reziproken Risikoteilung infolge der strukturellen Heterogenität der unter einem gemeinsamen Währungsdach zusammengeschlossenen Ökonomien. Der Rückgriff auf den Markt versprach dagegen einen Ausweg aus dieser verteilungssensiblen Situation. Angesichts ihres Potenzials, Risiken über den privaten Marktmechanismus umzuverteilen, verloren Kreditverbriefung und Schattenbanken ihren stigmatisierenden Charakter als Verursacher der globalen Finanzkrise und gewannen als politisch willkommene Alternative zu öffentlichen Solidaritäts- und Risikoteilungskonzepten an Attraktivität.

1.2 Das Argument: Der Markt als Ausweg aus der Euro-Reformblockade

Selbst die Eurokrise, die eine existenzielle Bedrohung für den Bestand der Europäischen Währungsunion dargestellt hatte, führte nicht zu einer stärkeren institutionalisierten Solidarität zwischen den Mitgliedsländern. Die vorliegende Untersuchung ordnet diese bleibende Leerstelle in der Euro-Konstruktion als das Resultat der Interessendivergenz zwischen strukturell verschiedenartigen politischen Ökonomien ein. Die beteiligten Währungsländer sind Vertreter unterschiedlicher »Spielarten des Kapitalismus« (Hall und Soskice 2001; Brunnermeier, James und Landau 2016; Stiglitz 2016), die sich im Hinblick auf ihre Wachstumsmodelle im Wesentlichen entlang einer Nord-Süd-Linie gruppieren lassen. Während ein starker Exportsektor zentral zum wirtschaftlichen Erfolg der nordeuropäischen Länder beiträgt, ist das Wachstum in den Ländern Südeuropas traditionell binnenmarktgetrieben (Baccaro und Pontusson 2016; Scharpf 2013; 2016; 2018). Institutionell abgesichert wird das exportorientierte Wachstumsmodell durch ein korporatistisches Tarifsystem, das starke sektorale Gewerkschaften in die Lage versetzt, in koordinierten Lohnverhandlungen mit der Arbeitgeberseite Lohnzurückhaltung zu üben und damit die Wettbewerbsfähigkeit des heimischen Standorts sicherzustellen. Die Fähigkeit zu einer gedämpften Lohn- und damit Preisentwicklung ist aufgrund anderer tariflicher Strukturen in den Ländern des europäischen Südens dagegen nur bedingt gegeben. Angesichts der pfadabhängigen Qualität dieser Strukturunterschiede blieben eine rasche Konvergenz der Tarifmodelle und ein Aufbau effektiver transnationaler Strukturen der Lohnkoordinierung in den ersten Jahren der Währungsunion aus (Höpner und Lutter 2018; Höpner und Seeliger 2017). Eine Folge dieser institutionellen Disparitäten waren wachsende makroökonomische Ungleichgewichte