

DRITTES KAPITEL

Euro-Raum in der Krise

- I.** Globale und spezifische Ursachen der Euro-Krise
 - 1. Ungleichgewichte innerhalb des Euro-Raums ähnlich stark ausgeprägt wie auf der globalen Ebene
 - 2. Die spezifischen Probleme des Euro-Raums
- II.** Ein neuer institutioneller Rahmen für den Euro-Raum
 - 1. Status quo: Gemeinsame Währung bei vergleichsweise geringer politischer Integration
 - 2. Drei Säulen bringen mehr Stabilität
- III.** Deutschland und die europäischen Ungleichgewichte
 - 1. Welche Rolle spielte Deutschland beim Aufbau der europäischen Ungleichgewichte?
 - 2. Welche Rolle kann Deutschland beim Abbau der europäischen Ungleichgewichte spielen?
 - 3. Auswirkungen einer expansiven Lohn- und Fiskalpolitik in NiGEM
 - 4. Deutschlands Wachstum stärken
 - 5. Eine andere Meinung

Literatur

Das Wichtigste in Kürze

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise hat in den öffentlichen Finanzen ungewöhnlich tiefe Spuren hinterlassen. Die Peripherieländer der Europäischen Währungsunion wurden hiervon in so starkem Maße betroffen, dass im Frühjahr 2010 immer größere Zweifel an ihrer Zahlungsfähigkeit aufkamen. Ohne die im Mai 2010 beschlossenen massiven **Rettungsprogramme** für Griechenland und dann den gesamten Euro-Raum hätte es zu einer erneuten Finanzkrise kommen können, die vor allem deutsche und französische Banken erfasst hätte.

Auf mittlere und längere Sicht wird die Europäische Währungsunion nur eine Zukunft haben, wenn es gelingt, ihren **institutionellen Rahmen** grundlegend zu reformieren. Das derzeitige Regelwerk hat in drei Bereichen versagt. Die Stabilität der öffentlichen Finanzen war trotz des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) nicht gesichert. Die Stabilität des privaten Finanzsystems konnte durch die überwiegend rein national agierenden Aufsichtsbehörden nicht gewährleistet werden. Und in der Krise machte es sich als sehr nachteilig bemerkbar, dass der Vertrag von Maastricht – über die No-bail-out Klausel hinaus – keinerlei Vorkehrungen für Krisenfälle getroffen hatte.

Der Sachverständigenrat schlägt deshalb ein **Drei-Säulen-Modell** vor.

- **Fiskalische Säule:** Der Stabilitäts- und Wachstumspakt muss so reformiert werden, dass Länder mit unzureichender Fiskaldisziplin konsequent sanktioniert werden. Die jetzt vom Europäischen Rat beschlossene Reform ist dafür unzureichend, da weiterhin die relevanten Entscheidungen über Sanktionen in der Hand der Wirtschafts- und Finanzminister liegen, die mehrheitlich aus Ländern mit gravierenden fiskalischen Problemen kommen.
- **Säule für Stabilität des privaten Finanzsystems:** Ein erheblicher Teil der Fehlentwicklungen in den Peripherieländern ist auf eine ungezügelte Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen, vor allem im Immobilienbereich, zurückzuführen. In Anbetracht der engen finanziellen Verflechtungen der Bankensysteme benötigt die Währungsunion eine einheitliche Finanzaufsicht, die über umfassende Kompetenzen und Durchgriffsrechte verfügt.
- **Säule für Krisen:** Um Nacht- und Nebel-Aktionen zu vermeiden, bedarf es eines dauerhaften Regelwerks für Krisenfälle. Dazu soll ein Europäischer Krisenmechanismus (EKM) die für nur drei Jahre geschaffene Europäische Finanzstabilisierungsfazilität ablösen. Er muss zum einen so beschaffen sein, dass Mitgliedsländer bei gravierenden Störungen der Kapitalmärkte unterstützt werden, zum anderen aber so, dass die Anleger nicht damit rechnen können, dass es bei einem fiskalischen Fehlverhalten eines Staats grundsätzlich zu einer uneingeschränkten Stützung durch die Gemeinschaft kommt.

Das hier vorgeschlagene Regelwerk legt die Messlatte für einen stabilitätsorientierten Rahmen des Euro-Raums vor, insbesondere, da eine Beteiligung des privaten Sektors im Krisenmechanismus zwingend vorgeschrieben wird, sobald gegen ein Mitgliedsland eine Sanktion im Rahmen des SWP verhängt wurde. Bei den am 29. Oktober 2010 getroffenen Beschlüssen des Europäischen Rates ist offen, ob die vorgesehenen Reformen hinreichend stringent sind. So besteht insbesondere die Gefahr, dass ein Krisenmechanismus etabliert wird, ohne dass eine zwingende Beteiligung des privaten Sektors vorgesehen wird und dass auch weiterhin der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister die Verhängung von Sanktionen relativ einfach verhindern kann. Wenn es so de facto zu einer bloßen Verlängerung des Rettungsschirms käme, würde dies die Stabilität des Euro-Raums gefährden.

Die **Defizitländer an der Peripherie** Europas stehen jetzt vor der großen Herausforderung, ihre sehr hohen Defizite abzubauen und ihre Wettbewerbsfähigkeit deutlich zu verbessern, ohne dabei über das Instrument einer Abwertung zu verfügen. Der Erfolg dieser Bemühungen liegt im Interesse aller Mitgliedstaaten, nicht zuletzt von Deutschland, dessen Ausfuhr in den Euro-Raum gut ein Siebtel des Bruttoinlandsprodukts ausmachen. Deutschland sollte daher Maßnahmen ergreifen, die diesen Weg stützen. Übermäßige Lohnerhöhungen oder eine expansive Fiskalpolitik sind hierzu jedoch wenig geeignet. Vielmehr würden Reformen zur langfristigen Stärkung der Binnennachfrage in **Deutschland** auch den Defizitländern zu Gute kommen.

Euro-Raum in der Krise

115. Die in diesem Jahr akut gewordene Krise des Euro-Raums ist gleichsam **der dritte Akt der globalen Finanzkrise**, die Ende Juli 2007 mit Problemen bei US-Immobilien begonnen hat. Zuerst schienen sich die Probleme auf den US-Immobilienmarkt und die dort zur Finanzierung eingesetzten verbrieften Forderungen zu beschränken. Mit der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 entwickelten sich daraus eine globale Bankenkrise und der schwerste Einbruch der Weltwirtschaft seit der „Großen Depression“ in den 1930er-Jahren. Anfang des Jahres 2010 wurden dann vor allem Griechenland, aber auch Irland, Portugal und Spanien von einer schweren Vertrauenskrise erschüttert, die es diesen Ländern immer schwerer machte, die zur Finanzierung ihrer hohen Verschuldung erforderlichen Mittel zu erträglichen Konditionen auf den Kapitalmärkten zu beschaffen. Nur mit ungewöhnlich umfangreichen, koordinierten Hilfsmaßnahmen der Mitgliedstaaten des Euro-Raums, der Europäischen Union (EU), der Europäischen Zentralbank (EZB) und des Internationalen Währungsfonds (IWF) konnte im Mai 2010 eine Zahlungsunfähigkeit Griechenlands verhindert werden, die über Ansteckungseffekte möglicherweise auch zu entsprechenden Problemen für andere südeuropäische Teilnehmerstaaten und für Irland geführt hätte.

116. Mit den starken Spannungen im Euro-Raum haben die grundsätzlichen Zweifel an der Vorteilhaftigkeit einer Währungsunion erneuten Auftrieb erhalten. Bei allen Problemen sollte jedoch nicht übersehen werden, dass sich der massive Anstieg der Haushaltsdefizite und die Zunahme der öffentlichen Verschuldung nicht auf den Euro-Raum beschränken, sondern auch in den Vereinigten Staaten, in Japan und im Vereinigten Königreich zu beobachten sind. Wie diese Volkswirtschaften leiden auch die Mitgliedsländer der Währungsunion unter den **Folgen der Finanzkrise**, die nach wie vor mit erheblichen Belastungen für die öffentlichen Haushalte verbunden sind. Gleichwohl gibt es Spannungen und Fehlentwicklungen im Euro-Raum, die auf die **spezifische Konstellation einer Währungsunion** zurückgeführt werden können.

- Dass es Griechenland möglich gewesen ist, über ein ganzes Jahrzehnt hinweg eine unsolide Haushaltspolitik zu betreiben, dürfte zumindest teilweise darin begründet sein, dass die Finanzmärkte durchaus rational – trotz der gegenteiligen Bestimmungen des EU-Vertrags – für den Notfall von einer Unterstützung (**Bail-out**) durch die anderen Teilnehmerländer ausgegangen sind.

- Aufgrund der **einheitlichen Zinspolitik** konnte die konjunkturelle Überhitzung vor allem in Spanien, Griechenland und Irland länger andauern, als dies bei einer Geldpolitik unter nationaler Regie möglich gewesen wäre.
- Außerdem steht den Problemländern der Währungsunion heute nicht das Hilfsmittel einer nominalen **Abwertung** der eigenen Währung zur Verfügung, das ansonsten von vielen Ländern genutzt wird, um die negativen Nachfrageeffekte einer starken Haushaltskonsolidierung abzufedern.
- In der Krise zeigt sich zudem ein weiterer wesentlicher Unterschied zwischen der Währungsunion und Ländern wie den Vereinigten Staaten, Japan oder dem Vereinigten Königreich. Während die Notenbanken dieser Länder im Rahmen des sogenannten **Quantitative Easing** in sehr hohem Umfang Staatsanleihen erworben haben, um Finanzierungsengpässe der öffentlichen Hand zu vermeiden, sind die Länder des Euro-Raums weitgehend darauf angewiesen, sich am Kapitalmarkt zu finanzieren. Da sie sich damit de facto in der Situation eines Lands befinden, das sich in einer Fremdwährung verschuldet hat, sind sie in besonderem Maße den Unwägbarkeiten der globalen Finanzmärkte ausgesetzt. Dies erklärt auch die umfangreichen Stützungsprogramme, die im Mai 2010 zunächst für Griechenland und dann für den gesamten Währungsraum vereinbart worden sind.

117. In Anbetracht der erheblichen Anpassungsschwierigkeiten, denen sich die Problemländer der Währungsunion – vor allem Griechenland, Irland, Portugal und Spanien – derzeit und auch noch in den nächsten Jahren gegenüber sehen, stellt sich die Frage, ob Deutschland als größtes Mitgliedsland nicht einen aktiven Beitrag zur Stabilisierung der Wirtschaftsentwicklung des Euro-Raums leisten sollte. Lohnerhöhungen oder eine expansive Fiskalpolitik sind hierzu jedoch wenig geeignet. Vielmehr würden Reformen zur langfristigen Stärkung der Binnennachfrage in Deutschland auch den Defizitländern zu Gute kommen.

118. Der Sachverständigenrat hat bereits in seinem letzten Jahresgutachten darauf hingewiesen, dass es die Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) als fraglich erscheinen lassen, ob sein Regelwerk ausreichend stringent ist, um die schwierige Aufgabe des Abbaus der sehr hohen strukturellen Defizite erfolgreich zu bewerkstelligen (JG 2009 Ziffern 112 ff.). Deshalb hat er dafür geworben, den SWP durch einen **Konsolidierungspakt** zu verstärken, in dem die Teilnehmerländer den Weg zur Rückgewinnung ausgeglichener Haushalte ebenso verbindlich wie transparent festlegen. Mittlerweile hat die Diskussion über grundlegende Reformen des institutionellen Rahmens des Euro-Raums einen großen Auftrieb erhalten. Die Vorschläge reichen von einer stärkeren Kooperation und Überwachung der Wirtschaftspolitiken über wirksamere Sanktionen für Länder mit einer unsoliden Fiskalpolitik, die Emission von Eurobonds bis hin zu Verfahren für die Insolvenz und sogar den Ausschluss von Teilnehmerländern.

119. Wenn in Zukunft ähnliche Krisen vermieden werden sollen, benötigt die Währungsunion einen **institutionellen** Rahmen, der den spezifischen Problemlagen eines solchen Arran-

gements besser gerecht wird als die in den 1990er-Jahren vereinbarten Regelmechanismen des Euro-Raums. Der Sachverständigenrat schlägt hierfür ein **Drei-Säulen-Modell** vor:

- **Stabilität der öffentlichen Finanzen:** Der Stabilitäts- und Wachstumspakt bedarf einer grundlegenden Reform. Er muss insbesondere so umgestaltet werden, dass Sanktionen auch dann möglich sind, wenn ein Land sein mittelfristiges Haushaltsziel nicht erreicht oder seine Schuldenstandsquote nicht nachhaltig zurückgeht. Um den Pakt stringenter zu machen, muss in den „exzessiven Defizitverfahren“ die Rolle der Kommission gegenüber dem Rat gestärkt werden, sodass die Initiative für das Ergreifen von Sanktionen bei der Kommission liegt und sich der Rat nur mit umgekehrter Abstimmung dagegen aussprechen kann. Die Vorschläge der van-Rompuy-Arbeitsgruppe, die am 29. Oktober 2010 vom Europäischen Rat befürwortet wurden, tragen dazu bei, dass die Anforderungen an eine stabilitätsorientierte Fiskalpolitik erheblich erhöht und die Sanktionsverfahren deutlich beschleunigt werden. Allerdings bleibt es weiterhin bei einer dominanten Rolle des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister in den einzelnen Verfahrensschritten. Es ist somit auch in Zukunft nicht auszuschließen, dass Sanktionen aufgrund politischer Rücksichtnahmen unterbleiben. Die notwendige stärkere Stellung der Kommission bedarf einer Vertragsänderung, die möglichst bald herbeigeführt werden sollte.
- **Stabilität des privaten Finanzsystems:** In Anbetracht der erheblichen Kosten, die mit den Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise für alle Teilnehmerländer verbunden sind, ist es erforderlich, dass der Euro-Raum über maßgeschneiderte Mechanismen zur Sicherung der Stabilität des Finanzsystems verfügt. Ein einheitlicher Währungsraum bedarf einer integrierten Finanzaufsicht. Die für die Europäische Union vorgesehenen neuen Institutionen (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, Europäische Bankenaufsichtsbehörde, Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde, Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung) sind hierfür kein vollständiger Ersatz.
- **Krisenmechanismus:** Bei der Gründung der Währungsunion wurde es nicht für erforderlich gehalten, über die No-bail-out Klausel hinaus institutionelle Regelungen für Krisenfälle zu vereinbaren. Das hat dazu geführt, dass im Mai 2010 gleichsam über Nacht sehr umfangreiche Rettungsschirme aufgespannt wurden, ohne dass es dazu eine ausführliche politische und wissenschaftliche Diskussion gegeben hätte. Wenn solche Nacht- und Nebelaktionen in Zukunft verhindert werden sollen, ist es unabdingbar, die Währungsunion nach dem Auslaufen der temporären Schutzschirme mit einem dauerhaften Europäischen Krisenmechanismus auszustatten. Er muss zum einen so beschaffen sein, dass er Mitgliedsländer bei gravierenden Störungen der Kapitalmärkte unterstützt, zum anderen aber so, dass die Anleger nicht damit rechnen können, dass es bei einem fiskalischen Fehlverhalten eines Staats grundsätzlich zu einer uneingeschränkten Stützung durch die Gemeinschaft kommt. Bei Ländern, für die die Kommission im Rahmen des exzessiven Defizitverfahrens eine Sanktion vorgeschlagen hat, sollte grundsätzlich gelten, dass der private Sektor – nach Maßgabe der Höhe der Schuldenstandsquote – angemessen beteiligt werden muss. Für alle anderen Länder sollte darauf verzichtet werden, um auf diese Weise Ansteckungseffekte zu vermeiden.

120. Das hier vorgeschlagene Drei-Säulen-Modell sieht bewusst kein Verfahren für ein „übermäßiges Ungleichgewicht“ vor, wie es von der Kommission und der van-Rompuy-Arbeitsgruppe vorgeschlagen worden ist. Das Problem eines Überwachungsmechanismus für „**übermäßige Ungleichgewichte**“ ist darin zu sehen, dass makroökonomische Ungleichgewichte auf unterschiedliche Ursachenkomplexe zurückzuführen sind, die nur bedingt unter der Kontrolle eines Mitgliedslands stehen. Mit dem Drei-Säulen-Modell kann gezielt an den Problemursachen im öffentlichen oder im privaten Sektor angesetzt werden. Allerdings bietet es sich an, auf der Basis der bereits bestehenden „Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances“ ein fortlaufendes Monitoring der Wettbewerbsfähigkeit einzuführen.

I. Globale und spezifische Ursachen der Euro-Krise

121. Viele dem Euro von Anfang an skeptisch gegenüber stehende Ökonomen und Politiker sahen sich durch die krisenhaften Entwicklungen in der ersten Hälfte des Jahres 2010 in ihrer Auffassung bestärkt, dass die Europäische Währungsunion kein optimaler Währungsraum sei. Doch der Vergleich mit anderen wichtigen Währungsräumen zeigt, dass die Situation nicht ganz so eindeutig ist. Beim Schuldenstand und der Neuverschuldung steht der Euro-Raum heute zwar nicht gut, aber doch deutlich besser da als die Vereinigten Staaten, Japan und das Vereinigte Königreich. Hierin zeigt sich, dass der ungünstige Zustand der Europäischen Währungsunion nur zum Teil den spezifischen Defiziten dieses Arrangements geschuldet ist. Der größere Teil der aktuellen Problemmasse resultiert aus den Ungleichgewichten im finanziellen Sektor, die sich in den Jahren bis zur Krise auf der globalen Ebene in nahezu identischer Form entfaltet haben wie zwischen den Mitgliedsländern des Euro-Raums. Allerdings gibt es auch ganz spezifische Fehlentwicklungen innerhalb der Währungsunion, die so in anderen Ländern nicht zu beobachten sind.

Die Theorie optimaler Währungsräume ermöglicht wichtige Einsichten darüber, welche Voraussetzungen für eine gemeinsame Währung erfüllt sein sollten. Aus ihr lässt sich ablesen, welche Herausforderungen eine Währungsunion meistern können muss, wenn nationale Unterschiede und Fehlentwicklungen noch eine größere Bedeutung haben (Beetsma und Giuliadori, 2010). Aktuelle Erfahrungen und Theorie zusammengenommen können die nötigen Erkenntnisse für zielführende europäische Reformmaßnahmen liefern.

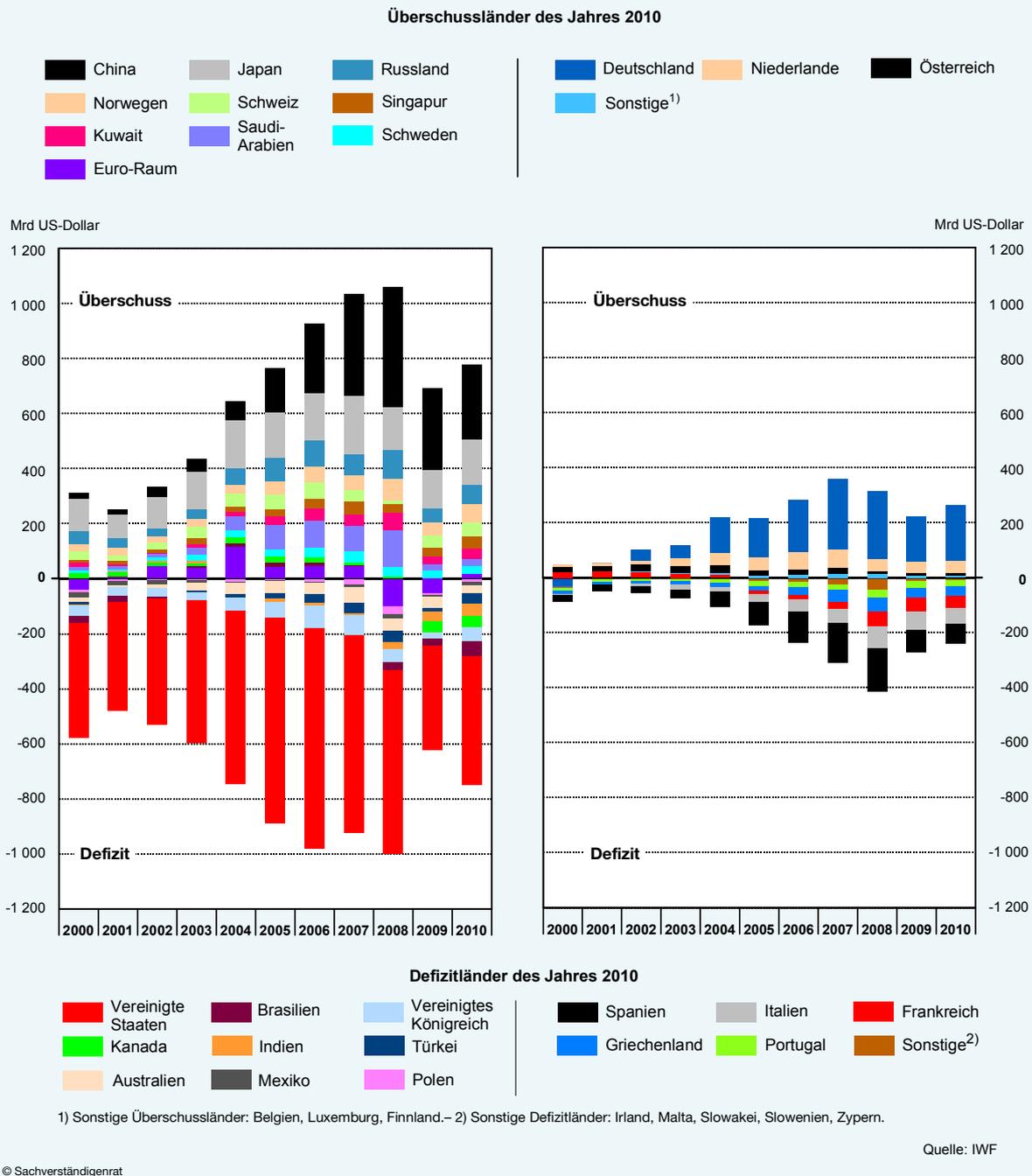
1. Ungleichgewichte innerhalb des Euro-Raums ähnlich stark ausgeprägt wie auf der globalen Ebene

122. Bis zum Ausbruch der Finanzkrise haben sich in der Weltwirtschaft erhebliche **Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzsalden** herausgebildet. Eine Gruppe von Ländern (Vereinigte Staaten, südeuropäische Länder, osteuropäische Länder und kleine Volkswirtschaften wie Island) lebte in immer größerem Maße über ihre Verhältnisse, während eine andere Gruppe (China, Japan, Deutschland, ölexportierende Länder, die Schweiz) ihre Exporteinnahmen sehr viel stärker ausweitete als ihre Importausgaben. Es ist unschwer zu erkennen, dass sich dieses Phänomen der **globalen Ungleichgewichte** (JG 2006 Ziffern 141 ff.) zeitgleich bei den Mitgliedsländern des Euro-Raums entfaltet hat (Schaubild 17, Seite 72). Betrachtet man die Ungleichgewichte des Euro-Raums in absoluten Größen, zählen zu den gro-

Ben Defizitländern Spanien, Italien und Frankreich, die größten Überschüsse verzeichnen Deutschland und die Niederlande. Bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt weisen Griechenland, Portugal, Spanien und Irland die größten Defizite auf.

Schaubild 17

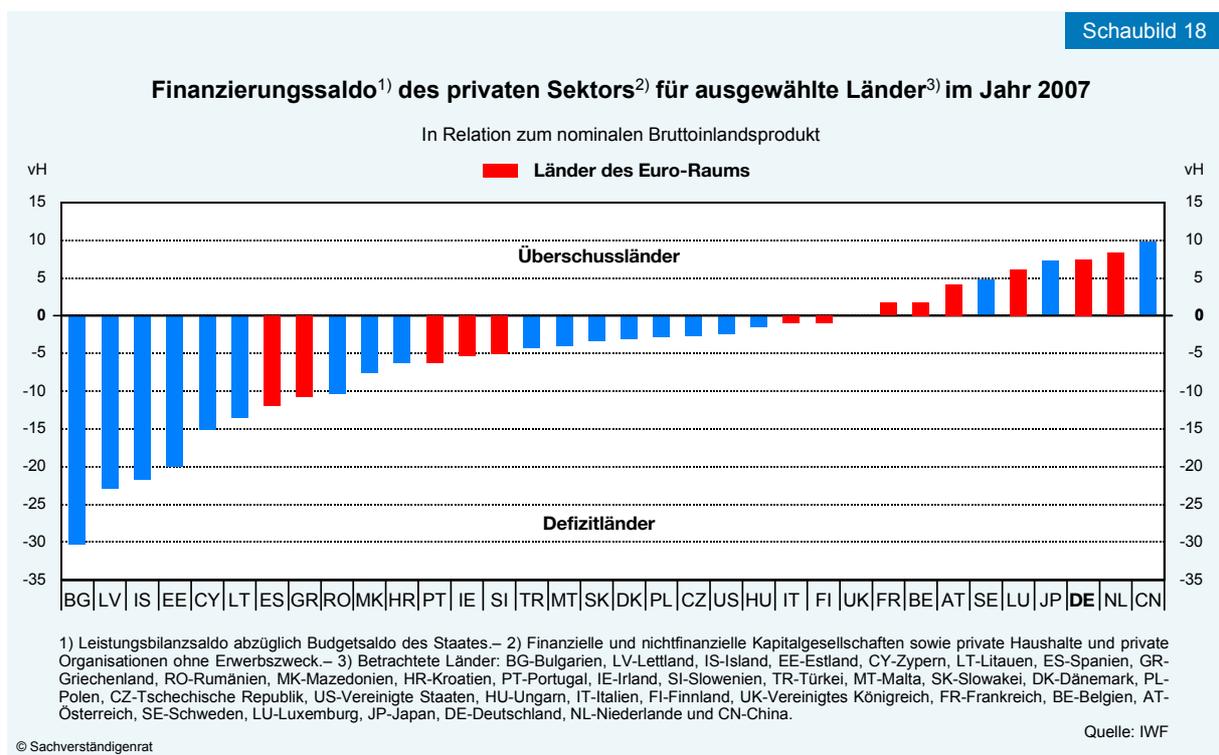
Leistungsbilanzsalden für ausgewählte Länder und für Mitgliedsländer des Euro-Raums



Starke Unterschiede in den Finanzierungssalden des privaten Sektors

123. Da die öffentlichen Haushalte bis zum Ausbruch der Krise in vielen Ländern nahezu ausgeglichen waren oder zumindest nicht über die 3 vH-Grenze hinausgingen, lassen sich diese Salden in der Leistungsbilanz bis zum Jahr 2007 zum größten Teil auf stark divergie-

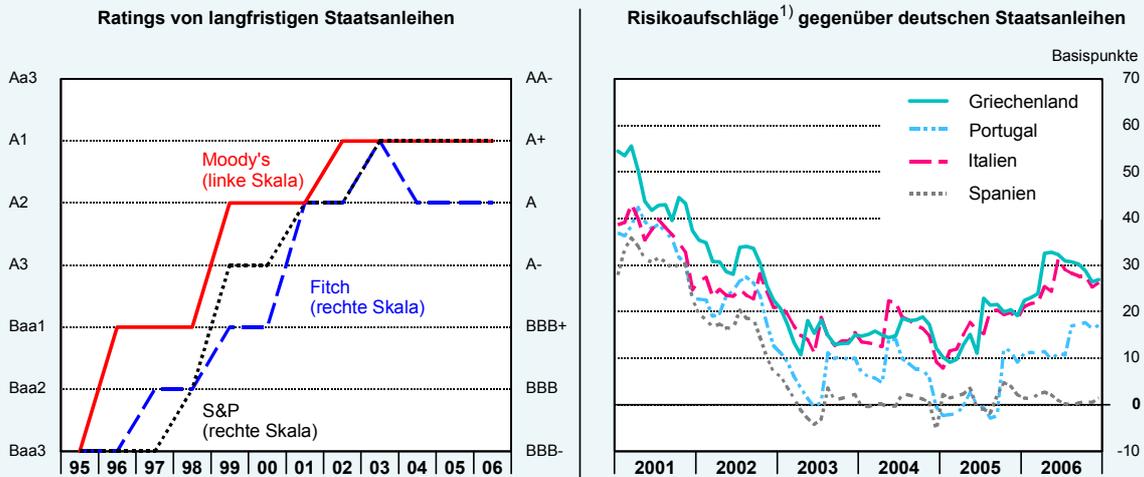
rende **Finanzierungssalden im privaten Sektor** (Kapitalgesellschaften sowie private Haushalte einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck) zurückführen. Während die Privaten in zahlreichen OECD-Ländern wesentlich mehr ausgaben als sie einnahmen, gab es zugleich viele Volkswirtschaften, in denen der private Sektor erhebliche Finanzierungsüberschüsse erzielte. Dabei zeigt sich, dass hohe negative Finanzierungssalden nicht auf Mitgliedsländer des Euro-Raums begrenzt waren. Ein Land wie Island, das weder Mitglied der EU noch der Währungsunion ist, war davon ebenso betroffen wie die baltischen Länder, die den Euro noch nicht als Währung übernommen haben (Schaubild 18). Diese Ungleichgewichte sind mit der Finanzkrise verbunden, da es einer erheblichen Transformationsleistung des globalen Finanzsystems bedurfte, die stark steigenden Geldersparnisse der Überschussländer in entsprechende Kredite für private Haushalte und Unternehmen in den Defizitländern zu transformieren.



124. Die hohe Verschuldung des privaten Sektors in den Problemländern der Währungsunion dürfte daher nicht allein auf die gemeinsame Geldpolitik zurückzuführen sein, sondern auch auf das bis zum Ausbruch der Krise weltweit zu beobachtende extrem geringe Risikobewusstsein von Banken und anderen Finanzmarktteilnehmern, das auch Schuldner mit geringerer Qualität den Zugang zu Krediten ermöglichte. Wie unkritisch die Akteure in diesen Jahren gewesen sind, lässt sich zum einen daran erkennen, dass in der ersten Hälfte des letzten Jahrzehnts für Wohnungsbau-Kredite in einigen Problemländern niedrigere Zinsen gefordert wurden als beispielsweise in Deutschland. Zum anderen wurde das Rating Griechenlands – trotz eines seit Jahren bestehenden exzessiven Defizitverfahrens – bis zum Jahr 2006 kontinuierlich angehoben (Schaubild 19, links, Seite 74). Dementsprechend näherten sich die Spreads für griechische Staatsanleihen immer mehr den Werten von Italien an (Schaubild 19, rechts, Seite 74).

Schaubild 19

Griechenland: Kreditwürdigkeit am Beispiel von Staatsanleihen vor Ausbruch der Finanzkrise



1) Renditedifferenzen der 10-jährigen Staatsanleihen zu den deutschen Staatsanleihen; Monatsdurchschnitte.

Quellen: Fitch, Moody's, S&P, Thomson Financial Datastream

© Sachverständigenrat

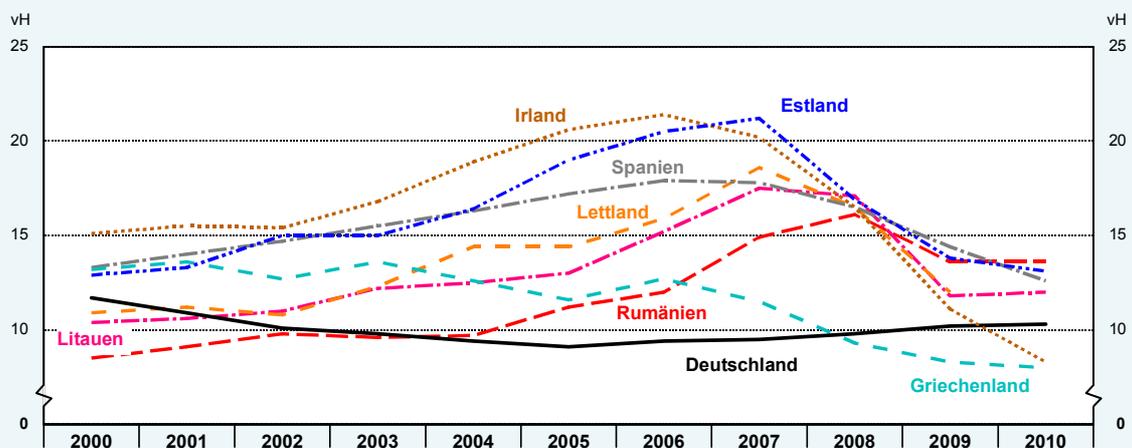
Finanz- und Wirtschaftskrise bringt Fiskalpolitik in allen Währungsräumen in gravierende Schieflage

125. Bei den **Auswirkungen** dieser exzessiven Finanzierung zeigen sich ebenfalls keine wesentlichen Unterschiede zwischen den Problemländern der Währungsunion und anderen Volkswirtschaften. Die über Kredite beschafften Mittel wurden teilweise konsumiert, aber überwiegend im Immobilienbereich investiert, sodass sich die Wertschöpfung immer mehr in den Baubereich verlagerte (Schaubild 20). Mit dem krisenbedingten deutlichen Rückgang im

Schaubild 20

Bedeutung der Bauinvestitionen in ausgewählten Ländern

In Relation zum Bruttoinlandsprodukt¹⁾



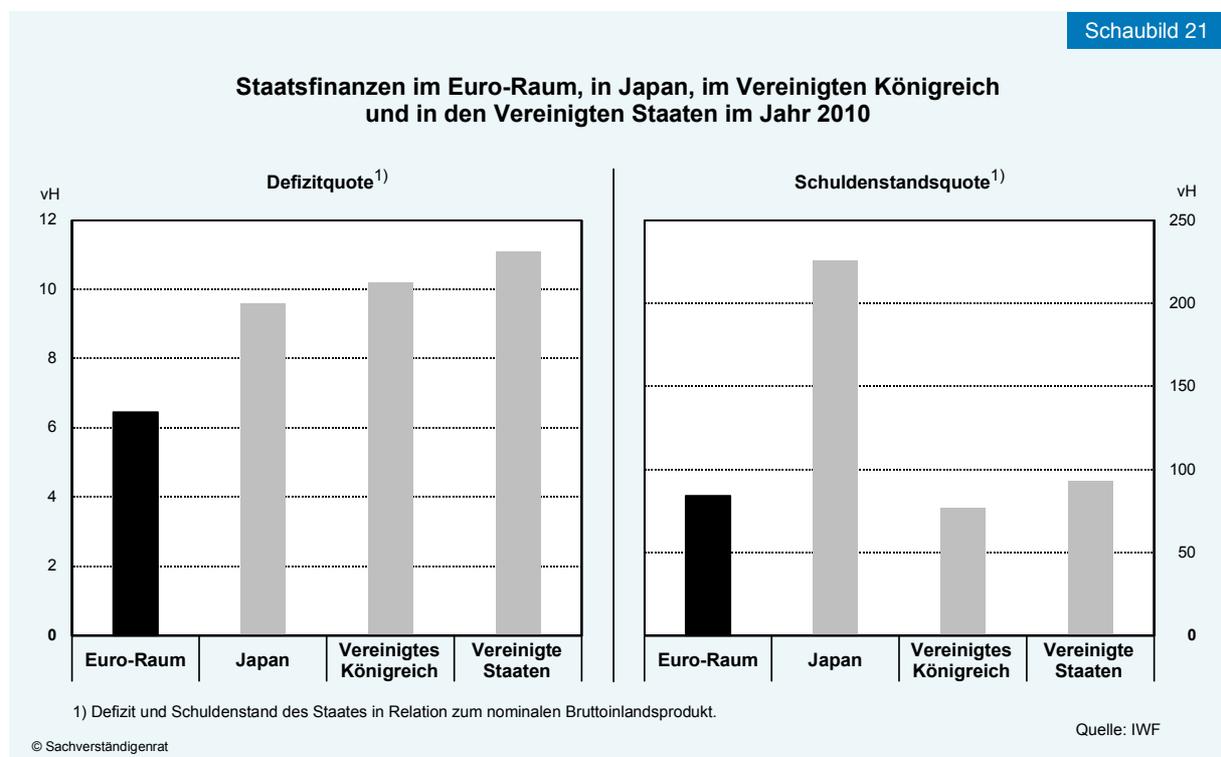
1) In jeweiligen Preisen.

Quelle für Grundzahlen: EU

© Sachverständigenrat

Wohnungsbau stieg die Arbeitslosigkeit stark an, was zu einer erheblichen Belastung der öffentlichen Haushalte führte.

Da zugleich umfangreiche staatliche Ausgaben für die Stützung von Banken erforderlich waren und das Ende des Booms auch auf der Einnahmeseite deutliche Spuren hinterließ, kam es in vielen Ländern zu sehr hohen Defiziten und zu einem merklichen Anstieg der Schuldenstandsquoten. Die Notwendigkeit, die realwirtschaftlichen und finanzwirtschaftlichen Folgen der Krise zu begrenzen, führte somit in vielen Ländern zu einer massiven **Schiefelage der öffentlichen Haushalte**. Im Vergleich mit den Vereinigten Staaten, Japan und dem Vereinigten Königreich weist dabei der Euro-Raum im Jahr 2010 sogar eine relativ geringe Defizitquote auf sowie eine geringere Schuldenstandsquote als Japan und die Vereinigten Staaten (Schaubild 21).



126. Die heute zu beobachtenden hohen Defizitquoten im Euro-Raum sind somit nicht in erster Linie auf eine unsolide Fiskalpolitik zurückzuführen. Dies gilt insbesondere für die Problemländer Spanien und Irland, die im Jahr 2007 noch eine Überschussquote von 1,9 vH beziehungsweise einen ausgeglichenen Staatshaushalt aufweisen konnten. Die Hauptursache liegt in einer **exzessiven Kreditvergabe** des Finanzsystems in den Boom-Jahren, die zu massiven Fehlentwicklungen im realwirtschaftlichen Sektor geführt hat. Wenn ähnliche Fehlentwicklungen in Zukunft vermieden werden sollen, kommt es somit entscheidend darauf an, einen effizienteren Rahmen für die Finanzaufsicht zu schaffen. Neben den auf der globalen Ebene (Basel III) und im Rahmen der EU geplanten Reformen (Ziffer 250 ff.) fehlt es bisher an Lösungsansätzen, die speziell für den Euro-Raum konzipiert sind (Ziffern 154 ff.).

2. Die spezifischen Probleme des Euro-Raums

127. Trotz dieser Parallelen unterscheidet sich die Situation der Problemländer des Euro-Raums deutlich von den Verhältnissen in anderen Volkswirtschaften, die ebenfalls massiv von der Finanz- und Wirtschaftskrise getroffen worden sind. Ursächlich hierfür sind **die spezifischen makroökonomischen Rahmenbedingungen** einer Währungsunion.

- Die Mitgliedschaft in der Währungsunion kann Länder dazu veranlassen, eine **überhöhte öffentliche Verschuldung** einzugehen, da nicht mehr mit dem Risiko einer Abwertung der heimischen Währung gerechnet werden muss. Neben dieser Externalität besteht die Gefahr, dass Anleger Anleihen von Ländern mit unsolider Fiskalpolitik zu relativ niedrigen Zinssätzen erwerben, da sie die im Vertrag festgelegte No-bail-out Klausel als nicht glaubwürdig ansehen.
- Durch die **für den Durchschnitt des Währungsraums angelegte Zinspolitik** ist es nicht möglich, in Mitgliedsländern mit einer überhitzten Konjunktur gezielt geldpolitisch gegenzusteuern.
- Durch die Teilnahme an der Währungsunion mit einer unabhängigen Notenbank setzen sich Staaten einem **Insolvenzrisiko** aus, dem sie in dieser Form sonst nur bei einer Verschuldung in fremden Währungen unterliegen. Allerdings zeigt die Währungsgeschichte, dass es selbst in Ländern mit einer abhängigen Notenbank zu so starken inflationären Prozessen kommen kann, dass am Ende eine Währungsreform erforderlich ist. Für die Gläubiger von Staatsanleihen ist dies aus ökonomischer Sicht nichts anderes als ein Staatsbankrott.
- Da **Paritätsänderungen** nicht mehr möglich sind, können bei überhöhten Lohnentwicklungen auf Dauer gravierende Probleme bei der internationalen Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft entstehen, die nur über schmerzhaftes Lohnsenkungen oder eine lange Phase der Lohnzurückhaltung korrigiert werden können.

Problemfall Griechenland

128. In den 1990er-Jahren befürchteten viele Ökonomen, dass eine Währungsunion Anreize zu einer unsoliden Fiskalpolitik schaffen könne. Während für den Euro-Raum insgesamt festzustellen ist, dass die Neuverschuldung seit dem Jahr 2002 durchweg geringer ausgefallen ist als in den Vereinigten Staaten und Japan, ist die fiskalische Situation Griechenlands seit langem äußerst unbefriedigend. Obwohl die griechische Volkswirtschaft bis zum Ausbruch der Krise überdurchschnittlich hohe Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts erzielte, gelang es der Politik nicht, die öffentlichen Haushalte ins Gleichgewicht zu bringen. So wies Griechenland im Jahr 2007 nach Ungarn die höchste staatliche Defizitquote aller OECD-Länder auf. Dabei lag die Staatsquote mit 44,1 vH zwar unter dem Durchschnitt des Euro-Raums (45,9 vH). Die Staatseinnahmen erreichten jedoch nur einen Wert von 40,4 vH in Relation zur nominalen Wirtschaftsleistung, während der Euro-Raum einen Wert von 45,2 vH erzielte. Im internationalen Vergleich besonders gering fielen die **Einnahmen des griechischen Staats**

aus **Einkommen- und Unternehmensteuern** aus. Sie beliefen sich im Jahr 2007 auf nur 7,5 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt, während in der EU-15 ein Wert von 14,0 vH erzielt wurde. Mit der Ausnahme Mexikos, der Türkei und der Slowakei war das der niedrigste Wert aller OECD-Länder.

129. Im Rückblick ist nur schwer feststellbar, ob Griechenland eine ähnlich unsolide Fiskalpolitik verfolgt hätte, wenn es kein Mitglied der Währungsunion gewesen wäre. Einerseits könnte argumentiert werden, dass die Märkte über Jahre hinweg von einem **Bail-out** durch die Gemeinschaft ausgegangen sind, sodass sie bereit waren, griechische Anleihen zu einem nur geringen Zinsaufschlag gegenüber deutschen Anleihen zu erwerben. Ohne den Euro wären die Risikoprämien für Griechenland früher angestiegen und hätten möglicherweise rechtzeitig eine weitergehende Verschuldung verhindert. Wenn man davon ausgeht, dass die Märkte über Jahre hinweg an ein Bail-out geglaubt haben, stellt sich dann andererseits die Frage, wieso sie Anfang des Jahres 2010 plötzlich zu einer völlig anderen Auffassung gekommen sind. Bei dem bis zum Ausbruch der Krise allgemein sehr geringen Risikobewusstsein der Finanzmärkte ist jedenfalls nicht auszuschließen, dass Griechenland auch ohne eine Teilnahme an der Währungsunion eine unsolide Fiskalpolitik betrieben hätte. Hierfür könnte die Tatsache sprechen, dass die Haushaltsfehlbeträge in Ungarn in den Jahren 2001 bis 2007 noch deutlich höher ausgefallen sind als die in Griechenland.

130. Gleichwohl belegt die Tatsache, dass es Griechenland über ein ganzes Jahrzehnt hinweg möglich gewesen ist, eine Defizitquote von über 3 vH aufzuweisen, ohne jemals den Sanktionsmechanismen des Stabilitäts- und Wachstumspakts ausgesetzt zu sein, dass das **fiskalische Regelwerk der Währungsunion dringend reformbedürftig** ist. Der Sachverständigenrat hat hierauf bereits in seinem vorangegangenen Jahresgutachten hingewiesen und entsprechende Lösungsansätze vorgestellt. In diesem Jahr sind von verschiedenen Institutionen umfassende Reformkonzepte unterbreitet worden (Ziffer 144).

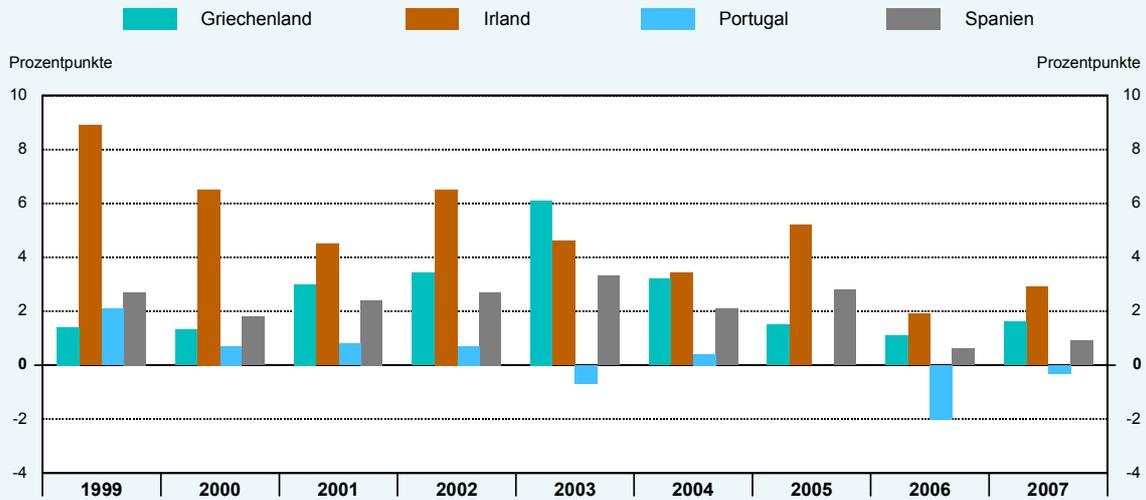
Bei aller Kritik an der griechischen Fiskalpolitik sollte nicht übersehen werden, dass sich bis zum Ausbruch der Krise auch in Griechenland eine erhebliche private Verschuldung herausgebildet hat. Im Jahr 2007 war die Neuverschuldung des privaten Sektors rund doppelt so hoch wie die der öffentlichen Hand. Somit wäre wohl auch bei einer größeren Fiskaldisziplin mit ähnlichen Problemen wie beispielsweise in Spanien zu rechnen gewesen.

Einheitliche Zinspolitik verstärkt realwirtschaftliche Divergenzen

131. Eine wesentliche Besonderheit einer Währungsunion besteht darin, dass für alle Mitgliedsländer ein einheitlicher Leitzins besteht. Dies ist umso problematischer, je größer die **Wachstumsunterschiede zwischen den Mitgliedsländern** ausfallen. Bis zum Ausbruch der Krise lagen die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts in Irland, Spanien und Griechenland teilweise deutlich über den Werten Deutschlands (Schaubild 22, Seite 78). Die Wachstumsdifferenziale spiegelten sich auch in entsprechenden Unterschieden bei der Lohnentwicklung, den Inflationsraten und den Veränderungen der Immobilienpreise wider.

Schaubild 22

Differenz der Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts zwischen ausgewählten Ländern und Deutschland bis zum Ausbruch der Finanzkrise



© Sachverständigenrat

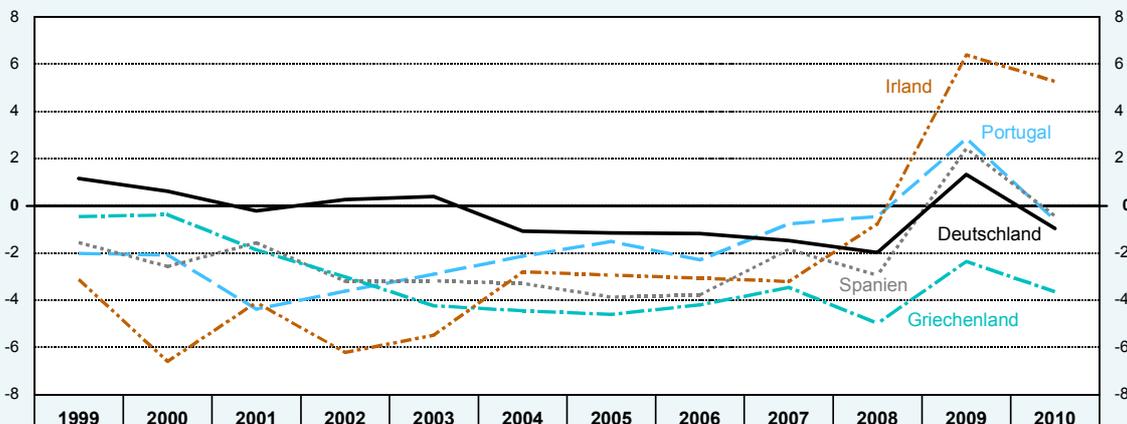
Quelle für Grundzahlen: EU

30710_VS

132. Wenn eine Volkswirtschaft eine überhitzte Konjunktur aufweist, ist es erforderlich, dass die Geldpolitik die Realzinsen erhöht. Aufgrund der im Euro-Raum insgesamt eher verhaltenen wirtschaftlichen Dynamik hielt die EZB bis Ende des Jahres 2005 an einer Niedrigzinspolitik mit einem Leitzins von nur 2 % fest. Berechnet man für die Problemländer den Taylor-Zins nach der einfachen Taylor-Regel und vergleicht ihn mit dem tatsächlichen kurzfristigen Zinsniveau, zeigt sich, dass die monetären Bedingungen in den Problemländern über Jahre hinweg viel zu expansiv gewesen sind (Schaubild 23). Dabei ist zu berücksichtigen, dass für diese Berechnung die ex post ermittelten Daten für die Output-Lücke verwendet wurden und nicht die Echtzeitdaten.

Schaubild 23

Abweichungen der kurzfristigen Zinsen vom einfachen Taylor-Zins¹⁾



1) Taylor-Zins wurde berechnet nach der Formel: $i_t = 2 + \pi_t + 0,5(\pi_t - 2) + 0,5(y_t - y_{gg})$, wobei π_t : Inflationsrate (HVPI) und $(y_t - y_{gg})$: Output-Lücke. Siehe auch JG 2004 Ziffern 145 ff.

Quelle für Grundzahlen: EU

© Sachverständigenrat

Erschwerend kam hinzu, dass die **Zinsen für Immobilienkredite in Spanien und Irland** über Jahre hinweg deutlich niedriger waren als in Deutschland. Die einheitliche Zinspolitik wurde somit in einer Weise in Bankenzinsen transformiert, die zusätzlich destabilisierend wirkte.

Allerdings ist nicht ganz auszuschließen, dass es in diesen Ländern auch ohne eine Mitgliedschaft in der Währungsunion zu ähnlichen Fehlentwicklungen gekommen wäre. Der Zugang zu Krediten mit günstigen Zinsen wäre dann über eine Fremdwährungsverschuldung in Währungen wie beispielsweise dem Schweizer Franken möglich gewesen. Im letzten Jahrzehnt kann man Beispiele hierfür in Island, Ungarn und in den baltischen Ländern finden.

Mitgliedschaft in der Währungsunion und Insolvenzrisiko für Staaten

133. Im Hinblick auf seine Schuldenstandsquote und seine Neuverschuldung unterscheidet sich das Vereinigte Königreich derzeit nur wenig von Spanien. Gleichwohl befindet es sich in einer deutlich komfortableren makroökonomischen Situation. Solange seine Staatsverschuldung ausschließlich auf Pfund Sterling lautet, muss es grundsätzlich nie in eine Situation der Zahlungsunfähigkeit kommen. Wenn Staatsanleihen fällig werden, kann der Rückzahlungsbetrag jederzeit durch die Bank of England bereitgestellt werden und wenn die Verschuldung erhöht werden muss, können die neuen Anleihen durch die Notenbank erworben werden. Im Jahr 2009 hat die englische Notenbank im Rahmen ihres sogenannten **Quantitative Easing** de facto die gesamte Neuverschuldung des Staats auf diese Weise finanziert (JG 2009 Ziffer 136). Eine vergleichbare Notenbankfinanzierung der Staatsverschuldung (einschließlich der staatlich gestützten Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac) wird seit der Insolvenz von Lehman Brothers auch von der US-amerikanischen Notenbank praktiziert. In Japan fand ein sehr umfangreicher Ankauf von Staatsanleihen im Rahmen eines Quantitative Easing in den Jahren 2001 bis 2006 statt (Kasten 4).

Kasten 4

Quantitative Easing: Vergleich der Programme von EZB, Fed, BoE und BoJ

Eine Ausweitung der Bilanzsumme der Zentralbank, einhergehend mit einer Vergrößerung der Geldbasis über den Aufkauf von Wertpapieren, mit dem Ziel einer erleichterten Liquiditäts- und Kreditversorgung wird gemeinhin als Quantitative Easing bezeichnet (JG 2009 Ziffern 134 ff.). Dieses Ziel wird unter normalen Umständen durch eine Leitzinssenkung erreicht. Ist der nominale Leitzins allerdings bereits nahe Null, ermöglicht Quantitative Easing einerseits das **Senken der Risikoprämien** über den Aufkauf riskanter Anleihen, andererseits das **Senken des Langfristzinses** über den Aufkauf langfristiger Wertpapiere oder über die glaubhafte Ankündigung, den Leitzins über eine längere Periode niedrig zu belassen. Beide Maßnahmen wirken in der Tendenz stimulierend auf die Volkswirtschaft (Blinder, 2010).

Erste Erfahrungen mit Quantitative Easing hat die **Bank of Japan (BoJ)** zwischen März 2001 und März 2006 gemacht. In diesem Zeitraum hat sie in zunehmendem Ausmaß langfristige japanische Staatsanleihen aufgekauft, den Zielwert für bei der BoJ gehaltene Reserven sukzessive erhöht und angekündigt, diesen so lange auf einem hohen Niveau zu halten, bis die Deflationsphase überwunden ist (Shirakawa, 2002; Ugai, 2006). Am Jahresende 2005 hielt die BoJ langfristige Staatsanleihen im Umfang von 63 Bio Yen in ihrer Bilanz. Im März 2006 wurde die

Politik des Quantitative Easing beendet, nachdem in drei aufeinander folgenden Monaten positive Inflationsraten verzeichnet wurden. Die Bewertung der Maßnahmen fällt zum Großteil negativ aus: Mit Ausnahme der Ankündigung langfristig guter Liquiditätsbedingungen haben die Maßnahmen keine wesentlich positive Wirkung gezeigt (Oda und Ueda, 2007; Spiegel, 2006).

Das **Federal Reserve System** (Fed) hat seit Oktober 2008, im Gefolge der Insolvenz von Lehman Brothers, umfassende Maßnahmen des Quantitative Easing eingeleitet. Die Zentralbankbilanz wurde zwischen dem 3. September und dem 12. November 2008 von 0,9 auf 2,2 Bio US-Dollar mehr als verdoppelt. Im Gegensatz zur BoJ hat die Fed ihren Schwerpunkt auf die Senkung der Risikoprämien gelegt und war damit durchaus erfolgreich. Allerdings dürfte sich der Abbau der zusätzlichen Bilanzpositionen als deutlich schwieriger und längerfristig herausstellen als im Falle der BoJ, sollen etwa Bear Stearns oder AIG-Aktiva einer Veräußerung zugeführt werden.

Während bei der **Bank of England** (BoE) eine deutliche Ausweitung der Bilanz ebenfalls seit dem Herbst 2008 zu verzeichnen war (JG 2009 Ziffern 135 f.), wurde ein umfassendes Programm des Quantitative Easing erst im März 2009 angekündigt, innerhalb dessen die BoE Staatsanleihen im Wert von 198,3 Mrd Pfund (Stand: 28.10.2010) erworben hat. Dies entspricht gut einem Sechstel der gesamten Staatsschulden des Vereinigten Königreichs.

Die Ausweitung der Bilanz des **Eurosystems** war im Herbst 2008 ebenfalls deutlich, wenn auch nicht so ausgeprägt wie bei der Fed und der BoE (Tabelle 12). Auch waren die Maßnahmen zunächst andere (JG 2009 Ziffern 67 und 136). Im Mai 2010 hat sich die Europäische Zentralbank (EZB) im Zuge der Griechenland-Krise allerdings doch zum Kauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt entschieden; bisher wurden insbesondere griechische, portugiesische und irische Staatsanleihen im Gesamtvolumen von 63,5 Mrd Euro erworben (Ziffer 86).

Tabelle 12

Quantitative Easing: Umfang der Staatsanleihenkäufe durch die Notenbanken

Umfang in Relation zum/zu	Japan	Vereinigte Staaten ¹⁾	Vereinigtes Königreich	Euro-Raum
	Dezember 2000 - Dezember 2004	August 2008 - August 2010	März 2009 - März 2010	Mai 2010 - September 2010
Bruttoinlandsprodukt (vH) ²⁾	4,0	10,8	13,5	0,7
Staatsschulden (vH) ³⁾	2,3	11,6	17,7	0,8

1) Staatsanleihen (Treasuries), hypothekarisch besicherte Wertpapiere (Mortgage-Backed Securities, garantiert durch Fannie Mae, Freddie Mac und Ginnie Mae) und Schuldverschreibungen von Bundesbehörden (Federal Agency Debt Securities).– 2) In jeweiligen Preisen jeweils im Endjahr der Anleihenkäufe.– 3) Stand der Staatsschulden jeweils im Endjahr der Anleihenkäufe.

Quellen: BoE, BoJ, EU, EZB, Fed, IWF

Am 5. Oktober 2010 hat die BoJ erneut ein Wertpapieraufkaufprogramm von zunächst etwa 5 Bio Yen angekündigt, das für langfristige Staatsanleihen, Anleihen und Schuldverschreibungen von Firmen sowie Index- und Immobilienfonds Verwendung finden soll. In jüngster Zeit ist unter dem Stichwort QE2 eine neue Runde von Maßnahmen des Quantitative Easing durch die Fed im Gespräch. Hierbei sollen langfristige Staatsanleihen gekauft werden, womöglich so lange, bis die Inflationsrate einen bestimmten Zielwert erreicht hat. Auch bei der BoE sind aktuell erste Stimmen zu hören, die eine Ausdehnung der Maßnahmen fordern.

„Original Sin“ als Normalfall in der Währungsunion

134. Durch die Teilnahme an der Europäischen Währungsunion ist den Mitgliedsländern eine Notenbankfinanzierung des Staats grundsätzlich nicht mehr möglich, da Artikel 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der EU (AEUV) dies ausschließt. Konkret bedeutet das für ein Mitgliedsland der Währungsunion, dass es grundsätzlich dem Risiko ausgesetzt ist, für fällige Staatsanleihen keine Anschlussfinanzierung mehr zu erhalten. Ein solches Insolvenzrisiko besteht für souveräne Staaten ansonsten nur dann, wenn sie über eine unabhängige Notenbank verfügen, der eine direkte Finanzierung des Staats untersagt ist oder wenn sie sich in einer Fremdwährung verschulden müssen. In der Literatur wird ein solches Vorgehen mit dem Begriff der „Ersünde“ (**Original Sin**) belegt, da sich ein Land damit den Unwägbarkeiten der internationalen Finanzmärkte aussetzt.

135. Bei der Gründung der Währungsunion wurde das Risiko der Insolvenz eines Mitgliedslands nicht für sehr hoch gehalten. Aus diesem Grund verzichteten die Konstrukteure des Euro – über die No-bail-out Klausel hinaus – auf Regelungen für den Fall einer drohenden Insolvenz ebenso wie auf Prozeduren für eine tatsächlich eingetretene Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedslands. Dieses **institutionelle Defizit** machte sich schmerzhaft bemerkbar, als im Laufe des Jahres 2010 die Kreditwürdigkeit Griechenlands und später auch die der anderen Problemländer immer stärker in Frage gestellt wurde.

Nachdem die Akteure auf den Finanzmärkten – wie schon im Jahr 1989 im Delors-Bericht beschrieben, der die Blaupause für die Europäische Währungsunion lieferte – über Jahre hinweg kein größeres Risikobewusstsein an den Tag gelegt hatten, kam es bei ihrer Einschätzung der Haushaltssituation in den Problemländern in der ersten Hälfte des Jahres 2010 zu einem sich selbstverstärkenden und in der Tendenz destabilisierenden Prozess. Dieser trieb die Finanzierungskosten für die Problemländer immer weiter nach oben, womit es immer weniger wahrscheinlich wurde, dass diesen ihre ohnehin sehr anspruchsvolle Konsolidierungsaufgabe gelingen würde. Ohne äußere Hilfe wäre es im Laufe des Jahres 2010 mit großer Wahrscheinlichkeit zu einem Teufelskreis gekommen, der mit der Zahlungsunfähigkeit Griechenlands oder sogar mehrerer Problemländer geendet hätte (Kasten 5).

Kasten 5

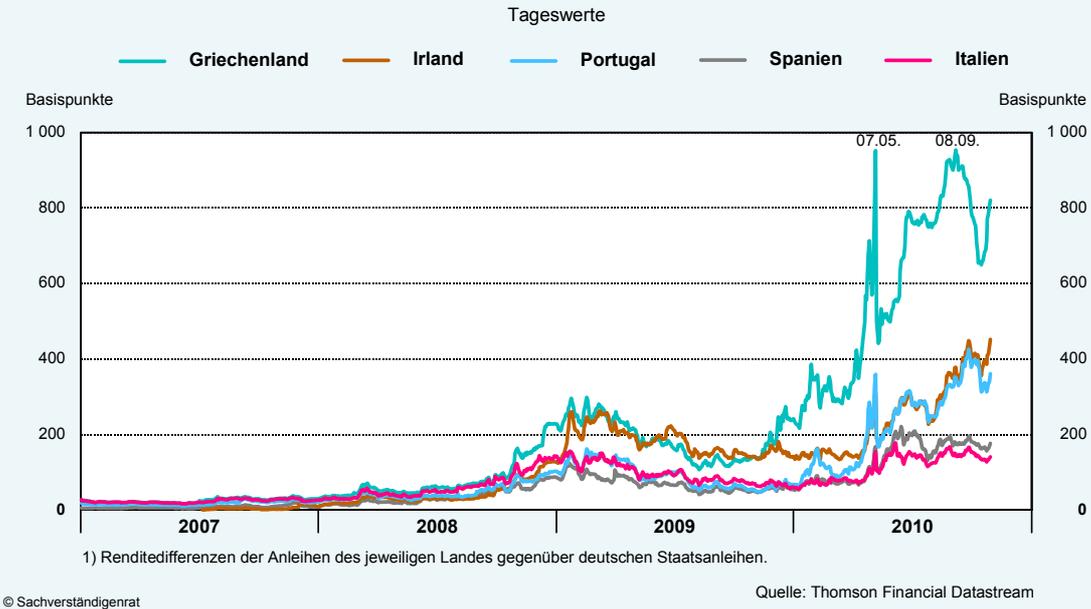
Ein dramatisches Wochenende für Europa

Trotz des Rettungspakets für Griechenland, das in den Grundzügen bereits am 25. März 2010 festgelegt wurde, gab es im Verlauf des Monats April keine Beruhigung der Märkte. Im Gegenteil, die Risikoaufschläge der Problemländer stiegen nahezu kontinuierlich, getrieben von Abstufungen der Ratingagenturen und nur kurzfristig gebremst von neuen Sparprogrammankündigungen (Schaubild 24).

Am Freitag, den 7. Mai 2010 betrug der **Renditeaufschlag** Griechenlands gegenüber Deutschland bei 10-jährigen Staatsanleihen 952 Basispunkte, mehr als doppelt soviel wie einen Monat zuvor und beinahe sieben Mal soviel wie ein halbes Jahr zuvor. Die Versicherung gegen einen Ausfall griechischer Staatsanleihen kostete am selben Tag 93 869 Euro für 1 Mio versicherter Summe, gegenüber 41 307 Euro einen Monat und 14 958 Euro sechs Monate zuvor. Weniger

Schaubild 24

Risikoaufschläge 10-jähriger Staatsanleihen für ausgewählte Länder gegenüber Deutschland¹⁾



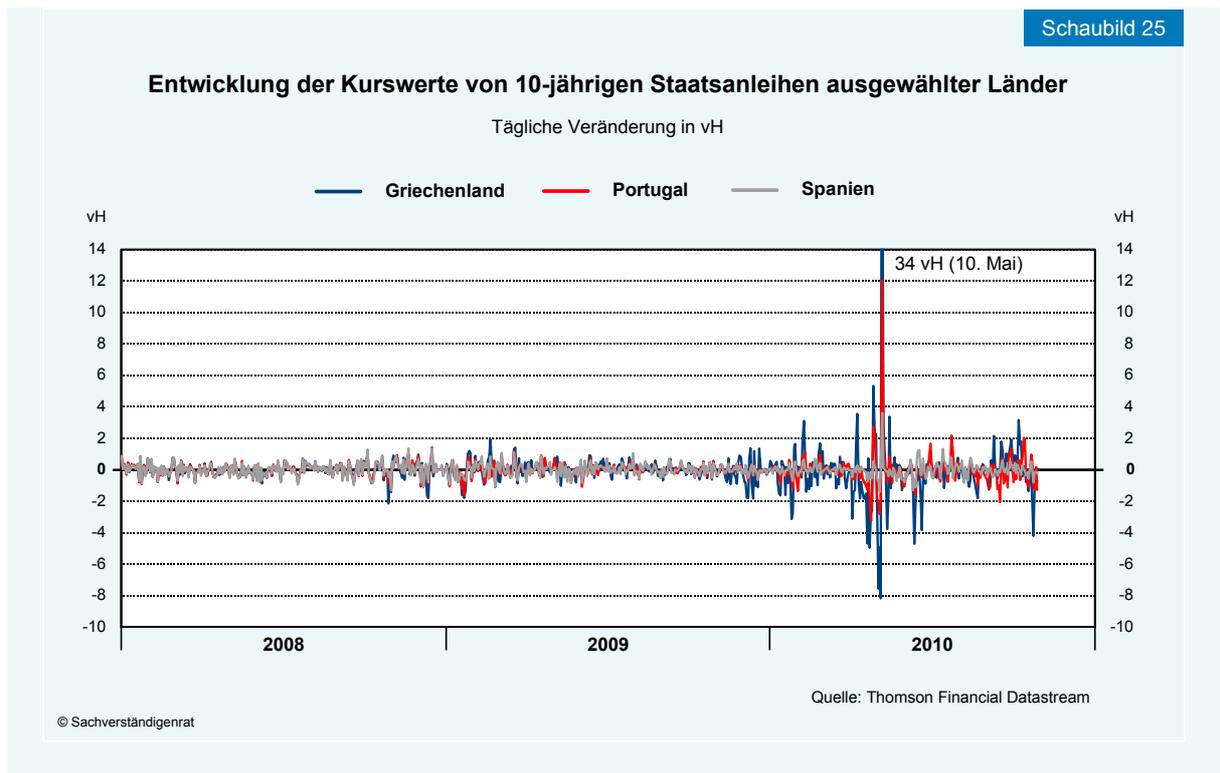
dramatische, aber in der Tendenz gleiche Entwicklungen waren für Portugal und Irland, noch etwas abgeschwächt ebenso für Spanien und Italien zu verzeichnen.

Einen weiteren Beleg für die Unsicherheit der Märkte lieferten die täglichen Veränderungsraten der Kurswerte für 10-jährige Staatsanleihen dieser Länder: Während diese üblicherweise unter ± 1 vH liegen, nahm die Schwankungsbreite seit April 2010 deutlich zu (Schaubild 25).

Die Vertrauenskrise bezüglich der Staatsfinanzen der Problemländer führte außerdem zu einer Erhöhung der Kreditrisiken bei europäischen Banken, die das Niveau zu Zeiten der Insolvenz von Lehman Brothers überschritten (Bini Smaghi, 2010). Ebenso erhöhte sich die Volatilität auf dem Geldmarkt und bei Aktienkursen; der Euro wertete innerhalb einer Woche deutlich gegenüber US-Dollar und Yen ab.

Trotz dieser Problemlage hat die EZB in ihrer regulären Sitzung am 6. Mai 2010 keine speziellen Maßnahmen ergriffen; Forderungen nach **Staatsanleihenkäufen** wurden brüsk zurückgewiesen: „We did not discuss this option.“ Zwei Tage später hatte man dann doch Zeit zur Diskussion.

Am Samstag und Sonntag tagten die Finanzminister der EU-Länder und beschlossen den sogenannten Schutzschirm, am Montag kündigte die EZB ein Programm für die Wertpapiermärkte an, innerhalb dessen sie am Rentenmarkt intervenieren und Staatsanleihen aufkaufen kann. Dabei hat die EZB die Liquidität, die durch den Ankauf von Staatsanleihen in den Markt gebracht wurde, in gleichem Umfang wieder durch eine Reduzierung ihrer Refinanzierungskredite für Banken sterilisiert, um auf diese Weise ein Absinken der Geldmarktzinsen zu vermeiden. Und obwohl nichts in der Satzung der EZB gegen den Ankauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt spricht, stellte der an diesem Wochenende vollzogene Gesinnungswechsel der EZB gleichwohl eine Belastung für die Reputation der Zentralbank als unabhängige Institution dar. Dieser von anderen Notenbanken praktizierten Form des Quantitative Easing war die EZB bis dahin aus dem Weg gegangen, da sie den Eindruck einer direkten staatlichen Defizitfinanzierung hatte vermeiden wollen.



136. Eine solche Entwicklung – und erst recht der von manchen Ökonomen vorgeschlagene **Austritt oder Ausschluss von Problemländern** aus der Währungsunion – hätte die Stabilität der Banken in diesen Ländern ebenso gefährdet wie die von Finanzinstitutionen in anderen Mitgliedstaaten der Währungsunion. Ein Ausscheiden Griechenlands hätte Spekulationen über einen Austritt der anderen Länder befeuert. Grundsätzlich würde sich bei einem Auseinanderbrechen der Währungsunion das Problem stellen, dass die in Euro eingegangenen Schulden in den dann wieder eingeführten nationalen Währungen stark ansteigen und so zu erheblichen Verschuldungsproblemen aller Sektoren führen würden. Von einem solchen Worst-case Szenario wären **deutsche und französische Kreditinstitute** besonders stark betroffen. Für Irland, Portugal und Spanien sind deutsche Banken der größte ausländische Kreditgeber, für Griechenland der zweitgrößte. Insgesamt entfällt auf deutsche Banken rund ein Viertel der gesamten Auslandsverschuldung – das heißt der Verschuldung von Banken, privaten Haushalten, Unternehmen und des Staats – der vier Problemländer, auf Frankreich knapp 20 vH. Eine konsequente Durchsetzung der **No-bail-out Klausel** nach Artikel 125 AEUV wäre daher – neben Belastungen für inländische Gläubiger – mit erheblichen finanziellen Risiken insbesondere für Deutschland und Frankreich verbunden gewesen (Tabelle 13).

Schutzschirme für die Problemländer

137. Vor diesem spezifischen Hintergrund sind die im April und Mai 2010 beschlossenen, ungewöhnlich umfangreichen Rettungsprogramme für Griechenland sowie für den gesamten Währungsraum zu verstehen (Kasten 6, Seite 84).

Der unmittelbare Effekt der Stabilisierungsprogramme lässt sich an den Renditeabständen von Staatsanleihen gegenüber dem „Benchmark“-Emittenten Bundesrepublik Deutschland ablesen. Sowohl durch das EU-Rettungspaket für Griechenland als auch durch den Rettungs-

schirm vom Mai 2010 ist es zu einer temporären Beruhigung auf den Finanzmärkten gekommen. Nach wie vor müssen die Problemländer, allen voran Griechenland, sehr hohe Risikoaufschläge bezahlen, wenn sie sich am Kapitalmarkt finanzieren wollen. Auch für die Mittel aus dem EU-Rettungspaket muss Griechenland einen Aufschlag von 350 Basispunkten leisten, was erheblich über dem durchschnittlichen Spread des Jahres 2009 liegt.

Tabelle 13

Konsolidierte Auslandsforderungen von Banken der BIZ-Länder¹⁾ gegenüber ausgewählten Ländern

	Ins- gesamt	Darunter:					Nachrichtlich:	
		Frank- reich	Deutsch- land	Nieder- lande	Ver- einigtes Königreich	Vereinigte Staaten	Deutsch- land	Frank- reich
		Mrd US-Dollar					Anteil in vH	
Griechenland	202,6	71,1	44,2	11,3	11,8	13,6	21,8	35,1
Irland	627,6	50,3	174,0	25,9	164,0	60,6	27,7	8,0
Portugal	243,6	42,1	44,5	12,2	25,0	5,2	18,3	17,3
Spanien	857,0	199,8	213,1	99,5	110,2	62,2	24,9	23,3
Zusammen	1 930,8	363,3	475,8	149,0	311,0	141,7	24,6	18,8

1) Länder, die der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berichten; Stand: Ende März 2010.

Quelle: BIZ

Kasten 6

Rettungsprogramme für den Euro-Raum

Am 2. Mai 2010 haben die Mitgliedsländer der Währungsunion ihre Bereitschaft erklärt, im Rahmen eines **Rettungsprogramms für Griechenland** einen Betrag von bis zu 80 Mrd Euro als Finanzhilfe in der Form von koordinierten bilateralen Krediten bereitzustellen, davon bis zu 30 Mrd Euro im Jahr 2010. Für Deutschland ergibt sich daraus ein Betrag von 22,4 Mrd Euro, wenn man unterstellt, dass sich alle Mitgliedsländer mit Ausnahme Griechenlands an der Hilfe beteiligen. Formell wird die deutsche Garantie von der KfW Bankengruppe übernommen, die hierfür eine Bundesgarantie erhält. Zusätzlich werden vom IWF 30 Mrd Euro bereitgestellt, sodass das Gesamtpaket ein Volumen von 110 Mrd Euro erreicht. Die Mittel werden im Rahmen einer strengen Konditionalität zur Verfügung gestellt, die zwischen dem IWF und der Europäischen Kommission (in Abstimmung mit der EZB) und Griechenland vereinbart wurde.

Da sich trotz dieser weitreichenden Hilfen für Griechenland keine Beruhigung auf den Finanzmärkten einstellte, wurde am 9. Mai 2010 ein umfassendes Maßnahmenpaket beschlossen, das es ermöglicht – auf der Basis von Artikel 122 Absatz 2 AEUV – Mitgliedstaaten finanzielle Unterstützung zu gewährleisten, die durch außerordentliche Umstände außerhalb ihres Einflussbereichs in Schwierigkeit geraten sind. Dieser **Schutzschirm** besteht aus zwei Elementen.

- Als erste Stufe wurde ein **Notfallfonds** geschaffen, der als ein Gemeinschaftsinstrument durch den EU-Haushalt garantiert wird und ein Volumen von bis zu 60 Mrd Euro umfassen kann. Die rechtliche Grundlage hierfür ist eine Entschließung des Rates über die Einführung eines Europäischen Stabilisierungsmechanismus (**European Financial Stabilisation Mechanism**) vom 9. Mai 2010.

- Als zweite Stufe wurde von den Mitgliedstaaten des Euro-Raums am 7. Juni 2010 eine auf drei Jahre befristete Europäische Finanzstabilisierungsfazilität gegründet (**European Financial Stability Facility, EFSF**). Sie soll über einen Zeitraum von drei Jahren Darlehen in Höhe von bis zu 440 Mrd Euro vergeben können. Bei der EFSF handelt es sich um eine Zweckgesellschaft nach luxemburgischem Recht. Die Gesellschaft kann auf dem Kapitalmarkt Mittel aufnehmen, wobei die Mitgliedsländer hierfür eine anteilige Bürgschaft übernehmen. Diese wird prozentual gemäß den Kapitalanteilen der 16 Mitgliedsländer an der EZB festgelegt. Für Deutschland beläuft sich dieser auf 27,1 vH, womit sich eine maximale Sicherungszusage von 119,4 Mrd Euro ergibt. Für den Fall, dass einzelne Mitgliedsländer selbst die EFSF in Anspruch nehmen müssen – man spricht dabei von einem Stepping-out Guarantor – erhöht sich der Anteil entsprechend; Griechenland gilt von Anfang an als Stepping-out Guarantor, sodass der deutsche Anteil an der EFSF 27,9 vH beträgt. Hieraus resultiert der gesetzlich bestimmte deutsche Beitrag von 122,9 Mrd Euro. Bei einem Ausfall von Griechenland, Irland, Portugal und Spanien würde sich der deutsche Anteil an einem einzelnen Kreditprogramm auf 33,4 vH erhöhen, die maximale Sicherung von 123 Mrd Euro gemäß dem deutschen „Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus“ bleibt davon jedoch unberührt. Dies gilt auch für die - zur Verbesserung des Ratings der von der EFSF emittierten Titel – vereinbarte Überbesicherung in Höhe von 120 vH. Somit würde Deutschland bei einer Emission der EFSF in Höhe von beispielsweise 1 Mrd Euro für einen Betrag von 27,9 vH zuzüglich 20 vH als Überbesicherung haften, konkret also für 335 Mio Euro. Aufgrund der Überbesicherung reduzieren sich die für Ausleihungen des EFSF insgesamt verfügbaren Mittel von 440 Mrd Euro auf 366,7 Mrd Euro. Um ein AAA-Rating für die von ihr emittierten Titel zu erlangen, muss die EFSF darüber hinaus eine Barreserve halten. Ihre Höhe wird wie folgt ermittelt: Etwa 60 vH der zugesagten Beträge stammen von Garantieländern mit einem AAA-Status. Durch die Überbesicherung von 120 vH ergibt sich somit für 72 vH einer EFSF-Emission eine AAA-Besicherung. Die verbleibende Lücke wird durch die Barreserve gedeckt. Diese wird zum einen dadurch geschaffen, dass von den Empfängerländern der Barwert der Zinsmarge und die Servicegebühr unmittelbar einbehalten werden. Zum anderen muss die EFSF bei jeder Emission einen Betrag aufnehmen, der noch darüber hinaus über den Mitteln liegt, die dem betreffenden Land zur Verfügung gestellt werden. Bei einer vollen Ausschöpfung des Finanzierungsrahmens sinkt damit der für die Länder verfügbare Betrag noch einmal deutlich unter den Wert von 366,7 Mrd Euro. Unterstellt man, dass die Lücke 28 vH beträgt, ergibt sich ein maximal verfügbarer Betrag von rund 286 Mrd Euro.

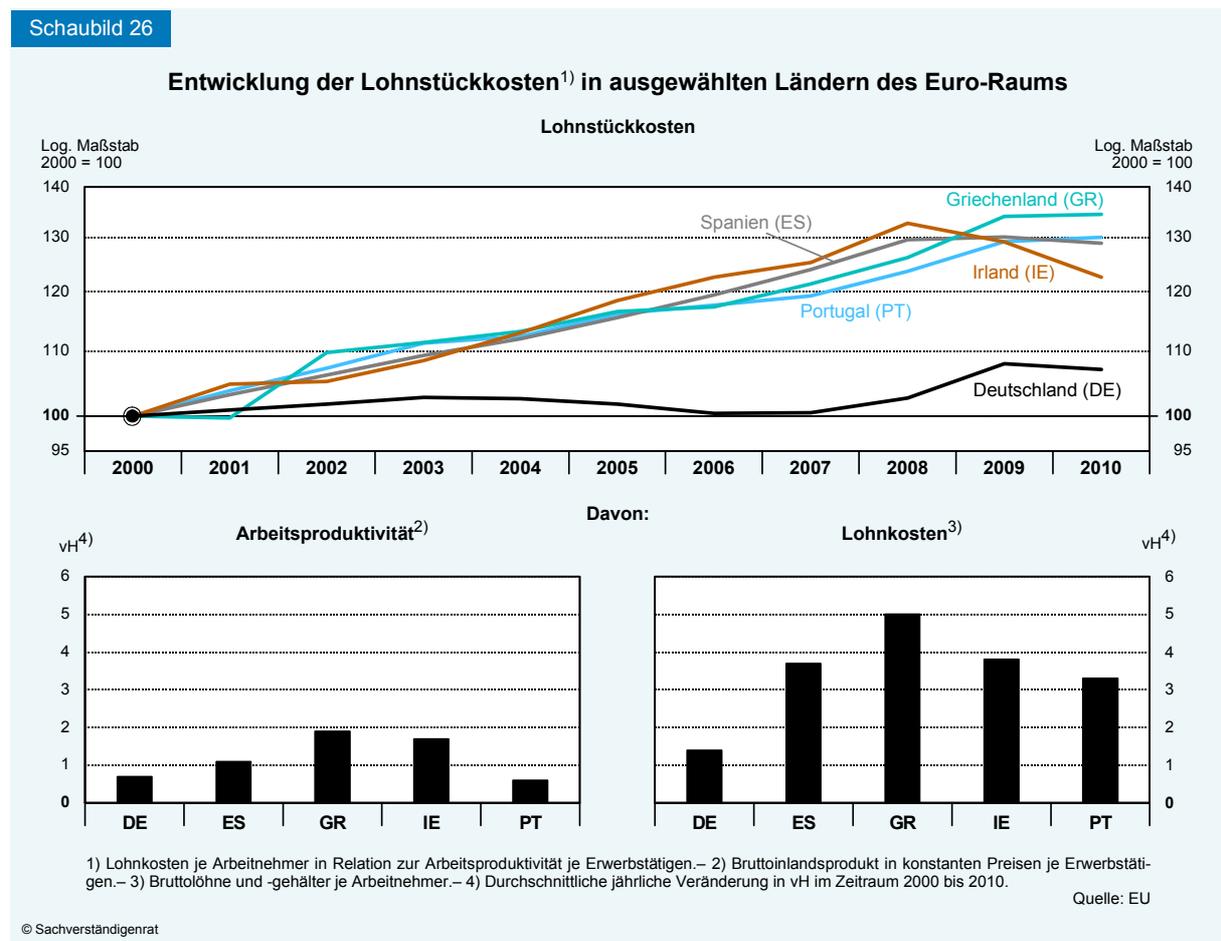
Im deutschen Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen des europäischen Stabilisierungsmechanismus sind sehr restriktive Voraussetzungen für dessen Aktivierung genannt. Die Kredite sind nur als „Notmaßnahmen zum Erhalt der Zahlungsfähigkeit“ eines Mitgliedslands vorgesehen. Die Gefährdung der Zahlungsfähigkeit soll durch die Staaten des Euro-Währungsgebiets unter Ausschluss des betroffenen Lands gemeinsam mit dem IWF und der EZB festgestellt werden. Demgegenüber sprechen die Terms of Reference der Euro-Gruppe zur EFSF vom 7. Juni 2010 sowie der EFSF-Rahmenvertrag nur von „in Schwierigkeiten geratenen Mitgliedstaaten“ und als Voraussetzung für den Abschluss über eine Darlehensfazilität wird lediglich eine Absichtserklärung (Memorandum of Understanding) gegenüber der Kommission gefordert, in der die Haushaltsdisziplin und die wirtschaftlichen Leitlinien der jeweiligen Staaten festgelegt werden. Da alle Entscheidungen in der EFSF einstimmig getroffen werden müssen, hat Deutschland im Zweifelsfall jedoch grundsätzlich die Möglichkeit, Kredite der EFSF zu stoppen.

Fehlentwicklungen bei der Wettbewerbsfähigkeit

138. Seit dem Bestehen der Währungsunion haben sich erhebliche Unterschiede bei der Entwicklung der Lohnstückkosten in den Mitgliedsländern herausgebildet (Schaubild 26, oben). Bei den von der Krise im Euro-Raum besonders betroffenen Volkswirtschaften sind die Lohnstückkosten – bei allen konzeptionellen Schwierigkeiten bei deren Berechnung – im Jahr 2010 um bis zu 30 vH höher als im Jahr 2000, während es in Deutschland nur zu einer Zunahme um 7 vH gekommen ist. Ähnlich ungünstig wie in den vier Problemländern hat sich auch die Wettbewerbsfähigkeit Italiens entwickelt. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass das Lohnniveau in Deutschland nach wie vor weitaus höher als in den betroffenen südeuropäischen Ländern ist.

139. Häufig wird in diesem Zusammenhang argumentiert, dass die Währungsunion deshalb so krisenanfällig sei, weil die Leistungsfähigkeit der Mitgliedsländer stark divergiere. Die im letzten Jahrzehnt aufgelaufenen Unterschiede in den Lohnstückkosten sind jedoch nicht auf unzureichende Produktivitätsfortschritte in den Problemländern zurückzuführen. Ursächlich hierfür sind allein Veränderungen der Nominallöhne, die sich offensichtlich wenig an der Produktivität, dafür aber sehr stark an den noch deutlicher gestiegenen nationalen Inflationsraten orientierten (Schaubild 26, unten).

Schaubild 26



140. Für die vier Problemländer stellen sich somit in den nächsten Jahren sehr schwierige Anpassungsaufgaben. Sie müssen nicht nur ihre hohen Defizite reduzieren, sondern insbesondere auch über eine sehr zurückhaltende Lohnpolitik ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit verbessern. Zu den von den Konsolidierungsprogrammen ausgehenden negativen Nachfrageeffekten kommen daher auch noch die dämpfenden Effekte durch den Zwang der Lohnanpassung, da das Instrument der nominalen Abwertung nicht zur Verfügung steht. Wiederum besteht hier für die Mitgliedsländer der Währungsunion ein grundsätzliches Problem, das so für andere Länder nicht gegeben ist. So hat das Pfund Sterling seit der Insolvenz von Lehman Brothers um rund 10 vH gegenüber dem Euro abgewertet, der ungarische Forint um etwa 14 vH.

141. Berücksichtigt man zudem das schwierige weltwirtschaftliche Umfeld, sind die **Konsolidierungsprogramme** der Problemländer durchaus als ambitioniert anzusehen (Kasten 7, Seite 88). Das erkennt man nicht zuletzt daran, dass sich in den letzten 30 Jahren in den Ländern der EU-15 sowie in Japan und den Vereinigten Staaten insgesamt nur vier Beispiele für eine Rückführung der Defizitquote in einer Größenordnung von 4,8 Prozentpunkten und mehr in einem Zweijahreszeitraum finden lassen (Tabelle 14).

Tabelle 14

Länder¹⁾ mit einer starken Rückführung der Defizitquote des Staats innerhalb von 2 Jahren im Zeitraum von 1980 bis 2010

Land	Zeitraum ²⁾	Rückführung der Defizitquote	Nachrichtlich: Weltproduktion ³⁾ im angegebenen Zeitraum
		Prozentpunkte	durchschnittliche Veränderung in vH
Dänemark	1983 – 1985	4,9	4,1
Irland	1986 – 1988	5,9	4,1
Schweden	1994 – 1996	5,9	3,5
Finnland	1996 – 1998	5,0	3,3

1) Betrachtete Länder: Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal, Schweden, Spanien, Vereinigtes Königreich sowie Japan und Vereinigte Staaten.–
 2) Erster Zeitraum, in dem eine Rückführung von mindestens 4,8 Prozentpunkten stattgefunden hat.– 3) Bruttoinlandsprodukt.

Quellen für Grundzahlen: EU, IWF

In der oft als Erfolgsmodell genannten Konsolidierungspolitik Irlands in der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre dürfte die ungewöhnlich gute Weltkonjunktur eine wesentliche Rolle gespielt haben. Bei den drei skandinavischen Sparprogrammen (in den 1980er-Jahren in Dänemark, in den 1990er-Jahren in Schweden und Finnland) ist die inländische Wirtschaft durch eine starke Abwertung der heimischen Währung außenwirtschaftlich gestützt worden, ein Mechanismus, der den vier Problemländern der Währungsunion nicht zur Verfügung steht. Dabei ist zu berücksichtigen, dass diese Länder angesichts der drohenden Zahlungsschwierigkeiten unter einem sehr viel größeren Handlungsdruck stehen.

Kasten 7

Konsolidierungsmaßnahmen in Griechenland, Portugal, Spanien und Irland

Das vom IWF gemeinsam mit der Kommission und der EZB für **Griechenland** vereinbarte Programm sieht eine Rückführung der Defizitquote des öffentlichen Haushalts nach jüngsten Meldungen von 15,4 vH im Jahr 2009 auf 4,9 vH im Jahr 2013 vor (Stand: 30. Oktober 2010). Beim Primärsaldo, der ohne die Zinszahlungen des Staats errechnet wird, ist in diesem Zeitraum eine Veränderung der Defizitquote von 8,6 vH auf eine Überschussquote von 3,2 vH geplant. Dazu sind umfangreiche Reformen beschlossen worden:

- Anhebung der Mehrwertsteuer von 19 vH auf 21 vH ab 15. März 2010 und auf 23 vH ab 1. Juli 2010,
- Erhöhung der Steuern auf Tabak, Spirituosen und Kraftstoff,
- Einsparungen bei den öffentlichen Gehältern durch Reduzierung des Weihnachts-, Oster- und Urlaubsgelds,
- Abschaffung des Weihnachts-, Oster- und Urlaubsgelds für Rentner oberhalb einer bestimmten Mindestrente, Kürzung bei Beziehern der höchsten Rentenbeträge,
- Abschaffung von Steuerbefreiungen,
- Reduzierung der staatlichen Verwaltungsebenen von fünf auf drei und der Anzahl der Stadtverwaltungen von derzeit über 1 000 auf 370,
- Rentenreform, unter anderem mit Erhöhung des gesetzlichen Renteneintrittsalters auf 65 Jahre bis Dezember 2013.

Die erste Überprüfung im August 2010 hat ergeben, dass Griechenland gegenüber den Vereinbarungen derzeit stärkere Ausgabenkürzungen und schwächere Einnahmeerhöhungen aufweist, insgesamt aber gut im Plan liegt.

Eine deutliche Reduzierung der Defizitquote wird auch in **Portugal** beabsichtigt, von 9,3 vH im Jahr 2009 auf 4,6 vH im Jahr 2011, unter anderem über

- Einfrieren des Rentenniveaus,
- Kürzungen von Löhnen und Gehältern im öffentlichen Dienst im Umfang von 5 vH,
- Erhöhung der Mehrwertsteuer von 21 vH auf 23 vH im Jahr 2011.

Spanien beabsichtigt, seine Defizitquote von 11,2 vH im Jahr 2009 auf 6,0 vH im Jahr 2011 zu reduzieren, im Jahr 2013 soll die Maastricht-Grenze von 3,0 vH erreicht werden. Zu den wichtigsten Maßnahmen zählen

- Kürzung der staatlichen Investitionen 2010 und 2011 um etwa 6 Mrd Euro,
- Kürzung der Gehälter der Beschäftigten im öffentlichen Dienst um 5 vH im Jahr 2010 und ein Einfrieren im Jahr 2011,
- Streichung von 13 000 Stellen im öffentlichen Dienst,
- Wegfall der Geburtsprämie von 2 500 Euro ab dem Jahr 2011,
- Keine Erhöhung der Renten im Jahr 2011 mit Ausnahme der Mindestrenten; Erschwerung von Frühverrentungen.

Das einzige der vier Problemländer, das noch über keinen klaren Konsolidierungsfahrplan verfügt, ist **Irland**. Durch die zusätzlichen Kosten zur Rettung der Anglo Irish Bank in Höhe von etwa 30 Mrd Euro wird das Staatsdefizit in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2010 voraussichtlich bei 32 vH liegen. Dennoch ist geplant, den Wert von 3,0 vH im Jahr 2014 zu unterschreiten – ein entsprechendes Sparprogramm soll bis Mitte November 2010 vorgelegt werden.

II. Ein neuer institutioneller Rahmen für den Euro-Raum

142. In den intensiven Diskussionen, die der Gründung der Europäischen Währungsunion vorausgegangen waren, kam immer wieder die Frage auf, an welcher Stelle des europäischen Integrationsprozesses die notwendigen **Voraussetzungen für eine Währungsunion** erfüllt sein würden. Vor allem von deutscher Seite wurde traditionell die Sichtweise vertreten, dass der Schritt zu einer gemeinsamen Währung erst ganz am Ende des wirtschaftlichen und politischen Zusammenwachsens stehen sollte. Aus der Perspektive dieser auch als „**Krönungstheorie**“ bezeichneten Strategie war eine sehr weitreichende politische Integration die entscheidende Voraussetzung für das Gelingen einer Währungsunion. Die entgegengesetzte Position war vor allem in Frankreich zu finden. Eine gemeinsame Währung wurde als Impulsgeber für weitergehende Schritte auf dem Felde der ökonomischen wie der politischen Integration gesehen. Den Kerngedanken dieser als „**Grundsteintheorie**“ bezeichneten Strategie verdeutlichte der französische Ökonom Jacques Rueff bereits im Jahr 1949 in der Formulierung: „L’Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas.“ (Europa wird durch die Währung gelingen, oder es wird überhaupt nicht gelingen).

1. Status quo: Gemeinsame Währung bei vergleichsweise geringer politischer Integration

143. Diese grundsätzlichen Positionen waren auch den Architekten der Europäischen Währungsunion bewusst, als sie in den 1990er-Jahren zunächst den **Vertrag von Maastricht** und danach den **Stabilitäts- und Wachstumspakt** formulierten. Auf der einen Seite hatte damals die wirtschaftliche Integration, nicht zuletzt durch das im Jahr 1985 eingeleitete Binnenmarktprogramm, ein sehr hohes Niveau erreicht, auf der anderen Seite waren die Integrationsbemühungen auf dem Feld der politischen Integration nicht allzu weit fortgeschritten. Die damals gefundene Lösung vertraute darauf, dass

- mit der Schaffung einer unabhängigen und auf das Ziel der Geldwertstabilität verpflichteten Zentralbank,
- mit den im EG-Vertrag festgeschriebenen und dann im Stabilitäts- und Wachstumspakt noch verstärkten Disziplinierungsmechanismen für die nationalen Fiskalpolitiken,
- sowie dem ebenfalls im EG-Vertrag festgelegten Ausschluss einer wechselseitigen oder gemeinschaftlichen Haftung für nationale öffentliche Schulden (No-bail-out Klausel),

ein hinreichend stringenter institutioneller Rahmen für die Stabilität der gemeinsamen Währung geschaffen worden sei. Insgesamt basierte der Euro damit auf einer Konstruktion, die sehr viel mehr der Philosophie der Grundsteintheorie als der der Krönungstheorie entsprach. Folglich wurde in den 1990er-Jahren – vor allem von deutscher Seite – immer wieder das unzureichende Maß an politischer Integration als Risikofaktor für den Euro betrachtet.

144. Nachdem der Euro in diesem Jahr in eine schwere Krise geraten ist, steht außer Zweifel, dass der in den 1990er-Jahren entwickelte institutionelle Rahmen nicht mehr in der Lage ge-

wesen war, die Stabilität der Europäischen Währungsunion zu gewährleisten. Ohne die im Mai 2010 beschlossenen, umfassenden Rettungspakete wäre eine Insolvenz Griechenlands – mit hohen Risiken für andere hoch verschuldete Mitgliedsländer und die Stabilität der Währungsunion insgesamt – kaum zu vermeiden gewesen. Aber es geht nicht nur um Maßnahmen für den Krisenfall, sondern sogar vorrangig darum, die institutionellen Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass vergleichbare Krisen in der Zukunft so weit wie möglich verhindert werden. Wichtige Vorschläge hierfür wurden in diesem Jahr von der Europäischen Kommission, der EZB, einer unter der Leitung des ständigen Ratspräsidenten Herman van Rompuy tagenden Expertengruppe, einzelnen nationalen Regierungen sowie von zahlreichen Wissenschaftlern entwickelt. Der Sachverständigenrat hat bereits in seinem Jahresgutachten 2009 mit dem Modell eines **Konsolidierungspakts** Vorschläge für ein stringenteres fiskalpolitisches Regelwerk unterbreitet.

Am 29. Oktober 2010 hat der Europäische Rat den Bericht der van-Rompuy-Arbeitsgruppe befürwortet und sich für einen „fast track“-Ansatz ausgesprochen, bei dem die ohne Vertragsänderung möglichen Reformen bis zum Sommer 2011 umgesetzt werden sollen. Hierfür ist die Zustimmung des Europäischen Parlaments notwendig. Der Rat hat zudem die Notwendigkeit eines dauerhaften Krisenmechanismus zum Ausdruck gebracht, der jedoch eine begrenzte Veränderung des Vertrags erfordert.

145. In der aktuellen Reformdiskussion zeigt sich, dass der Widerstand gegen ein höheres Maß an politischer Integration in allen Mitgliedsländern, wenn auch nicht immer aus denselben Gründen, nach wie vor außerordentlich hoch ist. Es besteht somit die Gefahr, dass das Projekt der Währungsunion in einem institutionellen Zwischenstadium verbleibt, das auf Dauer keine Zukunft haben kann. Ein Scheitern der Währungsunion wäre jedoch für alle Mitgliedsländer – nicht nur aus ökonomischer, sondern auch aus politischer Sicht – mit erheblichen Nachteilen verbunden.

2. Drei Säulen bringen mehr Stabilität

146. Es ist daher unumgänglich, einen umfassenderen institutionellen Rahmen für die Europäische Währungsunion zu schaffen, ohne dabei zentrale nationale Kompetenzen in der Fiskalpolitik aufzugeben. Ein zukunftsfähiges Regelwerk für den Euro sollte auf **drei Säulen** beruhen:

- Ein auf dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union und speziell dem Stabilitäts- und Wachstumspakt basierendes **fiskalisches Regelwerk**, das neben zielführenderen Kriterien für den Tatbestand eines exzessiven Defizits insbesondere wirksamere Sanktionsmechanismen benötigt.
- Ein **Regelwerk für die Stabilität des privaten Finanzsystems** im Euro-Raum, das deutlich über die für die Europäische Union beschlossenen institutionellen Reformen im Bereich der Bankenaufsicht hinausgeht.
- Ein **Regelwerk für Krisensituationen**, da im Vertrag von Maastricht für die Währungsunion keine Bestimmungen für Notfälle enthalten sind. Dabei geht es zum einen um das

Vorgehen in Situationen, in denen die **Zahlungsfähigkeit von Mitgliedsländern** bedroht ist oder ihnen der Zugang zum Kapitalmarkt nur mit sehr hohen Risikoaufschlägen möglich ist. Zum anderen fehlt es an Lösungsansätzen bei **Liquiditäts- und Solvenzkrisen von jenen Finanzinstituten**, die im gesamten Währungsraum grenzüberschreitend aktiv sind (Ziffern 326 ff.).

147. Darüber hinaus zeigt die Krise, wie gefährlich es für eine Währungsunion ist, wenn die Lohnstückkosten der Mitgliedsländer über Jahre hinweg auseinanderlaufen. Da das Instrument der Abwertung im Innenverhältnis der Mitgliedstaaten nicht zur Verfügung steht, sind umfassende Korrekturen zur Verbesserung der **Wettbewerbsfähigkeit** auf kurze Sicht nur schwer zu realisieren. Deshalb bedarf die Währungsunion eines fortlaufenden Monitorings der Wettbewerbsfähigkeit, um Fehlentwicklungen möglichst frühzeitig zu identifizieren.

Erste Säule: Stabilitätspakt mit mehr Biss

148. Der Sachverständigenrat hat die **Defizite des Stabilitäts- und Wachstumspakts** bereits in seinem letzten Jahresgutachten angesprochen (JG 2009 Ziffer 123). So ist der SWP **nicht ehrgeizig** genug, da er nur auf eine Rückführung einer übermäßigen Defizitquote unter die 3 vH-Grenze abzielt. Die Verpflichtung zu einem weitergehenden Abbau der Neuverschuldung ergibt sich bisher lediglich über die nicht mit nennenswerten Sanktionen bewehrten Bestimmungen des „präventiven Arms“. Der SWP ist **nicht stringent** genug, da Entscheidungen, die zu Sanktionen führen, vom Rat der Wirtschafts- und Finanzminister ausgelöst werden, in dem in den nächsten Jahren die Vertreter hoch verschuldeter Länder in der Mehrheit sein werden. Zudem sind die **Sanktionen** des SWP – mit der Verpflichtung, eine zinslose Einlage zu hinterlegen, die erst nach einem sehr langwierigen Prozess in eine Geldbuße umgewandelt werden kann – vergleichsweise schwach ausgeprägt.

149. Die am 21. Oktober 2010 von einer Arbeitsgruppe des Präsidenten des Europäischen Rates, Herman van Rompuy, vorgelegten und am 29. Oktober vom Europäischen Rat befürworteten Vorschläge werden diesen Anforderungen in wichtigen Punkten gerecht. Allerdings bewegen sie sich innerhalb der Grenzen des geltenden Vertrags. Damit bleibt es weitgehend bei der durch den Vertrag von Maastricht vorgegebenen **dominanten Rolle des Rates** in den einzelnen Verfahrensschritten des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Eine Vertragsänderung, die der Kommission hierbei die primäre Entscheidungskompetenz zuweist, sodass ihre Beschlüsse nur mit **umgekehrter Abstimmung** des Rates zurückgewiesen werden können, erscheint deshalb zur Härtung des Pakts dringend geboten (Kasten 8, Seite 92).

Kasten 8

Abstimmungsmodi im Stabilitäts- und Wachstumspakt

Bei der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) kommt der Frage von automatisch oder quasi-automatisch festgelegten Verfahrensstufen eine große Prominenz zu. Im aktuellen SWP bedarf es für jede neue Verfahrensstufe einer **qualifizierten Mehrheit** der stimmberechtigten Mitgliedstaaten. In der aktuellen Diskussion stehen Vorschläge zu neuen Sanktionen, die in Kraft treten sollen, wenn nicht der Europäische Rat innerhalb einer bestimmten Frist mit qualifizierter Mehrheit widerspricht (sogenannte **umgekehrte Abstimmung**). Die Auswirkungen der

verschiedenen Abstimmungsmodi werden am besten anhand eines Beispiels klar.

In diesem **Beispiel** weist das Land Portugal im Jahr 2018 ein übermäßiges Defizit von mehr als 3 vH aus und alle Verfahrensschritte bis zu einer Abstimmung über Sanktionen sind durchlaufen worden. Im Status quo müsste sich der Ecofin-Rat mit qualifizierter Mehrheit für eine Sanktion aussprechen. Bei der umgekehrten Abstimmung hingegen wäre die Sanktion verhängt, sofern der Ecofin-Rat nicht innerhalb einer Frist mit qualifizierter Mehrheit widerspricht.

Ein hypothetisches Abstimmungsverhalten, das davon ausgeht, dass die beteiligten Länder ein konsistentes Verhalten gegenüber der Verhängung einer Sanktion aufweisen, zeigt, dass es bei der bisherigen Abstimmung sehr viel schwieriger ist, Sanktionen durchzusetzen, als bei der umgekehrten Abstimmung (Tabelle 15).

Tabelle 15

**Fallbeispiel: Abstimmung über Sanktionen gegen Portugal
im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts¹⁾**

Land	Bevölkerung ²⁾ (Tausend Personen)	Abstimmungsverhalten	
		Sollen Sanktionen ausgesprochen werden?	Sollen Sanktionen verhindert werden? Umgekehrte Abstimmung
Belgien	10 865,5	Nein	Ja
Estland	1 340,0	Ja	Nein
Finnland	5 365,6	Ja	Nein
Frankreich	64 812,1	Nein	Ja
Deutschland	81 629,4	Ja	Nein
Griechenland	11 309,9	Nein	Ja
Irland	4 471,2	Nein	Ja
Italien	60 533,3	Nein	Ja
Luxemburg	502,8	Nein	Ja
Malta	414,8	Nein	Ja
Niederlande	16 560,1	Ja	Nein
Österreich	8 388,1	Ja	Nein
Portugal	10 649,5	Nicht stimmberechtigt ³⁾	
Slowakei	5 423,2	Nein	Ja
Slowenien	2 033,7	Nein	Ja
Spanien	46 090,2	Nein	Ja
Zypern	803,5	Nein	Ja
Bedingungen			
55 vH der Mitgliedstaaten (9 Staaten)		Nicht erfüllt	Erfüllt
65 vH der Bevölkerung (208,4 Millionen Einwohner)		Nicht erfüllt	Nicht erfüllt
Ergebnis		Sanktionen werden nicht ausgesprochen.	Sanktionen werden nicht verhindert.

1) Das Fallbeispiel beruht auf den in Artikel 238 Absatz 3a des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) in Verbindung mit Artikel 139 Absatz 2b sowie Absatz 4 AEUV festgelegten Abstimmungsregeln, die zum 1. November 2014 in Kraft treten. Es gilt jedoch eine Übergangsfrist bis 31. März 2017, siehe Protokoll Nr. 36 Artikel 3 Absatz 2 zum AEUV.– 2) Schätzung für 2010, Quelle: EU.– 3) Portugal ist in diesem Beispiel aufgrund von Artikel 126 Absatz 13 AEUV nicht stimmberechtigt.

150. Im Rahmen des „präventiven Arms“ werden die Vorschläge der van-Rompuy-Arbeitsgruppe zu einer wesentlichen Verbesserung für den Euro-Raum führen. In der Vergangenheit hat es sich als sehr nachteilig erwiesen, dass Sanktionen nur dann eingeleitet werden konnten, wenn ein Land eine Defizitquote von mehr als 3 vH aufwies. Im Fall Griechenlands hat dies im Jahr 2007 dazu geführt, dass das Defizitverfahren außer Kraft gesetzt wurde, weil für die Jahre 2006 und 2007 eine Defizitquote von weniger als 3 vH erwartet worden war (JG 2009 Kasten 7). Nach den neuen Bestimmungen kann ein Land auch dann – in der Form

des Hinterlegens einer verzinslichen Einlage – sanktioniert werden, wenn es sich nicht an den vorgegebenen Pfad zur Erreichung seines mittelfristigen Haushaltsziels hält. In besonders schwerwiegenden Fällen kann die Sanktion innerhalb von drei Monaten verhängt werden.

151. Neu ist dabei auch, dass sich ein Fehlverhalten beim präventiven Arm unmittelbar auf die Sanktionen im „**korrektiven Arm**“ auswirkt. Wird gegen ein Land, das bereits eine verzinsliche Einlage hinterlegen musste, ein exzessives Defizitverfahren eröffnet, wird die verzinsliche Einlage automatisch in eine unverzinsliche Einlage umgewandelt, sofern sich der Rat nicht mit umgekehrter Abstimmung dagegen entscheidet. Eine Beschleunigung des Verfahrens im korrektiven Arm wird zudem dadurch erreicht, dass Sanktionen unmittelbar verhängt werden können, sobald der Rat nach Artikel 126 Absatz 8 feststellt, dass keine wirksamen Maßnahmen ergriffen wurden (zu den einzelnen Verfahrensstufen siehe JG 2009 Schaubild 18). In diesem Fall muss eine Geldbuße verhängt werden, die nur mit einer umgekehrten Mehrheit des Rates zurückgewiesen werden kann. Im Fall besonders gravierender Abweichungen kann der Rat auf Empfehlung der Kommission sogar unmittelbar Sanktionen verhängen. Im Vergleich zu dem bisher sehr langwierigen Verfahren stellt dies eine erhebliche Verbesserung dar.

152. Ein weiterer Beitrag zur Härtung des Pakts besteht darin, dass die Entwicklung der **Schuldenstandsquote** beim korrektiven Arm berücksichtigt werden soll. So soll ein Land auch dann in einem exzessiven Defizitverfahren verbleiben, wenn es seine Defizitquote unter die 3 vH-Grenze geführt hat, aber gleichzeitig einen nicht nachhaltig fallenden Schuldenstand aufweist. Wiederum hätte das im Fall Griechenlands im Jahr 2007 verhindert, dass das Verfahren eingestellt werden konnte. Die Kommission hat sich dafür ausgesprochen, dass eine „angemessene“ Reduktion der Schuldenstandsquote dann gegeben ist, wenn innerhalb der vorausgegangenen drei Jahre eine durchschnittliche jährliche Rückführung des 20sten Teils der Differenz zwischen der tatsächlichen Schuldenstandsquote und dem 60 vH Referenzwert erzielt wurde. Bei einer Schuldenstandsquote von 100 vH müsste ein Land somit jährlich eine Reduktion um zwei Prozentpunkte erreichen. Bei einem ausgeglichen Haushalt ist das bereits mit einer Zuwachsrates des nominalen Bruttoinlandsprodukts von 2 vH zu erreichen.

Die stärkere Berücksichtigung der Schuldenstandsquote und die Stärkung des präventiven Arms sind im Prinzip komplementäre Maßnahmen, da die Verpflichtung, eine Defizitquote von deutlich unter 3 vH zu erreichen, in der Regel automatisch mit einem Abbau der Schuldenstandsquote einhergeht.

153. Über den Bericht der van-Rompuy-Arbeitsgruppe hinaus wurden in den letzten Monaten unterschiedliche Vorschläge für neue **Sanktionsformen** im Fall einer Verletzung des SWP entwickelt. Im Vertrag besteht bisher nur die Möglichkeit, ein Land zur Hinterlegung einer unverzinslichen Einlage zu verpflichten, die in eine Geldbuße umgewandelt werden kann, wenn das Defizit nicht innerhalb von zwei Jahren korrigiert wird. Als zusätzliche Sanktion wurde vorgeschlagen, den Zugang zum EU-Kohäsionsfonds, zu den EU-Strukturfonds und generell zu EU-Subventionen zu begrenzen. Daneben wurden auch nichtfinanzielle Sanktionen, wie ein genereller Entzug des Stimmrechts im Rat der Wirtschafts- und Finanzminis-

ter, in die Diskussion gebracht. Für derartige Sanktionen wäre allerdings eine Veränderung des Vertrags erforderlich.

Während diese Maßnahmen darauf hinauslaufen, die Einhaltung des Regelwerks durch **negative Sanktionen** zu gewährleisten, wäre als Alternative zu erwägen, die erforderliche fiskalische Disziplin auch durch **positive Anreize** zu fördern. So sollte in Krisenfällen das Verfahren des Europäischen Krisenmechanismus (Ziffern 160 ff.) davon abhängig gemacht werden, inwieweit sich ein Land an die Vorschriften des SWP gehalten hat. Da ein Verstoß gegen den SWP dann automatisch dazu führen würde, dass bei Rettungsprogrammen eine erhebliche Beteiligung des privaten Sektors erforderlich würde, hätte eine Sanktion den unmittelbaren Effekt, dass sich auf den Märkten ein Risikozuschlag für Anleihen des betreffenden Lands herausbilden würde. Es könnte dann eine Entwicklung wie im letzten Jahrzehnt vermieden werden, bei der Staaten trotz einer unzureichenden Fiskaldisziplin kaum höhere Zinsen zu leisten hatten als die solideren Mitgliedstaaten.

Zweite Säule: Ein maßgeschneidertes Regelwerk für die Stabilität des privaten Finanzsystems

154. Da Länder wie Spanien oder Irland noch im Jahr 2007 Überschüsse in ihren öffentlichen Haushalten bei einem vergleichsweise niedrigen Schuldenstand aufweisen konnten, erscheint eine Reform des SWP für sich genommen als nicht ausreichend, wenn man in Zukunft mehr Stabilität in der Europäischen Währungsunion erreichen will. Neben besseren Regeln für mehr Stabilität der öffentlichen Finanzen bedarf es deshalb zugleich wirksamerer Mechanismen zur Vermeidung einer überhöhten Risikoneigung von Banken und damit einhergehenden spekulativen Blasen im privaten Finanzsystem.

155. Die jetzt auf der internationalen Ebene (Basel III) wie auch im Rahmen der Europäischen Union beschlossenen Maßnahmen zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit von Banken werden zu mehr Stabilität in der Währungsunion beitragen. Es stellt sich jedoch die Frage, ob es in Anbetracht der im Jahr 2010 notwendig gewordenen, extrem hohen Beistandsverpflichtungen zwischen den Mitgliedsländern nicht zugleich erforderlich ist, zusätzliche Vorkehrungen speziell für die Europäische Währungsunion zu treffen.

Der Sachverständigenrat hat in der Vergangenheit immer wieder dafür geworben, eine **einheitliche Finanzaufsicht** für den Europäischen Währungsraum zu schaffen. Eine solche Lösung hätte gegenüber den jetzt für die Europäische Union getroffenen Reformen den Vorzug,

- dass alle für den Euro-Raum relevanten **mikroökonomischen Daten** bei einer einheitlichen Stelle gebündelt und entsprechend analysiert werden könnten,
- dass wirksame bankenaufsichtsrechtliche **Instrumente** zur Vermeidung von Fehlentwicklungen ebenso verfügbar wären wie entsprechende Verfahren zum Eingreifen in Krisenfällen und

- dass eine größere **Unabhängigkeit der Bankenaufsicht** gegenüber der nationalen Politik und nationalen Interessengruppen erreicht würde.

156. Durch eine enge Verzahnung der einheitlichen Finanzaufsicht für den Euro-Raum mit der EZB könnten zudem makroökonomische Aspekte eine sehr viel stärkere Beachtung bei der Aufsicht finden. Das für die Europäische Union entwickelte **European Systemic Risk Board** ist hierfür allein aufgrund der großen Zahl der Teilnehmer (voraussichtlich 65 Mitglieder), seiner rein makroökonomischen Ausrichtung und seiner nur sehr begrenzten Kompetenzen kaum geeignet.

Es ist derzeit jedoch wenig wahrscheinlich, dass die Mitgliedstaaten der Währungsunion in den nächsten Jahren die Bereitschaft aufbringen werden, eine integrierte Finanzaufsicht für den Euro-Raum zu etablieren. Selbst in **Deutschland** ist es – trotz entsprechender Vereinbarungen im Koalitionsvertrag – offensichtlich nicht möglich, eine Bankenaufsicht aus einer Hand zu organisieren. In der Zwischenzeit wäre zumindest dafür zu sorgen, dass die relevanten mikroökonomischen Daten innerhalb der Währungsunion an einer zentralen Stelle gespeichert werden. Der Sachverständigenrat hat sich in der Vergangenheit immer wieder dafür ausgesprochen, das bereits in einzelnen Mitgliedsländern existierende Instrument des **Kreditregisters** im Rahmen eines umfassenden Informationssystems zumindest auf die europäische Ebene zu übertragen (JG 2007 Ziffern 231 ff.).

157. Auf absehbare Zeit wird die **EZB** somit die einzige Institution sein, die speziell für die Stabilität des Finanzsystems des Euro-Raums verantwortlich ist (Art. 127 Abs. 5 AEUV). Sie wird deshalb bei ihrer Politik in Zukunft der Finanzsystemstabilität eine größere Beachtung schenken müssen als in der Vergangenheit. Die Entwicklungen des letzten Jahrzehnts zeigen, dass es gefährlich sein kann, die Zinspolitik allein an der zu erwartenden Preisentwicklung auszurichten. Bei dem starken Wettbewerbsdruck durch die Schwellenländer kann man in Aufschwungphasen nicht mehr davon ausgehen, dass es relativ bald zu steigenden Inflationsraten kommt. Dies kann bei einer allein an der Geldwertstabilität ausgerichteten Zinspolitik dazu führen, dass die Notenbankzinsen zu lange auf einem niedrigen Niveau verharren, wodurch Fehlentwicklungen im Finanzsystem ausgelöst werden können. Der Zins, der sich aus einer mit Ex-post-Daten berechneten einfachen Taylor-Regel ergibt, deutet an, dass die monetären Rahmenbedingungen des Euro-Raums in den Jahren 2004 und 2005 zu expansiv waren (Schaubild 23, Seite 78). Für eine umfassende Beurteilung der Geldpolitik, die den gestiegenen systemischen Risiken der modernen Finanzmärkte Rechnung trägt, wäre daher Notenbanken generell ein Ansatz vorzuschlagen, der realwirtschaftliche Indikatoren (erste Säule) und finanzwirtschaftliche Indikatoren (zweite Säule) verwendet, um damit gleichzeitig für ein stabiles Preisniveau und ein stabiles Finanzsystem zu sorgen (JG 2007 Ziffern 204 ff.).

158. Neben der in den Publikationen der EZB bisher vorgenommenen allgemeinen Analyse von Geldmengen- und Kreditentwicklungen wären dazu verstärkt Untersuchungen über die Relation von Geldzins und natürlichem Zins im Rahmen von Taylor-Regeln sowie über die sektoralen Finanzierungssalden im Rahmen der Geldvermögensrechnung erforderlich, wie sie schon im halbjährlich veröffentlichten „Financial Stability Review“ der EZB zu finden sind.

Insbesondere wäre es auch ratsam, die finanzwirtschaftlichen Entwicklungen in den einzelnen Ländern des Währungsraums intensiver zu untersuchen, die bei der Durchschnittsbildung nicht zum Ausdruck kommen. Bei gravierenden Fehlentwicklungen (**Excessive Imbalances**) sollten die entsprechenden Informationen rechtzeitig an die Öffentlichkeit gegeben werden. Für eine solche vorausschauende Analyse des privaten Finanzsystems im Euro-Raum insgesamt wie in den einzelnen Mitgliedsländern verfügt die EZB über weitaus bessere Informationen als die Europäische Kommission oder die Europäische Bankenbehörde.

Dritte Säule: Ein effektives Regelwerk für Krisen

159. Die Konstrukteure der Europäischen Währungsunion haben keinerlei Vorkehrungen für krisenhafte Prozesse getroffen. Implizit scheinen sie von der Vorstellung ausgegangen zu sein, dass die No-bail-out Klausel im Zusammenspiel mit dem SWP stark genug sein würde, um gravierende Fehlentwicklungen im Bereich der privaten wie der öffentlichen Finanzen grundsätzlich zu verhindern. Die Währungsunion verfügt daher weder über eine permanente Finanzierungsfazität noch über Verfahren für eine geordnete Restrukturierung von öffentlichen Schulden. Völlig ungeklärt ist zudem die Frage eines Austritts aus dem Euro-Raum. Wenn in Zukunft Ad-hoc-Lösungen vermieden werden sollen, bei denen – ohne jegliche wissenschaftliche Vorarbeiten und ohne jede öffentliche Diskussion – über das Wochenende Rettungspakete über Hunderte von Milliarden Euro geschnürt werden, erscheint es dringend geboten, als dritte Säule einer stabilen Währungsunion einen dauerhaften Krisenmechanismus zu etablieren.

Ein Europäischer Krisenmechanismus (EKM)

160. Die EFSF ist grundsätzlich als eine temporäre Einrichtung konzipiert worden, die nach drei Jahren wieder aufgelöst werden soll. Diese Konzeption ergibt sich aus dem Bestreben, die **Anreizprobleme**, die sich aus den bisher erforderlichen Stützungsprogrammen ergeben, möglichst gering zu halten. Mitgliedstaaten sollen sich nicht darauf verlassen können, dass die Folgen von fiskalpolitischem Fehlverhalten am Ende von den Steuerzahlern der Gemeinschaft getragen werden müssen. Allerdings ist auch nicht zu übersehen, dass sich Länder durch die Teilnahme an der Währungsunion einem Insolvenzrisiko aussetzen, das sie im Fall – von nicht immer nur rational begründeten – **Vertrauenskrisen der Finanzmärkte** sehr verletzlich macht und zu gefährlichen Ansteckungseffekten innerhalb der Währungsunion führen kann. Beiden Aspekten kann dadurch Rechnung getragen werden, dass die EFSF – wie vorgesehen – nach Ablauf von drei Jahren wieder aufgelöst wird. An ihre Stelle soll dann ein dauerhafter **Europäischer Krisenmechanismus (EKM)** treten, der zum einen für die Vergabe von Finanzierungshilfen in Krisensituationen, zum anderen für die Organisation einer geordneten Restrukturierung der Verschuldung von Mitgliedsländern zuständig sein soll.

161. Die Ausgestaltung eines EKM könnte sich grundsätzlich an den institutionellen Strukturen der EFSF und deren Finanzierungsbedingungen orientieren. Der Fonds würde somit nur von den Mitgliedstaaten der Währungsunion finanziert werden und seine Mittel stünden dementsprechend nur diesen Ländern zur Verfügung. Auch der Finanzierungsrahmen, die Quoten

und das Prinzip einer anteiligen Haftung für Mittel, die vom Fonds aufgenommen werden, könnten beibehalten werden.

Für den Zugang zu den Finanzierungsfazilitäten des EKM sollte folgende Unterscheidung getroffen werden:

- Für den – eher unwahrscheinlichen – Fall, dass ein Land, das sich **nicht** in einem exzessiven Defizitverfahren befindet, mit gravierenden Finanzierungsproblemen auf dem Kapitalmarkt konfrontiert wird, sollte die finanzielle Unterstützung mit einer **qualifizierten Mehrheit** der Teilnehmerländer beschlossen werden. Besonderer Auflagen bedürfte es dabei nicht. Einen ähnlich **ex ante konditionierten Zugang** findet man bei der Flexible Credit Line des IWF.
- Bei gravierenden Finanzierungsproblemen von Ländern, die sich in einem **exzessiven Defizitverfahren** befinden, **ohne** dass von der Kommission bisher eine Sanktion vorgeschlagen wurde, sollte die finanzielle Unterstützung eine Zustimmung durch eine Zahl von Teilnehmerländern erfordern, die mindestens 90 vH der Bevölkerung des Euro-Raums ausmachen. Zudem sollten nicht mehr als zwei Länder gegen eine solche Entscheidung stimmen. Die Unterstützung durch den EKM muss mit strikten makroökonomischen Auflagen verbunden sein. Eine Beteiligung des privaten Sektors ist in diesem Fall jedoch nicht zwingend erforderlich.
- Das ist anders im Fall von Zahlungsschwierigkeiten von Ländern, die im Rahmen eines **exzessiven Defizitverfahrens** innerhalb der letzten vier Jahre **sanktioniert** worden sind. Ihnen sollte der Zugang zu den Mitteln des Fonds grundsätzlich nur unter strengen makroökonomischen Auflagen möglich sein, wobei wiederum die Zustimmung durch eine Zahl von Teilnehmerländern erforderlich wäre, die 90 vH der Bevölkerung des Euro-Raums ausmachen. Zudem dürfen nicht mehr als zwei Länder gegen die Entscheidung stimmen. In diesem Fall sollte grundsätzlich eine Beteiligung des privaten Sektors im Rahmen eines **geordneten Restrukturierungsverfahrens** vorgesehen werden. Das Ausmaß der Beteiligung sollte sich in erster Linie an der Höhe der Schuldenstandsquote des betreffenden Lands orientieren. Dem EKM käme dabei eine wichtige Rolle zu. Er sollte die Verhandlungen mit den privaten Gläubigern führen, die zu freiwilligen Lösungen (Laufzeitenverlängerung, zeitweiliges Aussetzen von Zinszahlungen, Umwandlung in Anleihen mit geringerem Rückzahlungs- oder Zinsbetrag) und auch zu einem unfreiwilligen Haircut führen können.

162. Der hier vorgeschlagene Krisenmechanismus kombiniert somit einen dauerhaften Schutzschirm für Situationen, in denen Finanzmärkte **überreagieren**, mit einer eindeutigen Verlustbeteiligung des privaten Sektors im Fall von Ländern, die durch eigenes Verschulden in eine Krisensituation geraten sind. Nach den Erfahrungen mit der No-bail-out Klausel des Vertrags von Maastricht ist zu fragen, ob das hier vorgeschlagene Modell über eine größere Glaubwürdigkeit verfügen würde. Dafür ist entscheidend, welche Auswirkungen von der Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedslands auf die Währungsunion insgesamt zu erwarten sind. Im

Mai 2010 war das Risiko sehr hoch, dass eine Insolvenz Griechenlands zu einer Vertrauenskrise für alle anderen Problemländer geführt und damit die Stabilität des gesamten Finanzsystems gefährdet hätte. Der hier vorgeschlagene Mechanismus hat den Vorteil, dass ex ante ein eindeutiges Verfahren für Unterstützungsleistungen besteht. Auf diese Weise kann dann auf der einen Seite für ein Land ein Restrukturierungsverfahren eingeleitet werden, auf der anderen Seite können die **Ansteckungseffekte** auf Teilnehmerstaaten mit einer ausreichenden fiskalischen Disziplin durch umfassende Unterstützungszahlungen des Fonds vermieden werden. Zu einem solchen „Ring Fencing“ würde auch gehören, dass Länder, die bisher nicht im Rahmen des SWP sanktioniert worden sind, für Kredite im Rahmen des EKM nicht die aktuell vom Markt geforderten Spreads bezahlen müssen, sondern einen Aufschlag in Höhe des durchschnittlichen Spreads beispielsweise für die letzten zwölf Monate.

163. Ein in den Statuten der Währungsunion fest verankerter Krisenmechanismus, der sowohl mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt als auch mit einem Regelwerk für die Stabilität des Finanzsystems verbunden ist, hat gegenüber den existierenden Vorschlägen klare Vorteile. Der Drei-Säulen-Ansatz ermöglicht die präventive Korrektur von Fehlentwicklungen im öffentlichen Sektor (Erste Säule), im privaten Sektor (Zweite Säule) und eine streng konditionierte gegenseitige Unterstützung, sollte dennoch ein Krisenfall eintreten (Dritte Säule). Dies geht über die bisherigen Vorschläge – unter anderem Eurobonds (De Grauwe und Moezen, 2009), Blue Bonds (Weizsäcker und Delpla, 2010), Europäischer Währungsfonds (Gros und Mayer, 2010) und neuer Konsolidierungsrahmen (Bofinger und Ried, 2010) – hinaus (für einen Vergleich siehe Bofinger und Ried, 2010).

164. Mit der Einführung eines konditionierten Zugangs zu einem gemeinschaftlichen Schutzschirm und damit zugleich der Möglichkeit einer zumindest partiellen Zahlungsunfähigkeit von Staaten mit mangelnder Fiskaldisziplin wären somit auch Regelungen für den Fall einer **Umschuldung** durch ein Mitgliedsland zu treffen. Die wichtigste Voraussetzung hierfür sind entsprechende Änderungen bei den **bankenaufsichtsrechtlichen Regelungen**, die Staatsanleihen bisher immer noch als risikolos einstufen, sodass dafür weder Eigenkapital gehalten noch eine entsprechende Diversifizierung im Rahmen von Großkreditbegrenzungen vorgenommen werden muss (Bankenrichtlinie 2006/48/EG Anhang VI Teil 1 Ziffer 1.2. Textziffer 4). Hier wäre neben einer generellen Verpflichtung eines Eigenkapitalpuffers daran zu denken, die Risikogewichte in Abhängigkeit von der Schuldenstandsquote eines Lands festzulegen. Für den Fall der Eröffnung eines exzessiven Defizitverfahrens wäre sofort ein Aufschlag auf die Risikogewichte vorzunehmen, der bei der Vornahme von Sanktionen noch zu erhöhen wäre. Für Versicherungen, die ihre Mittel üblicherweise in hohem Maße in Staatsanleihen investieren, wären vergleichbare Risikopuffer und -beschränkungen erforderlich. Die No-bail-out Klausel wird nur dann glaubwürdig sein, wenn das private Finanzsystem in Zukunft hinreichend gegen die Zahlungsunfähigkeit eines einzelnen Mitgliedstaats abgesichert ist und zugleich Ansteckungseffekte auf andere Mitgliedsländer vermieden werden können.

Unter diesen Voraussetzungen würden sich aller Voraussicht nach in den privatrechtlichen Anleihebestimmungen Klauseln durchsetzen, die im Krisenfall für eine rasche Abwicklung

sorgen. Dazu gehören vor allem Bestimmungen, die Externalitäten verhindern, indem sie die Rechte einzelner Gläubiger einschränken (**Collective Action Clauses**).

165. Die Möglichkeit eines **Austritts aus der Währungsunion** bei weiterhin bestehender Mitgliedschaft in der EU ist im Vertrag von Lissabon nicht vorgesehen; möglich ist lediglich ein freiwilliges Ausscheiden aus der EU gemäß Artikel 50 des Vertrags über die Europäische Union (EUV). Dies stellt einen fundamentalen Unterschied zum Eherecht dar, bei dem nach § 1353 BGB eine Ehe auf Lebenszeit geschlossen wird, zugleich aber die Modalitäten für eine Scheidung – in §§ 1564 bis 1587p – detailliert geregelt sind.

166. Grundsätzlich wäre das Ausscheiden eines Lands aus der Währungsunion mit **schwerwiegenden Folgen** verbunden. Sieht man einmal von der sehr aufwändigen technischen Wiedereinführung einer Landeswährung ab, kann allein die rechtliche Möglichkeit eines Verlassens der Währungsunion dazu führen, dass dieser Zustand auch tatsächlich herbeigeführt wird. So müssten sich Tarifpartner nicht mehr darüber Gedanken machen, dass überhöhte Lohnforderungen die Wettbewerbsfähigkeit des Lands dauerhaft beeinträchtigen, womit dann ein Austritt früher oder später unausweichlich würde. Zudem könnten Spekulationen über einen Austritt zu einem Run auf das inländische Bankensystem führen, da die Anleger bestrebt wären, ihre Mittel in anderen Mitgliedsländern der Währungsunion zu investieren, um sich so vor einer Währungsumstellung mit dem Risiko einer massiven Abwertung gegenüber dem Euro zu schützen. Solche Prozesse würden das Bankensystem des betreffenden Lands massiv destabilisieren und somit ebenfalls den Zusammenhalt der Währungsunion beeinträchtigen.

Deshalb sollte einem Teilnehmerland grundsätzlich der Austritt aus der Währungsunion aus eigener Initiative untersagt sein. Allerdings könnte den Mitgliedsländern die Möglichkeit eingeräumt werden, als **Ultima Ratio** einen Staat aus der Währungsunion auszuschließen, wenn dieser mehrfach zahlungsunfähig geworden ist.

Eine andere Meinung

167. Ein Ratsmitglied, **Beatrice Weder di Mauro**, vertritt in der Frage des Ausschlusses eines Lands aus der Europäischen Währungsunion eine andere Meinung.

Die Mehrheit des Rates sieht im Ausschluss eines Mitgliedslands aus der Währungsunion – wenn auch nur als *Ultima Ratio* – eine wirksame Sanktion von Ländern, die wiederholt gegen die Regularien der Währungsunion verstoßen haben.

168. Der EU-Vertrag sieht aus guten Gründen keine Möglichkeit vor, ein Mitgliedsland aus der Währungsunion auszuschließen. Auch die Vereinigten Staaten als Dollar-Währungsraum sehen keine Möglichkeiten eines Ausschlusses einzelner Bundesstaaten vor. Neben dem möglichen Schaden für die langfristige Integration des Wirtschaftsraums bestehen hierfür unmittelbare Gründe: Währungssysteme, die wieder aufgelöst werden können, sind inhärent instabil. Das liegt daran, dass die Märkte die Wahrscheinlichkeit einer Wechselkursänderung in den Preisen berücksichtigen, wodurch die Refinanzierungskosten ansteigen und dadurch in

letzter Konsequenz eine Krise herbeiführen können. Zweifel an der langfristigen Bestand eines Wechselkurssystems, so kann dies zur selbsterfüllenden Prophezeiung werden, wenn die Kosten zur Verteidigung des Systems prohibitiv ansteigen. In der Krise des Europäischen Währungssystems des Jahres 1992 haben die spekulativen Abwertungserwartungen der Märkte die Kosten für die betroffenen Länder derart erhöht, dass das Währungssystem nicht aufrecht zu erhalten war. Die daraus resultierende Aufwertung, insbesondere der D-Mark, hat Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit nachhaltig beeinträchtigt. Dies würde ebenso für den Ausschluss von Ländern aus dem Euro-Raum gelten. Zweifel am dauerhaften Zusammenhalt der Währungsunion würden die Zinskosten für alle potenziell betroffenen Länder, über solvenzbedingte Aufschläge hinaus, in die Höhe treiben. In einem integrierten Wirtschaftsraum werden sich die negativen Auswirkungen einer Währungskrise immer auf alle Länder des Währungsraums verteilen.

169. Ein stringenter und glaubwürdiger Krisenmechanismus ist zur Stärkung des Euro-Raums unbedingt erforderlich. Strenge makroökonomische Auflagen sowie ein Insolvenzverfahren für Staaten unter Beteiligung des privaten Sektors sollten dabei zentrale Bestandteile sein, nicht aber die Möglichkeit des Ausschlusses. Eine Änderung des EU-Vertrags mit dem Ziel, einen Ausschluss aus der Währungsunion zu ermöglichen, wäre das falsche Signal und könnte sogar kontraproduktiv sein. Eine gesamteuropäische Debatte über eine solche Regelung – selbst wenn ein tatsächlicher Ausschluss nur als Ultima Ratio in Frage käme – könnte zu erneuten Zweifeln am Zusammenhalt der Währungsunion führen und deren Stabilität unmittelbar gefährden. Damit würde das europäische Regelwerk geschwächt anstatt gestärkt.

Soweit die Meinung dieses Ratsmitglieds.

Überwachungsmechanismus für „übermäßige Ungleichgewichte“ nicht treffsicher

170. Zu den von der van-Rompuy-Arbeitsgruppe vorgelegten Vorschlägen zählt auch ein neuer Überwachungsmechanismus zur Vermeidung „übermäßiger Ungleichgewichte“. Dabei soll zusätzlich zum haushaltsfokussierten SWP „eine jährliche Bewertung des Risikos makroökonomischer Ungleichgewichte und Anfälligkeiten vorgenommen werden, wobei ein Warnmechanismus zum Einsatz kommt, der sich auf eine begrenzte Anzahl von Indikatoren stützt.“ Bei besonders schweren Fällen soll der Rat das Bestehen eines „übermäßigen Ungleichgewichts“ feststellen und eine Frist für das Ergreifen von Korrekturmaßnahmen setzen. Bei wiederholten Verstößen kann ein Mitgliedsland mit Sanktionen belegt werden.

171. Das Problem eines solchen Überwachungsmechanismus für „übermäßige Ungleichgewichte“ ist darin zusehen, dass makroökonomische Ungleichgewichte auf ganz unterschiedliche Ursachenkomplexe zurückzuführen sind, die nur bedingt unter der Kontrolle eines Mitgliedslands stehen. Wenn man Leistungsbilanzsalden aus einer **realwirtschaftlichen Perspektive** betrachtet, ergeben sich Ungleichgewichte vor allem aus Divergenzen bei der Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedsländer, die wiederum auf Veränderungen der Nominallöhne zurückzuführen sind, die sich nicht an der nationalen Produktivitätsentwicklung orientieren. Bei einer **finanzwirtschaftlichen Sichtweise** von Leistungsbilanzsalden können Ungleich-

gewichte zum einen auf überhöhte Staatsdefizite und zum anderen auf zu hohe Finanzierungssalden des privaten Sektors zurückgeführt werden.

172. Von diesen drei Ursachenkomplexen steht nur die Staatsverschuldung unter der direkten Kontrolle eines Mitgliedstaats. Da Fehlentwicklungen in diesem Bereich jedoch bereits im Rahmen eines reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts entgegengewirkt werden soll, besteht keine Notwendigkeit, sie zusätzlich durch ein Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht zu sanktionieren. Sofern ein Leistungsbilanzungleichgewicht durch eine **überhöhte Verschuldung des privaten Sektors** hervorgerufen wurde, ist es sinnvoller, durch eine verbesserte Finanzaufsicht und ein bei der EZB angesiedeltes makroökonomisches Frühwarnsystem, wie das hier für die zweite Säule gefordert wird, unmittelbar an der Problemursache anzusetzen. Ein solches differenziertes Vorgehen ist vor allem dann vorteilhaft, wenn es in einem Land zu einem Nebeneinander von einem Überschuss in den öffentlichen Haushalten und einem größeren Finanzierungsdefizit des privaten Sektors kommt, sodass sich per Saldo nur ein vergleichsweise geringfügiges Defizit in der Leistungsbilanz ergibt. Eine am Leistungsbilanzsaldo orientierte Analyse läuft dann Gefahr, die Fehlentwicklungen im privaten Sektor zu übersehen.

173. Problematisch erscheint das hier vorgeschlagene Verfahren auch für eine Konstellation, bei der Ungleichgewichte durch Reallohnentwicklungen entstehen, die sich nicht an der Produktivitätsentwicklung orientieren. Da in keinem der Mitgliedsländer ein direkter **staatlicher Einfluss auf den Lohnfindungsprozess** gegeben ist, wäre es nicht angemessen, einen Staat im Rahmen eines „Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht“ für überhöhte Lohnsteigerungen zu sanktionieren.

174. Insgesamt erscheint es daher nicht sinnvoll, diese unterschiedlichen Problemkomplexe im Rahmen eines Überwachungsmechanismus für „übermäßige Ungleichgewichte“ zusammenzufassen und mit einem einheitlichen Sanktionsverfahren den Anschein zu erwecken, dass die Verantwortlichkeit eines Mitgliedstaats auf diesen drei Feldern ähnlich stark ausgeprägt sei.

Allerdings legen es die Vorschläge der van-Rompuy-Arbeitsgruppe nahe, das in diesem Kapitel vorgeschlagene Drei-Säulen-Modell um ein fortlaufendes **Monitoring der Wettbewerbsfähigkeit** in den Mitgliedsländern zu ergänzen. Die Grundlage hierfür bietet die bereits von der Kommission vorgenommene „**Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances**“. Bei anhaltenden gravierenden Fehlentwicklungen sollte die Kommission an die betreffenden Länder eine öffentliche Warnung aussprechen. Von Sanktionen sollte jedoch aus den genannten Gründen abgesehen werden.

175. Der **Europäische Rat** hat auf der Sitzung am 28. und 29. Oktober 2010 festgestellt, dass es zur Bewältigung der Herausforderungen, die durch die jüngste Finanzkrise zutage getreten sind, grundlegender Veränderungen bei der wirtschaftspolitischen Steuerung in Europa bedarf. Er hat dabei insbesondere die Vorschläge der van-Rompuy-Arbeitsgruppe zur Schaffung von mehr Fiskaldisziplin befürwortet. Diese sind insoweit zielführend, als sie die

Verfahren des Stabilitäts- und Wachstumspakts auf eine breitere Basis stellen und sie zugleich erheblich beschleunigen. Allerdings steht und fällt die Durchsetzung der Sanktionen damit, dass sie vom Rat auch tatsächlich beschlossen werden. Deshalb wäre es aus der Sicht der Sachverständigenrates dringend geboten, die Bestimmungen des Pakts so zu ändern, dass die Initiative für die einzelnen Verfahrensschritte grundsätzlich von der Kommission ausgeht und der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister eine umgekehrte Mehrheit benötigt, wenn er ein anderes Vorgehen anstrebt.

Zugleich hat der Europäische Rat zum Ausdruck gebracht, dass er die Einrichtung eines **ständigen Krisenmechanismus** zur Wahrung der Finanzmarktstabilität im gesamten Euro-Währungsgebiet für erforderlich hält. Er begrüßte dabei „die Absicht der Kommission, in enger Absprache mit dem Präsidenten des Europäischen Rates Vorbereitungsarbeiten zu den allgemeinen Merkmalen eines künftigen neuen Mechanismus durchzuführen, unter anderem zu der Rolle des privaten Sektors und der Rolle des IWF sowie den äußerst strikten Auflagen, an die die Durchführung solcher Programme geknüpft sein sollte.“ Keinesfalls darf es sich dabei nur um eine de facto Verlängerung des EFSF handeln. Vielmehr kommt es entscheidend darauf an, dass der ständige Krisenmechanismus für Länder mit unzureichender Fiskaldisziplin – wie in diesem Kapitel vorgeschlagen wurde – zwingend eine substanzielle Beteiligung des privaten Sektors vorsieht.

III. Deutschland und die europäischen Ungleichgewichte

176. Neben der Debatte über die Reform des institutionellen Regelwerks in der Währungsunion wird aktuell über die Rolle Deutschlands beim Aufbau und beim anzustrebenden Abbau der makroökonomischen Ungleichgewichte im Euro-Raum diskutiert. Um diese Fragen zu erörtern, muss die wirtschaftliche Entwicklung der vergangenen zwei Jahrzehnte in den Blick genommen werden. Die Anzahl der Arbeitslosen in Deutschland verringerte sich von 5 Millionen Personen zu Anfang des Jahres 2005 auf unter 3 Millionen Personen im Herbst 2010 – und das trotz des größten Wirtschaftseinbruchs der Nachkriegszeit. Mit dem noch im vergangenen Jahr von den meisten Ökonomen kaum für möglich gehaltenen Aufschwung beginnt Deutschland die Früchte eines lang anhaltenden und teilweise heftig umstrittenen Reformprozesses zu ernten, in dessen Folge Deutschland vom „**kranken Mann Europas**“ zum Motor des wirtschaftlichen Erholungsprozesses in Europa geworden ist.

177. Die Ursachen, die dem Bild des kranken Mannes Europas zugrunde lagen, stammen aus den 1990er-Jahren. In diesem Jahrzehnt musste die deutsche Volkswirtschaft einen massiven ökonomischen Schock verarbeiten: Die **deutsche Vereinigung** und der folgende Immobilienboom in Ostdeutschland stellten große wirtschaftliche Herausforderungen dar. Die Währungsumstellung, die schnelle Übernahme des westdeutschen Sozialsystems und das daraus und aus dem Zusammenspiel der von westdeutschen Interessen dominierten Tarifvertragsparteien resultierende zu hohe Lohnniveau sowie die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der ostdeutschen Unternehmen führten zu einer schnell ansteigenden Arbeitslosigkeit in den neuen Bundesländern. Im Zuge der Vereinigung entwickelte sich dort zudem ein Immobilienboom, dessen Ende langwierige Anpassungsprozesse in der Bauwirtschaft zur Folge hatte. Diese Entwicklungen führten zu einer verfestigten Schieflage, die sich bis in das neue Jahrtausend

hineinzog. Ihren deutlichsten Niederschlag fand sie in niedrigen durchschnittlichen Wachstumsraten und in einer unerträglich hohen Sockelarbeitslosigkeit, die selbst in konjunkturell guten Jahren nicht abgebaut wurde, in konjunkturell mageren Jahren jedoch immer weiter anwuchs.

178. Seit einigen Jahren haben die wichtigsten Akteure auf diese verfestigte Schieflage reagiert. Die Politik strengte wichtige Reformen an, die Gewerkschaften hielten sich bei ihren Lohnforderungen zurück und die Unternehmen nahmen die Herausforderung an, ihre Aufbau- und Ablauforganisationen grundlegend auf den Prüfstand zu stellen. Insbesondere die zurückhaltende Lohnentwicklung in den 2000er-Jahren ist als Reaktion auf den in den 1990er-Jahren entstandenen **Anpassungsdruck** zu verstehen. Sie leistete einen erheblichen Beitrag zum Abbau der Arbeitslosigkeit. Zusammen mit Restrukturierungen der Unternehmen und der Umsetzung wegweisender Reformen auf dem Arbeitsmarkt, in den sozialen Sicherungssystemen und bei der Unternehmensbesteuerung gelang es auf diese Weise, eine Trendumkehr auf dem Arbeitsmarkt und bei den privaten Investitionen zu erreichen. Nur aufgrund dieser Veränderungen konnte es den Unternehmen in der größten Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit gelingen, die Beschäftigung sogar noch auszubauen, während in anderen Industrieländern, etwa in den Vereinigten Staaten, die Arbeitslosigkeit stark anstieg.

179. Parallel dazu kam es zu einer unterschiedlichen Entwicklung der Leistungsbilanzsalden im Euro-Raum. Einige Länder wiesen im vergangenen Jahrzehnt teilweise erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse beziehungsweise Leistungsbilanzdefizite auf. Deutschland gehörte dabei zu der Gruppe der Überschussländer. Vor allem auf internationaler Ebene interpretieren einige Politiker und Ökonomen die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse immer wieder als Ausdruck einer unfairen **Beggar-thy-neighbour-Politik** – vergleichbar mit der Währungspolitik Chinas –, mittels derer Deutschland seine „Erfolge“ auf Kosten der Defizitländer erreiche. Die Kritiker verweisen dabei auf eine „übermäßige“ Lohnmoderation, durch die Deutschland eine preisliche Wettbewerbsfähigkeit erlangt habe, die den Zusammenhalt der Währungsunion gefährde. Zudem wird von Deutschland verlangt, eine expansivere Lohn- und Fiskalpolitik zu betreiben, um Leistungsbilanzüberschüsse abzubauen.

180. Mit seinem Weg einer marktwirtschaftlichen Ordnung, die den Tarifvertragsparteien die Verantwortung für die Lohnfindung zuweist und die die Bereitstellung einer angemessenen Infrastruktur und den Erhalt der Handlungsfähigkeit des Staats in Krisensituationen über – ohnehin müßige – Versuche stellt, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage kurzfristig zu steuern, verfolgt Deutschland aber die richtige Strategie, sowohl im eigenen Sinne als auch in dem seiner Handelspartner. So unterstellt die **Forderung nach höheren Löhnen** zum Abbau der Ungleichgewichte fälschlicherweise, dass in Deutschland die Löhne zentral gesetzt und gesteuert werden könnten. Die deutsche Wirtschaftsordnung setzt jedoch bewusst auf eine dezentrale Lohnfindung, um zu verhindern, dass Unternehmen und Arbeitnehmer mit unterdurchschnittlicher Produktivität durch eine bloße Mehrheitsentscheidung oder eine Lohnsetzung durch die Politik aus dem Markt beziehungsweise in die Arbeitslosigkeit gedrängt werden.

181. Darüber hinaus ist völlig unklar, ob es überhaupt einen deutlichen Effekt der nationalen Lohnentwicklung auf die Leistungsbilanz gibt. Wie Simulationen mit dem makroökonomischen Modell NiGEM zeigen, sind diese Effekte in der Tat alles andere als eindeutig. Da Lohnsteigerungen ab einer gewissen Höhe die Arbeitslosigkeit ansteigen lassen und damit das gesamtwirtschaftliche Einkommen senken dürften, könnten bei einer Politik der einseitigen Lohnsteigerung – wenn dies denn so einfach ginge – die Importe noch stärker als die Exporte zurückgehen, was dann zu einem Anstieg des Leistungsbilanzsaldos führen würde. Es ist deshalb vorstellbar, dass mit höheren Löhnen ein anderer als der erwünschte Effekt auf die Leistungsbilanz erreicht wird – nämlich noch höhere Überschüsse. Die durchgeführten Simulationen illustrieren datengestützt, dass dieser skeptische Blick auf die Fähigkeiten der nationalen Lohnpolitik, Ungleichgewichte im Euro-Raum entscheidend zu beeinflussen, tatsächlich angebracht ist. Es ist daher weise und keineswegs unfair gegenüber anderen Volkswirtschaften, wenn Motive des Abbaus internationaler Ungleichgewichte bei der Lohnfindung in Deutschland keine dominierende Rolle spielen.

182. Auch eine **expansive Fiskalpolitik** in Deutschland ist kein zielführendes Instrument zum Abbau internationaler Ungleichgewichte. Die in Ziffern 195 ff. dokumentierten Simulationen zeigen deutlich, dass diese vermutlich mit einer weiter steigenden Staatsverschuldung verbunden wäre, ohne einen Beitrag zum Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte oder zur Stimulierung der externen Nachfrage in den Defizitländern zu leisten. Wenn die deutschen Handelspartner von der deutschen Wirtschaftskraft nachhaltig Vorteile erlangen sollen, dann auf anderem Wege, mit Deutschland als Ort einer aus eigener Kraft entstehenden, nicht als politischem Strohfeder entfachten, verstärkten Importnachfrage. Es deutet sich in den aktuellen wirtschaftlichen Entwicklungen an, dass dieser Weg des selbsttragenden Abbaus der Ungleichgewichte in Europa bereits eingeleitet ist. Um dieses Ziel aber noch besser zu erreichen, sollte in Deutschland der Weg der Strukturereformen fortgesetzt werden, um die nationalen Wachstumsperspektiven weiter zu verbessern und damit vor allem über die hiesige Binnenachfrage positiv auf die externe Nachfrage in den Defizitländern zu wirken.

1. Welche Rolle spielte Deutschland beim Aufbau der europäischen Ungleichgewichte?

183. Bei der Diskussion, welche Rolle Deutschland beim Aufbau der Ungleichgewichte spielte, ist es hilfreich, folgende Fragen zu diskutieren. Erstens: War die „Lohnmoderation“ des letzten Jahrzehnts wirklich der entscheidende Grund für die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse und damit das Entstehen der Ungleichgewichte im Euro-Raum? Zweitens: Haben die Leistungsbilanzüberschüsse zu einem höheren Wachstum in Deutschland beigetragen? Schließlich muss drittens diskutiert werden, ob Deutschland wirklich an den Fehlentwicklungen in den Peripherieländern schuld war.

Erstens: Lohnentwicklung in Deutschland

184. Um die Entwicklung der Löhne in Deutschland im letzten Jahrzehnt zu verstehen, muss man zuerst auf die **1990er-Jahre** zurückblicken. In diesem Jahrzehnt musste die deutsche

Volkswirtschaft einen massiven ökonomischen Schock verarbeiten: Die deutsche Einheit und der folgende Immobilienboom stellten große wirtschaftliche Herausforderungen dar. Schnell nach der **deutschen Einheit** im Herbst 1990 wurden die Unterschiede in der wirtschaftlichen Leistungskraft zwischen den alten und neuen Bundesländern deutlich. Die Währungsumstellung, die schnelle Übernahme des westdeutschen Sozialsystems und das daraus und aus dem Zusammenspiel der von westdeutschen Interessen dominierten Tarifvertragsparteien resultierende zu hohe Lohnniveau sowie die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der ostdeutschen Unternehmen führten zu einer schnell ansteigenden Arbeitslosigkeit in den neuen Bundesländern. Im Zuge der Vereinigung stiegen die Bauinvestitionen in Deutschland, im Besonderen in den neuen Bundesländern, stark an (Schaubild 27, Seite 106). Der von staatlichen Förderungsmaßnahmen beflügelte **Immobilienboom** endete mit einem Rückgang der Bauinvestitionen im Jahr 1995 und zog langwierige Anpassungsprozesse in der Bauwirtschaft nach sich.

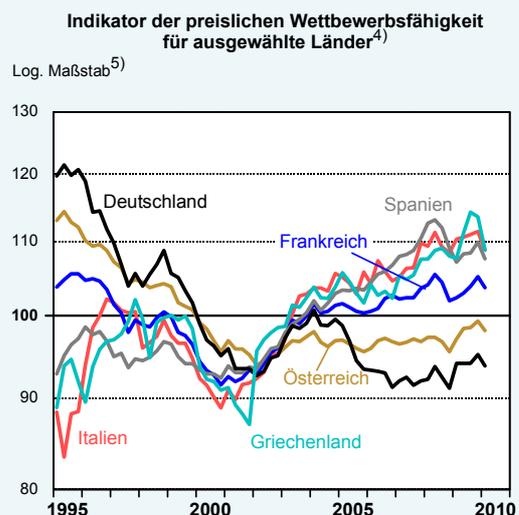
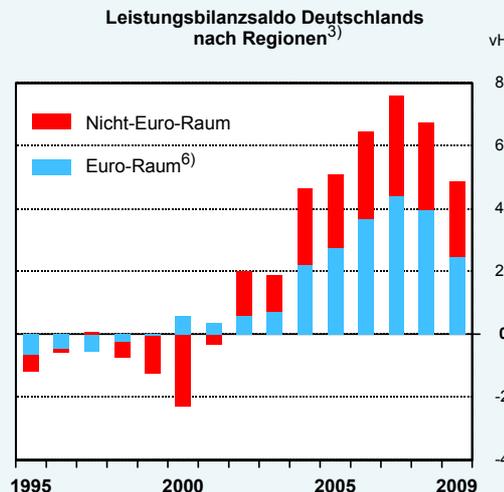
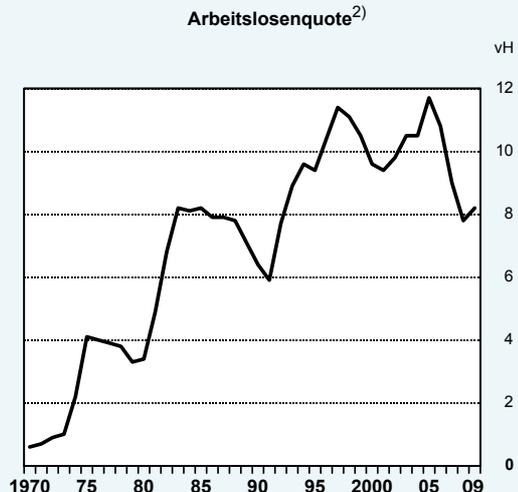
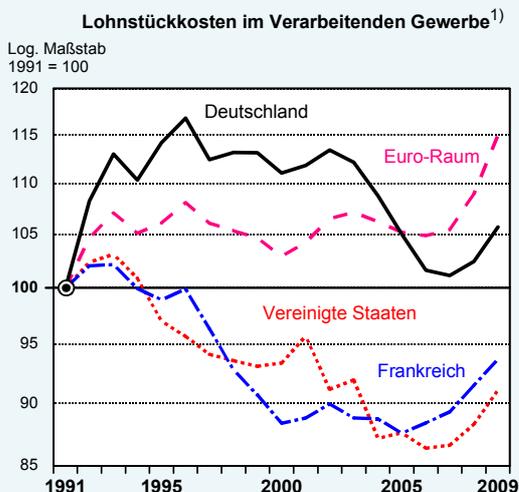
In Folge des ökonomischen Schocks stieg die **Arbeitslosigkeit** massiv an. Hatte die Arbeitslosenquote im Jahr 1992 noch 7,7 vH betragen, stand sie im Jahr 1997 bei 11,4 vH (Schaubild 27, Seite 106). Die ökonomischen Folgen der deutschen Einheit wurden dadurch verschärft, dass der westdeutsche Arbeitsmarkt schon vor diesem Ereignis verkrustete Strukturen aufwies. Von einer Situation, in der fast Vollbeschäftigung herrschte (im Jahr 1970 betrug die Arbeitslosenquote in Westdeutschland 0,6 vH), hatte sich Deutschland weit entfernt. Der Sockelbestand an Arbeitslosen war nach jeder Rezession seit der Ölkrise 1973 angestiegen.

Wie die **reale Aufwertung** der Deutschen Mark in den 1990er-Jahren zeigt, wurde die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen stark in Mitleidenschaft gezogen (Schaubild 27). Zugleich stiegen die Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe zwischen 1991 und 1997 um 12 vH (Schaubild 27). Die Situation in den 1990er-Jahren war somit unter anderem gekennzeichnet durch eine Überhitzung des Immobiliensektors, eine gesunkene Wettbewerbsfähigkeit und eine katastrophale Lage auf dem Arbeitsmarkt. Deutschland wurde zum **kranken Mann Europas**.

185. Diese Ausgangslage ist zu berücksichtigen, bevor man die Situation der letzten Jahre betrachtet. Erst der durch die Fehlentwicklungen in den 1990er-Jahren entstandene Anpassungsdruck führte zu einer zurückhaltenden Lohnentwicklung in den 2000er-Jahren. Diese ist daher als eine endogene **Anpassung** zu verstehen und war ein Beitrag zum Abbau der Arbeitslosigkeit. Die Lohnmoderation hatte natürlich einen Anteil an der Korrektur der preislichen Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen. Die Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe sanken in den Jahren von 2002 bis 2007 um 11 vH, nachdem sie im Zeitraum von 1991 bis 2002 um 13 vH gestiegen waren. Somit kann die Entwicklung des letzten Jahrzehnts als eine Korrektur des früheren Verlusts der Wettbewerbsfähigkeit angesehen werden.

Schaubild 27

Wichtige Wirtschaftsindikatoren für Deutschland



1) Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer in Relation zur Bruttowertschöpfung in jeweiligen Preisen.– 2) Registriert Arbeitslose in vH an allen zivilen Erwerbepersonen; bis 1991 früheres Bundesgebiet.– 3) In Relation zum Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen.– 4) Eine positive Veränderung weist auf einen Rückgang der Wettbewerbsfähigkeit hin. Beide Berechnungen sind methodisch konsistent und entsprechen sich bis auf die verwendeten Gewichte; zu den weiteren Einzelheiten siehe Monatsberichte der EZB und der Deutschen Bundesbank.– 5) Rebasiert auf den Durchschnitt über den Zeitraum 1995 bis 2010.– 6) Stand: 2009.

Quellen für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank, EZB, OECD

Einen maßgeblichen Beitrag zu den Anpassungen lieferten die erheblichen **Reformbemühungen** in Deutschland, im Besonderen die Agenda 2010. Als Folge verbesserte sich die Situation auf dem Arbeitsmarkt erheblich. Die Arbeitslosenquote sank von knapp 12 vH im Jahr 2005 auf 7 vH im Herbst 2010. Die Unternehmen führten Restrukturierungen durch, um sich im Wettbewerb zu behaupten und Arbeitsplätze erhalten zu können. Gemeinsam trugen diese Faktoren zu einer wieder erhöhten Wettbewerbsfähigkeit bei. Wichtig in diesem Zusammenhang ist, dass Arbeitsmarktreformen und eine zurückhaltende Lohnpolitik kein internationales Nullsummenspiel darstellen. Diese sollten nämlich über eine mittelfristige Stärkung der Binnenwirtschaft und der Importe zu Impulsen in Partnerländern führen.

Zweitens: Leistungsbilanzsaldo und Kapitalbilanzsaldo

186. Darüber hinaus ist festzuhalten, dass die Leistungsbilanz nicht nur von der Handelsseite her zu erklären ist (Kasten 9). Da der Leistungsbilanzsaldo der Differenz zwischen **Ersparnissen und Investitionen** entspricht, ist die Höhe der Investitionen ein wichtiger Bestimmungsfaktor. Diese bewegten sich in Deutschland in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf einem niedrigen Niveau, stiegen im Jahr 2006 aber wieder an. Die hohen Ersparnisse – und damit der andere wichtige Bestimmungsfaktor der Leistungsbilanz – spiegeln unter anderem die demografische Entwicklung Deutschlands wider; sie wurden aber nur zu einem Teil in Deutschland investiert. Damit wies Deutschland seit dem Jahr 2002 ein Kapitalbilanzdefizit und einen Leistungsbilanzüberschuss aus (Schaubild 27). Die durchschnittliche Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland im Zeitraum von 2002 bis 2007 lag unter der des Euro-Raums.

187. Die Beurteilung von Leistungsbilanzsalden hängt nicht davon ab, welches Vorzeichen sie aufweisen. In einem intertemporalen Kalkül kann sowohl ein Leistungsbilanzüberschuss als auch ein Leistungsbilanzdefizit von Vorteil für eine Volkswirtschaft sein. Das Vorzeichen gibt auch nicht notwendigerweise Auskunft über die Wettbewerbsfähigkeit eines Lands. Eine Volkswirtschaft, die **Kapitalflüsse** anzieht und damit durch einen Kapitalbilanzüberschuss und ein Leistungsbilanzdefizit gekennzeichnet ist, kann als Standort sehr wettbewerbsfähig sein und hohe Potenzialwachstumsraten aufweisen. Im Gegensatz dazu kann eine Volkswirtschaft, die zwar Leistungsbilanzüberschüsse vorweist, über einen Standort verfügen, der unattraktiv für Investitionen ist, und unter niedrigen Wachstumsraten leiden.

Kasten 9

Die Leistungsbilanz einer Volkswirtschaft

Die Debatte um deutsche Exportüberschüsse sowie globale und europäische Leistungsbilanzungleichgewichte bezieht sich auf die ökonomischen Zusammenhänge einer global integrierten Volkswirtschaft. Diese werden statistisch über die Zahlungsbilanz gemessen. Deshalb bietet es sich an, zuerst die saldenmechanischen Zusammenhänge kurz darzustellen und davon ausgehend die ökonomischen Bestimmungsgründe genauer zu diskutieren.

Die **Zahlungsbilanz** ist eine Transaktionsbilanz, die alle Transaktionen einer Periode zwischen dem Inland und dem Ausland erfasst. Sie untergliedert sich in die **Leistungsbilanz**, die Kapitalbilanz und die Bilanz der Vermögensübertragungen. In der Leistungsbilanz (LB_t) wird neben dem

Saldo des Waren- und Dienstleistungshandels ($EX_t - IM_t$) auch der des Erwerbs- und Vermögenseinkommens (NVE_t) und der laufenden Übertragungen (TR_t) gebucht:

$$LB_t = EX_t - IM_t + NVE_t + TR_t. \quad (1)$$

Die **Kapitalbilanz** (KB_t) erfasst Transaktionen von Vermögenswerten wie etwa von Krediten oder von Unternehmensanteilen, die jeweils Ansprüche auf zukünftige Zahlungen darstellen. Die Rückzahlung wird dann in zukünftigen Perioden beim Erwerbs- und Vermögenseinkommen gebucht. In der **Bilanz der Vermögensübertragungen** (VB_t) werden neben der Übertragung immateriellen Vermögens auch einmalige Übertragungen erfasst, denen keine Gegenleistung gegenüber steht. Hier wird etwa der Verkauf von Patenten oder ein bilateraler Schuldenerlass gebucht. Gemäß der Buchungssystematik gilt, dass Verkäufe des Inlands mit einem positiven Vorzeichen und Käufe mit einem negativen gebucht werden. Das führt bei korrekter Messung und Buchung aller Transaktionen immer zu einer ausgeglichenen Zahlungsbilanz:

$$LB_t + KB_t + VB_t = 0. \quad (2)$$

Beim kreditfinanzierten Verkauf von Waren ins Ausland wird dieser als Export positiv in der Leistungsbilanz gebucht, während die Kreditgewährung als Import eines Vermögenstitels negativ in der Kapitalbilanz gebucht wird. Bei einem Leistungsbilanzüberschuss werden somit per saldo Vermögenstitel importiert, bei einem Defizit hingegen exportiert. Mit der Zunahme an Vermögenstiteln steigt das Nettoauslandsvermögen des Inlands, während es im Falle einer Abnahme sinkt. Jedwede Veränderung des Nettoauslandsvermögens einer Ökonomie bedeutet gleichzeitig, dass die **Investitionen** im Inland nicht mit den inländischen **Ersparnissen** übereinstimmen, da sich die inländischen Ausgaben einer Periode vom Volkseinkommen unterscheiden. Somit reflektiert die Leistungsbilanz ebenfalls den Saldo aus inländischer Ersparnis und Investitionen, jeweils für den privaten und den staatlichen Sektor:

$$LB_t = S_t^{priv} - I_t^{priv} + S_t^{Staat} - I_t^{Staat}. \quad (3)$$

Für sich genommen sagen diese saldenmechanischen Zusammenhänge noch nichts über die kausalen Beziehungen zwischen den einzelnen Bilanzgrößen sowie deren genaue Bestimmungsgründe aus. Allerdings macht eine gedachte Situation, in der Leistungsbilanzen immer ausgeglichen sein müssten, deutlich, welche erheblichen Beschränkungen einer Ökonomie dadurch auferlegt würden. Demnach ist der internationale Handel innerhalb einer Zeitperiode zwar möglich, allerdings unter der Maßgabe, dass für jedes Land der Wert der Ausfuhr genau dem der Einfuhr entsprechen muss. Ein Tausch über die Zeit hinweg wäre hingegen **zwischen Ländern** ausgeschlossen, nicht jedoch innerhalb eines Lands. Dieser **intertemporale Tausch** ist die Ursache für Leistungsbilanzsalden zwischen Staaten (Obstfeld und Rogoff, 1996):

- Länder unterscheiden sich hinsichtlich des gewünschten Konsumpfads. Die Ursachen dafür können vielfältig sein und umfassen neben bloßen Präferenzunterschieden den demografischen Wandel sowie ganz allgemein die wirtschaftspolitischen Maßnahmen der Regierung eines Lands (Cooper, 2008). Deutschland etwa weist eine Bevölkerungsentwicklung auf, die zu einem steigenden Anteil älterer Menschen führen wird. Die zunehmende private Altersversorgung erhöht damit die Tendenz, Leistungsbilanzüberschüsse aufzuweisen, die in späteren Jahren zurückgeführt werden.
- Die Kapitalausstattung differiert international erheblich, was sich in Ländern mit relativer Kapitalarmut in entsprechend hohen Renditen widerspiegelt. Wenn Kapital international mobil ist – wie etwa in einer Währungsunion – sollten deshalb Teile der Ersparnisse von relativ kapitalreichen Ländern in die Länder mit hohen Renditen fließen. Dies ist dann zwangsläufig mit Leistungsbilanzungleichgewichten verbunden (Blanchard und Giavazzi, 2002).

- In Ländern, die über kaum entwickelte soziale Sicherungssysteme und Versicherungsmärkte verfügen, erhöht sich für die Haushalte die Notwendigkeit vorzusorgen. Vorsichtssparen führt dann dazu, dass solche Länder eine wesentlich höhere Ersparnis aufweisen, mit entsprechendem Einfluss auf die Leistungsbilanz (Carroll und Jeanne, 2009).

Weitere maßgebliche Bestimmungsgründe der Entwicklung von Leistungsbilanzen sind etwa die Geschehnisse auf internationalen Vermögensmärkten, die Wechselkurs- und Devisenpolitik von Staaten sowie geld- und fiskalpolitische Maßnahmen (Blanchard et al., 2005; Mann, 2002; Caballero et al., 2008; Mendoza et al., 2009; Chinn und Prasad, 2003). Daher sind Leistungsbilanzungleichgewichte nicht von vornherein negativ zu beurteilen. Vielmehr ist es notwendig, die genauen Ursachen für die Veränderung der Leistungsbilanz zu untersuchen, um Fehlentwicklungen frühzeitig zu erkennen und wirtschaftspolitisch gegenzusteuern.

Drittens: Fehlentwicklungen in den Peripherieländern

188. Die südeuropäischen Peripherieländer waren mit einem Pro-Kopf-Einkommen und einer Kapitalausstattung in die Währungsunion gestartet, die erheblich unter dem Durchschnitt im Euro-Raum lagen. In einer solchen Situation würde man erwarten, dass Kapital aus dem Ausland in einheimische Investitionen fließt und zu einer Ausweitung des Kapitalstocks beiträgt (Kasten 9). Um die Grundlage für die spätere Begleichung der entstandenen Schulden bei den ausländischen Gläubigern zu schaffen, müssen die Kapitalimporte zu einer Ausweitung der Produktionskapazitäten und damit des zukünftigen Einkommens genutzt werden.

Allerdings gelang es den Peripherieländern nicht in ausreichender Weise, die enormen Kapitalzuflüsse für eine nachhaltige Ausweitung der Produktionskapazitäten zu nutzen, die später eine Rückzahlung der Auslandsverschuldung erleichtert hätte. Stattdessen nährten die Kapitalzuflüsse in den Peripherieländern vor allem eine Situation **interner Ungleichgewichte**. Typisch war das Auftreten einer Blasenbildung an den Immobilienmärkten, einer nicht nachhaltigen Verschuldung des privaten und öffentlichen Sektors (letzteres im Besonderen in Griechenland) sowie einer konjunkturellen Überhitzung. In Spanien und Portugal verdoppelten sich beispielsweise im Zeitraum von 1998 bis 2007 die Schulden des privaten Sektors nahezu.

189. Drei Behauptungen stehen im internationalen und nationalen Raum: Die zurückhaltende Lohnpolitik hätte zu den geringen Zinsen im Euro-Raum beigetragen und damit die Blasenbildungen in den Peripherieländern erst ermöglicht; ohne die deutschen Kapitalexporte hätte es die Fehlentwicklungen dort nicht gegeben; die Lohnzurückhaltung in Deutschland stelle unfairerweise eine Beggar-thy-neighbour-Politik innerhalb des Euro-Raums dar, die die Unternehmen in den Peripherieländern aus dem Markt gedrängt hätte.

- Blasenbildungen an den Immobilienmärkten waren auch außerhalb der Europäischen Währungsunion zu beobachten, beispielsweise in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich. Dazu trug das in den Industrieländern in den 2000er-Jahren weit verbreitete niedrige Zinsniveau bei. Die Inflationsgefahren waren in weiten Teilen der Welt sehr gering, was zum Teil am höheren Wettbewerb aus Schwellenländern lag. Das Zinsniveau im

Euro-Raum spiegelte diese weit verbreitete Situation wider und kann nicht allein auf Entwicklungen in Deutschland, im Besonderen die moderate Lohnpolitik, zurückgeführt werden. Auch unabhängig von der Entwicklung in Deutschland wäre das Zinsniveau in Spanien wahrscheinlich auf einem historisch niedrigen Niveau gewesen, das den Erwerb von Immobilien als sehr attraktiv erscheinen ließ.

- Das Argument, deutsche Kapitalexperte hätten den Boom erst ermöglicht, verkennt, dass der Euro-Raum keine geschlossene Volkswirtschaft ist. Die Länder der Währungsunion handeln nicht nur untereinander, sondern auch mit dem Rest der Welt. Analoges gilt für Kapitalflüsse. Wenn kein Kapital aus Deutschland in die Peripherieländer der Währungsunion geflossen wäre, dann wäre dies wohl verstärkt aus Ländern außerhalb des Euro-Raums erfolgt.
- Es wird argumentiert, dass Deutschland innerhalb des Euro-Raums durch eine zurückhaltende Lohnpolitik eine Beggary-neighbour-Politik verfolge, die dazu geführt habe, dass Unternehmen in den Peripherieländern preislich nicht mehr wettbewerbsfähig seien. Zum Ersten muss bei dieser Argumentation berücksichtigt werden, dass das Lohnkostenniveau in Deutschland weiterhin über dem anderer Länder im Euro-Raum liegt und dass, wie oben gezeigt, die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der letzten Jahre lediglich die vorhergegangene Verschlechterung ausgeglichen hat. Zum Zweiten muss beachtet werden, dass es alles andere als offensichtlich ist, dass Unternehmen beispielsweise aus Griechenland auf denselben Märkten konkurrieren wie die Deutschlands.

190. Zwischenfazit: Es gibt gute Gründe anzunehmen, dass es auch ohne die Lohnentwicklung in Deutschland zu erheblichen Fehlentwicklungen in den Peripherieländern des Euro-Raums gekommen wäre. Immobilienblasen waren schließlich nicht auf die Währungsunion beschränkt. Die Frage, ob die Entwicklung in Deutschland der maßgebliche Auslöser der Defizite in den Peripherieländern war, muss daher negativ beantwortet werden.

2. Welche Rolle kann Deutschland beim Abbau der europäischen Ungleichgewichte spielen?

191. Es wäre falsch, die Reduktion der hohen Defizite und die Korrektur der Fehlentwicklungen in der Realwirtschaft ausschließlich als eine Angelegenheit der Defizitländer zu betrachten. Ein Scheitern der wirtschaftlichen Neuausrichtung in den Problemländern würde zu einer erneuten Verunsicherung auf den Finanzmärkten führen und darüber hinaus den Zusammenhalt des Euro-Raums gefährden. Eine erfolgreiche Bewältigung der notwendigen Anpassungen liegt daher im gemeinsamen Interesse aller Mitgliedsländer. Vor diesem Hintergrund wurde in den vergangenen Monaten berechtigterweise diskutiert, wie die Überschussländer ihrerseits zu einem Gelingen der Anpassungen in den Defizitländern beitragen können. Allerdings sind einige der in diesem Zusammenhang diskutierten Maßnahmen wenig geeignet, den Defizitländern in einem Maße zu helfen, das die potenziell gravierenden Nebenwirkungen in den Überschussländern rechtfertigen würde.

192. Besonders problematisch erscheinen zwei Vorschläge, die von Politikern im Euro-Raum intensiv als mögliche Hilfen durch die Überschussländer diskutiert wurden: eine **expansivere Fiskalpolitik** und **stärkere Lohnerhöhungen**. Beide Maßnahmen zielen darauf ab, die externe Nachfrage in den Defizitländern zu stimulieren, um den mit den anstehenden Konsolidierungen verbundenen negativen Nachfrageschock abzufedern. Sie wären daher mit einer Verbesserung der Leistungsbilanz in den Defizitländern und einer umgekehrten Veränderung des Leistungsbilanzsaldos in den Überschussländern verbunden. Folglich wurden die Forderungen nach einer expansiveren Lohn- und Fiskalpolitik auch damit begründet, die Überschussländer könnten so einen Beitrag zum Abbau der europäischen Ungleichgewichte leisten. Vor allem aufgrund des wenig eindeutigen Zusammenhangs zwischen der Lohnentwicklung und dem Leistungsbilanzsaldo ist bei beiden Maßnahmen jedoch nicht von vornherein klar, ob sie den erhofften Effekt auf die Leistungsbilanzen und die externe Nachfrage in den Defizitländern haben. Vielmehr ist zu befürchten, dass sie bei allenfalls geringen Auswirkungen in den Defizitländern mit hohen Kosten in den Überschussländern in Form von weiter steigenden Schuldenstandsquoten oder Arbeitsplatzverlusten verbunden wären.

193. So kann nicht einmal Deutschland als größte Volkswirtschaft des Euro-Raums die Nachfrage in den Defizitländern durch eine **expansivere Fiskalpolitik** gezielt stimulieren. Die Auswirkungen einer solchen Politik auf die Nachfrage im Ausland hängen vor allem von den Außenhandelsverflechtungen ab. Daher ist zu befürchten, dass eine solche Maßnahme vor allem Deutschlands größten Handelspartnern zu Gute kommen würde, zu denen neben den Vereinigten Staaten vor allem die direkten Nachbarländer gehören, nicht aber die Defizitländer an der Peripherie Europas.

194. Ebenso kritisch zu hinterfragen ist, ob **höhere Lohnabschlüsse** in den Überschussländern die externe Nachfrage in den anderen Ländern des Euro-Raums stärken. Zwar dürfte die dadurch ausgelöste Angleichung der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euro-Raums bei einer isolierten Betrachtung auf eine Ausweitung der Nachfrage im Exportsektor der Defizitländer hinwirken. Neben diesem **Preiseffekt** ist jedoch auch ein **Einkommenseffekt** zu berücksichtigen, der möglicherweise in die entgegengesetzte Richtung wirkt: Höhere Löhne in Deutschland werden einerseits das verfügbare Einkommen der Beschäftigten anheben, andererseits können sie zu einem Rückgang der Beschäftigung führen. Zu befürchten ist daher, dass trotz eines Anstiegs des Durchschnittslohns die Summe der verfügbaren Einkommen und mithin auch die Importnachfrage zurückgehen. Zudem würden Lohnerhöhungen in Deutschland zwar die relative Wettbewerbsposition der Defizitländer gegenüber Deutschland verbessern. Gleichzeitig verlören Deutschland und der Euro-Raum dadurch aber an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Rest der Welt.

3. Auswirkungen einer expansiven Lohn- und Fiskalpolitik in NiGEM

195. Die Auswirkungen der diskutierten Maßnahmen lassen sich besonders gut in einem makroökonomischen Mehr-Länder-Modell analysieren, in dem die Arbeitsmärkte und Außenhandelsverflechtungen der beteiligten Länder detailliert abgebildet sind. Um Kosten und Nutzen der vorgeschlagenen Maßnahmen gegeneinander abzuwägen, werden die Auswirkungen einer expansiven Fiskalpolitik und Lohnpolitik in Deutschland auf den Euro-Raum und

insbesondere die Defizitländer daher im Folgenden mit dem makroökonomischen Mehr-Länder-Modell NiGEM (Expertise 2009 Ziffern 212 ff.) simuliert. Das Modell bildet die Außenhandelsverflechtungen eines Lands über jeweils eine empirisch geschätzte Verhaltensgleichung für Exporte und Importe ab, die sowohl den Einkommens- als auch den Preiseffekt berücksichtigen. Ebenfalls ist für jedes Land oder jeden größeren Wirtschaftsraum eine empirisch geschätzte Arbeitsnachfragefunktion vorhanden, mit der sich die Auswirkungen von Reallohnänderungen auf die Beschäftigung untersuchen lassen.

Mit einer expansiven Fiskalpolitik wird im Folgenden eine kurzfristige, schuldenfinanzierte Ausweitung der öffentlichen Ausgaben oder eine Senkung der Steuern bezeichnet, anhand derer sich die Auswirkungen auf die externe Nachfrage im Ausland quantifizieren lassen. Eine expansive Lohnpolitik bezeichnet eine temporäre Erhöhung der Nominallöhne gegenüber ihrem Verlauf im Basisszenario. Die Veränderung der Fiskal- und Lohnpolitik erfolgt **unter sonst gleichen Bedingungen**. Für die betrachteten Lohnerhöhungen bedeutet dies insbesondere, dass in der Simulation die Produktivität nicht gegenüber dem Basisszenario verändert wird.

Die Simulationsergebnisse zeigen, dass die betrachteten Politikänderungen in Deutschland nicht den erhofften Effekt auf die Nachfrage in den Defizitländern oder die Leistungsbilanzen im Euro-Raum haben. Zwar führt eine expansive Fiskalpolitik zu einer höheren Nachfrage bei Deutschlands Handelspartnern. Allerdings macht sich dies in erster Linie bei Deutschlands direkten Nachbarländern bemerkbar. In Spanien und Irland hingegen ist der Nachfrageimpuls kaum spürbar. Noch negativer fallen die Ergebnisse hinsichtlich der Lohnerhöhungen aus. In Deutschland sinken dadurch Beschäftigung und inländische Absorption. Deutschlands Leistungsbilanzüberschuss nimmt sogar noch zu. Die Simulationsergebnisse bestätigen daher anschaulich, dass die Lohnmoderation in Deutschland schwerlich als eine Erklärung der Leistungsbilanzungleichgewichte im Euro-Raum herangezogen werden kann. Sie stellen aber keinesfalls Lohnerhöhungen generell in Frage. Allerdings sollte sich die Lohnpolitik in Deutschland auch weiterhin ausschließlich an der Produktivitätsentwicklung sowie am Arbeitskräfteangebot und an der Arbeitsnachfrage im Inland orientieren.

Simulationsergebnisse: Fiskalpolitik

196. Inwieweit die Konjunktur in einzelnen Ländern des Euro-Raums durch eine expansivere Fiskalpolitik in Deutschland stimuliert werden kann, lässt sich am anschaulichsten anhand von Einnahme- und Ausgabenmultiplikatoren darstellen. Sie geben an, wie stark sich das Bruttoinlandsprodukt in einem Land in Reaktion auf eine Ausweitung des staatlichen Defizits in Deutschland verändert. Erfolgt die Ausweitung des Defizits über eine Steuersenkung, spricht man von einem **Einnahmemultiplikator**. Alternativ kann eine äquivalente Ausweitung des staatlichen Defizits durch höhere Staatsausgaben erreicht werden. In diesem Fall werden die entsprechenden Größen als **Ausgabenmultiplikatoren** bezeichnet. Allgemein gilt: Je größer der Multiplikator eines Lands, desto mehr steigt dort die Nachfrage in Folge einer expansiveren Fiskalpolitik in Deutschland. Umgekehrt wäre jedoch auch der Nachfrageausfall bei einer restriktiveren Fiskalpolitik größer.

197. Für die folgende Untersuchung werden in NiGEM für ausgewählte Länder zwei Ausgabenmultiplikatoren und ein Einnahmemultiplikator berechnet. Die für die Ermittlung der Ausgabenmultiplikatoren notwendige Erhöhung der Staatsausgaben in Deutschland erfolgt über eine Anhebung der staatlichen Investitionen beziehungsweise der staatlichen Konsumausgaben. Der Einnahmemultiplikator wird anhand einer Senkung der Lohnsteuer in Deutschland ermittelt. Die Politikänderungen sind dabei so kalibriert, dass sie zu einer Erhöhung der staatlichen Defizitquote um einen Prozentpunkt für die Dauer von vier Quartalen führen. Ferner wird unterstellt, dass die Notenbank die Fiskalpolitik unterstützt, indem sie für die Dauer des Schocks auf eine Anhebung der Zinsen verzichtet. Bei den im Folgenden berechneten Multiplikatoren handelt es sich um sogenannte On-impact-Multiplikatoren. Sie geben die prozentuale Abweichung des Bruttoinlandsprodukts vom Ausgangswert im Basisszenario für das Jahr an, in dem der Schock erfolgt.

198. Die in NiGEM ermittelten Multiplikatoren sind für alle betrachteten Länder positiv. Dies bedeutet zunächst, dass Deutschlands Handelspartner von einer expansiveren Fiskalpolitik in Deutschland profitieren würden. Allerdings sind die Multiplikatoren für die meisten Länder recht klein (Schaubild 28, Seite 114). Daher ist der Effekt im Durchschnitt eher gering. Eine temporäre Ausweitung der öffentlichen Verschuldung in Deutschland um einen Prozentpunkt ein Jahr würde das Bruttoinlandsprodukt in den betrachteten Ländern (ohne Deutschland) im Mittel um weniger als 0,15 vH steigern. Für die Peripherieländer beläuft sich dieser Effekt im Durchschnitt sogar nur auf 0,08 vH. Dies gilt jedoch nur, wenn der fiskalische Impuls in Deutschland über eine Ausweitung der öffentlichen Investitionen erfolgt. Bei einer Steuersenkung, die ex ante zu einem gleich großen Anstieg der öffentlichen Verschuldung führt, steigt das Bruttoinlandsprodukt in den betrachteten Ländern im Durchschnitt sogar nur um 0,05 vH.

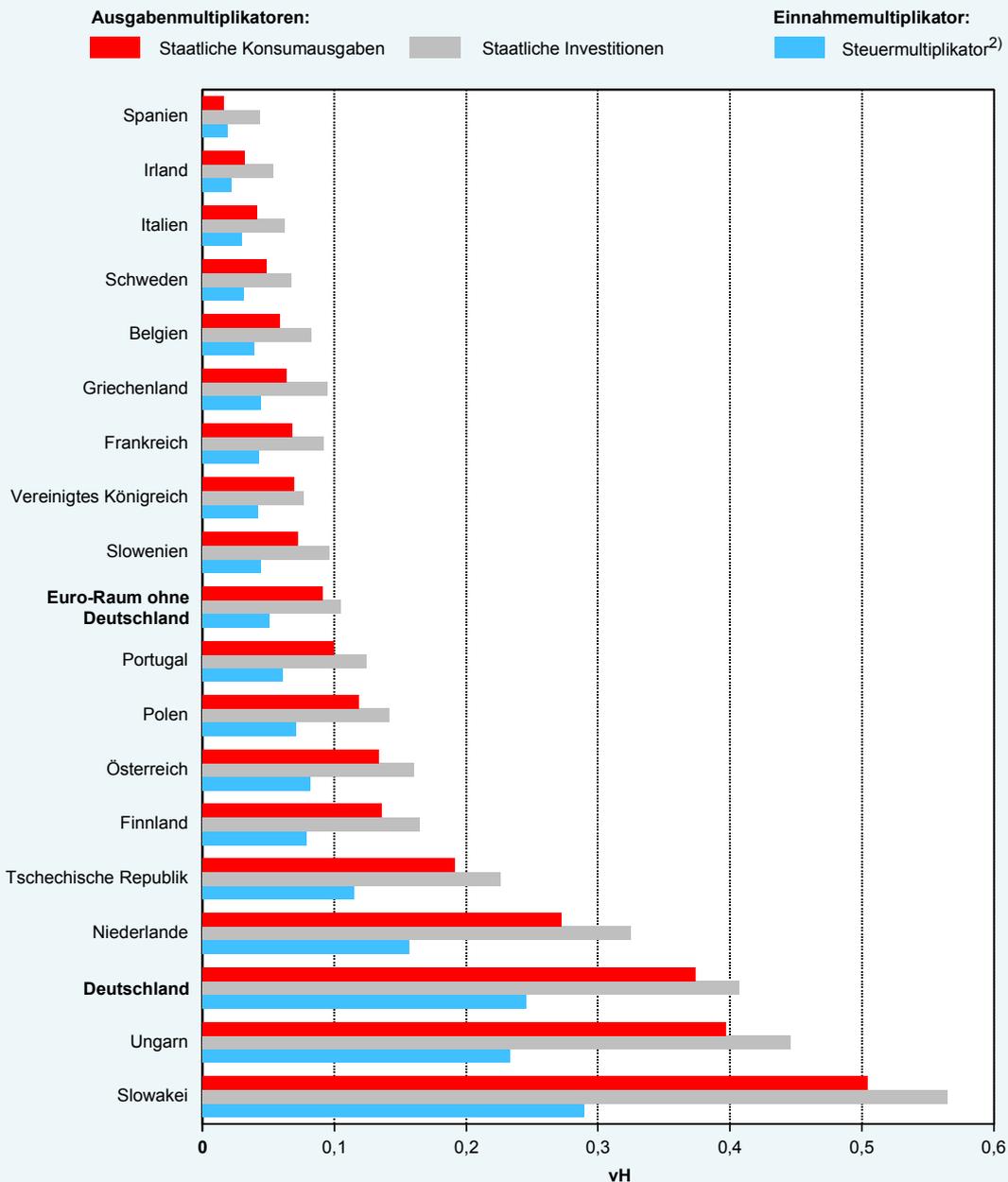
Die Tatsache, dass die Ausgabenmultiplikatoren für alle Länder größer als die Einnahmemultiplikatoren sind, sollte für die hier betrachtete kurze Frist nicht weiter überraschen, da Steuersenkungen im Gegensatz zu staatlichen Konsumausgaben nur indirekt über den Konsum der privaten Haushalte auf die Konjunktur wirken. In der langen Frist können sich hingegen durchaus höhere Einnahmemultiplikatoren ergeben, wenn die Steuersenkung durch einen Abbau besonders verzerrender Steuern herbeigeführt wird.

199. Anhand der errechneten Multiplikatoren wird schnell deutlich, dass eine expansivere Fiskalpolitik in Deutschland kein zielführendes Instrument ist, um den negativen Nachfrageschock in den Defizitländern zu kompensieren. Relativ große Multiplikatoren weisen vor allem die Länder auf, in denen die Exporte nach Deutschland einen vergleichsweise großen Anteil am Bruttoinlandsprodukt haben. In erster Linie handelt es sich dabei um Länder wie Österreich, die Slowakei, die Niederlande und die Tschechische Republik, die zum Teil deutlich mehr als 10 vH ihres Bruttoinlandsprodukts nach Deutschland exportieren (Tabelle 16, Seite 115). In den Defizitländern Spanien und Griechenland hingegen haben die Exporte nach Deutschland mit unter 2 vH nur einen sehr geringen Anteil am Bruttoinlandsprodukt. Dementsprechend ist die Multiplikatorwirkung dort vernachlässigbar. Selbst bei großen Steigerun-

gen der öffentlichen Ausgaben in Deutschland wäre der Nachfrageimpuls in Spanien und Griechenland bei der gegenwärtigen Struktur des Außenhandels so gut wie nicht spürbar.

Schaubild 28

Ausweitung des staatlichen Defizits in Deutschland um 1 vH gemessen am Bruttoinlandsprodukt: Einnahme- und Ausgabenmultiplikatoren für ausgewählte Länder¹⁾



1) Eigene Berechnungen mit dem makroökonomischen Simulationsmodell NiGEM. – 2) Beispiel: Eine Steuersenkung in Deutschland um 1 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr t führt zu einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in Spanien um 0,02 vH im Jahr t .

© Sachverständigenrat

Für den Euro-Raum in seiner Gesamtheit ergibt sich ein ähnliches Bild. Die hier betrachtete Ausweitung des staatlichen Defizits um 1 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt entspricht Mehrausgaben von real etwa 23 Mrd Euro im ersten Jahr der Simulation, durch die aber das Bruttoinlandsprodukt im Euro-Raum (ohne Deutschland) um lediglich 5,7 Mrd Euro steigen

würde, was einen Multiplikator von etwa 0,10 vH bedeutet. Dies gilt aber nur für den günstigen Fall, dass die Ausweitung des Defizits über eine Steigerung der staatlichen Investitionen erfolgen würde. Bei einer Ausweitung des staatlichen Defizits über eine Steuersenkung wäre der Effekt noch geringer. Das bedeutet: Realistisch betrachtet kann selbst die Fiskalpolitik der größten Volkswirtschaft Europas die Gesamtnachfrage im Euro-Raum nicht allein stabilisieren.

200. Das heißt aber auch: Wenn es Deutschland allein nicht gelingen kann, die Gesamtnachfrage im Euro-Raum spürbar zu stimulieren, dann bringt eine maßvolle Konsolidierung in Deutschland auch keine nennenswerte Gefahr für die Konjunktur in Europa mit sich. In der Finanzplanung für die Jahre 2010 bis 2014 plant der Bund, seine Ausgaben im Jahr 2011 um 12,1 Mrd Euro gegenüber dem Jahr 2010 zurückzuführen. Das Einsparvolumen ist daher gerade halb so groß wie der oben betrachtete Impuls. Legt man die soeben ermittelten Multiplikatoren zu Grunde, dann verringern die für das kommende Jahr geplanten Einsparungen im Bundeshaushalt die Gesamtnachfrage im Euro-Raum außerhalb Deutschlands um maximal 3 Mrd Euro.

Tabelle 16

Temporäre Ausweitung der staatlichen Investitionen in Deutschland um 1 vH gemessen am Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2009

Auswirkungen auf ausgewählte Länder

Land	Exporte nach Deutschland ¹⁾²⁾	Leistungsbilanzsaldo ¹⁾²⁾	Ausgabenmultiplikator ³⁾ (staatliche Investitionen)	Veränderung der Leistungsbilanz in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt ³⁾
Belgien	15,34	0,28	0,08	0,04
Finnland	2,72	1,32	0,16	0,07
Frankreich	2,90	- 1,93	0,09	0,04
Griechenland	0,67	-11,21	0,09	0,05
Irland	2,92	- 3,02	0,05	0,20
Italien	2,42	- 3,17	0,06	0,04
Niederlande	16,12	5,36	0,33	0,15
Österreich	11,16	2,30	0,16	0,06
Polen	8,15	- 1,67	0,14	0,12
Portugal	2,41	-10,05	0,12	0,09
Schweden	3,30	7,25	0,07	0,00
Slowakei	12,67	- 3,20	0,56	0,24
Slowenien	10,45	- 1,51	0,10	0,01
Spanien	1,65	- 5,53	0,04	0,02
Tschechische Republik	19,25	- 1,13	0,23	0,11
Ungarn	16,55	0,17	0,45	0,15
Vereinigtes Königreich	1,79	- 1,11	0,08	0,03
Vereinigte Staaten	0,31	- 2,68	0,03	0,02

1) Quelle: IWF.– 2) In Relation zum jeweiligen nominalen Bruttoinlandsprodukt in vH.– 3) Eigene Berechnungen mit dem makroökonomischen Simulationsmodell NiGEM. Beispiel: Eine Erhöhung der staatlichen Investitionen in Deutschland um 1 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt im Jahr *t* führt zu einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in Belgien um 0,08 vH und zu einer Veränderung der Leistungsbilanz in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt von 0,04 Prozentpunkten im Jahr *t*.

201. Zum Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte im Euro-Raum kann die Fiskalpolitik in Deutschland nur sehr bedingt beitragen. Zwar verbessert sich die Leistungsbilanz bei allen Handelspartnern Deutschlands aufgrund des Anstiegs der Importnachfrage in Deutschland, in den Defizitländern ist der Effekt aber nicht sehr ausgeprägt. Die Verbesserung der Leistungsbilanz im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt liegt dort lediglich zwischen 0,02 Prozentpunkten – im Falle Spaniens – und 0,2 Prozentpunkten in Irland. Deutlich größer als in Portugal, Griechenland und Spanien ist der Effekt verständlicherweise in den Ländern, die einen größeren Teil ihres Bruttoinlandsprodukts nach Deutschland exportieren. Allerdings weisen diese Länder teilweise einen Leistungsbilanzüberschuss auf. So verbessert sich beispielsweise die Leistungsbilanz in den Niederlanden und in Ungarn mit jeweils 0,15 Prozentpunkten relativ stark, obwohl die beiden Länder entweder eine in etwa ausgeglichene Leistungsbilanz (Ungarn) oder einen deutlichen Leistungsbilanzüberschuss (Niederlande) aufweisen (Tabelle 16).

202. Damit ist das **Zwischenfazit** klar: Die Fiskalpolitik in Deutschland ist kein geeignetes Instrument, um die Nachfrage in den Defizitländern gezielt zu stützen oder einen Beitrag zum Abbau der europäischen Leistungsbilanzungleichgewichte zu leisten. Positive Nachfrageeffekte wären vor allem bei denjenigen Handelspartnern zu spüren, in denen die Konjunktur gegenwärtig deutlich robuster verläuft und auch die Lage der staatlichen Finanzen weniger angespannt ist als in den Problemländern. Eine glaubwürdige Konsolidierungsstrategie für die öffentlichen Finanzen in Deutschland ist daher eine größere Hilfe für die Defizitländer als eine weitere Ausweitung des Defizits. Sie würde zu einer Verbesserung der fiskalischen Position des Euro-Raums beitragen und damit helfen, das Vertrauen der Finanzmärkte in die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen zu stärken.

Simulationsergebnisse: Lohnpolitik

203. Forderungen nach einer expansiveren Lohnpolitik in Deutschland sind in der Regel mit der Hoffnung verbunden, dass es dadurch zu einer Angleichung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im Euro-Raum und zu einer über den Außenhandelskanal induzierten Nachfrageerhöhung in den Defizitländern kommt. Zusätzlich würden sich höhere Lohnabschlüsse in einer stärkeren Binnennachfrage niederschlagen, die diesen Effekt noch verstärken. Diese Überlegung setzt im Prinzip an den zwei wesentlichen Determinanten der Leistungsbilanz an: dem Preiseffekt und dem Einkommenseffekt in Bezug auf den internationalen Handel (Goldstein und Khan, 1985). Üblicherweise beschreibt der **Preiseffekt** die Auswirkungen realer Wechselkursänderungen auf das Exportangebot und die Importnachfrage. Eine reale Aufwertung führt unter sonst gleichen Bedingungen zu einem Rückgang der Exporte und einer Zunahme der Importnachfrage. Der **Einkommenseffekt** beschreibt den Einfluss der inländischen Nachfrage, also der Summe aus privatem Konsum, staatlichem Konsum und den Investitionen, auf die Importe. Eine stärkere inländische Nachfrage geht dabei mit einem Anstieg der Importe einher.

204. Weitgehende Einigkeit dürfte darüber bestehen, dass Lohnerhöhungen zu einer realen Aufwertung beitragen und daher über den Preiseffekt positiv auf die Exporte im Ausland wirken. Strittig ist hingegen die Frage, ob der mit einer Lohnerhöhung verbundene Einkommens-

effekt den Preiseffekt noch verstärkt, oder aber in die entgegengesetzte Richtung wirkt. Eine Anhebung der Löhne wird einerseits das **verfügbare Einkommen** der Beschäftigten erhöhen. Andererseits könnten sich höhere Reallöhne negativ auf die **Beschäftigung** auswirken. Trotz eines Anstiegs der Durchschnittslöhne kann die Summe der verfügbaren Einkommen nach einer Lohnerhöhung also auch zurückgehen. Zusätzlich zu beachten ist, dass ein Verlust von Arbeitsplätzen auch mit einem schwächeren Zuwachs des Kapitalstocks und daher mit geringeren Nettoinvestitionen einhergehen würde. A priori ist die Wirkung einer Lohnerhöhung in Deutschland auf die inländische Nachfrage und mithin auf die Entwicklung der Importe und der Leistungsbilanz also alles andere als eindeutig.

205. Um die Auswirkung einer Nominallohnerhöhung in Deutschland auf die Nachfrage in den Defizitländern zu untersuchen, wird in NiGEM das Niveau der Nominallöhne in Deutschland für die Dauer von fünf Jahren einmalig um 1 vH gegenüber dem Basisszenario angehoben. Für die EZB wird eine akkomodierende Politik unterstellt. Das heißt, der Leitzins bleibt während der Schockperiode unverändert. Andernfalls würde die EZB auf den von der Lohnerhöhung verursachten Preisanstieg mit einer restriktiveren Zinspolitik reagieren. Hiermit wäre in den anderen Ländern des Euro-Raums, in denen der Preisanstieg geringer ausfällt, ein negativer Realzinseffekt, mit einem entsprechenden Rückgang der Investitionen verbunden. Zu beachten ist, dass in NiGEM die Entwicklung der Reallöhne von der Arbeitslosigkeit und der Produktivität abhängt. Bei einer gegebenen Arbeitslosenquote steigt der Reallohn langfristig in gleichem Maße wie die Produktivität (Barrell et al., 2001). Die Produktivität wird in der Simulation jedoch nicht gegenüber dem Basisszenario verändert. Anhand des hier betrachteten Schocks lassen sich daher die Auswirkungen einer Nominallohnänderung bei **gegebenem Produktivitätsfortschritt** identifizieren.

206. Die Simulationsergebnisse stützen nicht die Sichtweise, Deutschland könne durch eine expansive Lohnpolitik einen Beitrag zur Nachfragestabilisierung in den Defizitländern oder zu einem Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte leisten. Die Lohnerhöhung hat in der Simulation nur einen **geringen** und zudem **negativen Effekt** auf die Nachfrage in den Defizitländern. Das Bruttoinlandsprodukt geht dort während der Schockperiode um bis zu 0,04 vH gegenüber dem Basisszenario zurück (Schaubild 29, links). Anstatt in den Defizitländern einen positiven Nachfrageeffekt zu entfalten, induziert die Lohnerhöhung dort über den Außenhandelskanal einen negativen Nachfrageimpuls. Dieser Effekt lässt sich sehr einfach an der Veränderung der Leistungsbilanzen ablesen. In Deutschland steigt der Leistungsbilanzüberschuss in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um bis zu 0,2 Prozentpunkte. Spiegelbildlich verschlechtert sich die Leistungsbilanz in den Defizitländern (Tabelle 17, Seite 118).

207. Der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts in den Defizitländern wird vornehmlich von der Entwicklung der inländischen Nachfrage in Deutschland getrieben. Da die Preise nur zeitverzögert auf die Anhebung der Nominallöhne reagieren, führen die Lohnerhöhungen zu einem Anstieg des Reallohns, der sich in einem **Rückgang der Beschäftigung** niederschlägt. In der Simulation sinkt die Anzahl der Beschäftigten um bis zu 237 000 Personen. Der Rückgang der Beschäftigung führt zudem dazu, dass die Unternehmen ihren Kapitalstock anpassen, um zu einem für sie optimalen Verhältnis der eingesetzten Produktionsfaktoren Arbeit

und Kapital zurückzukehren. Folglich sinken in der Simulation die **Investitionen**. Durch den Rückgang der Beschäftigung und des Kapitalstocks geht auch das Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem Status quo zurück (Schaubild 29, rechts). Das geringere Investitionsniveau bewirkt zudem einen Rückgang der inländischen Nachfrage. Für sich genommen dämpft der Einkommenseffekt in diesem Szenario also die Importnachfrage. Insgesamt dominiert er den gegenläufigen Preiseffekt, der für einen Rückgang der deutschen Exporte verantwortlich ist. Der Gesamteffekt auf die Leistungsbilanz in Deutschland ist daher positiv.

Tabelle 17

Auswirkungen einer einmaligen Nominallohnerhöhung auf die Leistungsbilanzen¹⁾ ausgewählter Länder in Europa

Abweichung vom Basisszenario in Prozentpunkten²⁾

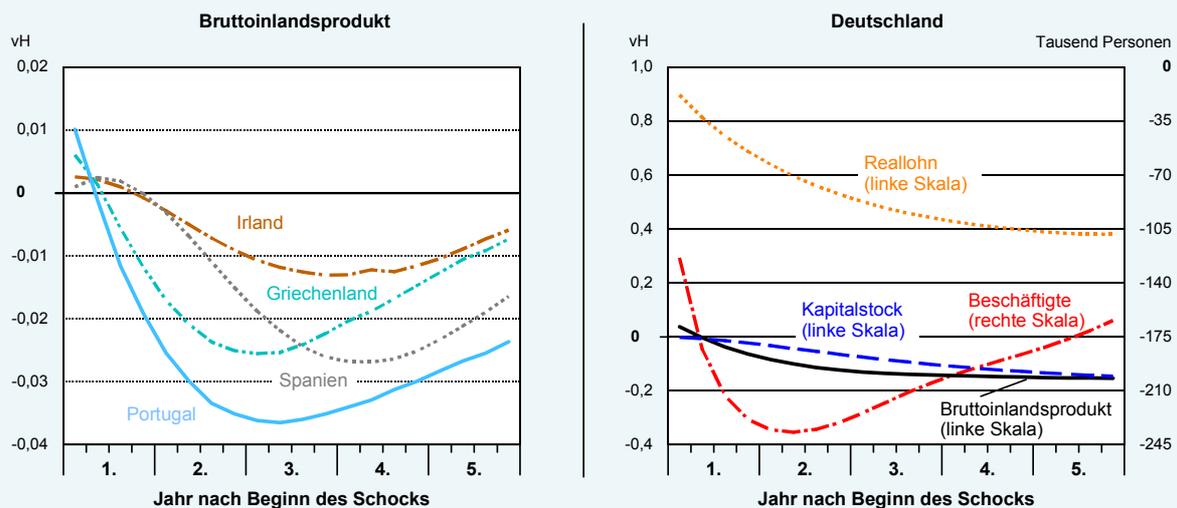
Land	Jahr nach Beginn des Schocks				
	1.	2.	3.	4.	5.
Griechenland	- 0,003	- 0,017	- 0,021	- 0,018	- 0,013
Irland	+ 0,003	- 0,013	- 0,032	- 0,023	- 0,007
Portugal	- 0,009	- 0,028	- 0,027	- 0,016	- 0,008
Spanien	- 0,007	- 0,013	- 0,014	- 0,015	- 0,014
Nachrichtlich:					
Deutschland	+ 0,076	+ 0,198	+ 0,207	+ 0,179	+ 0,146

1) In Relation zum Bruttoinlandsprodukt.– 2) Eigene Berechnung mit dem makroökonomischen Simulationsmodell NiGEM.

Schaubild 29

Auswirkungen einer einmaligen Nominallohnerhöhung auf das Bruttoinlandsprodukt ausgewählter Länder in Europa und auf ausgewählte Indikatoren für Deutschland

Abweichung vom Basisszenario¹⁾



1) Eigene Berechnungen mit dem makroökonomischen Simulationsmodell NiGEM.

© Sachverständigenrat

208. Auch wenn die Simulationsergebnisse in quantitativer Hinsicht nicht überinterpretiert werden sollten, illustrieren sie recht anschaulich, dass Lohnerhöhungen keineswegs zu der erhofften Stimulierung der externen Nachfrage in den Defizitländern führen müssen. Stattdes-

sen bestünde die durchaus ernstzunehmende Gefahr von Arbeitsplatzverlusten und einem damit einhergehenden Rückgang der Summe der inländischen Nachfragekomponenten, mit entsprechend negativen Folgen für die Importnachfrage in Deutschland und die Konjunktur in den Defizitländern.

209. Gleichzeitig zeigen die Simulationsergebnisse, wie problematisch es ist, von dem zeitlichen Zusammentreffen von Lohnzurückhaltung, Arbeitsmarktreformen und einem positiven Leistungsbilanzsaldo auf eine **Kausalität** zwischen diesen Ereignissen zu schließen. Selbst bei einer vorsichtigen Interpretation zeigen die Simulationsergebnisse, dass der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands ohne die Lohnzurückhaltung und die Arbeitsmarktreformen der vergangenen Jahre vermutlich noch höher ausgefallen wäre. Nicht zufällig verzeichneten die Investitionen in Deutschland nach der Umsetzung der Arbeitsmarktreformen im Jahr 2005 ein deutlich stärkeres Wachstum als im Euro-Raum, obwohl sie sich in den Jahren zuvor noch weit unterdurchschnittlich entwickelt hatten (Schaubild 30, Seite 121).

210. Um einem Missverständnis vorzubeugen: Es wäre unzulässig, die Simulationsergebnisse dahingehend zu interpretieren, dass steigende Reallöhne notwendigerweise zu einem Rückgang der Beschäftigung führen. Die Simulationen erfolgten unter der Annahme einer gegebenen Produktivitätsentwicklung. Bei einem gleichzeitigen Anstieg von Löhnen und Produktivität bliebe die Beschäftigung konstant, solange die Reallöhne mit der gleichen Rate steigen wie die Produktivität. Es käme sogar zu einem Anstieg der Beschäftigung, wenn der Zuwachs der Reallöhne hinter dem der Produktivität zurückbliebe.

211. Insgesamt sind die beiden hier betrachteten Politikoptionen einer expansiven Lohnpolitik oder einer expansiven Fiskalpolitik als Unterstützungsmaßnahmen für die Defizitländer wenig geeignet. Bei möglicherweise hohen Kosten in Form von Arbeitsplatzverlusten beziehungsweise einer weiter steigenden Staatsverschuldung blieben die dadurch in den Defizitländern ausgelösten konjunkturellen Impulse im besten Fall ein **Tropfen auf den heißen Stein**. Um die anstehenden Anpassungslasten in den Defizitländern zu mindern, empfiehlt es sich daher, nach Maßnahmen zu suchen, die entweder bei gegebenen Kosten eine größere Wirkung entfalten oder aber bei gegebenen Impulsen in den Defizitländern mit geringeren Nebenwirkungen in Deutschland verbunden sind.

4. Deutschlands Wachstum stärken

212. Es stellt sich daher die Frage, welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen grundsätzlich geeignet scheinen, den bisherigen Defizitländern bei der Bewältigung ihres Anpassungsprozesses behilflich zu sein und dabei Deutschlands Wirtschaftsentwicklung nicht zu beeinträchtigen. In der vergangenen Dekade wurde das deutsche Wachstum stark von der außenwirtschaftlichen Nachfrage getragen. Die binnenwirtschaftlichen Impulse waren hingegen gering. Zur Stärkung der Investitionstätigkeit als Teil der Binnennachfrage sollten **langfristig wirkende Strukturmaßnahmen** ergriffen werden (JG 2009 Ziffern 323 ff.). Mit der Lissabon-Strategie wurde bereits im Jahr 2000 der Versuch unternommen, eine wirtschaftspolitische Koordinierung von Strukturmaßnahmen zu erreichen, um etwaig entstehende Friktionen zwischen den EU-Ländern zu vermeiden.

Die für Deutschland damit verbundenen und bereits in der Vergangenheit regelmäßig vom Sachverständigenrat angemahnten Maßnahmen lassen sich wie folgt zusammenfassen: (1) Ausbau der wachstumswirksamen öffentlichen Infrastruktur durch Investitionen in Bildung und Forschung sowie in die Verkehrsinfrastruktur, (2) Reform der Unternehmenssteuern, um private Investitionen zu steigern, sowie Maßnahmen zu Verbesserung der privaten Innovationsfinanzierung, (3) Arbeitsmarktreformen, um die verfestigte Arbeitslosigkeit abzubauen und Unternehmensinvestitionen in Deutschland attraktiver zu machen, (4) Abbau von Regulierungen in den Produktmärkten, um den Wettbewerb zu fördern sowie (5) Reform der sozialen Sicherungssysteme und deren Finanzierung.

213. Im vergangenen Jahrzehnt hat Deutschland eine Vielzahl von **Strukturenreformen umgesetzt**. So wurden seit dem Jahr 2004 mit der Agenda 2010 viele der für Deutschland identifizierten Defizite abgebaut, die Flexibilität des Arbeitsmarkts erhöht und die Arbeitslosigkeit massiv gesenkt. Weiterhin sind Steuerstrukturenreformen etwa bei der Unternehmensbesteuerung eingeleitet worden. Und schließlich wurden Reformen in den Alterssicherungssystemen initiiert, die im Kern geeignet sind, der demografischen Entwicklung in Deutschland Rechnung zu tragen. Gerade die aus den Konsolidierungszwängen erwachsenden Reformnotwendigkeiten in einigen Mitgliedsländern der EU zeigen deutlich, dass diese oftmals mit erheblichen politischen Widerständen verbundenen Reformen dort eben nicht angegangen wurden. Im Hinblick auf die Reformen in den sozialen Sicherungssystemen ist Deutschland eines der ersten EU-Länder, das in der Alterssicherung den Einstieg in ein ergänzendes kapitalgedecktes System eingeleitet und die Erhöhung des gesetzlichen Renteneintrittsalters beschlossen hat. Der eingeschlagene Weg ist richtig und sollte unbeirrt weiter beschritten werden. Das Renteneintrittsalter doch nicht zu erhöhen, würde die Reformen in Deutschland um Jahre zurückwerfen (Ziffern 430 ff.).

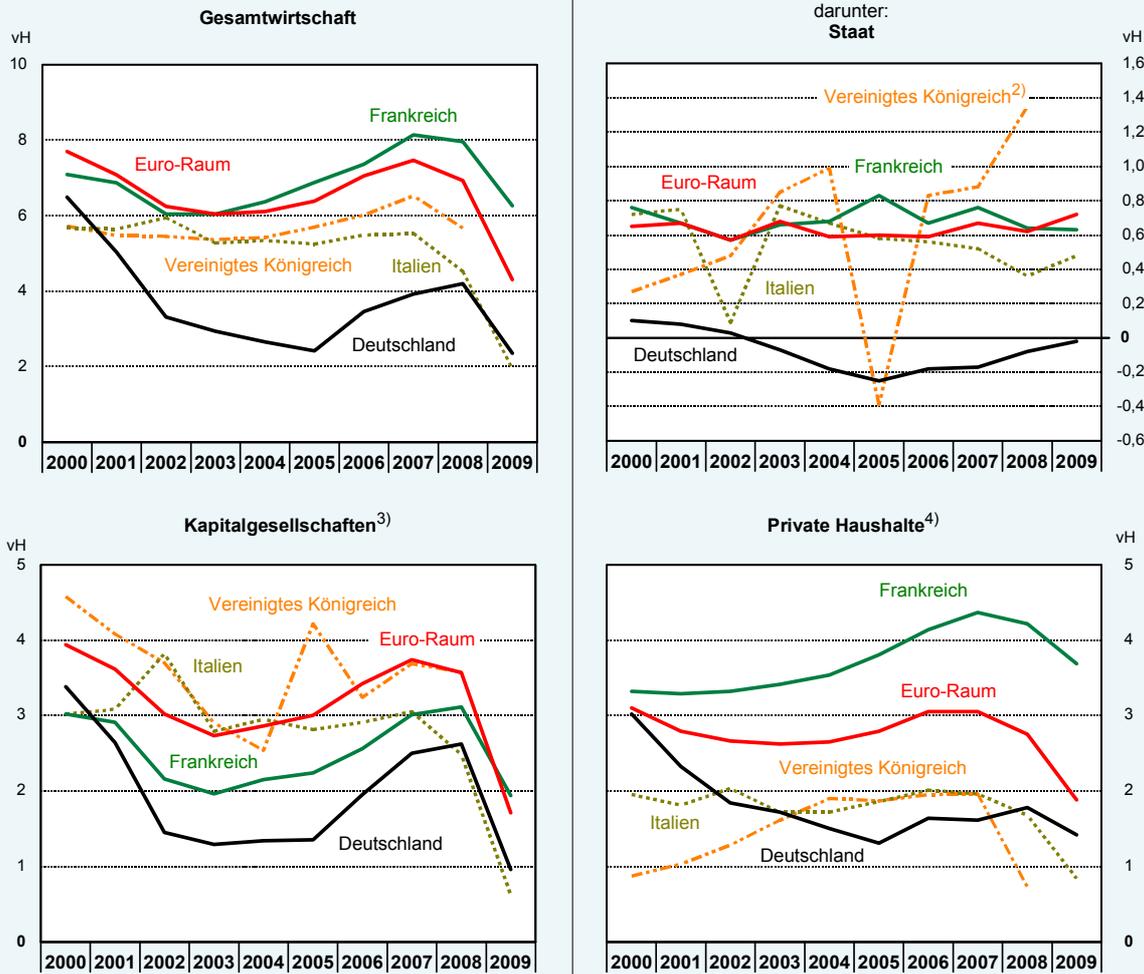
Öffentliche und private Investitionen

214. Der auf internationaler Ebene immer wieder eingeforderte Beitrag Deutschlands zu mehr europäischem Wachstum besteht richtigerweise in der Steigerung der privaten und öffentlichen Investitionen. Aufgrund ihres niedrigen Niveaus und ihres auch im europäischen Vergleich eher unterdurchschnittlichen Anteils am Bruttoinlandsprodukt (Schaubild 30) bleibt hier vieles zu tun, wengleich die Rahmenbedingungen für private Investitionen bereits in erheblichem Umfang verbessert wurden. Mit der Unternehmenssteuerreform 2008 hat sich die steuerliche Attraktivität des Standorts Deutschland wesentlich erhöht (JG 2007 Ziffern 394 ff.). Mit dem Wachstumsbeschleunigungsgesetz 2009 wurden zudem bestimmte Einzelregelungen verändert, die auf das Investitionsverhalten restriktiv wirkten (JG 2009 Ziffern 289 ff.). Ungeachtet dessen besteht hier weiterhin Handlungsbedarf (JG 2009 Ziffern 291 ff.).

Deutschlands **Nettoinvestitionsquote** hat sich immerhin im Zeitraum von 2005 bis 2008 merklich erhöht und es ist zu erwarten, dass die bisher durchgeführten Reformen einen weiteren Anstieg der Investitionen unterstützen werden. Dies gilt umso mehr, da sich die Investitionsanreize in den bisherigen Defizitländern verringert haben, die letztlich durch Übertreibungen auf den dortigen Vermögensmärkten verstärkt wurden.

Schaubild 30

Bedeutung der Nettoanlageinvestitionen¹⁾ in ausgewählten Ländern



1) In Relation zum Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen.– 2) Die öffentlichen Investitionen sind im Jahr 2005 durch die Übertragung von Kernkraftwerken verzerrt.– 3) Nichtfinanzielle und finanzielle Kapitalgesellschaften.– 4) Einschließlich private Organisationen ohne Erwerbszweck.

Quellen: EU, OECD

© Sachverständigenrat

Die Betrachtung der **staatlichen Nettoinvestitionen** zeigt, dass diese im vergangenen Jahrzehnt erheblich zurückgegangen sind und der staatliche Kapitalstock derzeit aufgebraucht wird. Deshalb wurden vom Sachverständigenrat in der Vergangenheit wiederholt mehr Investitionen in den Bereichen Bildung, Forschung und Entwicklung sowie bei der öffentlichen Infrastruktur angemahnt (JG 2009 Ziffern 441 ff.). Damit stellen wachstumsfördernde öffentliche Investitionen ein wichtiges zukünftiges Tätigkeitsfeld der Politik dar.

215. Ein zentraler Aspekt, der für mehr binnenwirtschaftliches Wachstum und Produktivitätsfortschritte sorgen kann, ist der Abbau bestehender **Produktmarktregulierungen** sowie vorhandener **Wettbewerbsverzerrungen**. Welche Effizienz- und Produktivitätssteigerungen von intensiviertem Wettbewerb ausgehen können, zeigt sehr anschaulich die weltweite Deregulierung der einstmaligen staatlichen Telekommunikationsmärkte (Olley und Pakes, 1996). Zu möglichen Betätigungsfeldern der Wettbewerbspolitik könnte unter anderem die Stärkung des Wettbewerbs auf dem Energiemarkt gehören (Monopolkommission, 2009).

Simulationsergebnisse: Erhöhung der Partizipationsquote am Arbeitsmarkt

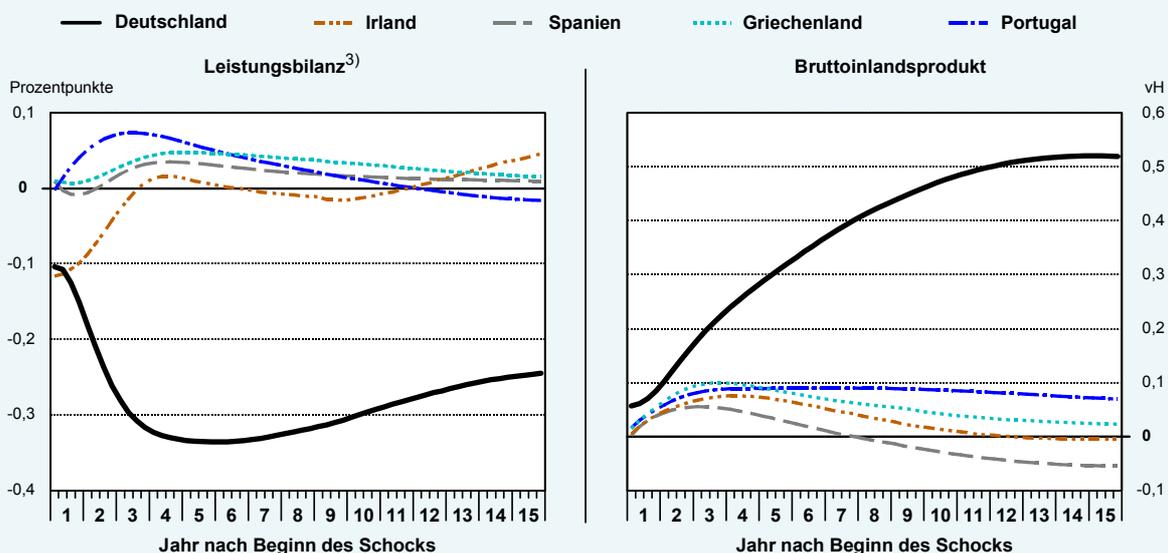
216. Im Gegensatz zu den im vorhergehenden Abschnitt untersuchten Politikoptionen gehen von den hier betrachteten Maßnahmen tendenziell positive Wirkungen sowohl für die Defizitländer als auch für Deutschland aus. Besonders anschaulich lässt sich dies am Beispiel der Arbeitsmarktpolitik illustrieren. Aufgrund der demografischen Entwicklung wird es für die deutsche Politik in den nächsten Jahren entscheidend darauf ankommen, die Erwerbstätigkeit zu erhöhen, um eine Verringerung des Arbeitsvolumens und damit auch des Potenzialwachstums zu verhindern. Eine Ausweitung der Erwerbstätigkeit etwa durch eine höhere Erwerbsbeteiligung von Frauen oder älteren Arbeitnehmern würde das Pro-Kopf-Einkommen steigern und dadurch die Binnennachfrage stärken.

Bereits relativ geringe Veränderungen der Partizipationsquote können ökonomisch signifikante Veränderungen der Leistungsbilanz nach sich ziehen. Im makroökonomischen Modell NiGEM führt eine dauerhafte Zunahme der Partizipationsquote um einen Prozentpunkt in Deutschland zu einem **langfristigen Rückgang** des Leistungsbilanzüberschusses in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt um 0,35 Prozentpunkte (Schaubild 31).

Schaubild 31

Auswirkungen auf die Leistungsbilanz und das Bruttoinlandsprodukt ausgewählter Länder bei einer dauerhaften Steigerung der Partizipationsquote¹⁾ um 1 Prozentpunkt in Deutschland

Abweichung vom Basisszenario²⁾



1) Erwerbstätige (Inländer) in vH der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15 bis 65 Jahre). – 2) Eigene Berechnungen mit dem makroökonomischen Simulationsmodell NiGEM. – 3) In Relation zum Bruttoinlandsprodukt in konstanten Preisen.

© Sachverständigenrat

Eine Steigerung der Partizipationsquote in der betrachteten Größenordnung stellt für die Politik ein durchaus erreichbares Ziel dar. Empirische Untersuchungen zu den Auswirkungen einer Reform des Arbeitslosengelds II zeigen, dass schon geringfügige Änderungen des Regelsatzes zu einer Zunahme beziehungsweise Abnahme der Partizipationsquote um einen Prozentpunkt führen.

217. Reformen, die auf eine Erhöhung der Erwerbsbeteiligung in Deutschland zielen, bewirken durch das höhere Einkommen in Deutschland indirekt Wachstumseffekten auch in den Defizitländern, wenngleich diese gering ausfallen. Da Unternehmen die neuen Arbeitsplätze mit Kapital ausstatten, steigen neben dem Arbeitsvolumen auch der Kapitalstock und das Produktionspotenzial. In der Simulation liegt das Bruttoinlandsprodukt langfristig um 0,5 vH höher als im Basisszenario. Die zusätzlichen Investitionen erhöhen die inländische Absorption und lösen über den Außenhandelskanal einen **Nachfrageimpuls** bei den Handelspartnern Deutschlands aus. Somit gehen auch für die Defizitländer positive Wirkungen von der Reform aus. Der Anstieg der Importnachfrage in Deutschland verbessert dort die Leistungsbilanz um bis zu 0,05 Prozentpunkte, allerdings klingt der Effekt nach einigen Jahren aus (Schaubild 31). Der über den Außenhandelskanal induzierte Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in den Defizitländern beläuft sich auf 0,05 vH bis 0,1 vH. Der Effekt ist zwar klein, aber nicht mit den im vorherigen Abschnitt herausgearbeiteten Nebenwirkungen einer expansiven Fiskal- oder Lohnpolitik in Form einer steigenden Staatsverschuldung oder höherer Arbeitslosigkeit verbunden.

5. Eine andere Meinung zur Rolle Deutschlands in der Europäischen Währungsunion

Ein Mitglied des Rates, **Peter Bofinger**, vertritt zu den Analysen und Vorschlägen an die Politik in Abschnitt III dieses Kapitels eine andere Meinung.

218. Insbesondere gestützt auf die Simulationen des makroökonomisch Mehr-Länder-Modells (NiGEM) kommt die Mehrheit zu dem Urteil, dass von der Lohnmoderation in Deutschland kein destabilisierender Einfluss auf die anderen Mitgliedsländer des Euro-Raums ausgegangen sei. Auf der Basis dieses Modells wird die Auffassung vertreten, dass Deutschland weder über stärkere Lohnerhöhungen noch über eine expansivere Fiskalpolitik einen Beitrag zum Abbau der Ungleichgewichte in der Europäischen Währungsunion leisten könne. Die einzig sinnvolle Politikoption bestehe in einer konsequenten Fortführung von Strukturformen, um die Wachstumsperspektiven zu stärken und damit über die Binnennachfrage positiv auf die externe Nachfrage in den Defizitländern zu wirken.

Der Einfluss der Lohnentwicklung auf die Ungleichgewichte im Euro-Raum

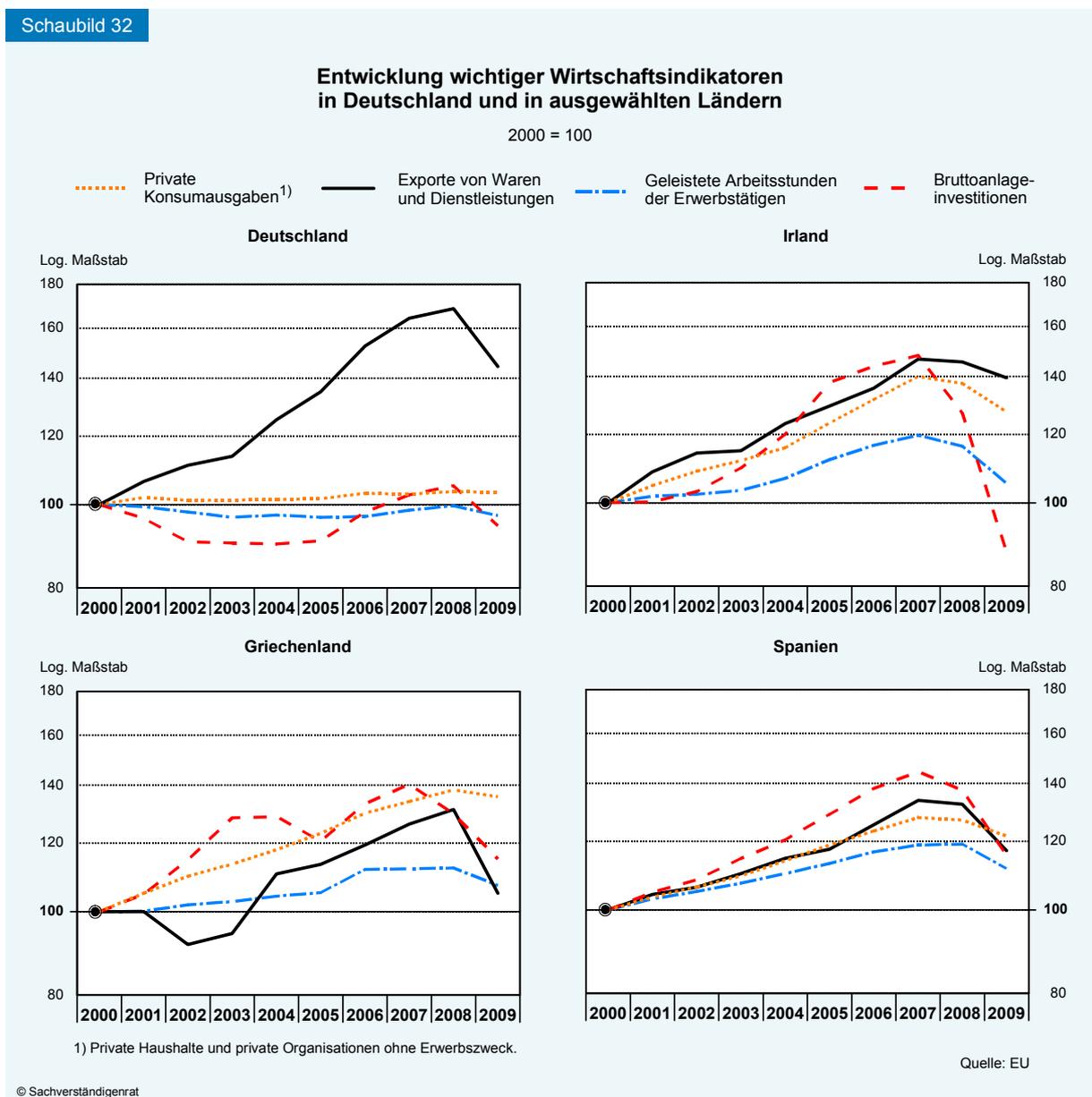
219. Für die Analyse des Entstehens der Ungleichgewichte innerhalb des Euro-Raums kommt dem Einfluss der Lohnentwicklung eine zentrale Bedeutung zu. Aus den Analysen mit **NiGEM** leitet die Mehrheit den überraschenden Befund ab, dass höhere Löhne in Deutschland sogar zu einem noch größeren Überschuss in der deutschen Leistungsbilanz geführt hätten.

Dieses Ergebnis ist auf die spezifischen Effekte einer Lohnmoderation im Rahmen von NiGEM zurückzuführen, dessen Modell-Eigenschaften man sehr gut anhand von **Simulationen der Deutschen Bundesbank** für eine isolierte Lohnsenkung in einer Volkswirtschaft der Währungsunion nachvollziehen kann (Deutsche Bundesbank, 2010). Bei diesen Simulationen führt eine Lohnsenkung zunächst zu einer Ausweitung der Beschäftigung und dann zu einem

Ausbau des Kapitalstocks. Der kurzfristig dämpfende Effekt der Lohnsenkung wird mittelfristig durch den starken Beschäftigungsaufbau mehr als wettgemacht. Interessant sind die dabei ermittelten Effekte auf den Außenhandel: Die Zunahme des realen Exports bleibt hinter der Ausweitung des Bruttoinlandsprodukts und vor allem hinter der Expansion der privaten Investitionstätigkeit zurück, sodass die Bundesbank zu der Aussage gelangt: „Folglich sei der Außenhandel keineswegs der Motor der makroökonomischen Effekte einer Lohnmoderation, wie oftmals behauptet wird“ (Deutsche Bundesbank, 2010).

220. Betrachtet man für Deutschland die **tatsächliche Entwicklung** der entsprechenden Nachfragekomponenten und der Beschäftigung im zurückliegenden Jahrzehnt, könnte die Divergenz zwischen Modell und Realität kaum größer sein. In den Jahren der Lohnmoderation ging die Beschäftigung gemessen an den geleisteten Arbeitsstunden der Erwerbstätigen zurück (Schaubild 32). Die Investitionen erreichten erst im Jahr 2007 wieder das Niveau des Jahres 2000.

Schaubild 32



Ganz im Gegensatz zu den Ergebnissen von NiGEM war der Export die einzige und zudem eine besonders starke Triebkraft der deutschen Wirtschaftsentwicklung. In der Spitze lagen die Exporte um rund 70 vH über dem Ausgangswert des Jahres 2000 und sie dürften dabei auch als Hauptursache für die Belebung der Investitionstätigkeit in den Jahren 2007 und 2008 anzusehen sein. Wie wenig realitätsnah die aus NiGEM abgeleitenden Verläufe sind, lässt sich am Beispiel der südeuropäischen Problemländer und Irlands zeigen: Obwohl dort die Lohnsteigerungen eindeutig zu hoch ausgefallen sind, weist die Entwicklung von Beschäftigung und Investitionen im vergangenen Jahrzehnt Verläufe auf, die in NiGEM nur durch eine Lohnmoderation zu erreichen sind.

Deutschlands Beitrag zu den makroökonomischen Ungleichgewichten in der Europäischen Währungsunion

221. Welchen Beitrag Deutschland zu einer ausgewogeneren Situation des Euro-Raums leisten kann, lässt sich verdeutlichen, wenn man die makroökonomischen Entwicklungen der beiden letzten Jahrzehnte vergleicht. In den Jahren von **1991 bis 2000** zeigen sich für Deutschland – trotz massiver Schocks wie beispielsweise der deutschen Vereinigung und der EWS-Krise – keine nennenswerten Unterschiede zur Gruppe der ursprünglichen Mitgliedsländer des Währungsraums (ohne Deutschland). Bei den wichtigsten Komponenten der Verwendungsseite des Bruttoinlandsprodukts (Private Konsumausgaben, Anlageinvestitionen und auch die inländische Verwendung insgesamt) waren die durchschnittlichen jährlichen Veränderungsraten nahezu identisch (Schaubild 33, Seite 126). Bedingt durch die Anpassungseffekte im Zuge der deutschen Vereinigung fiel der durchschnittliche Anstieg der Nominallöhne je Beschäftigten in Deutschland etwas höher aus als im Rest der Vergleichsgruppe, und die Zunahme der Beschäftigung war unterdurchschnittlich.

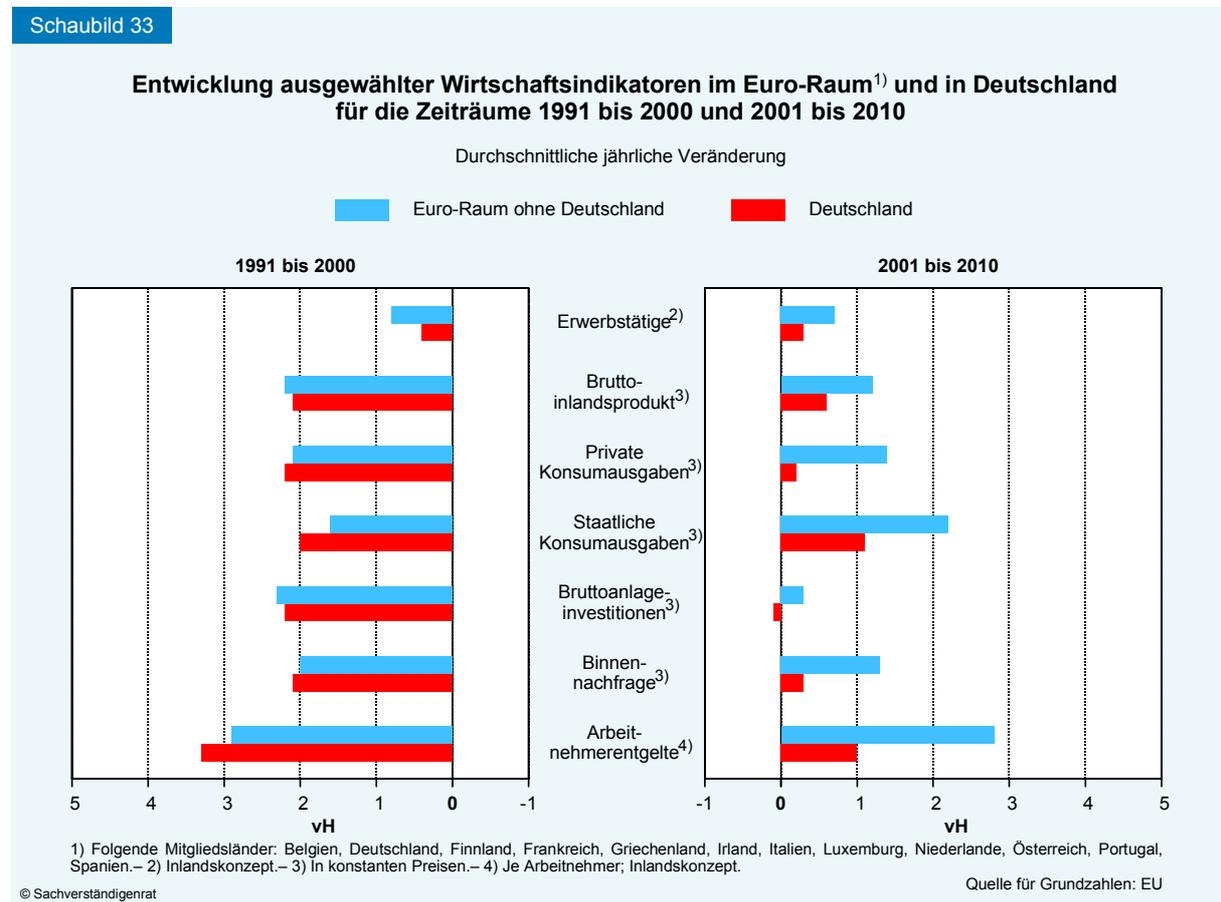
222. Im **zurückliegenden Jahrzehnt**, also in den Jahren 2001 bis 2010, hat sich dieses Bild ganz erheblich verändert. Während die Komponenten der Binnennachfrage in der Vergleichsgruppe weiterhin nach oben gerichtet waren, wenn auch mit einer gewissen Abschwächung gegenüber den 1990er-Jahren, kam es in Deutschland nahezu zu einer Stagnation nicht nur der Privaten Konsumausgaben, sondern der inländischen Verwendung insgesamt. Trotz der starken Exportdynamik konnte das nicht verhindern, dass die durchschnittliche Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts merklich hinter dem Anstieg der Vergleichsgruppe zurückblieb. Auch bei der Beschäftigungsentwicklung nahm der Rückstand gegenüber der Vergleichsgruppe zu.

Neben den Auswirkungen der deutschen Vereinigung, die das Ergebnis in den 1990er-Jahren zugunsten Deutschlands und danach zu dessen Lasten beeinflusst haben, dürfte dieser Regimewechsel wesentlich auf die in der letzten Dekade speziell in Deutschland praktizierte **Strategie der Lohnmoderation** zurückzuführen sein. Sie wurde wirtschaftspolitisch insbesondere „durch die einschneidenden Reformen am Arbeitsmarkt gefördert“ (Deutsche Bundesbank, 2010). Zur Strategie der Senkung der Lohnkosten, die in der Regel als Politik zur Verminderung der Lohnnebenkosten propagiert wurde, zählten zudem im Jahr 2005 die Verschiebung der Parität bei den Krankenversicherungsbeiträgen zulasten der Arbeitnehmer sowie im Jahr 2007 die deutliche Absenkung der Beiträge zur Arbeitslosenversicherung, die mit

einer Erhöhung der Umsatzsteuer verbunden war. Als weitere zentrale Elemente einer konsequenten wirtschaftspolitischen Strategie der Lohnmoderation ist der Verzicht auf einen allgemeinen, flächendeckenden Mindestlohn, der in den meisten anderen Ländern üblich ist, ebenso zu nennen wie die Flexibilisierung der Leiharbeit im Jahr 2004.

Die Lohnzurückhaltung in Deutschland während der Phase 2001 bis 2010 ist daran abzulesen, dass die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer im Euro-Raum (ohne Deutschland) um durchschnittlich 2,8 vH jährlich stiegen und damit nur etwas geringer als in den 1990er-Jahren, während sie sich in Deutschland nur noch um 1,0 vH erhöhten. Da damit nicht einmal ein vollständiger Ausgleich für die Preissteigerungen gewährt wurde, ist es nicht überraschend, dass bei rückläufigen realen Brutto- wie Nettolöhnen je Arbeitnehmer der private Konsum über ein ganzes Jahrzehnt nahezu stagnierte. Dass sich das insgesamt gesehen selbst für Deutschland nicht ausgezahlt hat, erkennt man an der unterdurchschnittlichen Zuwachsraten der Beschäftigung und des Bruttoinlandsprodukts in dieser Dekade.

Schaubild 33



223. Insgesamt zeigt der längerfristige Vergleich, dass sich die deutsche Wirtschaft am Ende der 1990er-Jahre durchaus nicht in einer Verfassung befand, bei der es – insbesondere unter Berücksichtigung des großen Schocks der deutschen Vereinigung – angemessen gewesen wäre, vom „**kranken Mann Europas**“ zu sprechen. Dies ist nicht zuletzt daran abzulesen, dass die Anzahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten im Jahr 2000 höher lag als in allen Folgejahren, einschließlich des noch ganz im Zeichen des weltweiten Booms stehenden Jahres 2008. Von einer „katastrophalen Lage am Arbeitsmarkt“ (Ziffer 184) kann somit keine

Rede sein, zumal das Jahr 2000 auch bei der Arbeitslosigkeit nicht grundsätzlich schlecht abschneidet. In Westdeutschland waren damals 2,4 Millionen Menschen arbeitslos gemeldet, das war kaum mehr als im Jahr 2008 mit 2,3 Millionen (einschließlich der Personen, die allein wegen § 16 Abs. 3 SGB III und § 53a Abs. 2 SGB II nicht arbeitslos sind, im Jahr 2000 jedoch noch zu den registriert Arbeitslosen gezählt wurden); im Jahr 2010 waren mit 2,4 Millionen mehr Menschen arbeitslos als im Jahr 2000 (bei identischer Abgrenzung). Die Verbesserung der Arbeitsmarktlage bezieht sich somit allein auf Ostdeutschland, wo die Anzahl der Arbeitslosen von 1,5 Millionen Personen im Jahr 2000 auf 1,3 beziehungsweise 1,2 Millionen Personen in den Jahren 2008 und 2010 zurückgegangen ist; die beiden letzten Werte wiederum in der erweiterten Abgrenzung. Der Rückgang der „unerträglich hohen Sockelarbeitslosigkeit“ (Ziffer 177) ist somit nicht den Arbeitsmarktreformen zuzuschreiben, sondern in erster Linie auf die allmähliche Rückführung der transformationsbedingten Unterbeschäftigung in Ostdeutschland zurückzuführen.

224. Für die Europäische Währungsunion sind von der deutschen Lohnmoderation eindeutig **negative Effekte** ausgegangen. Es muss einen Wirtschaftsraum destabilisieren, wenn die Binnennachfrage im größten Mitgliedsland über ein ganzes Jahrzehnt hinweg nahezu stagniert. Dies wird unmittelbar deutlich, wenn man einmal unterstellt, dass die anderen Mitgliedsländer dieselbe Politik verfolgt hätten. Bei einer insgesamt stagnierenden Binnennachfrage des Euro-Raums wäre die Zuwachsrate der deutschen Exporte, die zu über 40 vH in Länder der Währungsunion gehen, deutlich geringer ausgefallen. Die Exporterfolge der deutschen Wirtschaft waren daher in diesem Umfang nur möglich, weil sich die anderen Länder gerade nicht so verhalten haben, wie das von der Mehrheit der deutschen Ökonomen für richtig angesehen wird. Wenn Exporterfolge nicht auf Produktivitätsfortschritten, sondern auf einer Politik der Lohnmoderation beruhen, hat man es – ähnlich wie im Fall einer unterbewerteten Währung – mit einem **Nullsummenspiel** zu tun. Es ist deshalb auch unzutreffend, wenn die Mehrheit feststellt, dass eine zurückhaltende Lohnpolitik über eine mittelfristige Stärkung der Binnenwirtschaft zu Impulsen in den Partnerländern führe. So liegt die inländische Verwendung in Deutschland im Jahr 2010 um 3,1 vH über dem Niveau des Jahres 2000; im Euro-Raum (ohne Deutschland) belief sich die Zunahme auf 13,9 vH.

225. Neben den reinen Nachfrageeffekten sind insbesondere nachteilige Auswirkungen auf den **Zinsmechanismus** in der Währungsunion ausgegangen. Die Lohnmoderation hat zu einer sehr niedrigen Inflationsrate in Deutschland geführt. Da die deutsche Inflationsrate zu knapp einem Drittel für die Zinspolitik der EZB bestimmend ist, sind dadurch die Leitzinsen im Euro-Raum tendenziell zu niedrig ausgefallen. Dieser Effekt war natürlich nicht die alleinige Ursache für den Boom in den Defizitländern, aber hat dort die Fehlentwicklungen verstärkt und gleichzeitig die Realzinsen in Deutschland erhöht, da sich die geringere nationale Inflationsrate nur partiell im gemeinsamen Zinsniveau niederschlägt. Der in der Währungsunion aufgetretene Realzinsnachteil für Deutschland wäre ohne die Lohnmoderation somit geringer ausgefallen. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass auch die deutschen Realzinsen (ermittelt als Differenz zwischen Nominalzins und laufender Inflationsrate) in der Phase der Währungsunion, also von 1999 bis 2010, niedriger waren als in den Jahren 1990 bis 1998.

Der kurzfristige Realzins (Tagesgeld) ging von 3,2 % auf 1,2 % zurück, der langfristige (Umlaufrendite) von 4,0 % auf 2,5 %.

226. Dies führt zum häufig angesprochenen Problem der **Investitionsschwäche** der deutschen Wirtschaft im letzten Jahrzehnt. Dabei ist zunächst zu berücksichtigen, dass sich etwa die Hälfte des Rückgangs der gesamtwirtschaftlichen Nettoinvestitionsquote auf die privaten Haushalte und den Staat zurückführen lässt (Tabelle 18). Bei diesen Sektoren ist zum einen die unmittelbar nach der Vereinigung sehr hohe Bautätigkeit zu berücksichtigen, zum anderen dürfte sich die ungünstige Einkommensentwicklung der Arbeitnehmer im letzten Jahrzehnt auch nachteilig auf die Mieten und damit auf den Erwerb von Immobilien ausgewirkt haben. Sieht man einmal von den Vorratsinvestitionen ab, erklärt die rückläufige **Investitionsbereitschaft des Unternehmenssektors** nur knapp ein Drittel der Investitionsschwäche. Aber auch hier dürfte die vergleichsweise schwache gesamtwirtschaftliche Dynamik des letzten Jahrzehnts eine Rolle gespielt haben. So zeigen empirische Studien zum Investitionsverhalten der Unternehmen in der Regel einen positiven Zusammenhang der Investitionen mit der Umsatzentwicklung (JG 2004 Kasten 10).

Tabelle 18

Nettoinvestitionen¹⁾ in Deutschland in den Zeiträumen 1991 bis 2000 und 2001 bis 2009

Durchschnittliche jährliche Relation (vH)

	1991 bis 2000	2001 bis 2009
Private Haushalte ²⁾	4,6	1,9
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	3,5	1,7
Davon:		
Anlagen	3,5	2,2
Vorräte	0,1	- 0,5
Finanzielle Kapitalgesellschaften	0,3	- 0,1
Staat	0,5	- 0,1
Summe	8,9	3,4

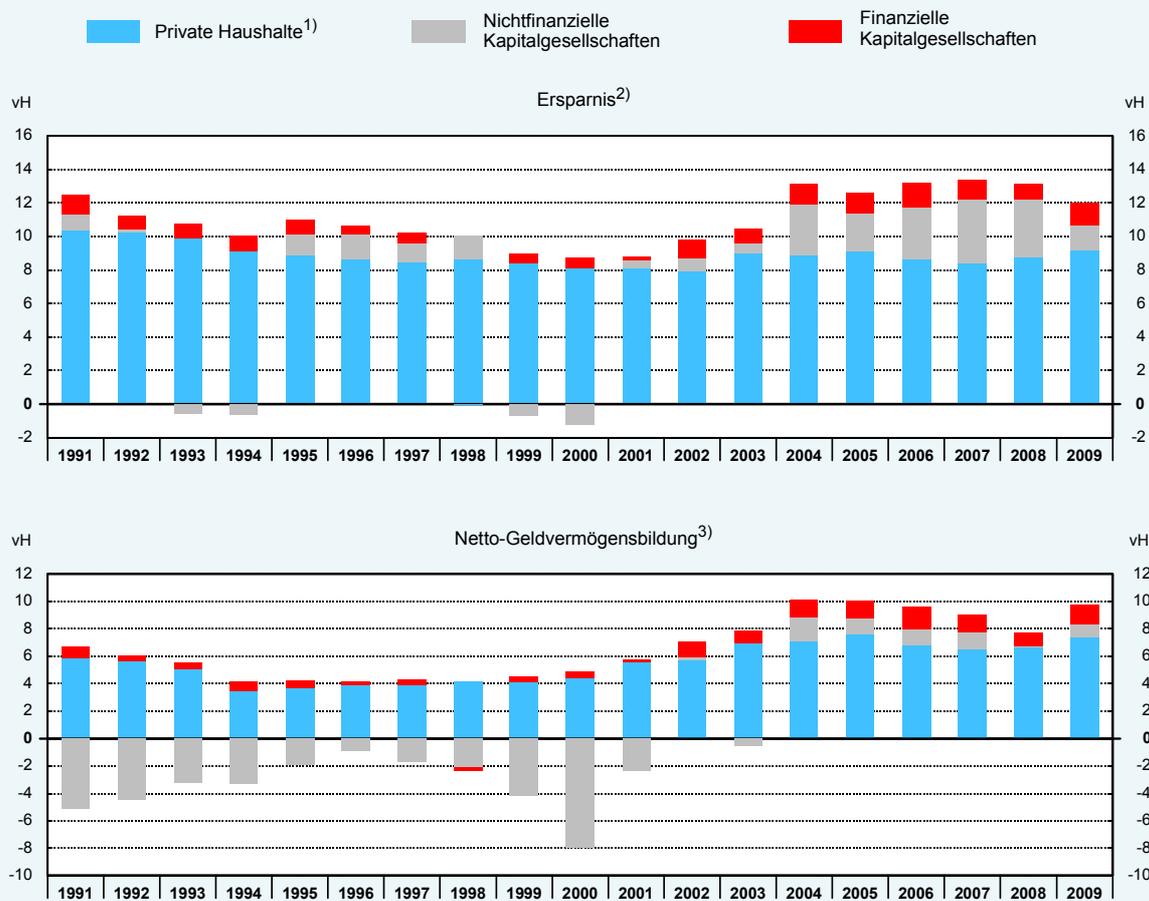
1) In Relation zum verfügbaren Einkommen der Volkswirtschaft.– 2) Einschließlich der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck.

Quelle für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank

227. Die gravierende Investitionsschwäche sollte vor allem jene Ökonomen nachdenklich stimmen, die sich von einer Politik der Lohnzurückhaltung verbunden mit Steuersenkungen und Strukturreformen eine größere Investitionsbereitschaft der Unternehmen versprochen hatten. Betrachtet man die gesamtwirtschaftliche Vermögensentwicklung, ist gut zu erkennen, dass diese Strategie – selbst im Krisenjahr 2009 – zu sehr hohen Gewinnen und damit ungewöhnlich starken Vermögenszuwächsen bei Unternehmen und Banken geführt hat (Schaubild 34). Es kam somit zu einer „**Flut von Ersparnissen**“ („savings glut“), die jedoch nicht auf höhere Ersparnisse von privaten Haushalten aufgrund der Demografie zurückzuführen ist; in der Phase von 1991 bis 2000 war die Sparquote der privaten Haushalte mit durchschnittlich 11,0 vH höher als mit 10,6 vH in den Jahren 2001 bis 2009.

Schaubild 34

Ersparnis und Netto-Geldvermögensbildung des privaten Sektors



1) Einschließlich private Organisationen ohne Erwerbszweck.– 2) In Relation zum verfügbaren Einkommen der Volkswirtschaft.– 3) Finanzierungssaldo in Relation zum verfügbaren Einkommen der Volkswirtschaft.

Quelle für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank

© Sachverständigenrat

Im Gegensatz zu der Vorstellung, dass Reformen zu mehr Investitionsbereitschaft führen, ist der größte Teil der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis jedoch in der Form von Netto-Geldvermögen gehalten worden. Zusammen mit einer abnehmenden Investitionsbereitschaft der privaten Haushalte erklärt dies den großen Überschuss in der deutschen Leistungsbilanz. Da die hohen Gewinne zu einem erheblichen Teil im Bankensystem investiert wurden, verfügten die **Banken** bis zum Ausbruch der Krise über so **hohe Mittelzuflüsse**, dass sie sich sehr großzügig bei der Kreditvergabe im Ausland verhielten. Die Auslandsforderungen der deutschen Banken gegenüber den Mitgliedsländern der Währungsunion haben sich von 326 Mrd Euro im Januar 1999 in der Spitze auf bis 1 201 Mrd Euro (November 2008) erhöht. Auf diese Weise hat die deutsche Lohnmoderation ebenfalls zur Instabilität in der Währungsunion mit beigetragen.

In Anbetracht der Tatsache, dass Deutschland nach Japan und China in den Jahren 2000 bis 2007 das Land mit dem höchsten Leistungsbilanzüberschuss in der Welt war und dass deutsche Banken der größte Kreditgeber der vier Problemländer (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien) sind (Tabelle 13, Seite 84), erscheint es fraglich, wenn von der Mehrheit be-

hauptet wird, dass man für die kontrafaktische Situation einer ausgeglichenen deutschen Leistungsbilanz trotzdem davon ausgehen könnte, dass anstelle der deutschen Kapitalexporte Mittel verstärkt aus Ländern außerhalb des Euro-Raums gekommen wären (Ziffer 189).

Lösungsansätze

228. Der einzige Vorschlag der Mehrheit, der zum Abbau des Überschusses der Leistungsbilanzgleichgewichts beiträgt, ist ein Ausbau der wachstumswirksamen **öffentlichen Infrastruktur** durch Investitionen in Bildung und Forschung sowie Verkehrsinfrastruktur. Würden solche Maßnahmen über einen längeren Zeitraum durch eine zusätzliche staatliche Kreditaufnahme finanziert, könnte der Staat einen wichtigen Beitrag zur Verminderung der Investitionsschwäche leisten. Er würde damit zugleich dafür sorgen, dass die Geldersparnisse, die zur Sicherung des Lebensstandards der älteren Bevölkerung in den nächsten Jahrzehnten gebildet werden, rentierlicher investiert werden, als dies im letzten Jahrzehnt geschehen ist. Leider lässt es die Mehrheit völlig offen, wie diese zusätzlichen Investitionen finanziert werden sollen, da sie keinen Grund sieht, Abstriche bei der „maßvollen Konsolidierung in Deutschland“ zu machen.

229. Im Einklang mit vielen ausländischen Institutionen und Ökonomen hält es die Mehrheit für zielführend, die Binnennachfrage über weitere „**Strukturreformen**“ in Deutschland zu beleben. Dieser Therapievorschlag erscheint wenig überzeugend, da Deutschland im letzten Jahrzehnt eine Vielzahl solcher Maßnahmen umgesetzt hat und es dadurch – wie erwähnt – bei einer bis zuletzt undynamischen Binnennachfrage zu immer größeren Finanzierungsüberschüssen des privaten Sektors gekommen ist. Es ist deshalb nur schwer nachzuvollziehen, wieso von den jetzt noch ausstehenden und von der Mehrheit nicht näher spezifizierten Reformen so starke Effekte ausgehen, dass sie eine jährliche Netto-Geldvermögensbildung des privaten Sektors von 200 Mrd Euro (im Krisenjahr 2009) nennenswert reduzieren könnten. In Anbetracht der Dimension des Problems ist es erstaunlich, wenn ein international renommierter Ökonom wie Raghuram G. Rajan ernsthaft eine Reform der im Jahr 2004 bereits grundlegend modernisierten Handwerksordnung als Beitrag zum Abbau des deutschen Leistungsbilanzüberschusses vorschlägt (Der Spiegel, 2010).

230. Für die Mehrheit stellt eine „**expansive Lohnpolitik**“ keinen geeigneten Beitrag zur Stimulierung der Binnennachfrage und damit zum Abbau der Ungleichgewichte dar. Dabei muss jedoch klar definiert werden, was man unter einer expansiven Lohnpolitik versteht. Zur Stärkung der Binnennachfrage in Deutschland ist es erforderlich, dass es nach einem Jahrzehnt der Lohnmoderation wieder zu Lohnsteigerungen kommt, bei denen die Reallöhne im Gleichschritt mit der Produktivitätsentwicklung angehoben werden. Eine in diesem Sinne verstandene expansive Lohnpolitik liegt derzeit allen Prognosen für das Jahr 2011 zugrunde, die deshalb durchweg für das Jahr 2011 die stärkste Zuwachsrates für die Privaten Konsumausgaben seit dem Jahr 2001 prognostizieren; nur im Jahr 2006 wurde eine ähnliche Rate wie die für das Jahr 2011 prognostizierte erzielt, dieser Wert war jedoch durch Vorzieheffekte wegen der Umsatzsteuererhöhung des Jahres 2007 verzerrt.

In der Modellsimulation in den Ziffern 203 ff. wird demgegenüber als expansive Lohnpolitik eine Anhebung der Nominallöhne für die Dauer von fünf Jahren einmalig um 1 vH **gegenüber einem Basisszenario** analysiert. Das Basisszenario geht davon aus, dass die Lohnentwicklung in Deutschland ab sofort von der Summe aus Inflationsrate und Produktivitätsanstieg bestimmt wird. Konkret würden sich beim Basisszenario in den nächsten Jahren jährliche Lohnerhöhungen von etwas mehr als 3 vH ergeben.

In der Simulation wird somit eine Lohnentwicklung analysiert, die **über** die Lohnerhöhungen hinausgeht, die für eine Abkehr von der Strategie der Lohnmoderation und eine Belebung der Binnennachfrage erforderlich sind. Die Ergebnisse der Simulation können somit **nicht als Argument gegen einen Regimewechsel** angeführt werden, bei dem es nach Jahren der Lohnmoderation wieder zu Lohnerhöhungen kommt, die dafür sorgen, dass die Reallöhne der Arbeitnehmer wieder im Gleichklang mit dem Produktivitätsfortschritt zunehmen.

231. Ein relativ einfacher Beitrag zur Förderung der Investitionsneigung deutscher Unternehmen könnte schließlich darin bestehen, die **Abgeltungsteuer auf Zinseinnahmen** ersatzlos zu streichen und stattdessen auf eine Versteuerung mit dem persönlichen Steuersatz überzugehen. Im Fünften Kapitel wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Begünstigung der Fremdfinanzierung gegenüber der Eigenfinanzierung kritisch zu sehen sei. Zu den Lehren aus der Finanz- und Wirtschaftskrise gehöre, Anreize zu einer übermäßigen Fremdfinanzierung zu vermeiden und die Eigenkapitalbasis von Banken und Unternehmen zu stärken. Das deutsche Steuerrecht bewirke das Gegenteil.

Asymmetrische Anpassung gefährdet Stabilität des Euro-Raums

232. Der Euro-Raum steht in den nächsten Jahren vor sehr schwierigen Herausforderungen. Die Problemländer an der Peripherie müssen nicht nur enorm ambitionierte Konsolidierungsprogramme umsetzen, sie müssen zugleich ihre Wettbewerbsfähigkeit verbessern, ohne dabei auf das Instrument einer nominalen Abwertung setzen zu können. Aber auch Mitgliedsländer wie Frankreich, das im Jahr 2010 bei seinem Staatshaushalt eine Defizitquote von 8 vH verzeichnet, und die Niederlande mit einer Defizitquote von 6 vH stehen vor gewaltigen Anpassungsaufgaben.

Für den Euro-Raum besteht die größte Gefahr darin, dass in allen Mitgliedsländern gleichzeitig eine Politik der Haushaltskonsolidierung und der Lohnmoderation betrieben wird. Dies könnte in eine deflationäre Entwicklung münden, wie sie in Japan seit Mitte der 1990er-Jahre zu beobachten ist, und damit die Stabilität des Systems insgesamt gefährden.

233. Als größtes Mitgliedsland, das zugleich aufgrund seiner Exportorientierung ein besonderes Interesse am Fortbestand der Währungsunion haben sollte, muss sich **Deutschland** fragen, auf welche Weise es dazu beitragen kann, diese schwierige Phase für den Euro-Raum zu bewältigen.

Bei den hier vorgeschlagenen Maßnahmen handelt es sich durchweg um „win-win“ **Situationen**. Alle Prognosen für das Jahr 2011 zeigen, dass es mit einer Abkehr von der Politik der

Lohnmoderation erstmals zu einer echten Belebung des privaten Verbrauchs kommen wird, die eine wesentliche Stütze für das Wachstum in Deutschland darstellen wird. Mit zusätzlichen staatlichen Investitionen würde die Zukunftsfähigkeit der deutschen Wirtschaft verbessert und es gingen davon spürbare Nachfrageimpulse auf Deutschland und die anderen Mitgliedsländer aus; in NiGEM fallen diese weitaus geringer aus als in anderen gängigen Modellen (Tabelle 22, Seite 186). Bei den historisch niedrigen Zinsen für deutsche Staatsanleihen dürfte es nicht schwer sein, rentierliche öffentliche Investitionsprojekte zu identifizieren. Mit der Abschaffung der Abgeltungsteuer auf Zinseinnahmen und der Rückkehr zu einer regulären Besteuerung dieser Einkünfte würde der Staat nicht nur die Investitionstätigkeit im Vergleich zur Geldersparnis fördern, er könnte auf diese Weise auch noch zusätzliche Steuereinnahmen erzielen.

Soweit die Meinung dieses Ratsmitglieds.

Literatur

- Barrell, R., K. Dury und D. Holland (2001) *Macro-Models and the Medium Term - The NIESR Experience with NiGEM*, National Institute of Economic & Social Research NIESR
- Beetsma, R. und M. Giuliadori (2010) *The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and Other Monetary Unions: An Overview of Recent Research*, Journal of Economic Literature 48 (3), 603 - 641.
- Bini Smaghi, L. (2010) *ECON Committee Hearing on "Improving the economic governance and stability framework of the Union, in particular in the euro area"*, 15.09.2010.
- Blanchard, O. und F. Giavazzi (2002) *Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle?*, Brookings Papers on Economic Activity, 33 (2002-2), 147 - 210.
- Blanchard, O., F. Giavazzi und F. Sa (2005) *International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar*, Brookings Papers on Economic Activity, 36 (2005-1), 1 - 66.
- Blinder, A. S. (2010) *Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies*, Center for Economic Policy Studies, CEPS Working Paper, 204.
- Bofinger, P. und S. Ried (2010) *A New Framework for Fiscal Policy Consolidation in Europe*, Intereconomics, 45 (4), 203 - 211.
- Caballero, R. J., E. Farhi und P. Gourinchas (2008) *An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates*, American Economic Review, 98 (1), 358 - 93.
- Carroll, C. D. und O. Jeanne (2009) *A Tractable Model of Precautionary Reserves, Net Foreign Assets, or Sovereign Wealth Funds*, NBER Working Paper Series, 15228.
- Chinn, M. D. und E. S. Prasad (2003) *Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration*, Journal of International Economics, 59 (1), 47 - 76.
- Cooper, R. N. (2008) *Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability*, Journal of Economic Perspectives, 22 (3), 93 - 112.
- De Grauwe, P. und W. Moesen (2009) *Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond*, Intereconomics, 44 (3), 132 - 135.
- Deutsche Bundesbank (2010), *Monatsbericht Juli 2010*.

- Goldstein, M. und M. S. Khan (1985) *Chapter 20 Income and Price Effects in Foreign Trade*, in: Jones, Ronald W. und Peter B. Kenen (Hrsg.): *Handbook of International Economics*, Bd. 2, Elsevier, 1041 - 1105.
- Gros, D. und T. Mayer (2010) *How to deal with sovereign default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund*, CEPS Policy Brief, 202.
- Mann, C. L. (2002) *Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability*, *Journal of Economic Perspectives*, 16 (3), 131 - 152.
- Mendoza, E. G., V. Quadrini und J. Ríos-Rull (2009) *Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances*, *Journal of Political Economy*, 117 (3), 371 - 416.
- Monopolkommission (2009) *Sondergutachten 54: Strom und Gas 2009: Energiemärkte im Spannungsfeld von Politik und Wettbewerb: Sondergutachten der Monopolkommission gemäß § 62 Abs. 1 EnWG*, Nomos.
- Obstfeld, M. und K. Rogoff (1996) *Foundations of International Macroeconomics*, The MIT Press.
- Oda, N. und K. Ueda (2007) *The Effects of the Bank of Japan's Zero Interest Rate Commitment and Quantitative Monetary Easing on the Yield Curve: A Macro-Finance Approach*, *Japanese Economic Review*, 58 (3), 303 - 328.
- Olley, G. S. und A. Pakes (1996) *The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry*, *Econometrica*, 64 (6), 1263 - 1297.
- Shirakawa, M. (2002) *One Year Under 'Quantitative Easing'*, IMES Discussion Paper Series, 2002-E-30.
- Der Spiegel (2010) *“Die Sache könnte eskalieren”*, 41/2010, 86 - 90
- Spiegel, M. M. (2006) *Did quantitative easing by the Bank of Japan "Work"?*, FRBSF Economic Letter, 2006-28.
- Ugai, H. (2006) *Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses*, Bank of Japan Working Paper Series, 06.
- Weizsäcker, J. V. und J. Delpla (2010) *The Blue Bond Proposal*, Bruegel Policy Brief, 2010/03.