

## Auf einen Blick

Die Krise im Euroraum ist noch nicht bewältigt. Die wirtschaftliche Entwicklung in den Krisenländern ist als Folge der Austeritätspolitik desaströs und belastet zunehmend den gesamten Währungsraum. Die wesentliche Ursache der Krise, die dauerhafte und immer gleichgerichtete Verletzung des Inflationsziels auf der Ebene der Nationalstaaten, wird vielfach nicht erkannt, und die Maßnahmen werden stattdessen einseitig auf die Überwindung der Staatsverschuldung verengt. Fortschritte gibt es zwar bei der Überwindung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte, aber nicht auf der Basis von Wachstum.

Daher ist eine grundlegende Kurskorrektur in der Wirtschaftspolitik erforderlich:

- Sofortige zeitliche Streckung des Austeritätskurses
- Rasche Einrichtung eines Schuldentilgungsfonds
- Abschluss eines reformierten Fiskalpakts, der auf die Vermeidung von außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten gerichtet ist
- Auf längere Sicht sollte ein Europäischer Währungsfonds eingerichtet werden, der die Entwicklung der Leistungsbilanzen überwacht.

## Quo vadis Krise?

Zwischenbilanz und Konzept für einen stabilen Euroraum

Gustav Horn, Fabian Lindner, Silke Tober und Andrew Watt

### Inhaltsverzeichnis

1. Die Euroraumkrise richtig verstehen .....	1
2. Austerität belastet Wachstum.....	7
3. Wirtschaftspolitische Herausforderungen für die kurze Frist - eine systemische Antwort.....	17
4. Eckpfeiler einer stabilen Währungsunion souveräner Staaten.....	21
5. Den Währungsraum neu gestalten.....	25

### 1. Die Euroraumkrise richtig verstehen

Nach der wohl geläufigsten Interpretation liegt die Ursache der Krise im Euroraum in einer mangelnden Haushaltsdisziplin der Mitgliedstaaten. Verschwenderrisches Ausgabengebaren und steigende Haushaltsdefizite seien die Ursachen der jüngsten dramatischen Verwerfungen. Denn die immer höhere Schuldenlast der Krisenstaaten habe dazu geführt, dass die Finanzmärkte das Vertrauen in ihre Solvenz verloren hätten, mit den bekannten Konsequenzen. Besonders lax sei das Haushaltsgebaren in den von der Krise vorrangig tangierten Ländern gewesen, aber auch Deutschland und Frankreich trügen eine schwere Schuld. Als sie 2003 mit Defiziten über der Maastricht-Grenze von 3 % des BIP konfrontiert waren, hätten sie den Stabilitäts- und Wachstumspakt aufgeweicht. Dieser Sündenfall habe dann die notwendige disziplinarische Wirkung des Pakts entscheidend geschwächt.

Diese Sicht ist weitverbreitet. Sie spielte nicht zuletzt beim ersten Jahreswachstumsbericht der Europäischen Kommission im Jahre 2011, der die Wirt-

## Beiträge der Bankenrettungen zum Anstieg der Staatsschulden

in % des BIP

	Irland		Griechenland		Spanien		Portugal	
	Gesamt- erhöhung der Schulden	davon nicht defizit- wirksam	Gesamt- erhöhung der Schulden	davon nicht defizit- wirksam	Gesamt- erhöhung der Schulden	davon nicht defizit- wirksam	Gesamt- erhöhung der Schulden	davon nicht defizit- wirksam
2008	0,1	0,1	0,0	0,0	0,9	0,9	0,2	0,2
2009	3,8	1,4	1,6	1,8	1,0	1,0	0,6	0,6
2010	20,5	0,3	0,0	0,4	0,6	0,7	2,7	1,5
2011	5,5	2,3	0,3	0,6	-0,2	-0,1	0,6	0,1

Quelle: Eurostat; Berechnungen des IMK.



schaftspolitik der Mitgliedsländer koordinieren und ein Gesamtkonzept der EU zur Krisenbewältigung darstellen sollte, eine zentrale Rolle<sup>1</sup>. Sie ist aber falsch, weil nicht mit den Fakten in Übereinstimmung zu bringen. Nur für ein einziges Land des Euroraums – Griechenland – kann sie eine gewisse Plausibilität beanspruchen. Die Haushaltsfehlbeträge und der rapide Anstieg der Schuldenstandsquoten sind im Allgemeinen eindeutig Folge und nicht Ursache der Krise.

Im Jahr 2007 waren die staatlichen Defizite im Euroraum niedrig (-0,7 %) und in den Krisenländern außer Griechenland unterdurchschnittlich verglichen mit dem übrigen Euroraum. Spanien (seit 2005) und Irland (ununterbrochen seit 2003) erzielten sogar Überschüsse. Die Finanzmarktkrise trieb die öffentlichen Haushalte aufgrund der Wirkung der automatischen Stabilisatoren, der konjunkturpolitischen Maßnahmen und nicht zuletzt der Stabilisierung des Finanzsektors 2009 tief in die roten Zahlen (Tabelle 1). Die Staatsschuldenquoten aller Länder und des Euroraums als Ganzes erhöhten sich stufenförmig im Laufe der Krise (siehe in Abschnitt 2 die Abbildungen 3 und 7). Auffallend ist, dass Spanien und Irland, zwei der Krisenländer, im Jahr 2007 noch sehr geringe Staatsschuldenquoten (36 % bzw. 25 % des BIP gegenüber einem Euroraumdurchschnitt von 66 %) aufwiesen. Trotzdem erfasste die Krise im Euroraum dann auch diese Länder. Ausschlaggebend war aber die sehr hohe Verschuldung des privaten Sektors. Von einer ge-

<sup>1</sup> „Die dringendste Aufgabe der EU ist die Wiederherstellung des Vertrauens, um den Teufelskreis aus nicht mehr tragbarer Schuldenbelastung, Turbulenzen auf den Finanzmärkten und geringem Wachstum zu durchbrechen. Die öffentlichen Ausgaben müssen als Voraussetzung für künftiges Wachstum auf den Pfad der Nachhaltigkeit zurückgeführt werden“ (EU-Kommission 2011).

nerellen Staatsschuldenkrise als Ursache der Krise des Euroraums zu sprechen, ist daher verfehlt.

Der verengte Blick auf die Staatsverschuldung führt somit in die Irre, wenn man die Krise im Euroraum erklären will. Deren tatsächliche Ursachen liegen tiefer und sind andere. Viele Autoren betonen die Rolle von Kapitalströmen innerhalb der Währungsunion (INET 2012, Sinn 2010). Daran ist vieles richtig. Vor der Währungsunion hatten die heutigen Krisenländer im Vergleich zu den Ländern des damaligen D-Mark-Blocks hohe Inflationsraten, abwertungsverdächtige Währungen und hohe Nominal- wie auch Realzinsen (letztere wegen der Risikoprämien). Mit dem Eintritt in die Währungsunion und damit einer für alle Mitgliedsstaaten einheitlichen Geldpolitik fiel die tatsächliche wie auch die erwartete Inflation. Ohne Abwertungsrisiko verschwanden auch die Risikoaufschläge auf die Zinsen. Im Ergebnis sanken sowohl Nominal- als auch Realzinsen deutlich, was die Wirtschaftsdynamik anregte. Dies führte zu höheren Gewinnerwartungen vor allem im Immobilien- und im Finanzsektor, die den Zustrom an Kapital spekulativ verstärkten, zumal in den Ausgangsländern durch eine schwache wirtschaftliche Entwicklung und niedrige Inflationsraten eine solche Dynamik erst gar nicht entstehen konnte. Im Ergebnis bildeten sich hier zunehmend spekulative Blasen.

An dieser Stelle begehen viele Autoren allerdings einen logischen Kurzschluss. Sie halten diese Tendenzen schon für eine Krise. Das ist voreilig. Der Euroraum wird in diesem Ansatz zwar richtig als Gesamtsystem mit symmetrischen sich gegenseitig verstärkenden Entwicklungen in den Kapital exportierenden und in den Kapital importierenden Ländern begriffen. Eine Zunahme von Kapitalimporten und -exporten ist aber in einem sich integrierenden Wirtschaftsraum mit gemeinsamer

Währung zu erwarten und führt nicht zwangsläufig in eine Krise. Nach der Standardlehre dienen sie vielmehr der realen Konvergenz. Ein anderes dynamisches Gleichgewicht stellt sich ein, mit höheren Investitions- und Produktivitätsraten sowohl in aufholenden als auch in schon entwickelten Ländern. Ein Teil dieses zusätzlichen Produktionspotenzials wird dann in Form von Zinsen, Dividenden usw. in die Kapital exportierenden Länder transferiert. Wer also die Kapitalflüsse schon als Krise interpretiert, muss erklären, warum sich die eigentlich zu erwartende Konvergenz nicht einstellte. Das aber fehlt bei diesen Autoren.

Es gibt aber sogar noch grundsätzlichere Probleme mit dem Capital-Flows-Ansatz, zumal in der Version, die von Autoren wie Hans-Werner Sinn vertreten wird (Sinn 2010). Nach dieser Sichtweise wird aus der definitorischen Gleichung, wonach ein Leistungsbilanzüberschuss etwa Deutschlands gleich dessen Defizit in der Kapitalbilanz sein muss – und ebenso das Leistungsbilanzdefizit etwa Spaniens gleich dessen Überschuss in der Kapitalbilanz – irrtümlicherweise eine kausale Beziehung: Die Kapitalbilanz dominiert die Leistungsbilanz. Die Kapitalflüsse werden damit als ursächlich für Leistungsbilanzungleichgewichte angesehen. Zweitens wird ein Defizit in der Kapitalbilanz als Flucht von Kapital aus Ländern, die einen Leistungsbilanzüberschuss ausweisen, interpretiert, das heißt aus Ländern, die (leicht vereinfachend) mehr exportieren als sie importieren. Und drittens – und dies ist ein entscheidender gedanklicher Fehler – wird von einem ex-ante begrenzten Spar- und Investitionsvolumen im Euroraum ausgegangen, das vom Sparwillen der Gesamtbevölkerung determiniert wird und dann quasi auf die einzelnen Mitgliedsländer „aufgeteilt“ wird. In dieser Welt geht dann ein „Kapitalexport“ aus Deutschland eben zu Lasten der heimischen Investitionen: deutsches Sparkapital fließt ab und finanziert Investitionen und Beschäftigungszuwächse in Defizitländern, oder wie Sinn es formuliert: „Weil das Sparkapital aus Deutschland abfloss, erschlaffte das Land.“ (Sinn 2010: 7).

Diese Aussagen sind aus mehreren Gründen problematisch. In der Analyse von Hans-Werner Sinn schwächen die Kapitalflüsse genau das Land, das Leistungsbilanzüberschüsse aufweist und gestärkt aus der Krise hervorgegangen ist, während die heutigen Krisenländer jahrelang Profiteure einer Art Bluttransfusion gewesen sein sollen. Hier wird auf eine systematische Kritik verzichtet (siehe u.a. Horn/Lindner 2011, Flassbeck/Spiecker 2012). Dieser Sichtweise liegt eine falsche Vorstellung

von Ersparnis zugrunde. Sie ist anders als von diesen Autoren unterstellt nicht a priori vorgegeben, sondern entsteht als Ergebnis der wirtschaftlichen Dynamik. Vereinfacht könnte man sagen, Ersparnis ist kein abgeschlossenes Gefäß mit Wasser, sondern ein See mit vielen Zu- und Abflüssen, die den Wasserstand bestimmen. In einem solchen Gedankengebäude führt ein Abfluss von Kapital nicht zwangsläufig zu einem sinkenden Wasserstand, wenn sich aufgrund einer dadurch beschleunigten wirtschaftlichen Dynamik, die z.B. durch die Erschließung neuer Exportmärkte entsteht, auch der Zufluss durch eine höhere gesamtwirtschaftliche Nachfrage verstärkt. Dann erschlafft das Land auch nicht, sondern es blüht auf.

### 1.1 Das vernachlässigte Inflationsziel

Vermeidet man den logischen Kurzschluss, so führen die Kapitalströme dennoch auf eine richtige Fährte, die die wahre Ursache der Krise offenlegt. Sie liegt nicht bei den Kapitalströmen selbst, sondern in der Reaktion auf die durch sie mitbedingte wirtschaftliche Dynamik in den jetzigen Krisenländern. Gemeint sind die Reaktionen von Preisen und Löhnen. In der Euphorie der wirtschaftlichen Dynamik hatten die Unternehmen einen größeren Spielraum Preiserhöhungen durchsetzen. Als Folge, insbesondere dort, wo wie in Spanien auch entsprechende Indexierungsmechanismen in Kraft waren, und, wo die Beschäftigungsdynamik hoch war, stiegen die Nominallöhne gleichfalls stark an. Im Ergebnis stellte sich in diesen Ländern ein Inflationsprozess – eine Lohn-Preis-Spirale – ein, der mit dem Preisstabilitätsziel der EZB nicht mehr vereinbar war. Eine symmetrische Reaktion war zugleich in den Ländern mit schwächerem Wachstum zu beobachten. Hier wurde das Inflationsziel unterschritten. Da sich beide Tendenzen im Durchschnitt des Euroraums in etwa ausglich, schien aus aggregierter geldpolitischer Sicht kein Problem zu bestehen.

Doch dem war nicht so. Denn für eine spannungsfreie Entwicklung in einer Währungsunion ist eine ungefähr parallele Entwicklung der nationalen Inflationsraten erforderlich. Kurzfristige Schwankungen um den Durchschnitt sind harmlos, aber wenn Jahr um Jahr bedeutende und immer wieder gleichgerichtete Inflationsabweichungen vom Euroraumdurchschnitt nach unten und nach oben kumulieren, führt dies letztlich zum Bruch einer solchen Währungsunion. Denn ohne Wechselkursanpassung, die für einzelne Länder innerhalb einer Währungsunion nicht mehr möglich ist, und ohne

ausgleichende Transfers, entstehen erhebliche Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz. Jene Länder mit zu hohen Inflationsraten verlieren mehr und mehr an Wettbewerbsfähigkeit. Ihre Außenhandelsbilanz wird defizitär, und sie verschulden sich im Ausland. Länder mit niedrigeren Inflationsraten gewinnen mehr und mehr an Wettbewerbsfähigkeit, ihre Außenhandelsbilanz wird immer positiver; sie akkumulieren Auslandsvermögen. Im Ergebnis entwickelt sich parallel eine hohe Verschuldungs- und Vermögensposition zwischen diesen Ländern. Die Überschussländer werden zunehmend zu Gläubigern der Defizitländer. Genau dies ist im Euroraum passiert.

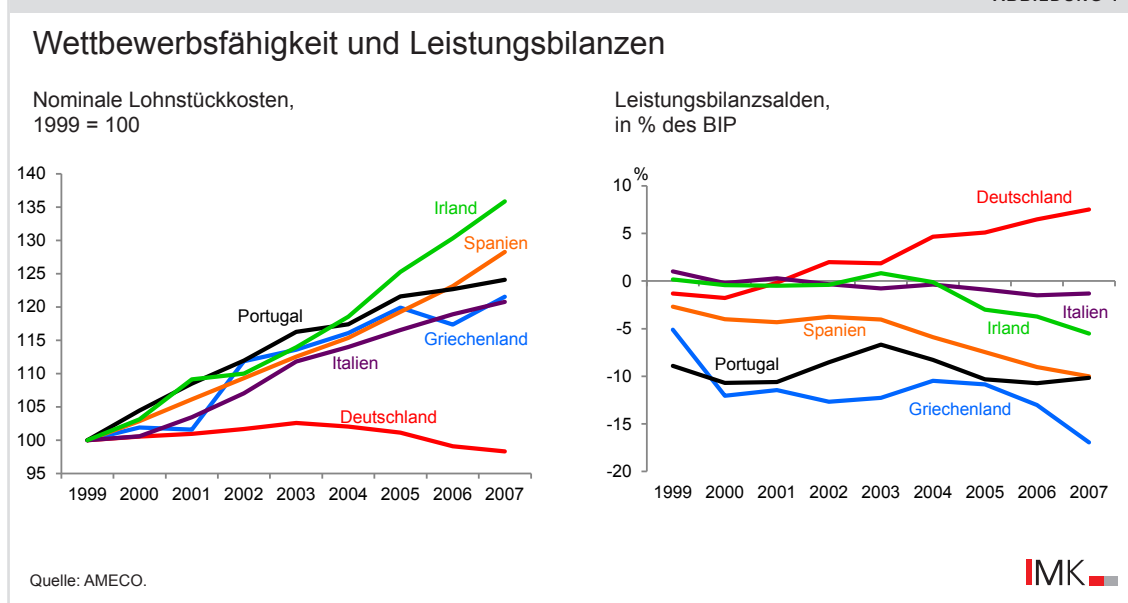
Abbildung 1 zeigt die enge Korrelation der Entwicklung der Lohnstückkosten und der Leistungsbilanzsalden der Krisenländer und Deutschland. Diese Korrelation darf nicht einfach kausal von der Lohnpolitik zu den Leistungsbilanzsalden gelesen werden. Die Interaktion ist komplexer (Watt 2012). Die unterschiedlichen Nachfrage- und Wachstumsdynamiken trieben sowohl die Lohnstückkosten als auch die Leistungsbilanzsalden. Das änderte nichts an der krisenhaften Zuspitzung, die sich ereignete, als sich diese Ungleichgewichte als nicht nachhaltig erwiesen, die internen und externen Finanzierungsquellen versiegt und sich die defizitären Länder einem „sudden stop“ gegenübersehen.

Im Grunde handelt es sich also bei der Eurokrise um eine Krise der Leistungsbilanzungleichgewichte und der relativen Wettbewerbsfähigkeit. Dies ist deutlich zu unterscheiden von einer Krise der Leistungsbilanzdefizite und der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit der Krisenstaaten (oder gar des Euroraums als Ganzes). Diese Ungleichgewichte und Verwerfungen der Wettbewerbsfähigkeit sind

letztlich Ausdruck der mangelhaften Architektur der Währungsunion. Es fehlte die effektive und symmetrische fiskal- und lohnpolitische Koordination, die nötig gewesen wäre, die starken positiven und negativen Rückkoppelungsmechanismen, die von den unterschiedlichen Realzinsen in den Mitgliedsstaaten der Währungsunion ausgingen zu konterkarieren. Wie auch von Befürwortern des Capital-Flows-Ansatzes betont, wirkte der einheitliche Nominalzinssatz der EZB bei unterschiedlichen Inflationsraten verstärkend auf die schon stark wachsenden Volkswirtschaften mit höherer Preis- und Lohndynamik, aber dämpfend auf Länder mit ohnehin niedrigem Wachstum und geringer Inflation (Allsopp/Watt 2003). Sowohl die unterschiedliche Nachfragedynamik als auch die damit einhergehende, sich verstärkende Auseinanderentwicklung des nominalen Lohn- und Preisauftriebs waren ursächlich für die Leistungsbilanzungleichgewichte.

Diese Entwicklung hätte nur gestoppt werden können, wenn die Fiskalpolitik der Mitgliedsstaaten stark antizyklisch sowohl in den Überschussländern als auch in den Defizitländern ausgerichtet gewesen wäre und die Nationalstaaten weit stärker und ebenfalls symmetrisch eine nominale Lohn- und Preisentwicklung durchgesetzt hätten, die mit dem Inflationsziel der EZB kompatibel gewesen wäre. Der Korrekturmechanismus über den internationalen Handel, auf den sich die Architekten des gemeinsamen Geldes verlassen hatten, wirkte erst viel zu schwach, um dann plötzlich in der Krise mit voller Wucht und einseitig auf die Defizitländer durchzuschlagen. Dieser Prozess konnte dank ungehindert induzierter Kapitalflüsse weitergehen.

ABBILDUNG 1



## 1.2 Löhne oder Produktivität: Wo liegt der Fehler?

Eine der wesentlichen Bestimmungsgrößen der Inflation, wenn auch bei weitem nicht die einzige sind die Lohnstückkosten, die das Verhältnis von Lohnentwicklung zur Produktivität widerspiegeln. Analysiert man die Bestimmungsgründe dieser Größe, lässt sich auch die Frage beantworten, ob die Inflationstendenzen das Ergebnis mangelnder Innovationskraft einer Volkswirtschaft sind oder eher auf unterschiedlichen Nominallohnentwicklungen beruhen. Zumeist wird ersteres den Krisenstaaten unterstellt (z.B. Hoekstra/Schuknecht/Zemanek 2012).

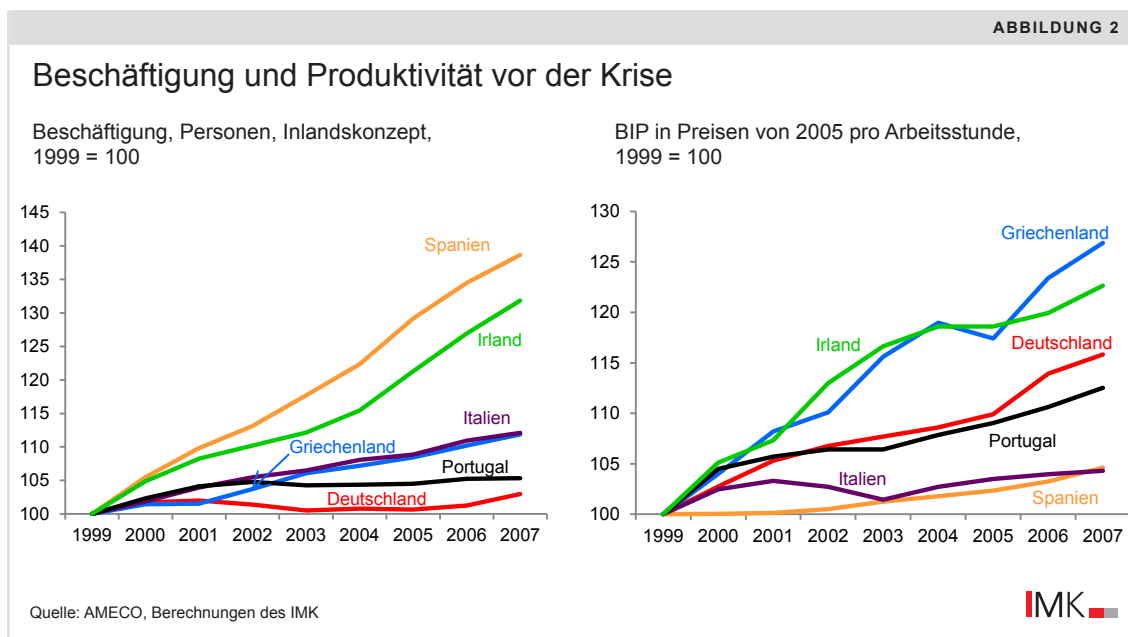
Zweifelsohne gibt es schwerwiegende strukturelle Mängel in der politischen Ökonomie der Krisenstaaten: die grobe Ineffizienz des griechischen Steuersystems etwa oder die starke Segmentierung der Arbeitsmärkte in Ländern wie Spanien und Italien. Trotzdem: als Krisenerklärung sind solche Argumente ungeeignet. Es sprechen ein wichtiger theoretischer Grund und die Empirie dagegen.

Theoretisch sind die Höhe und auch die Entwicklung der Produktivität für die Mitgliedschaft in einer Währungsunion unerheblich. Drücken die oben erwähnten strukturellen Schwächen der Krisenländer die Produktivität unter das deutsche Niveau bzw. behindern sie ein rasches Aufholen, dann hat dies Konsequenzen für den realen Lebensstandard in diesen Ländern relativ zu dem in Deutschland. Er ist dann eben niedriger oder steigt langsamer. Aber sie machen keinesfalls die gemeinsame Mitgliedschaft in einer Währungsunion von vorneherein unmöglich, noch verursachen sie eine Krise.

Abbildung 2 zeigt die Entwicklungen der Beschäftigung und Arbeitsproduktivität (pro Stunde) in den Krisenstaaten und Deutschland in den Jahren vor der Krise. Die Zahlen lassen sich schwer mit einer Krisenerklärung, die auf strukturelle „Rigiditäten“ in den späteren Krisenländern abstellt, in Einklang bringen. Spanien erlebte einen ausgesprochen starken Beschäftigungsboom – trotz der Arbeitsmarktsegmentierung. Auch Irland erhöhte seinen Beschäftigungsstand um rund ein Drittel in nur acht Jahren. In Italien und Griechenland nahm die Beschäftigung vom Anfang der Währungsunion bis zur Krise um etwa 12 % zu. Währenddessen stagnierte die Beschäftigung in Deutschland weitgehend. Auch die Entwicklung der Arbeitsproduktivität gibt in einem solchen Interpretationsrahmen Rätsel auf. Die Produktivitätszuwächse in Deutschland liegen im Mittelfeld des Euroraums, sie waren gut, aber nicht herausragend. Die viel gescholtene griechische Wirtschaft hat sie deutlich übertroffen (von einem viel niedrigeren Ausgangsniveau), ebenso Irland (von einem vergleichsweise hohen Ausgangsniveau). Während Portugal immerhin fast mit Deutschland Schritt halten konnte, war der Produktivitätstrend in Italien und Spanien tatsächlich sehr schwach.

Reale oder vermeintliche langfristige „strukturelle“ Schwächen der nationalen Volkswirtschaften lassen sich also schwerlich als überzeugende Erklärung für die meist rasche wirtschaftliche Aufholung und den darauffolgenden jähen Abstieg der jetzigen Krisenländer heranziehen.

Die unterschiedliche preisliche Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der Währungsunion war allerdings in der Tat ein wichtiger Krisenfaktor. Aber





eine einseitige Sicht auf die „Südländer“ ist verkürzt und irreführend. Wettbewerbsfähigkeit ist ein relatives Konzept. Ist in einer Währungsunion die Handelsbilanz insgesamt ausgeglichen – und empirisch trifft diese Annahme für den Euroraum in etwa zu – dann sind die Importüberschüsse der Länder mit „mangelnder Wettbewerbsfähigkeit“ genau das Spiegelbild der Exportüberschüsse der „wettbewerbsstarken“ Länder.

Die Wettbewerbspositionen, gemessen etwa an den Lohnstückkosten, haben sich im Laufe der 2000er auseinanderentwickelt (Abbildung 1). Aber die in Abbildung 2 abgebildeten Produktionszahlen zeigen, dass dies nur bedingt durch ein vermeintliches Unvermögen der jetzigen Krisenländer, ihre Produktivität im Schritt mit den anderen Euroländern und insbesondere Deutschland anzuheben, erklärt werden kann. Für die Auseinanderentwicklung der Lohnstückkosten war eher das unterschiedliche Wachstum der nominalen Bruttolöhne die treibende Kraft. Das ist aber ein wichtiger Unterschied. Ein Unternehmen, das Marktanteile gewinnt, weil es bessere Produkte herstellt oder effizientere Produktionsmethoden anwendet, stellt einen Nettogewinn für eine Volkswirtschaft dar, auch wenn dadurch weniger produktive Firmen unter Druck geraten. Die Gesamteinkommen und der Lebensstandard sind höher. Setzt aber ein Unternehmen die Konkurrenz nur dadurch unter Druck, dass es seine Arbeitnehmer schlechter entlohnt, so ist dies gesamtwirtschaftlich (bestenfalls) ein Nullsummenspiel. Das eine Unternehmen wächst auf Kosten der anderen. Die Einkommen bleiben (bestenfalls) gleich. Dieses Muster ist aber kennzeichnend für den Wettbewerb zwischen den Mitgliedsstaaten des Euroraums.

Die Feststellung ist richtig, dass – gegeben dem von dem jeweiligen nationalen Produktivitätstrend gesetzten Rahmen – die Nominallöhne und auch die Preise in den Defizitländern schneller gewachsen sind als im Durchschnitt des Euroraums. Ebenso muss aber festgestellt werden, dass sie in den Überschussländern eben deutlich langsamer als im Durchschnitt gestiegen sind. Die Fehler liegen vor allem im Bereich der Lohn- und Preisbildung.

### 1.3 Von Leistungsbilanzungleichgewichten zur Liquiditätskrise

Der Ausgangspunkt der sich vertiefenden Probleme des Euroraums war die internationale Finanzkrise im Zuge der Lehman Brothers Pleite vor nunmehr vier Jahren. Ende 2008 und 2009 führte die Finanzkrise zu einem unmittelbaren, deutlich negativen Schock für Produktion und Beschäftigung. Im

Frühjahr 2010 war die Währungsunion allerdings schon auf dem Weg der Erholung: Im ersten Halbjahr 2010 war das Wachstum im Euroraum insgesamt recht stark (0,5 % im ersten, 1 % im zweiten Quartal jeweils zum Vorquartal) und in nur einem Land (Griechenland) negativ.

Wichtig für die weitere Entwicklung waren die durch die Finanzkrise ausgelösten Schockwellen im Bankensektor, vor allem in Ländern wie Irland und Spanien, die in der Vorkrisenperiode einen ausgeprägten kreditfinanzierten Immobilienboom erlebten, was nach dem Platzen der Immobilienblase zu massiven Abschreibungen führte. Ohne einen gemeinsamen europäischen Bankenrettungsfonds standen die Staaten individuell in der Verantwortung, die Insolvenz ihres Bankensystems in Kauf zu nehmen oder sie staatlich zu rekapitalisieren – was dann wiederum die Solvenz der Staaten bedrohte. Wegen der Bilanzverluste schränkten die Banken die Kreditgewährung ein. Dies schnürte das Wachstum ab und belastete indirekt wiederum die Staatsfinanzen. Der Produktionsrückgang und die zunehmende Arbeitslosigkeit belasteten zudem die öffentlichen Finanzen, über die Wirkung der automatischen Stabilisatoren sowie wegen der Konjunkturprogramme; dazu kamen die direkten Hilfen für die nationalen Finanzsektoren. Banken halten besonders hohe Anteile der Staatsanleihen des Landes, in dem sie beheimatet sind. Der Preisverfall oder sogar der Ausfall staatlicher Anleihen trifft damit die Banken direkt und bedroht ihre Solvenz ebenso wie umgekehrt die drohende Insolvenz der Banken die Staaten gefährdet. Das Ineinandergreifen einer Krise der Realwirtschaft, der öffentlichen Finanzen und einer Bankenkrise, legten dann im weiteren Verlauf die tieferliegenden institutionellen Schwächen der Economic Governance des Euroraums als Ganzes und dessen Wachstumsmodells frei. Die Krise im Euroraum entstand also am Schnittpunkt zweier Krisen, der der Finanzmärkte und der der mangelhaften institutionellen Ausgestaltung des Euroraums.

Der wichtigste strukturelle Mangel der Währungsunion bestand darin, dass die einheitliche Geldpolitik nicht mit adäquaten wirtschaftspolitischen Instrumenten auf der nationalen Ebene zum Ausgleich der Divergenzen kombiniert wurde.

Eine bindende Politikkoordinierung gab es nur im Bereich der Haushaltspolitik mit Defizitvorgaben. Diese war allerdings nicht darauf ausgerichtet, ausgewogenes reales Wachstum im gesamten Währungsgebiet zu fördern, sondern willkürliche fiskalische Obergrenzen durchzusetzen, im Glauben, mangelnde Haushaltsdisziplin stelle das große Risiko für das Funktionieren einer Währungsuni-

on dar. Ziel der fiskalpolitischen Regeln war es vor allem, einen „Moral Hazard“ der Regierungen zu verhindern, sie also daran zu hindern, mit einer nicht nachhaltigen Entwicklung ihrer staatlichen Schulden andere Staaten in die Haftung zu zwingen. Dieser Begriff und die dahinter stehende Skepsis Staatshandeln gegenüber sollte dann bei den Versuchen, die Krise zu lösen – und eben deren Scheitern – eine zentrale Rolle spielen. Im Falle des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) hatten die (real aber vor allem auch nominal) stark wachsenden Länder bis zum Ausbruch der Krise aber eher geringe Schwierigkeiten, ihre Defizite unter der Maastrichter Obergrenze von 3 % zu halten oder zumindest ihre Schuldenstandsquoten zu stabilisieren. Letzteres gelang, wenn auch auf hohem Niveau, sogar Griechenland. Spanien und Irland erzielten vor der Krise über mehrere Jahre Haushaltsüberschüsse.

Rückblickend hätten diese Länder eine (noch) restriktivere Fiskalpolitik betreiben sollen, aber dies wurde von den europäischen Koordinierungsmechanismen nicht erzwungen. Im Gegenteil, ihre scheinbar soliden öffentlichen Finanzen wurden von den europäischen Institutionen vielfach gelobt, die auch im Lichte der Leistungsbilanzdefizite keinen Korrekturbedarf feststellten<sup>2</sup>. Gleichzeitig wurden (wiederum real und vor allem nominal) langsam wachsende Volkswirtschaften, wie Deutschland und Frankreich jahrelang von der einseitigen Ausrichtung des SWP daran gehindert, ihren Volkswirtschaften fiskalische Impulse zu geben. Insbesondere in Deutschland wurde entsprechend ein merkantilistischer Ansatz der Wirtschaftspolitik verfolgt: Die Lohn- und Preisentwicklung wurde gedrückt, um den realen Wechselkurs zu senken und über einen höheren Außenbeitrag Nachfrage und Beschäftigung zu stimulieren. In der instrumentellen Zielsetzung war diese Politik auch „erfolgreich“. Jahrelang waren aber die Konsequenzen dieser Politik auch für Deutschland wegen der damit einhergehenden Behinderung der Entfaltung der Binnennachfrage negativ. Und vor allem: Letztlich musste eine solche Politik die Währungsunion in eine Wettbewerbsfähigkeits- und Leistungsbilanzkrise führen (Horn et al. 2010, Horn et al. 2005, Joebges et al. 2010, Niechoj et al. 2011).

<sup>2</sup> So stellte der Rat der EU 2007 bei der Bewertung der spanischen Fiskalpolitik fest: „(D)ie mittelfristige Haushaltsposition (ist) solide und die Haushaltsstrategie (stellt) ein gutes Beispiel für eine dem Stabilitäts- und Wachstumspakt entsprechende Finanzpolitik dar. Angesichts der beträchtlichen Zahlungsbilanzungleichgewichte (...) und des Inflationsgefälles gegenüber dem Eurogebiet ist es wichtig, dass die Haushaltsposition solide bleibt, eine expansive Finanzpolitik also vermieden wird.“ (Rat der Europäischen Union 2007, Ziffer 12).

Seit geraumer Zeit nimmt die beschriebene Kombination aus einer sich gegenseitig verstärkenden Banken-, Staatsfinanzen- und Leistungsbilanzkrise die Form einer allgemeinen Liquiditätskrise an. Defizitären Wirtschaftssubjekten (Ländern, Staatshaushalten, einzelnen Finanz- und Produktionsunternehmen), d.h. derjenigen, die vor oder in der Krise mehr als das laufende Einkommen ausgaben, mangelt es an verlässlichem Zugang zu benötigter Liquidität zu akzeptablen Preisen. Ihre Versuche, ihre Bilanzen wieder ins Lot zu bringen, würgen angesichts zu schwacher Kompensation seitens der Wirtschaftspolitik und der Wirtschaftssubjekte mit Überschüssen die wirtschaftliche Aktivität ab. In einer Währungsunion mit ungefähr ausgeglichener Gesamtleistungsbilanz ist die Summe der Ausgaben notwendigerweise gleich der Summe der Einkommen. Ein „Deleveraging“ der defizitären Akteure, der Versuch also ihre Ausgaben wieder unter ihr Einkommen zu drücken, ist gesamtwirtschaftlich extrem kostspielig, wenn nicht diejenigen, die unter ihren Verhältnissen gelebt haben, ihre Ausgaben erhöhen. Zuerst trifft dieser Prozess die Krisenländer selbst, aber im Ergebnis wird die gesamte europäische Wirtschaft, selbst Überschussländer wie Deutschland, in den Strudel hineingezogen.

## 2. Austerität belastet Wachstum

Die Auflage für finanzielle Hilfen aus dem temporären Rettungsfonds EFSF ist vor allem eine harte Austeritätspolitik, deren Hauptziel die Reduzierung der Staatsschulden ist. Jüngere Studien des Internationalen Währungsfonds (IWF) zeigen aber, dass eine harte Austeritätspolitik das Wachstum stark belastet, die Schulden allerdings kaum reduzieren kann (IMF 2010, siehe dazu auch Hein und Truger, 2006; 2008). Darüber hinaus erhöhte in der Vergangenheit Austerität stets die Arbeitslosigkeit und besonders die Langzeitarbeitslosigkeit; Lohnempfänger verlieren deutlich mehr an Einkommen als Empfänger von Gewinneinkommen (IMF 2010; Guajardo, Leigh et al. 2011; Battini, Callegari et al. 2012). Die oft beschworenen positiven Effekte der Austeritätspolitik, etwa durch höheres Vertrauen privater Anleger und Unternehmen, ist dabei nicht entdeckt worden (IMF 2003).

Laut IWF hat die Austeritätspolitik die Wirtschaftsleistung umso mehr belastet, je stärker sich die Wirtschaft bereits in einer Rezession befand (Battini, Callegari et al. 2012). In konjunkturellen Schwächephasen haben starke Konsolidierungsbemühungen die Schuldenstandsquoten sogar erhöht, die eigentlich gesenkt werden sollten (Cherif und

Hasanov 2012; IMF 2012a, S. 15). Die Austerität wirkt sich besonders negativ auf die Wirtschaftsleistung aus, wenn ein Land über keine Möglichkeit der nominalen Abwertung verfügt und somit nicht in der Lage ist, den Wegfall der heimischen Nachfrage (zumindest teilweise) durch Auslandsnachfrage zu kompensieren.

Zu einer weiteren Verschärfung der negativen Wirkungen auf die Wirtschaftsleistung kommt es, wenn alle Handelspartner gleichzeitig versuchen, ihre Haushalte zu konsolidieren und sich damit gegenseitig die Nachfrage nach ihren Exporten kürzen. Aus diesem Grund wurde auch frühzeitig vor einer europäisch koordinierten Austeritätspolitik gewarnt (Theodoropoulou/Watt 2011, IMK/OFCE/WIFO 2012).

All diese verschärfenden Faktoren spielen bei der aktuellen Austeritätspolitik der Euro-Krisenländer Griechenland, Spanien, Irland und Portugal eine wichtige Rolle. Im Folgenden soll genauer erörtert werden, welche Effekte die Austeritätspolitik auf Wachstum, Arbeitslosigkeit und den Schuldenabbau hatte.

Griechenland, Portugal und Irland haben Hilfskredite von anderen EU-Ländern, der EU, der EFSF und dem IWF erhalten. Als Bedingung für die Kredite haben sie Konsolidierungsprogramme vereinbart, deren Einhaltung die sogenannte Troika überwacht, die aus Vertretern der EU, des IWF und der EZB besteht. Die irische Regierung hat bereits im Frühjahr 2009 ihre Konsolidierungspläne vorgelegt, Portugal im Frühjahr 2010 und Griechenland im Mai 2010. Auch Spanien hat im Frühjahr 2010 ein Konsolidierungsprogramm beschlossen (IMF 2012a). Italien, das ab Mitte 2011 in den Fo-

kus der Finanzmärkte geriet, hat erst Ende 2011 mit der Konsolidierung des Staatshaushalts begonnen. Es ist deswegen noch zu früh, die Folgen der italienischen Politik zu untersuchen. Daher wird Italien im Folgenden nicht weiter betrachtet. Allerdings ist für 2012 mit einem deutlichen Rückgang des BIP um 2,4 % zu rechnen (OECD 2012).

In allen Konsolidierungsprogrammen sollten die staatlichen Defizite im Vergleich zum Jahr 2009 reduziert werden. Deswegen ist 2009 als Referenzjahr für den Vergleich der Austeritätspolitik der Krisenländer gewählt worden (siehe auch OECD, 2011). Da jährliche Daten nur bis einschließlich 2011 vorliegen, wird die Entwicklung zwischen 2009 und 2011 untersucht.

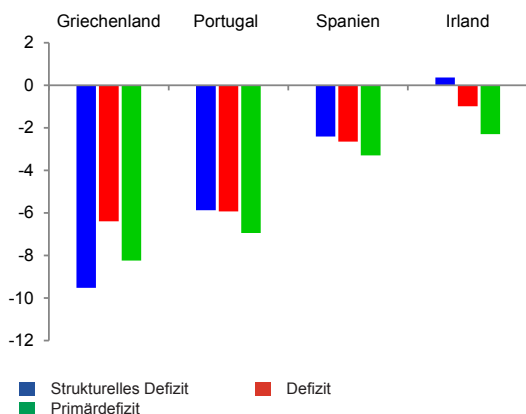
Alle Staaten haben in dieser Zeit ihre Defizitquoten (Defizite in % des BIP) abbauen können (Abbildung 3). Dabei werden hier das Gesamtdefizit, das Primärdefizit und das strukturelle Defizit betrachtet. Das Gesamtdefizit ist die Differenz zwischen allen Ausgaben und allen Einnahmen eines Staates. Das Primärdefizit gibt die Differenz zwischen den Einnahmen des Staates und seinen Ausgaben ohne Zinszahlungen an. Es eignet sich, die Konsolidierung ohne den Schuldendienst auszuweisen und ist die entscheidende Größe, die die Richtung der Staatsverschuldung vorgibt.

Bei Betrachtung des tatsächlichen Gesamt- und Primärdefizits ergibt sich allerdings das Problem, dass man daraus schwer Folgerungen über die Ausrichtung der Fiskalpolitik einer Regierung machen kann, da Defizite stark von der Konjunktur abhängig sind: Ausgaben steigen ohne eine Entscheidung der Regierung in einem Abschwung, etwa durch höhere Arbeitslosenhilfe, während Einnahmen aus

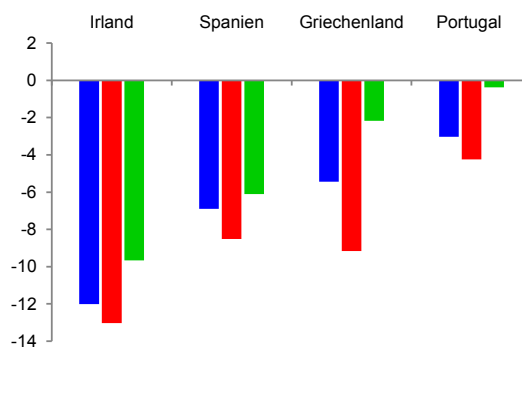
ABBILDUNG 3

### Entwicklung der staatlichen Defizite in den Krisenländern

Rückführung der Defizite in %-Punkten, 2009 - 2011



Defizite in % des BIP 2011



Quellen: Macrobond; AMECO (Stand: 11.05.2012); Berechnungen des IMK.



Steuern und Abgaben automatisch sinken.

Wegen dieser Schwierigkeit berechnet man das sogenannte strukturelle Defizit, aus dem man den Einfluss der Konjunktur herausrechnet. So kann im Prinzip ermittelt werden, wie eine Regierung ihre Ausgaben und Einnahmen diskretionär verändert. Allerdings müssen Daten zu strukturellen Defiziten mit Vorsicht interpretiert werden, denn sie können nur unter mehr oder weniger spekulativen Annahmen berechnet werden<sup>3</sup>.

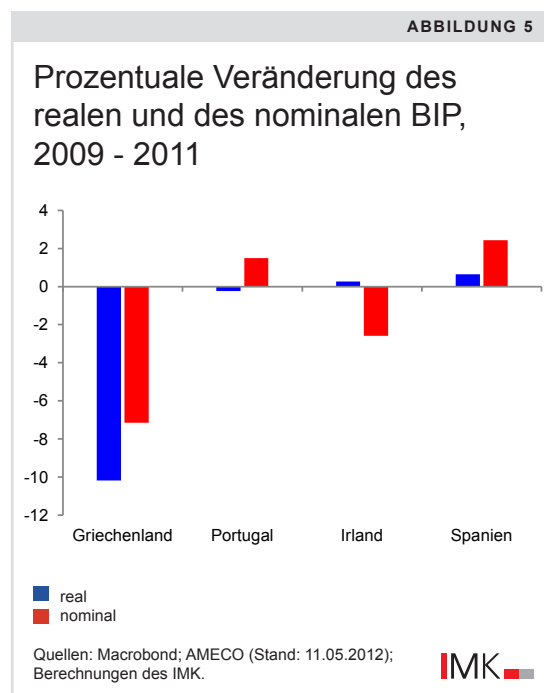
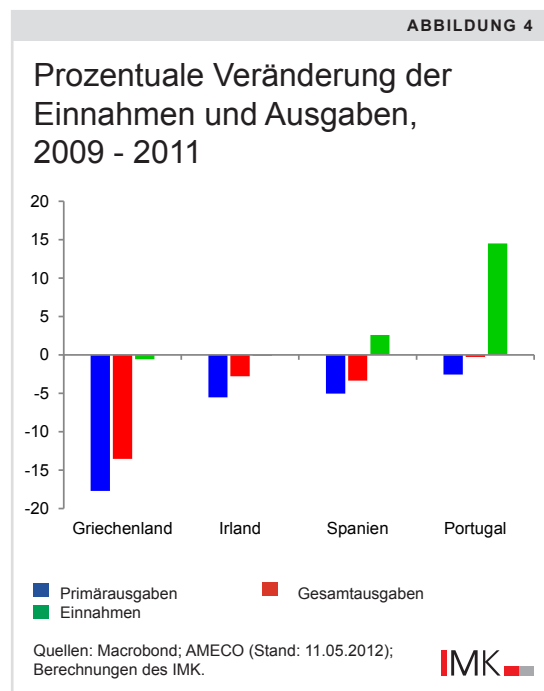
Von den hier betrachteten Staaten hat der griechische Staat seine Defizitquoten am stärksten gesenkt: Die strukturelle Defizitquote wurde zwischen 2009 und 2011 um 9,5 Prozentpunkte zurückgeführt (Primärdefizitquote: -8,3 Prozentpunkte; Gesamtdefizitquote: -6,4 Prozentpunkte). Unter den Krisenländern ist nur die Defizitreduzierung des portugiesischen Staates mit den griechischen Anstrengungen vergleichbar. Dort ist das strukturelle Defizit in % des BIP um 5,9 Prozentpunkte verringert worden (Primärdefizitquote: -6,9 Prozentpunkte; Gesamtdefizitquote: -5,9 Prozentpunkte). Spanien und Irland haben mit einer Reduzierung ihrer strukturellen Defizite um 2,4 bzw. 0,4 Prozentpunkte bisher sehr viel geringere Konsolidierungsanstrengungen unternommen. Im Jahr 2011 hatte Irland die höchsten Defizite aller Krisenländer (12 % strukturelles Defizit, 9,7 % Primärdefizit und 13 % Gesamtdefizit). Spanien verzeichnete die zweithöchste strukturelle Defizitquote in Höhe von 6,9 % (Abbildung 3).

Aber nicht nur der Umfang, auch die Art der Konsolidierung – über Ausgabenkürzungen oder Einnahmeerhöhungen – war in den Staaten sehr

<sup>3</sup> Zur Ermittlung des strukturellen Defizits wird das Gesamtdefizit um eine konjunkturelle Komponente und um finanzielle Transaktionen bereinigt. Dabei wird folgendermaßen vorgegangen: Mit einem Produktionsfunktionsansatz (D'Auria, Denis et al. 2010) wird das Produktionspotenzial ermittelt. Die Produktionslücke (ein Maß für die konjunkturelle Über- oder Unterauslastung) ergibt sich als Differenz zwischen dem Produktionspotenzial und dem tatsächlichen Bruttoinlandsprodukt. Die konjunkturelle Komponente wiederum ist definiert als das Produkt von Budgetsensitivität (Europäische Kommission 2005) und Produktionslücke. Die so ermittelte Konjunkturkomponente wird vom Gesamtdefizit abgezogen. Zudem werden finanzielle Transaktionen (z.B. Darlehen an andere Sektoren) herausgerechnet. Der verbleibende Betrag entspricht dem strukturellen Defizit. Das Produktionspotenzial ist jedoch ebenso wenig beobachtbar wie das strukturelle Defizit. Die Berechnung dieser Größen wird stark von der BIP-Entwicklung am aktuellen Rand beeinflusst und hängt teilweise von willkürlichen Annahmen ab (Horn/Tober (2007); Truger/Will (2011a)). Auch der IWF sieht die Methode struktureller Defizite kritisch. So haben IWF-Forscher in einem Großteil der oben zitierten Studien andere Verfahren zur Identifizierung einer aktiven Austeritätspolitik gewählt (Ball, Leigh et al. 2011).

unterschiedlich. Ausgabenkürzungen wirken meist kontraktiver als Steuer- und Abgabenerhöhungen, weil sie der Wirtschaft unmittelbar Kaufkraft entziehen (Bouthevillain/Caruana et al. 2009; OECD 2009; IMF 2012a, S. 33-39). In den Krisenländern wurden verschiedene Strategien praktiziert. Dementsprechend waren auch die Effekte auf das Wirtschaftswachstum sehr unterschiedlich (Abbildung 4 und 5).

Der griechische Staat hat vor allem seine nominalen Ausgaben stark gekürzt; die nominalen Primärausgaben wurden um 17,7 % gesenkt, die no-

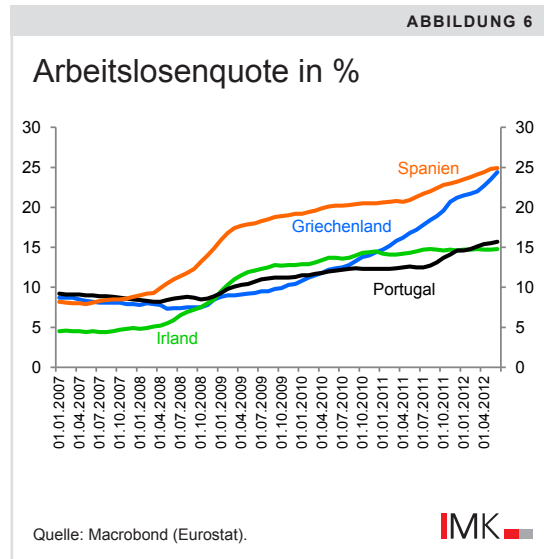


minimalen Gesamtausgaben wegen der gestiegenen Zinszahlungen nur um 13,5 % (Abbildung 4). Das hat die schon seit 2008 schwache Wirtschaftsentwicklung in Griechenland weiter belastet. Zwischen 2009 und 2011 ist das reale BIP Griechenlands um 10,2 % gefallen; für 2012 ist mit einem weiteren erheblichen Rückgang zu rechnen. Besonders stark sind die öffentlichen Investitionen zurückgegangen; sie wurden zwischen 2009 und 2011 halbiert. Auch der öffentliche Konsum hat im Vergleich mit den anderen Ländern besonders stark abgenommen, und zwar um knapp 16 % (Tabelle 2).

Die Kürzungen der Sozialausgaben und die Steuererhöhungen haben auch die griechische Privatwirtschaft hart getroffen. Der private Konsum ist um 10,5 % gesunken, die privaten Investitionen um fast ein Drittel. Nur in Irland sind die privaten Investitionen noch stärker gefallen, um fast 40 %. Die fallende heimische Nachfrage hat in Griechenland zu einem Rückgang der realen Importe von 14,8 % geführt.

Im Gegensatz zu Griechenland hat der portugiesische Staat seine Ausgaben bis 2011 nicht besonders stark gesenkt (-2,6 %), dafür aber seine Einnahmen um 14,5 % gesteigert (Abbildung 4). Nicht zuletzt deswegen hat das BIP zwischen 2009 und 2011 nur um 0,2 % abgenommen. Zwar sind auch in Portugal der öffentliche Konsum und die öffentlichen Investitionen gefallen, aber bei weitem nicht so stark wie in Griechenland (Tabelle 2). In Irland und Spanien, deren Staaten eine sehr viel geringere Konsolidierung vorgenommen haben, hat das BIP zwischen 2009 und 2011 sogar leicht zugenommen (Abbildung 5).

In Folge von Stagnation und Rezession ist die Arbeitslosigkeit in den Krisenländern gestiegen



(Abbildung 6). Sie hatte zwar schon 2008 durch die internationale Finanzkrise zugenommen, besonders in Irland und Spanien wegen des Zusammenbruchs der Immobilienmärkte. Mit dem Beginn der Austeritätspolitik ab 2010 sieht man aber eine deutliche Zunahme der Arbeitslosigkeit in allen Krisenländern. Irland mit seiner bis 2011 relativ geringen Konsolidierung verzeichnete allerdings nur einen leichten Anstieg. Im August 2012 lag die Arbeitslosigkeit in Irland bei 15 %, in Portugal bei 15,9 %, in Spanien bei 25,1 % und in Griechenland im Juli bei 25,1 %. Dies erschwert die erstrebte Konsolidierung der öffentlichen Haushalte durch geringere Steuereinnahmen und höhere Sozialausgaben.

Eine zu harte Sparpolitik senkt nicht nur das Wachstum und erhöht die Arbeitslosigkeit, sie kann auch dazu führen, dass die angestrebte mittelfristige Senkung der Schuldenstandsquoten (Schulden in % des nominalen BIP) stark verzögert wird. Abbildung 7 zeigt, dass die Schuldenstandsquote in allen Ländern seit 2008 massiv zugenommen hat.

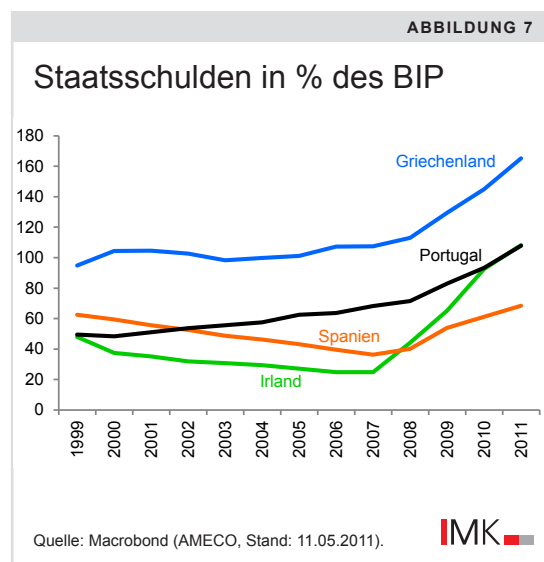
TABELLE 2

### Prozentuale Veränderung der Komponenten des realen BIP, 2009-2011

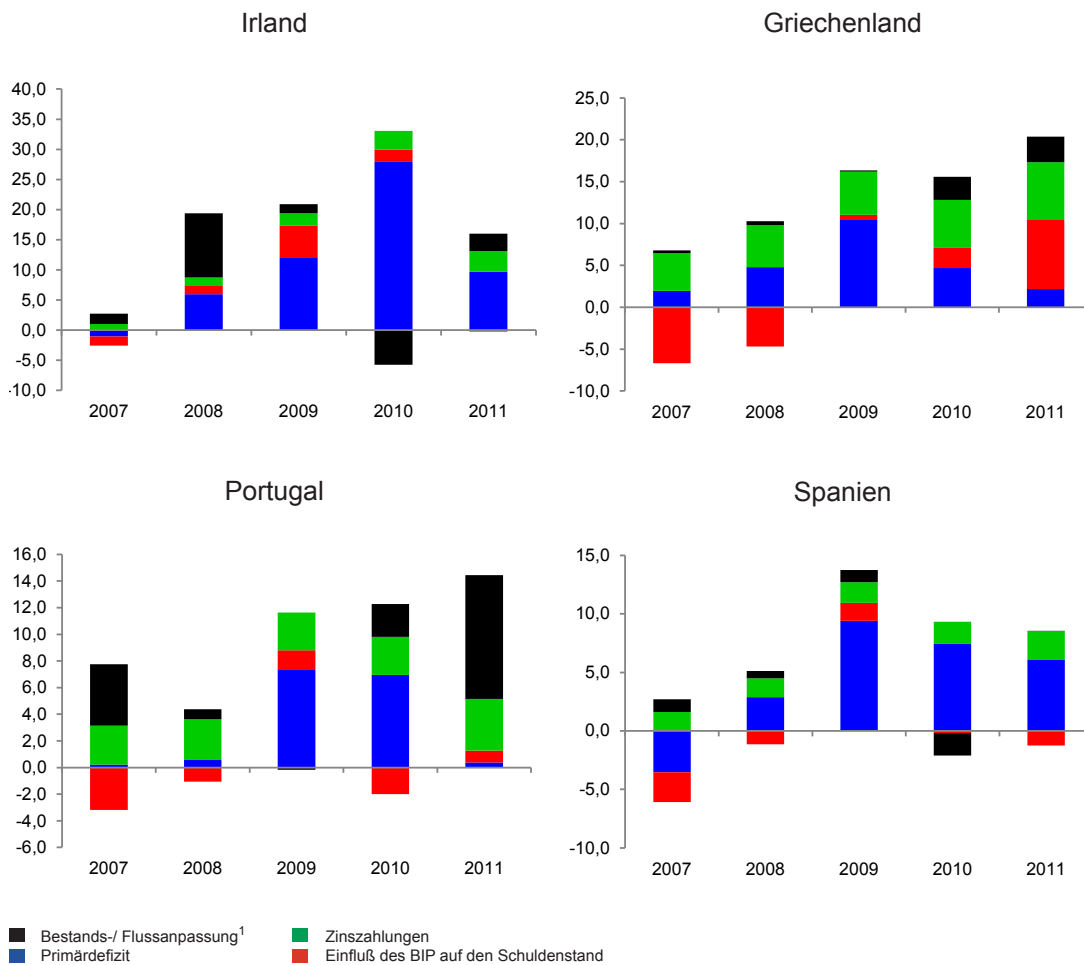
	Griechenland	Portugal	Irland	Spanien
Exporte	3,9	16,8	10,7	23,7
Importe	-14,8	-0,4	2,0	8,7
Privater Konsum	-10,5	-1,9	-3,6	0,6
Öffentlicher Konsum	-15,6	-3,0	-6,7	-2,0
Private Investitionen <sup>1</sup>	-28,6	-14,8	-39,4	-4,7
Öffentliche Investitionen <sup>1</sup>	-53,3	-16,6	-14,6	-39,1

<sup>1</sup> AMECO veröffentlicht die öffentlichen und privaten Investitionen nur ohne Preisbereinigung. Die hier vorgenommene Deflationierung der beiden Größen erfolgt deswegen über den Deflator der Gesamtinvestitionen.

Quelle: Macrobond (AMECO, Stand: 11.05.2012); Berechnungen des IMK. IMK



### Anstieg der Schuldenstandsquoten nach Komponenten



<sup>1</sup> Die Bestands-/ Flussanpassung enthält Ausgaben, die den Schuldenstand erhöhen, aber nicht defizitwirksam sind.

Quelle: Macrobond (AMECO, Stand: 11.05.2012).



Das lag nicht nur an den Defiziten (bestehend aus Primärdefizit und Zinszahlungen), sondern auch an der Entwicklung des nominalen BIP (Abbildung 8). Ein Rückgang des nominalen BIP erhöht die Schuldenstandsquote automatisch, weil es im Nenner der Quote steht. Das fallende nominale BIP infolge der scharfen Rezession hat in Griechenland 2011 fast die Hälfte des Zuwachses des Schuldenstandes direkt verursacht. Das hat die Erfolge der Regierung bei der Reduzierung des Primärdefizits in diesem Jahr gänzlich zunichte gemacht. Auch in Irland 2010 und in Portugal 2011 hat der Fall des nominalen BIP die Schuldenstandsquoten erhöht, wenn auch nicht im gleichen Ausmaß wie in Griechenland.

Alles in allem haben die Krisenländer, allen voran Griechenland, ihre Defizite zwischen 2009 und 2011 zwar verringert. Das hat aber in Griechenland zu einer starken Rezession und in den anderen Ländern zu einer Stagnation geführt. Im

Fall Griechenlands zeigt sich, wie kontraproduktiv eine vor allem auf Ausgabenkürzungen fokussierte Konsolidierung ist, weil die Verringerung des nominalen BIP die Schuldenstandsquote sogar erhöht. Die portugiesische Konsolidierung über die Einnahmeseite hat das Defizit ebenfalls stark reduziert, aber das Wachstum sehr viel weniger belastet. Die Erfahrungen der vier Krisenländer decken sich so mit den Ergebnissen der zitierten IWF-Studien.

#### 2.1 Lohnstückkosten und Leistungsbilanzen passen sich an

Der Abschwung infolge der Austeritätspolitik hat dazu beigetragen, die Lohnstückkosten in allen Ländern stark zu senken. Die Lohnstückkosten sind ein wichtiger Faktor für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit einer Wirtschaft. Vor der Krise hatten sie in den Krisenländern relativ zum Durchschnitt des Euroraums stark zugenommen (Abbildung 1). Zwischen 2009 und 2011 sind die Lohnstückkosten am

stärksten in Irland gefallen, und zwar um 11,6 %. In Griechenland und Spanien sind sie um 4,5 % gefallen, in Portugal um 2,7 %.

Die Veränderung der Lohnstückkosten lässt sich in Veränderungen des Bruttolohns und der Produktivität aufteilen. Abbildung 9 zeigt, dass der Einfluss dieser zwei Komponenten je nach Land sehr unterschiedlich war. Nur in Irland und in Griechenland sind die durchschnittlichen Löhne nominal gefallen, in Irland um 4,6 %, in Griechenland um noch stärkere 6,4 %.

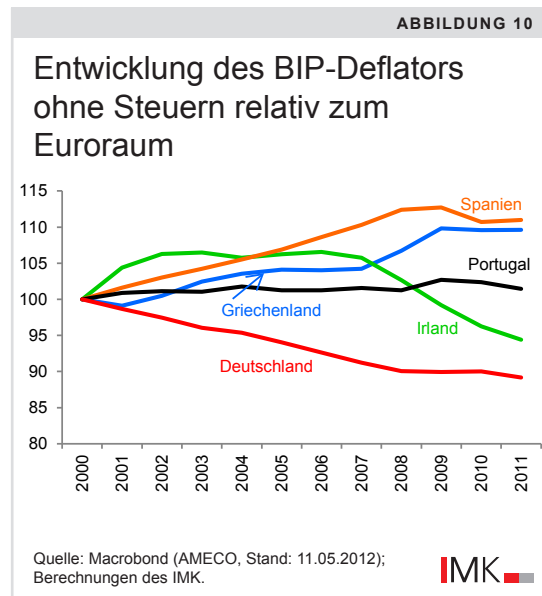
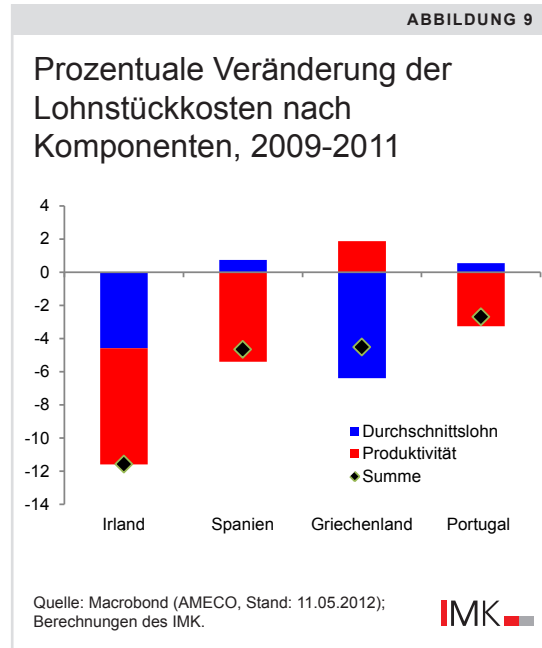
Außer in Griechenland war die Produktivitätsentwicklung in allen Ländern positiv und hat somit zu einer Senkung der Lohnstückkosten beigetragen. In Irland und Spanien hat die Produktivität besonders stark zugenommen. Das liegt mit hoher Wahrscheinlichkeit daran, dass die Entlassungen vieler Beschäftigter in der Baubranche mit relativ geringer Produktivität nach dem Platzen der Immobilienblase zu einem Anstieg der durchschnittlichen Produktivität geführt hat: Es arbeiten weniger Arbeitnehmer, die aber im Durchschnitt in produktiveren Branchen arbeiten (für den Fall Irlands, siehe O'Brian 2011).

Allerdings sind die Lohnstückkosten nur ein Faktor, der die preisliche Wettbewerbsfähigkeit beeinflusst. Vielmehr muss auch die Entwicklung des Preisniveaus betrachtet werden. Betrachtet man etwa die Entwicklung des BIP-Preisdeflators ohne Veränderungen der indirekten Steuern<sup>4</sup> in den Krisenländern relativ zum Euroraum insgesamt<sup>5</sup>, sieht man eine geringere relative Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit als bei den Lohnstückkosten (Abbildung 10 - für eine Dekomposition des BIP-Deflators siehe ECB 2005).

Das liegt an den steigenden Gewinn- und Kapitaleinkommen (dem Bruttobetriebsüberschuss) (Tabelle 3). In allen Ländern sind die Gewinne 2010 und 2011 trotz wirtschaftlicher Stagnation oder sogar Rezession gestiegen. Sie haben damit den positiven Effekt reduzierter Lohnstückkosten auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit teilweise stark abgeschwächt. Das könnte ein Indiz dafür

<sup>4</sup> Die Veränderungen der indirekten Steuern (nach Abzug von Subventionen) werden nicht betrachtet, da sie nicht für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit relevant sind. Sie treffen nur etwa als Verbrauchssteuern die heimische Nachfrage. Exporteure können sie absetzen, so dass sie nicht für die Exporte relevant sind. Da die indirekten Steuern den heimischen Verbrauch belasten, wirken sie eher negativ auf die Importe.

<sup>5</sup> Der BIP-Deflator des Euroraums enthält auch indirekte Steuern. Die Dekomposition in die Komponenten Lohnstückkosten, indirekte Steuern und Gewinne der Steigerungsrate des BIP-Deflators wird nicht von AMECO ausgewiesen.



sein, dass die Marktmacht der Unternehmen in diesen Ländern sehr hoch ist. Auffällig ist aber, dass es zu keiner Verschiebung des Volkseinkommens zugunsten der Gewinne in Ländern kommt, die nicht einem Austeritätsprogramm unterliegen. Im Gegenteil: in den letzten Jahren steigt die Lohnquote (am BIP zu Faktorpreisen, also ohne den Einfluss der indirekten Steuern) in Ländern wie Deutschland, aber auch Frankreich. Die Entwicklungen im Euroraum bestätigen damit die oben erwähnten vom IWF identifizierten starken verteilungspolitischen Effekte einer Austeritätspolitik.

Durch den Anstieg der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und die Reduzierung der Binnennachfrage haben alle Krisenländer ihre Handels- und Dienstleistungsbilanzen und damit auch ihre Leistungsbi-

## Anstieg des BIP-Deflators ohne Steuern und seine Komponenten

		2008	2009	2010	2011
Griechenland	Lohnstückkosten	3,8	3,9	-1	-1,6
	Indirekte Steuern	0,3	-1	1,2	0,3
	Bruttobetriebsüberschuss	0,7	-0,1	1,5	3
	BIP-Deflator ohne Steuern	4,4	3,8	0,5	1,3
Irland	Lohnstückkosten	3,8	-1,3	-3,9	-2,2
	Indirekte Steuern	-1,3	-1,5	-0,2	0,2
	Bruttobetriebsüberschuss	-4,8	-1,2	1,6	1,5
	BIP-Deflator ohne Steuern	-1	-2,5	-2,3	-0,7
Portugal	Lohnstückkosten	2	1,8	-0,9	-0,4
	Indirekte Steuern	-0,1	-1,4	0,6	0,3
	Bruttobetriebsüberschuss	-0,3	0,5	1,3	0,8
	BIP-Deflator ohne Steuern	1,7	2,3	0,4	0,4
Spanien	Lohnstückkosten	2,7	0,8	-1,5	-1,1
	Indirekte Steuern	-1,6	-1,1	1,5	-0,2
	Bruttobetriebsüberschuss	1,3	0,4	0,4	2,6
	BIP-Deflator ohne Steuern	4	1,2	-1,1	1,6

Macrobond (AMECO, Stand: 11.05.2012); Berechnungen des IMK.



lanzen verbessern können<sup>6</sup> (Abbildung 11). In allen Ländern sind zwischen 2009 und 2011 die Exporte stärker als die Importe gestiegen. Besonders kräftig haben die Exporte in Portugal mit 16,8 % und in Spanien mit 23,7 % zugenommen. In Griechenland und Portugal sind darüber hinaus auch die Importe gefallen, in Griechenland um ganze 14,8 %, in Portugal nur um 0,4 % (Tabelle 2). Trotz der Verbesserung der Handels- und Dienstleistungsbilanz verzeichneten Griechenland, Portugal und Spanien auch 2011 weiterhin Defizite. Griechenlands Defizit in der Handels- und Dienstleistungsbilanz lag bei 7,5 % des BIP, Portugals bei 3,9 % und Spaniens bei sehr geringen 0,6 %.

In diesen Ländern hat die Reduzierung der Handelsbilanzdefizite auch in fast gleicher Höhe die Leistungsbilanzdefizite reduziert. Die Leistungsbilanzdefizite sind aber in den Ländern weiterhin größer als die Handelsbilanzdefizite. Das liegt an der Bilanz der Primäreinkommen, die von der Kapitaleinkommensbilanz dominiert wird: Durch ihre hohe Nettoauslandsverschuldung zahlen die Länder weiterhin mehr Zinsen und Dividenden an das Ausland als sie selbst aus dem Ausland erhalten. Durch die hohen Leistungsbilanzdefizite sind Griechenland, Spanien und Portugal weiterhin auf Auslandsfinanzierung angewiesen und erhöhen somit ihre Auslandsverschuldung.

<sup>6</sup> Die Handelsbilanz ist eine Teilbilanz der Leistungsbilanz. Zu den weiteren Teilbilanzen gehören die Bilanz der Arbeits- und Vermögenseinkommen und die Bilanz der Transfereinkommen.

Auch Irland hat seine Handels- und Dienstleistungsbilanz stark verbessern können, und zwar seit 2008 um 12 Prozentpunkte. Im Gegensatz zu den anderen Krisenländern hatte Irland aber seit der Euroeinführung stets Überschüsse in seiner Handels- und Dienstleistungsbilanz, so auch 2011 (21,5 %). Gleichzeitig hat sich die Leistungsbilanz aber nur um 5,7 Prozentpunkte verbessert. Das liegt daran, dass sich die Bilanz der Kapitaleinkommen stark verschlechtert hat. Irland hatte 2011 insgesamt ein leichtes Plus in der Leistungsbilanz von 0,1 %.

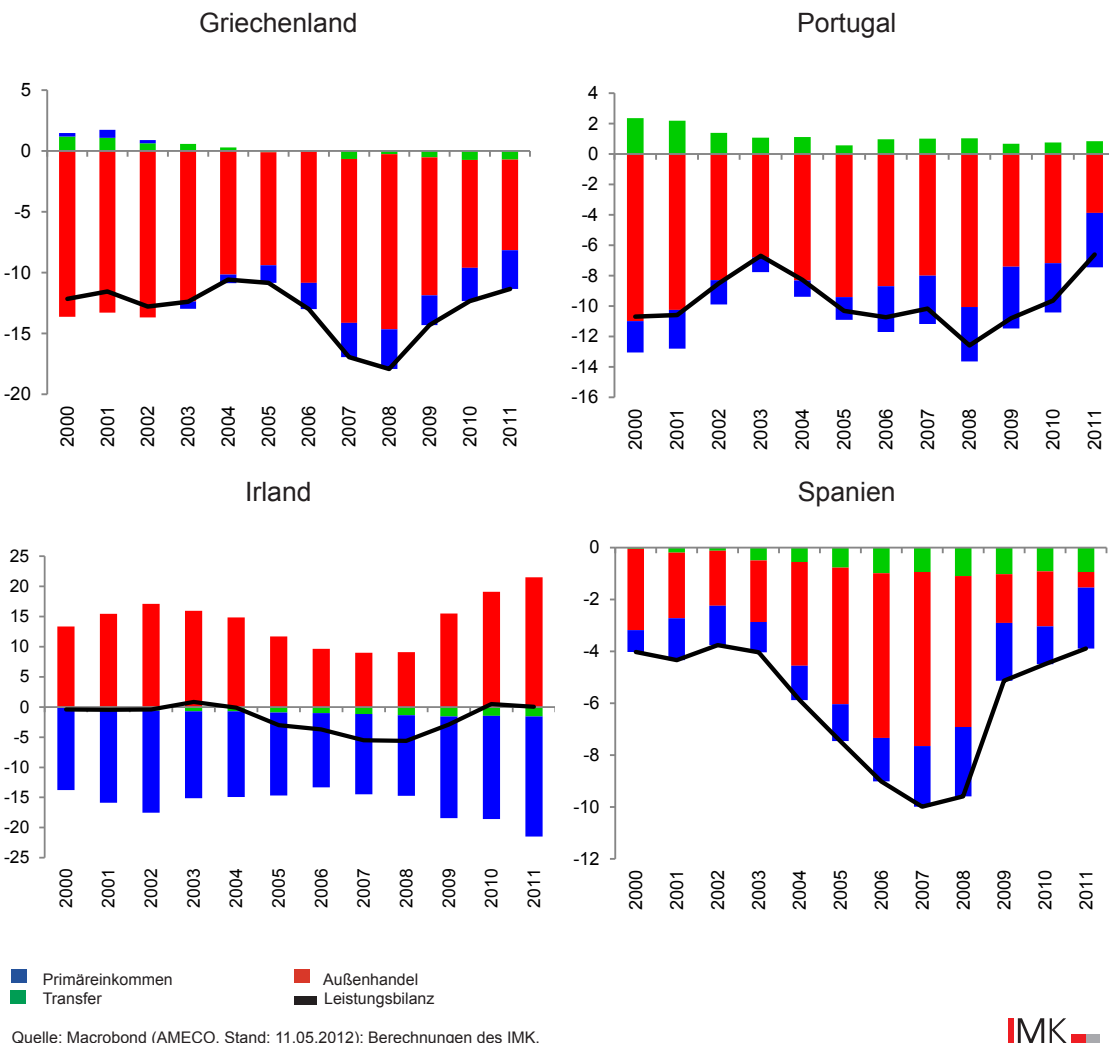
Alle Krisenländer haben damit ihre Leistungsbilanzdefizite zurückführen können und sind damit weniger als vorher auf Auslandsfinanzierung angewiesen. In allen Ländern haben bis 2011 die Exporte zugenommen, in Griechenland und Portugal sind darüber hinaus auch die Importe gefallen. Auch sind in allen Ländern die Lohnstückkosten gesunken.

## 2.2 Griechischer Schuldenschnitt hat Eurokrise verschärft

Die Austeritätspolitik hat besonders in Griechenland die Schuldenstandsquote so stark erhöht, dass sie nicht mehr als nachhaltig angesehen wird. Deswegen haben die europäischen Staats- und Regierungschefs am 21. Juli 2011 beschlossen, dass der griechische Staat für weitere öffentliche Kredite einen Schuldenschnitt vornehmen muss (Council of the European Union 2011). Das war aber ein schwerer Schock für die Finanzmärkte, der die Kri-



### Die Leistungsbilanz mit ihren Unterbilanzen



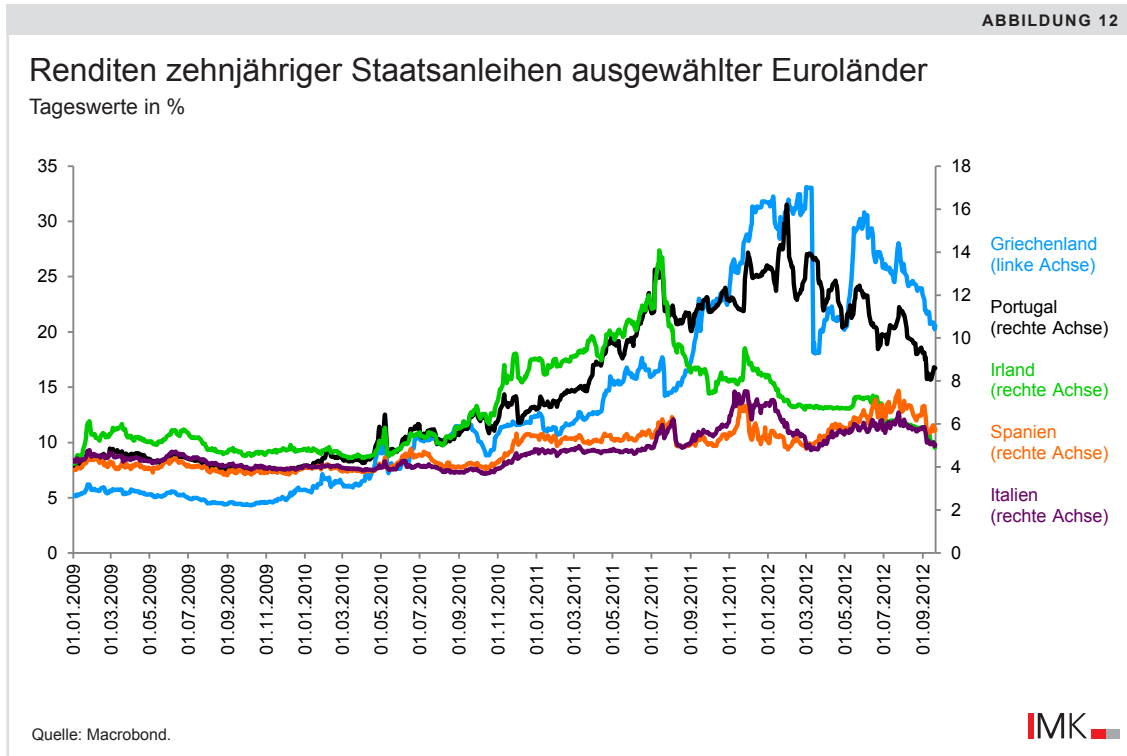
se stark verschärft hat. Seither haben sich die Banken über den Interbankenmarkt kaum mehr Kredite bereitgestellt, und die Kapitalflucht aus den Krisenstaaten hat sich massiv beschleunigt. Davor hatten u.a. Horn et al. (2011) und die EZB (2011) gewarnt. Die EZB musste umgehend mit massiven Interventionen eingreifen, um das Banken- und Finanzsystem des Euroraums vor dem Kollaps zu retten.

Der Interbankenmarkt ist zentral für das Funktionieren des Zahlungssystems und der Kreditvergabe. Auf dem Interbankenmarkt leihen sich Banken normalerweise untereinander Zentralbankgeld<sup>7</sup>. Banken brauchen dieses, um den Bargeldbedarf der Bevölkerung zu decken, ihrer Mindestreservepflicht nachzukommen und das Zahlungssystem zu betreiben. Vor der Eurokrise konnten sich die Ban-

<sup>7</sup> Nur die Zentralbank kann Zentralbankgeld schaffen. Zentralbankgeld sind Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank sowie Scheine und Münzen.

ken der heutigen Krisenländer auch bei den Banken im Rest des Euroraums über den Interbankenmarkt problemlos refinanzieren.

Durch Ankündigung und Durchführung des griechischen Schuldenschnitts stieg aber die Gefahr, dass Banken vermehrt ihre Forderungen abschreiben müssen und so ihre Insolvenz wahrscheinlicher wird. Damit können auch die Verbindlichkeiten aus dem Interbankenmarkt ausfallen, was wiederum die Solvenz anderer Gläubiger bedroht. Die Gefahr der Insolvenz trifft dabei aber nicht nur die Halter griechischer Staatsanleihen und ihrer Gläubiger. Die Ankündigung des griechischen Schuldenschnitts ist als prinzipielle Entscheidung interpretiert worden, dass die Verbindlichkeiten jedes Staates im Euroraum und damit die ihnen gegenüber stehenden Forderungen der Gläubiger per Schuldenschnitt reduziert werden können. Banken in den Krisenstaaten und ihre Gläubiger in den anderen Euroländern



können nicht länger ausschließen, dass auch andere Staaten wegen der Eurokrise einen Schuldenschnitt durchführen.

Das hat das Vertrauen in Staatsanleihen stark erschüttert, auf das moderne Finanzsysteme nicht zuletzt aus Regulierungsgründen angewiesen sind (IMF 2012b). Die Preise italienischer und spanischer Anleihen, die vor der Ankündigung eines Schuldenschnitts noch nicht im Fokus der Finanzmärkte standen, sind ab Mitte 2011 gefallen. Ihre Renditen und Refinanzierungszinsen sind entsprechend gestiegen (Abbildung 12).

In den Krisenländern wird die Situation noch dadurch verschärft, dass die Banken überdurchschnittlich viele Anleihen ihrer jeweiligen Staaten halten (Merler/Pisani-Ferry 2012) und auch die Kredite an den Privatsektor durch die Rezession infolge der Austeritätspolitik zunehmend nicht bedient werden. Der Anteil der notleidenden Kredite, auch an den Privatsektor, ist in allen Krisenländern seit 2008 stark gestiegen (Tabelle 4). Die Banken haben zwar ihr Eigenkapital seit 2008 teilweise aufgestockt – nicht zuletzt mit staatlicher Hilfe –, doch das Insolvenzrisiko ist durch die sich verschlechternde wirtschaftliche Situation und mögliche Schuldenschnitte von Staatsschulden für alle Banken in den Krisenstaaten stark gestiegen.

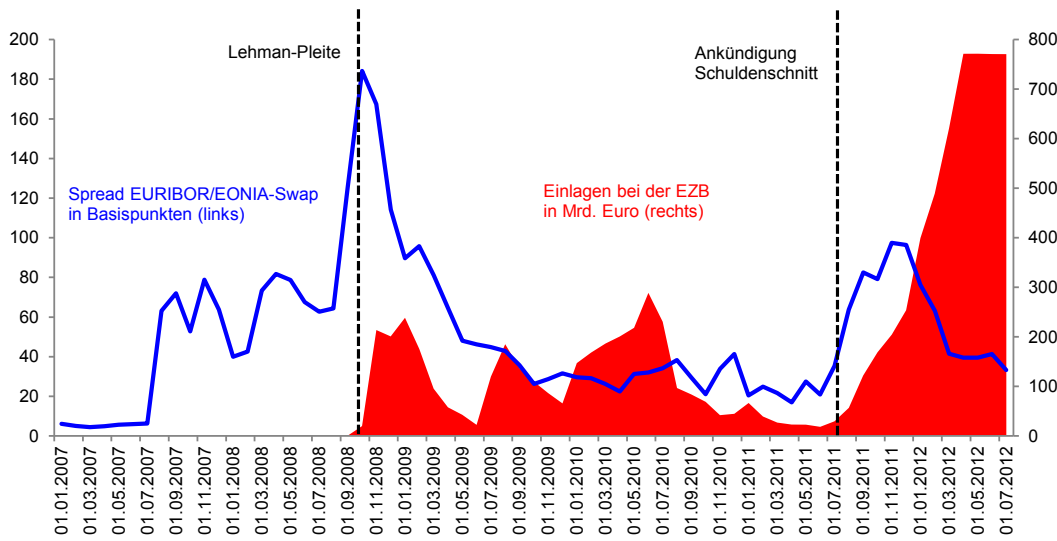
Wie stark die Ankündigung des griechischen Schuldenschnitts die Banken verunsichert hat, zeigen die verstärkte Haltung von Einlagen bei den Zentralbanken des Eurosystems, das Ansteigen des Spread zwischen dem EURIBOR/EONIA-Swap

und die Target-Salden (Abbildung 13 und 14). Wenn Banken die Einlagenkonten bei den Zentralbanken des Eurosystems verstärkt nutzen, leihen sie ihre Überschussliquidität nicht mehr an andere Banken aus, sondern legen sie trotz der geringeren Zinsen lieber bei der Zentralbank an, wo sie ihre Anlagen als sicher einschätzen. Diese Einlagen, die vor 2008 nur sehr gering waren, sind damit ein guter Indikator für die Unsicherheit der Banken und ihre stark gestiegene Liquiditätspräferenz.

Der Spread zwischen dem EURIBOR und dem EONIA-Swap ist ebenfalls ein guter Indikator für Stress auf dem Interbankenmarkt und kann als Proxy für die Sorge der Banken interpretiert werden, ihr an andere Banken ausgeliehenes Zentralbankgeld nicht mehr zurückzuerhalten (ECB 2008, S. 93-94)<sup>8</sup>. Wie die Einlagen bei den Zentralbanken des Eurosystems ist auch der Spread seit Ende Juli 2011 stark angestiegen.

<sup>8</sup> Der EURIBOR-Zins ist ein Zins auf dem Interbankenmarkt für nicht besicherte Kredite. Er enthält einen Risikoaufschlag für den Fall des Zahlungsausfalls und einen Aufschlag für den Fall, dass sich die kurzfristigen Zinsen verändern und einen Aufschlag für das Liquiditätsrisiko. Die Rate des EONIA-Swap ist die Rate, die Banken bereit sind zu zahlen, um den durchschnittlichen EONIA über die Laufzeit des Swap-Vertrages zu erhalten. Da der EONIA nur ein Zins für Übernachtskredite ist, sind die Kreditausfallrisiken sehr viel geringer als für längerfristige Kredite, auf die der EURIBOR erhoben wird. Damit ist der Unterschied zwischen dem EURIBOR und dem EONIA-Swap der gleichen Laufzeit ein gutes Maß für die Risiken, die Banken auf dem Interbankenmarkt eingehen.

Indikatoren für Stress auf dem Interbankenmarkt



Quelle: Macrobond (EZB, EURIBOR FBE).



An der Entwicklung dieser Einlagen und des Spreads erkennt man, dass die Ankündigung des griechischen Schuldenschnitts eine Art „Lehman-Moment“ für die Eurozone war. Im September 2008 hatte die US-Investment-Bank Lehman Brothers Insolvenz angemeldet, was das Vertrauen der Banken untereinander stark erschüttert und die Finanzkrise damals verschärft hat.

Das Spezifische der Euroraumkrise zeigt der Anstieg der Target-Salden, nämlich das Misstrauen zwischen den Banken der Krisenländer und den

Banken im Rest des Euroraums (Abbildung 14). Target-Salden entstehen, wenn Zahlungen zwischen Banken verschiedener Länder nicht durch private Interbankenkredite ausgeglichen werden. Damit sind sie ein guter Indikator für Kapitalflucht aus den Krisenländern (Garber 2010). Die Target-Salden haben sich mit der Entscheidung zum Schuldenschnitt im Juli 2011 stark ausgeweitet.

Bis dahin hatten italienische Banken noch mehr Zentralbankgeld erhalten als sie selbst ausgeliehen haben. Danach ist aus ihrem Target-Überschuss ein Defizit geworden (Tober 2011). Spanien verzeichnete zwar schon vor dem Juli ein leichtes Defizit, dieses hat sich danach aber stark erhöht. An den Target-Salden erkennt man deutlich, dass die Ankündigung des griechischen Schuldenschnitts zu massiven Ansteckungseffekten auf die Banken Spaniens und Italiens geführt hat.

Vor diesem Hintergrund erscheint abgesehen von der Geldpolitik der EZB eine grundlegende Revision des wirtschaftspolitischen Vorgehens unumgänglich. Die Fiskalpolitik erweist sich zunehmend als zu restriktiv, und die immer wieder aufflammende Debatte (IMK/OFCE/WIFO 2012) um einen weiteren Schuldenschnitt, insbesondere für Griechenland, ist kontraproduktiv, wie die Vergangenheit gezeigt hat.

TABELLE 4

Kennzahlen zum Bankensektor

	Anteil notleidender Kredite an allen Krediten in %		Eigenkapital in % der Aktiva	
	2008	2011	2008	2011
Irland	2,6	14,7	3,7	6,4
Griechenland	5	14,7	7,3	5,0
Portugal	3,6	6,9	5,8	6,1
Spanien	2,8	5,3	6,1	6,1
Italien	6,3	11	4,1	5,4

Quelle: Macrobond (IMF Financial Soundness Indicators).



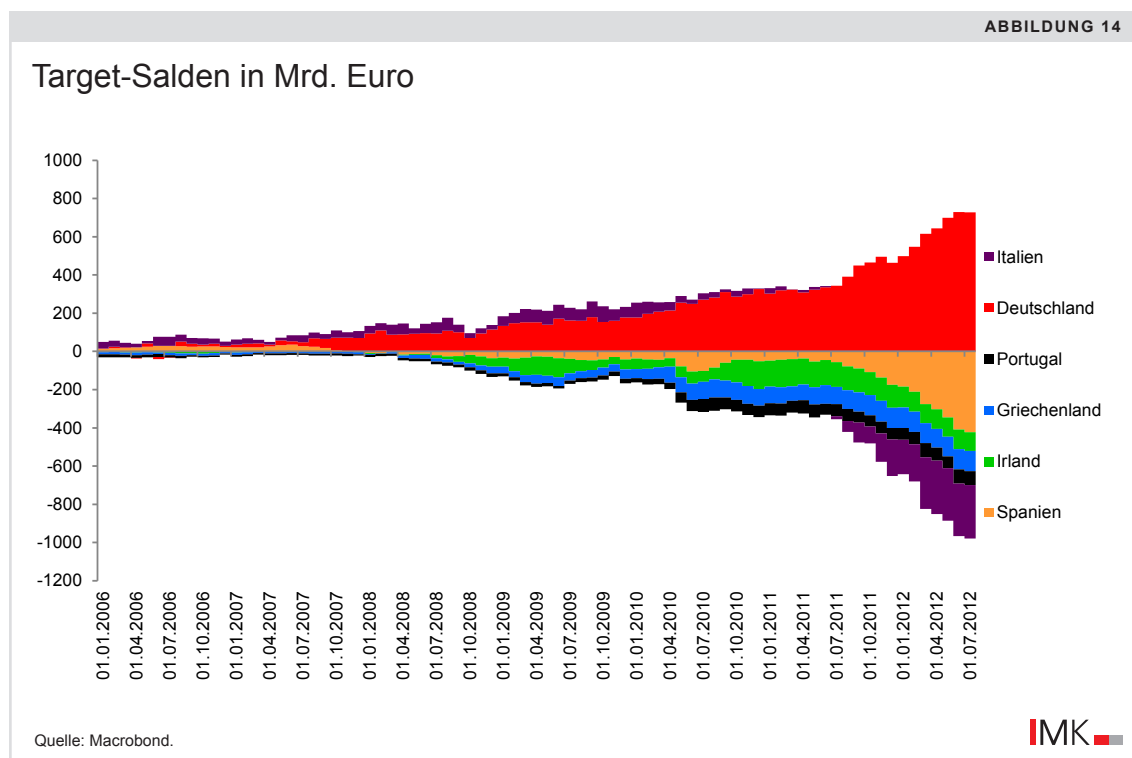
### 3. Wirtschaftspolitische Herausforderungen für die kurze Frist - eine systemische Antwort

#### 3.1 Erhalt oder Spaltung des Euroraums

Die aktuelle Lage im Euroraum ist trotz vielfältiger Maßnahmen noch nicht stabil. Dazu sind die Zinsen immer noch zu hoch, weil offensichtlich das Vertrauen der Märkte in den Fortbestand des Euroraums noch nicht wieder hergestellt ist. Auch herrscht weiterhin Besorgnis über weitere Schuldenschnitte. Zudem ist die Austeritätspolitik für die Krisenländer infolge der sich verstärkenden Rezession und steigender Arbeitslosigkeit nicht tragbar. Denkbar für die künftige Entwicklung sind vier Szenarien: In dem ersten Szenario tritt das am stärksten betroffene Land, Griechenland, aus dem Euroraum aus und führt eine eigene Währung ein. In dem zweiten Szenario zerfällt der Euroraum in zwei oder mehr Teile, entweder, weil der Austritt Griechenlands eine erneute Ansteckungswelle auslöst oder weil mehrere Länder für einen Bruch optieren. In dem dritten Szenario wird wie bisher wirtschaftspolitisch immer wieder nur das Nötigste für den Erhalt des Euroraums getan und dieser verharrt in einer längeren Phase der Stagnation bzw. Rezession. Eine Abkehr von der bisherigen Minimalstrategie markiert das vierte Szenario: Die Wirtschaft des Euroraums erholt sich und die makroökonomischen Ungleichgewichte werden abgebaut.

Propagiert wird ein Austritt Griechenlands verschiedentlich nicht nur mit Blick auf die Stabilität

des Euroraums sondern auch wegen vermeintlicher Vorteile für Griechenland selbst. Eine eigene Währung hat den unbestreitbaren Vorteil, dass die Wechselkurspolitik als zusätzliches makroökonomisches Instrument zur Verfügung steht. Die erforderliche reale Abwertung muss nicht über die Lohnstückkosten und Preise erfolgen, sondern über eine nominale Abwertung der Währung. Dieser Vorteil dürfte allerdings von mehreren Nachteilen in den Schatten gestellt werden: Das Vertrauen in die neue Währung und in die politische Stabilität des Landes wäre infolge der Ausgangslage einer hohen Auslands- und Staatsverschuldung sehr gering, mit der Konsequenz hoher Risikoprämien bei der Verzinsung von staatlichen wie auch privaten Wertpapieren und einer stärkeren Abwertung als außenwirtschaftlich erforderlich wäre. Eine starke Abwertung begünstigt für sich genommen zwar den Export und dämmt den Import ein; die Bedienung der Schulden Griechenlands erscheint dann allerdings unmöglich. Zugleich erhöht sich die Gefahr einer drastischen Preis-Lohn-Spirale, da eine kräftige Abwertung die Importe drastisch verteuert und die Realeinkommen deutlich schmälert. Die hohen Risikoprämien, die Anleger auf den Finanzmärkten dann für griechische Anleihen verlangen würden, dämpfen die wirtschaftliche Aktivität. Anders als für Griechenland selbst würden sich zwar die direkten Kosten für den übrigen Euroraum angesichts der geringen Größe des Landes und seiner im Ausland gehaltenen Verschuldung in engen Grenzen halten. Diese Aussage geht aber von der



unrealistischen Annahme aus, dass sich der Zerfall des Euroraums auf Griechenland begrenzen lässt.

Daher wird in Szenario 2 davon ausgegangen, dass auch größere Volkswirtschaften wie Spanien und Italien den Euro aufgeben, sei es weil infolge eines erneuten massiven Vertrauensverlusts im Zuge eines Austritts Griechenlands keine andere gangbare Option verbleibt oder weil diese Länder ihre wirtschaftlichen Perspektiven in einem eigenständigen Währungsraum günstiger einschätzen. Da die Abwertung der neuen Währung die reale Schuldenlast massiv erhöhen wird, ist ein Austritt ohne staatlichen Schuldenschnitt kaum vorstellbar. Davon wären nicht nur die bisherigen Krisenkredite des EFSF und des EFSM in Höhe von ausbezahlten 165 Mrd. Euro bzw. zugesicherten 350 Mrd. Euro betroffen, sondern auch die Verbindlichkeiten der nationalen Zentralbanken der austretenden Länder gegenüber der Europäischen Zentralbank im Rahmen des Verrechnungssystems Target2, die sich im Juli auf knapp 900 Mrd. Euro beliefen.<sup>9</sup> Hinzu kommen weitere staatliche und private Wertpapiere der austretenden Länder im Besitz der verbleibenden Eurostaaten sowie der dortigen Banken, Rentenversicherungsträger und privater Anleger. Die Staatsverschuldung wird unter diesen Umständen auch wegen der erforderlichen Rekapitalisierungen der Banken im Euroraum abermals drastisch steigen. Zugleich schwächt die Aufwertung des Euro gegenüber der Währung der ausgetretenen Länder die Exporte. Der gedämpfte Export, der Vermögensverlust und die absehbare verschärfte fiskalische Konsolidierung im Euroraum ebnen sodann den Weg in eine lang währende rezessive Entwicklung.

Im dritten Szenario wird die fortschwellende Krise immer wieder mit einer Minimalstrategie bekämpft. Die ist angesichts der damit verbundenen hohen Risikoprämien und überzogenen Sparziele nicht weniger problematisch. Es droht damit permanent das Eintreten des zweiten Szenarios. Dieses Szenario ist angesichts mangelnden Vertrauens und übermäßiger Konsolidierungsmaßnahmen an sich nicht stabil. Es ist allerdings denkbar, dass es infolge weiterer eng begrenzter Rettungsaktionen der Regierungen und der Zentralbank über Jahre hinweg Bestand hat, allerdings mit negativen Folgen für die unmittelbare wirtschaftliche Entwicklung sowie das Produktionspotential, und verbunden mit einem weiteren Anstieg der künftig zu bewältigenden Risiken.

In dem vierten Szenario werden die Überwindung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums und die fiskalische Konsolidierung mit einer Wachstumsstrategie verbunden. Dieses erfordert allerdings eine Abkehr von der bisherigen Politik und wird im Folgenden dargestellt.

### 3.2 Die EZB als Lender of Last Resort

Das Ruder herumzuwerfen ist nach zweieinhalb Jahren einer sich fortwährend verschärfenden Krise deutlich schwieriger als zu Beginn der Krise. Damals hätte sich diese noch im Keim ersticken lassen. Zudem sind bereits sehr hohe Kosten in Form von entgangener Produktion, nicht getätigter Investitionen und hoher Arbeitslosigkeit entstanden. Dennoch ist es selbst zu diesem späten Zeitpunkt noch möglich, die wirtschaftliche Lage im Euroraum zu stabilisieren, auf einen Pfad ausgewogenen Wachstums und steigender Beschäftigung umzuschwenken und auch die drohenden massiven Lasten für die Steuerzahler abzuwenden.

Das Entscheidende bei einer Überwindung einer Liquiditätskrise ist es, das Vertrauen der Anleger zurück zu gewinnen. Ein unentbehrlicher Bestandteil einer Krisenstrategie für den Euroraum ist es, Risiken aus dem Markt für Staatsanleihen zu nehmen, indem sich die EZB zu unbegrenzten Interventionen am Markt für Staatsanleihen zum Erreichen dieses Ziels bereit erklärt. Dies würde nicht nur die Zinslast der Staaten reduzieren und die Rentabilität von privaten Investitionen erhöhen, sondern auch das Bankensystem in den Krisenländern stärken. Die stark gesunkenen Kurse von Staatsanleihen aus den Krisenländern – Kehrseite des deutlichen Renditeanstiegs – sind eine wesentliche Ursache für die Liquiditäts- und Solvenzprobleme der dort ansässigen Banken.

### 3.3 Garantieübernahme und Konditionalität

Die EZB kann den Instabilitäten auf dem Markt für Staatsanleihen aber nur dann ein Ende bereiten, wenn sie eine Rückendeckung der Regierungen dahin gehend hat, dass diese ihre Entschlossenheit zeigen, den Euroraum in seiner gegenwärtigen Zusammensetzung zu erhalten und gemeinsam alle Staaten in die Lage zu versetzen, ihre Schulden zu bedienen. Die Einrichtung eines modifizierten Schuldentilgungsfonds, der einerseits eine Garantieübernahme impliziert, andererseits aber anders als vom Sachverständigenrat (2011) vorgeschlagen die Rückzahlungsbedingungen tragfähig gestaltet, könnte ein Pfeiler einer solchen Rückendeckung sein.

<sup>9</sup> Griechenland, Italien, Portugal, Spanien und Zypern.



Die in der aktuellen Krisenstrategie zum Ausdruck kommende Angst, dass eine Verringerung des Drucks durch eine Garantieübernahme und die Verringerung der Risikoprämien falsche Anreize für die Regierungen der Krisenstaaten setzen und die makroökonomische Instabilität im Euroraum erhöhen würde, ist aus mehreren Gründen fehlgeleitet.

Eine Garantieübernahme ist erstens kein Freibrief für unbegrenzte Schuldenaufnahme, sondern wird an Bedingungen geknüpft, wie weiter unten gezeigt. Zweitens ist die angeblich disziplinierende Kraft der Finanzmärkte ein Mythos, der sich spätestens in der internationalen Finanzkrise 2007-2009 offenbarte: Die Finanzmarktteilnehmer haben unzureichende Informationen, handeln nicht immer rational, folgen einem Herdentrieb und reagieren entsprechend zu spät und dann zu heftig. Es sind die Institutionen des Euroraums, die in Zukunft die Regierungen dahin gehend disziplinieren müssen, eine Wirtschaftspolitik zu verfolgen, die die makroökonomische Stabilität des Euroraums gewährleistet.

Die gegenwärtige Krisenstrategie beinhaltet ihrerseits zudem in zweierlei Hinsicht ein erhebliches Potential für Moral Hazard: Erstens entsteht durch die bisherige Minimalstrategie und ihre hohen wirtschaftlichen Kosten insofern Moral Hazard, als Regierungen einen Austritt kombiniert mit einem Schuldenschnitt als tragfähigere Variante einstufen. In einem Gedankengebäude, in dem Außenhandelsüberschüsse als Erfolg gewertet werden, entsteht zweitens weiteres Potenzial für Moral Hazard, indem Länder wie Deutschland weiterhin auf hohe Leistungsbilanzüberschüsse setzen und damit die makroökonomische Stabilität des Währungsraums gefährden.

Derzeit ist die Konditionalität ausschließlich an die Staatsverschuldung gekoppelt. Wichtiger als die Höhe der maximalen Schuldenstandsquote ist in diesem Zusammenhang, wie diese fiskalpolitisch zu erreichen ist. Insbesondere muss gewährleistet sein, dass die Einhaltung einer fiskalischen Regel keine prozyklische Wirkung entfaltet. Auch aus diesem Grund sollte die Konditionalität zum Schuldenabbau – anders als im ESM-Vertrag und in dem Schuldentilgungspakt des Sachverständigenrates (2011) vorgesehen – nicht an den Fiskalpakt gekoppelt werden. Stattdessen sollte ein Teil der Steuereinnahmen aus einer konjunkturereagiblen Steuerart, beispielsweise der Einkommensteuer, für die Rückführung der Schulden vorgesehen werden. Wegen der Schwierigkeiten ein strukturelles Defizit mit hinreichender Genauigkeit bestimmen zu können und der damit verbundenen Gefahr einer

prozyklischen Politik, sollte zudem statt einer Defizitregel ein Ausgabenpfad vorgegeben werden. Die negativen Wirkungen der Sparmaßnahmen auf die Nachfrage könnten teilweise mit europäisch finanzierten Investitionsprojekten abgemildert werden. Das vom Europäischen Rat im Juni beschlossene Maßnahmenpaket geht hier grundsätzlich in die richtige Richtung, ist aber quantitativ bei weitem unzureichend und zu wenig auf die akuten Bedürfnisse der Krisenländer konzentriert.

Wie weiter vorne ausführlich dargelegt, liegen der gegenwärtigen Krise nicht primär eine hohe Staatsverschuldung zugrunde, sondern Leistungsbilanzungleichgewichte. Aus diesem Grund muss die Konditionalität auch an die Leistungsbilanz gekoppelt sein. In Defizitländern muss die Fiskalpolitik entsprechend restriktiver ausgerichtet werden, wenn sich keine Besserung der Außenhandelsposition einstellt. Länder mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen müssen hingegen ihre Binnennachfrage steigern – auch unter Einsatz der Fiskalpolitik. Zeichnet sich keine Besserung der Lage ab, wird eine Strafzahlung fällig, beispielsweise eine Einzahlung in den Strukturfonds in Höhe von 20 % des über 3 % hinausgehenden Überschusses. Anders als bisher sind Sanktionen damit an den Abbau von Staatsschulden und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten gebunden. Sie sind symmetrisch konstruiert und nicht mehr nur an den Empfang von Hilfen gekoppelt, zu deren Einhaltung sich die Euroländer im Interesse einer stabilen Entwicklung des Euroraums verpflichten.

### 3.4 Differenzierte Fiskalpolitik

Die Konsolidierung der öffentlichen Schulden und der Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte erfordern somit eine differenzierte Fiskalpolitik. Für alle Länder gleichermaßen gilt allerdings, dass die Sparmaßnahmen zeitlich gestreckt werden müssen, zumal sich der Euroraum bereits in einer Rezession befindet. Die hohe negative Multiplikatorwirkung von Ausgabenkürzungen in der Krise hat zur Folge, dass das aktuelle Hinterher sparen bei Defizitziel-Verfehlungen in eine Sackgasse führt.

Ebenfalls für alle Euroländer gilt, dass vorübergehend die Steuern auf Spitzeneinkommen und Vermögen heraufgesetzt werden sollten, um die in der internationalen Finanzkrise aufgebaute zusätzliche Verschuldung zu reduzieren. Dies ist aus konjunktureller wie auch aus verteilungspolitischer Sicht sinnvoll. Auf diese Weise wird verhindert, dass öffentliche Investitionen deutlich verringert werden und damit das künftige Produktionspotential sinkt.

Darüber hinaus bedarf es aber auch einer länderspezifischen Herangehensweise sowohl bei der zeitlichen Streckung als auch bei der Zusammensetzung der fiskalpolitischen Instrumente. Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen, wie Deutschland, sollten angesichts der allgemeinen wirtschaftlichen Schwäche ihre Fiskalpolitik expansiv ausrichten und das Wachstum im Inland über die Binnennachfrage anregen. Die Arbeitslosenquote in Deutschland ist zwar im historischen Vergleich niedrig, das Potential an mobilisierbaren Fach- und anderen Arbeitskräften dürfte gleichwohl so hoch sein, dass die deutsche Wirtschaft mehrere Jahre mit Raten wachsen kann, die deutlich über dem Durchschnitt der vergangenen 10 Jahre liegen. Davon würden nicht nur die Beschäftigung und die Lohnentwicklung in Deutschland profitieren. Auch der Euroraum insgesamt würde stabilisiert und der Export der Krisenländer gefördert. Kehrt sich das Wachstumsgefälle im Euroraum dergestalt um, so ist eine Überwindung der Ungleichgewichte im Euroraum auch ohne eine Verletzung des Inflationsziels der EZB möglich.

### 3.5 Eckpunkte der Kurzfristlösung

Die vorangegangenen Abschnitte haben gezeigt, dass es für die Überwindung der Krise von herausragender Bedeutung ist, das Vertrauen wiederherzustellen. Die Lösung der aktuellen Krise im Euroraum erfordert entsprechend die Umsetzung von vier zentralen Punkten:

- 1. Bereitschaft der EZB unbegrenzt zu intervenieren
- 2. Bekenntnis der Regierungen diese Krise gemeinsam zu bewältigen
- 3. Konditionalität zum Abbau von Staatsschulden und Leistungsbilanzungleichgewichten
- 4. Differenzierte Fiskalpolitik als Konsequenz der Konditionalität.

Der erste Schritt wurde bereits getan. Die EZB hat am 6. September erklärt, gegebenenfalls unbegrenzt Staatsanleihen von Krisenländern zu kaufen, um die Kurse der Wertpapiere zu stützen und die Renditen auf ein tragbares Niveau zurückzuführen. Die Koppelung der Käufe an ein Hilfsprogramm des EFSF bzw. des ESM war in Ermangelung einer weiter reichenden Garantie der Euroländer folgerichtig. Die Durchschlagkraft dieses Instruments hängt entscheidend von weiteren Beschlüssen der Euroraum-Regierungen, wie beispielsweise der Einrichtung einer Art von Schuldentilgungspakt, ab.

Der zweite vertrauensbildende Schritt ist ein glaubwürdiges Bekenntnis der Regierungen, diese Krise gemeinsam und ohne weitere Schuldenschnitte zu bewältigen. Es muss vorab klargestellt

werden, dass es zu keinen weiteren Schuldenschnitten, wie im Falle Griechenlands im Frühjahr 2012, kommen wird. Eine Art von Schuldentilgungsfonds wäre ein praktikabler Weg, diese Zielsetzung institutionell umzusetzen: Garantieren die Euroländer gemeinschaftlich alle Schulden, die über eine Schuldenquote von 60 % des BIP hinausgehen, so schließen sie damit faktisch einen Schuldenschnitt aus. Dieses Vorgehen steht im Gegensatz zur derzeit angestrebten Praxis, dass Krisenländer, deren Staatsanleihen unter das Aufkaufprogramm der EZB fallen sollen, zunächst Mittel aus dem ESM beantragen müssen. Damit wird aber explizit die Möglichkeit eines Schuldenschnitts akzeptiert. Auf dieser Basis kann kein Vertrauen in die Sicherheit von Staatsanleihen entstehen, zumal die finanzielle Ausstattung des ESM, die strikt begrenzt ist, ohnehin nicht ausreichen würde, um die Refinanzierung der Anleihen mehrerer große Länder des Euroraums durchführen zu können. Es ist daher zweifelhaft, ob der eingeschlagene Weg zu deutlich verminderten Renditen führen wird.

Weitreichende Garantien bzw. Hilfen bedürfen aus mehreren Gründen Konditionalität. Deren Festlegung wäre der 3. Schritt. Sie müssen nicht nur der Gefahr von Moral Hazard entgegen wirken sondern auch so ausgestaltet sein, dass sie die künftige Zahlungsfähigkeit fördern. Entsprechend müssen die Konditionen an den Abbau der Staatsschulden einerseits und die Verringerung von Leistungsbilanzsalden andererseits gekoppelt werden. Letzteres ist von entscheidender Bedeutung, da Leistungsbilanzsalden unabhängig vom Vorzeichen auf sich anbahnende Zahlungsbilanzprobleme hindeuten, d.h. auf eine übermäßige Verschuldung von privaten Wirtschaftssubjekten oder dem Staat im Ausland bzw. als Kehrseite auf einen übermäßigen Aufbau von Forderungen gegenüber dem Ausland.

Da die Geldpolitik im Euroraum einheitlich ist, muss sich als 4. Schritt die Konditionalität in erster Linie an die nationale Fiskalpolitik richten. In den Ländern mit einer übermäßigen Staatsschuldenquote und Leistungsbilanzdefiziten ist die zu fordernde fiskalpolitische Ausrichtung eindeutig: Die Fiskalpolitik wirkt als Folge des Defizitabbaus restriktiv. Sie muss dies auch in dem Maße tun, in dem es keine flankierende Lohnpolitik gibt, die in der Lage wäre, die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. In den Ländern, die gleichzeitig Staatsschulden und Leistungsbilanzüberschüsse reduzieren müssen, ist die Ausgestaltung der Konditionalität komplexer. Der öffentliche Defizit- bzw. Schuldenabbau muss in erster Linie über Maßnahmen erfolgen, die die Binnennachfrage möglichst wenig beeinträchtigen, da die Leistungsbilanz-

Konditionalität eine Stärkung der Binnennachfrage erfordert; die Fiskalpolitik muss also insgesamt expansiv ausgerichtet sein.

Eine solche makroökonomisch konsistente und wachstumsfördernde Krisenstrategie ist im Großen und Ganzen mit den bestehenden institutionellen und rechtlichen Regelungen im Euroraum zu vereinbaren. Bei der zeitlichen Streckung und regionalen Differenzierung ist allerdings nicht nur der Fiskalpakt ein Hemmschuh, sondern auch die bereits seit längerem geltenden Regeln des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspaktes und des im Dezember 2011 in Kraft getretenen Six-Pack. Während der Fiskalpakt Übergangszeiten beinhaltet, greifen die nahezu ebenso strikten Regeln des Six-Pack bereits jetzt. Angesichts der historischen Seltenheit einer internationalen Finanzkrise mit darauf folgender Vertrauenskrise im Euroraum, die ihrerseits eine Rezession auslöste und die Gefahr eines Auseinanderbrechens des Euroraums beinhaltet, dürfte es hier möglich sein, die Notfall-Klausel zu aktivieren.

Eine detaillierte makroökonomische Überwachung besteht bereits jetzt durch den Six-Pack. Dieser umfasst neben Vorgaben zur fiskalischen Konsolidierung auch Beschränkungen der Leistungsbilanzungleichgewichte, die sich auch auf die Leistungsbilanzsalden beziehen. Diese müssten in erster Linie dahin gehend angepasst werden, dass sie symmetrisch definiert werden.

## 4. Eckpfeiler einer stabilen Währungsunion souveräner Staaten

### 4.1 Prinzipien einer langfristigen Lösung

#### 4.1.1 Die Bedeutung des Inflationsziels

Eine Währungsunion ist eine Vereinbarung über ein gemeinsames Inflationsziel. Selbst wenn dies, wie im Fall der Europäischen Währungsunion, nicht explizit juristisch festgehalten wurde, so kann man sich in einem gemeinsamen Währungsraum gleichwohl dieser ökonomischen Logik nicht entziehen. Ansonsten werden interne Zahlungsbilanzkrisen im Euroraum, die an der Wurzel der Euro-Krise stehen, immer wieder auftreten. Es ist an anderer Stelle gezeigt worden, dass dieses gemeinsame Inflationsziel in der Vergangenheit von vielen Mitgliedsstaaten in zum Teil eklatanter Weise verletzt wurde. Die Konsequenzen sind bekannt. Daher muss die künftige institutionelle Gestalt der Europäischen Währungsunion primär darauf abzielen,

eben dieser Logik Genüge zu tun. Es gilt also, Restriktionen oder Anpassungsmechanismen für die Zeit nach der Krise zu beschließen, die dafür sorgen, dass stark divergierende Inflationsentwicklungen nicht wieder zum Sprengsatz der Währungsunion werden.

Zu berücksichtigen ist auch, dass die Neugestaltung des Euroraums vor der Kulisse immer noch stark deregulierter Finanzmärkte ausgetragen wird. Vor diesem Hintergrund erzeugen Unsicherheiten unter Umständen heftige Marktreaktionen, die in einer Spirale abnehmenden Vertrauens münden können. Das spricht sicherlich für eine rasche, durchgreifende Regulierung der Finanzmärkte. Jedoch ist hiermit angesichts des Widerstandes der Finanzmarkkteure, die trotz aller Bemühungen offenkundig immer noch über einen hohen Einfluss auf die europäische Politik verfügen, nicht zu rechnen. Daher ist die mögliche Finanzmarktreaktion auf grundlegende Veränderungen im Euroraum immer zu berücksichtigen. Dabei spielt die Bankenunion im Grunde nur eine untergeordnete Rolle. Es ist zwar wünschenswert, dass zumindest die großen Banken euroraumweit gleichartig reguliert werden und auch haften, für die Stabilität des Euroraums sind jedoch institutionelle Reformen der wirtschaftspolitischen Instanzen bedeutsamer.

#### 4.1.2 Zentrale oder dezentrale Währungsunion?

Eine erste und viel diskutierte Frage, die sich in diesem Kontext stellt, ist, ob die Währungsunion zwangsläufig eine stärkere „Europäisierung“ im Sinne einer Zentralisierung der Entscheidungskompetenzen voraussetzt. In der Tat ist dies eine Option, mit der das Ziel einer stabilen Währungsunion erreicht werden kann. Würden entsprechende, automatisch wirkende Transfermechanismen etabliert, wären Inflationsdifferenzen ähnlich wie derzeit schon innerhalb jedes Nationalstaats weitgehend ohne Bedeutung. Denkbar wäre, dass, ähnlich wie in den USA im Verhältnis von Staaten zu Bundesstaat, neben der Steuer- und Abgabenkompetenz der Einzelstaaten eine entsprechende europäische Kompetenz hierfür eingeführt wird.

Die erste Voraussetzung für einen solchen Schritt ist freilich, dass die einzelnen Mitgliedsstaaten des Euroraums explizit auf mehr fiskalische Souveränität verzichten. Dies kann über Volksabstimmungen oder über Parlamentsentscheide geschehen. Die zweite Voraussetzung ist, dass die Währungsunion auf europäischer Ebene stärker demokratisiert wird (Bofinger et al. 2012). Die Hoheit über die europäische Steuerkompetenz muss beim Europäischen Parlament liegen. Es ist eine offene Frage, ob ein

solcher gravierender und die europäischen Beziehungen fundamental ändernder Prozess politisch gewollt ist. In jedem Fall ist der Zeitbedarf für derartige Veränderungen erheblich, so dass ein solcher Pfad nur sehr langfristig beschritten werden kann. Für die Stabilität des Euroraums ist es aber wichtig, dass eine langfristige Lösung der Krise auch schon kurzfristig aufscheint, um den Erwartungen auf den Märkten stabilen Halt zu geben, und auf diese Weise wirtschaftliches und politisches Vertrauen zu erzeugen. Daher besteht die Gefahr, dass ein solcher Prozess zu langwierig und auf kurze Sicht mit zu vielen Unsicherheiten behaftet ist.

Insofern ist es empfehlenswert, eine dezentrale Lösung zumindest auf mittlere Sicht ins Auge zu fassen. Sie sollte allerdings so gestaltet sein, dass sie auch eine auf Dauer engere Verbindung, so sie denn politisch gewünscht wird, nicht von vornherein ausschließt. Aus ökonomischer Sicht ist eine Währungsunion, bei der die Souveränität im Wesentlichen bei den einzelnen Mitgliedsstaaten verbleibt, prinzipiell möglich. Ohne automatische Transfermechanismen, muss dann jedoch sichergestellt werden, dass jeder Mitgliedsstaat das Inflationsziel auch wirklich einhält. Die bisher im Wesentlichen praktizierte Methode der Offenen Koordinierung dürfte hierdurch überfordert sein, zumal sie aufgrund der zwangsläufig offenen Ergebnisse zusätzliche Unsicherheit erzeugt.

Daher bedarf es einer konkreteren Abstimmung zwischen nationalen Fiskalpolitiken und der europäischen Geldpolitik. In der Verantwortung für die Einhaltung des Inflationsziels stehen bei dem dezentralen Weg letztlich die nationalen Regierungen. Die rechtliche Regelung wäre im Rahmen eines grundlegend erneuerten Fiskalpaktes vorzunehmen. Der bisherige Fiskalpakt, der ausschließlich auf Sparvorgaben ausgerichtet ist, ist nicht zielführend. Allseitiges Sparen wird zu einer tiefen Rezession im Euroraum und die ökonomischen Divergenzen weiter verstärken (IMK/OFCE/WIFO 2012). In diesem Rahmen gilt es auch, sich endgültig von einer Strategie adverser Sanktionen oder deren Androhung zu lösen, die den Euroraum als Ganzes letztlich stärker treffen als eine sich fehlverhaltende Regierung. Daher ist der Austritt oder Ausschluss aus dem gemeinsamen Währungsraum als Option grundsätzlich auszuschließen. Sanktionen müssen zwar verlässlich eintreten, aber nicht kontraproduktiv für den gesamten Euroraum sein.

#### 4.1.3 Wirtschaftspolitik in einer dezentralen Währungsunion

Die Politikbereiche sollten einer klaren Hierarchie und Sequenz folgen. Im Zentrum steht, und letzt-

lich verantwortlich ist die Fiskalpolitik und damit die Regierung eines Mitgliedlandes. Sie muss ihre Politik so ausrichten, dass das Inflationsziel im eigenen Land auf mittlere Sicht eingehalten wird und sich keine Zahlungsbilanzungleichgewichte herausbilden. Vorgelagert besteht aber auch eine wirtschaftspolitische Verantwortung der Lohnpolitik. Die Lohndynamik ist ein maßgeblicher Faktor für die Inflationsdynamik. Zu starke Lohnsteigerungen rufen die Gefahr hervor, dass das Inflationsziel überschritten, zu schwache, dass es unterschritten wird. Beides ist gleichermaßen schädlich. Die Lohnpolitik kann folglich die nationale Fiskalpolitik be- und entlasten. Allerdings kann diese Verantwortlichkeit nur in einem wirtschaftspolitischen Sinn bestehen, nicht aber Gegenstand von juristischen Verträgen und damit justiziabel sein. Das liegt an institutionellen Gegebenheiten, die nicht überwunden werden können oder sollen.

Die Bedingungen für eine makroökonomisch orientierte Lohnpolitik sind in den einzelnen Mitgliedstaaten des Euroraums unterschiedlich (Schulten 2006, Watt 2012: 110ff.). Voraussetzung hierfür ist ein Minimum an Koordinierung oder Zentralisierung der Lohnbildung. Dort, wo letztere weitgehend dezentral erfolgt, kann es keine Lohnpolitik in diesem Sinne geben. Allerdings bleibt in den Euroländern trotz Erosionstendenzen der Abdeckungsgrad kollektivvertraglicher Lohnabschlüsse relativ hoch, auch dort wo der gewerkschaftliche Organisationsgrad gering ist. Dies wird durch vielfältige institutionelle Mechanismen bewerkstelligt wie zum Beispiel Allgemeingültigkeitserklärungen und Tariftruegesetze. In manchen Ländern (zum Beispiel Frankreich) spielt der gesetzliche Mindestlohn eine wichtige Rolle als Orientierung bei Lohnvereinbarungen. In Belgien wird der Spielraum für Lohnerhöhungen explizit und bindend an Indikatoren der nationalen Wettbewerbsfähigkeit gekoppelt. In solchen Fällen ist die Wachstumsrate des (durchschnittlichen nationalen) Nominallohns nicht lediglich ein endogenes Ergebnis der jeweiligen Lage am Arbeitsmarkt, sondern innerhalb bestimmter Grenzen eine von der nationalen Politik direkt – d.h. nicht nur mittelbar über die Fiskalpolitik – beeinflussbare Größe.

Allerdings muss die europäische Politik die Tarifautonomie der nationalen Tarifparteien bzw. die Ergebnisse der jeweiligen Lohnsetzungsmechanismen auf der nationalen Ebene letztlich respektieren. Dies hat auch die starke Ablehnung des von Deutschland und Frankreich Ende 2010 lancierten Euro-Plus-Pakt deutlich gezeigt. Automatische Lohnkürzungen als Folge europäischer Verträge wären ein eklatanter Verstoß gegen dieses Prinzip.



Politisch bestünde die große Gefahr von Missbrauch zu Lasten der Arbeitnehmer. Ökonomisch gesehen würde deren Verhandlungsposition durch derartige Verträge erheblich geschwächt. Dies könnte dazu führen, dass in Zukunft die Beschäftigten nicht mehr proportional am Zuwachs der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Euroraums beteiligt würden. Als Konsequenz ergäbe sich eine fundamentale Schwäche der europäischen Binnen- nachfrage mit entsprechend verhaltenem Wachstum. Folglich steht zwar die Lohnpolitik auf der nationalen Ebene in einer allgemeinen wirtschafts- politischen Verantwortung, nimmt diese jedoch autonom wahr. Sinnvoll wäre daher, die zwar vorhandenen, jedoch schwachen Formen der europäischen Lohnkoordinierung politisch und institutionell zu stärken (Glassner/Watt 2010). Diese gibt es sowohl in der Form einer autonomen Koordinierung seitens der europäischen Gewerkschaften als auch in Gestalt des tripartistisch angelegten, aber schwach institutionalisierten Makroökonomischen Dialog (Koll 2011).

Es gibt aber nicht nur die Möglichkeit einer Lohn-, sondern auch die einer Gewinninflation. Die Analyse in Kapitel 2 zeigt, dass dies für viele der Krisenländer die wesentliche Ursache für die hohen Inflationsraten war. Das günstige wirtschaftliche Umfeld wurde dort vor allem für Preiserhöhungen genutzt, denen die Löhne dann teilweise auf der Basis von Indexierungsklauseln erst folgten. Dies weist entweder auf einen mangelhaft ausgeprägten Wettbewerb oder eine spekulative Blase hin. Insofern ist ihr, je nach Ursache, mit verschärften Wettbewerbsbedingungen oder einer entschlossenen Bekämpfung der Blasenbildung zu begegnen.

Sind die Entwicklungen der Löhne und Gewinne nicht mit den gesamtwirtschaftlichen Zielen vereinbar, und drohen sie in Kombination mit anderen Einflüssen das Inflationsziel zu verletzen, ist in jedem Fall die nationale Fiskalpolitik aufgefordert, adäquat gegen zu steuern. Sind die Lohnabschlüsse zu niedrig, um das Inflationsziel einzuhalten, muss sie expansiv sein; bei zu hohen Abschlüssen restriktiv.

Aber nicht nur die nationale Lohnpolitik kann dazu beitragen europäische Stabilität zu wahren, sondern auch eine national differenzierte Form der Geldpolitik. Der Humus der Euro-Krise bestand, wie an anderer Stelle dargelegt, auch in Kapitalströmen erheblichen Ausmaßes zwischen den Mitgliedsländern vor allem aus Deutschland in Richtung Spanien, Irland und Portugal. Sie wurden durch scheinbar günstige Renditechancen vor allem bei Immobilien und im Finanzsektor ausgelöst. Für sich genommen verursachen sie noch keine Zah-

lungsbilanzprobleme. Wenn jedoch allgemein hohe Renditen erwartet werden, so ist dies ein Humus für Fehlentwicklungen, die letztlich zu einer Zahlungsbilanzkrise führen können. In diesem Kontext sind überzogene Lohn- und Preissteigerungen, die sich zudem wechselseitig aufschaukeln zu nennen. Vor allem aber gehen derartige Tendenzen allgemeiner Euphorie mit einer starken Kreditaufnahme einher. Bei der Kreditentwicklung kann eine differenzierte Geldpolitik ansetzen. Sie kann beispielsweise durch differenzierte Mindestreserveanforderungen die Kreditvergabe in einzelnen Euroländern gezielt fördern oder drosseln. Auf diese Weise ist sie in der Lage, eine überschäumende Nachfrage, die zu überhöhten Inflationsraten führt, zu dämpfen.

Wichtig ist auch die zeitliche Sequenz der Politikbereiche. Die Lohnpolitik wie auch die Wettbewerbspolitik sind der Fiskalpolitik vorgelagert. Denn erst durch die Lohn- bzw. Gewinnentwicklung entsteht möglicherweise ein Problem das Inflationsziel einzuhalten, was dann wiederum eine fiskalpolitische Reaktion erfordert. Bei der Geldpolitik ist es anders. Sie kann erst agieren, wenn z.B. eine übermäßige Kreditvergabe erkennbar wird. Dies dürfte eher relativ spät der Fall sein. Schließlich ist ein Anziehen der Kreditvergabe in einer Volkswirtschaft noch nicht per se ein Alarmsignal für die Preisstabilität. Es kann schlicht Vorbote oder Begleiter eines wirtschaftlichen Aufschwungs sein, der ansonsten preisstabil verläuft.

Mit diesem Politikmix aus stabilitätsorientierter Fiskalpolitik und flankierender Geld- und Lohnpolitik lässt sich der Weg einer im Kern dezentral orientierten Währungsunion beschreiten. In diesem Rahmen wäre es weder notwendig, Kompetenzen in einem erheblichen Umfang auf einen sich noch formierenden europäischen Zentralstaat zu verlagern. Noch wäre es zwingend, aufwendige Transfermechanismen einzurichten, um Zahlungsbilanzungleichgewichte zu kompensieren.

## 4.2 Auf verschiedenen Wegen zum gleichen Ziel

### 4.2.1 Fiskalpolitik im Dienst eines stabilen Euroraums

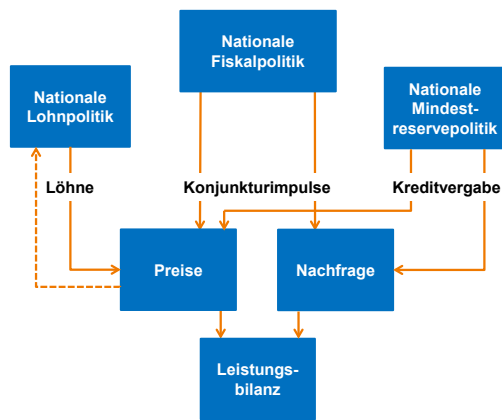
Die Fiskalpolitik ist in einer Währungsunion mit souveränen Nationalstaaten dafür zuständig, auf nationaler Basis und demokratisch legitimiert, makroökonomische Ungleichgewichte zu vermeiden. Von maßgeblicher Bedeutung sind dabei präventive Maßnahmen, die das Entstehen von Ungleichgewichten schon im Ansatz bekämpfen.

Deuten sich dauerhaft über dem Inflationsziel der EZB liegende Inflationsraten an, muss ein rest-



## Nationale Wirtschaftspolitik im Euroraum

Hierarchien und Wirkungsstränge



Quelle: IMK.



riktiver Kurs eingeschlagen werden. In einem Umfeld zu hoher Inflationsraten sind Wachstum und Beschäftigung zumindest anfänglich in der Regel sehr kräftig. Fiskalisches Bremsen der wirtschaftlichen Dynamik ist daher in der Regel in diesem Stadium ökonomisch und sozial verkraftbar. Der Vorteil dieser Politik ist, dass Wachstum und Beschäftigung auf eine stabilere Basis gestellt werden. Denn mit der gedämpften Dynamik sollte sich auch der zu hohe Preisaufrtrieb in Richtung des Inflationsziels beruhigen.

Dies gilt auch im umgekehrten Fall. Bleiben die Preissteigerungen unterhalb des Inflationsziels, muss die Fiskalpolitik expansiver werden. Da bei geringen Inflationsraten in der Regel auch die Konjunktur eher schwach ist, beschleunigt eine solche Strategie die konjunkturelle Dynamik.

Auf welche Weise die Fiskalpolitik restriktiver oder expansiver wird, ist Sache der nationalen Regierungen. Geringe Abweichungen vom Inflationsziel können zumeist bereits durch automatische Stabilisatoren aufgefangen werden. So steigen die Steuereinnahmen mit höheren Inflationsraten bei einem progressiven Steuertarif überproportional. Die hieraus resultierenden Mehreinnahmen gilt es dann aber nicht durch Steuer- und Abgabensenkungen bzw. Mehrausgaben dem Wirtschaftskreislauf wieder zuzuführen, sondern die Staatsverschuldung abzubauen. Bei niedrigen Inflationsraten sind die Steuereinnahmen relativ schwach; dies darf dann analog nicht durch Steuer- oder Abgabenerhöhungen bzw. durch Minderausgaben kompensiert werden. Je progressiver ein Steuer- und Abgabensystem gestaltet ist, desto eher kann es diese

stabilisierende Aufgabe erfüllen.

Erst wenn die Inflationsrate über einen längeren Zeitraum oder in größerem Ausmaß das Ziel zu verfehlen droht, ist diskretionäres fiskalpolitisches Handeln erforderlich. Dies ist erfahrungsgemäß schneller über Steueränderungen möglich. Wirksamer, aber langsamer sind veränderte Ausgaben (Truger/Will 2011b, IMF 2010). Es ist Aufgabe der nationalen Regierungen einzuschätzen, welcher Weg der adäquate ist. Sie sollten nur auf das Ziel verpflichtet werden, nicht auf den Weg dorthin.

### 4.2.2 Flankierende Politikbereiche

Die Fiskalpolitik muss umso weniger leisten, je stärker auf anderen Politikfeldern im Sinne eines stabilen Euroraums agiert wird. Eine Lohnpolitik ist dann entlastend, wenn sie zu Lohnabschlüssen führt, die auf mittlere Sicht gesamtwirtschaftliche Lohnzuwächse zur Folge hat, die dem gesamtwirtschaftlichen Produktivitätszuwachs plus dem Inflationsziel entsprechen. Weichen sie nach unten ab, droht die Gefahr zu geringer Preissteigerungen mit der Konsequenz entsprechender Handelsungleichgewichte. Entweder gelingt es der Lohnpolitik dann aus sich heraus die Abweichung bald korrigieren oder es bedarf anderer wirtschaftspolitischer Maßnahmen. Ersteres ist schwierig, da die Arbeitgeberseite dem Ansinnen höherer Lohnabschlüsse immer entgegensteht. Daher bedarf die Arbeitnehmerseite in diesem Fall einer arbeitsmarktpolitischen Unterstützung, die ihr höhere Lohnabschlüsse, z.B. durch Anhebung oder Einführung von Mindestlöhnen, ermöglicht. Gelingt dies alles nicht, und schlagen sich die niedrigen Lohnzuwächse in zu niedrigen Preissteigerungen nieder, ist die Fiskalpolitik gefordert. Sind die Lohnabschlüsse hingegen, gemessen an dem oben formulierten Stabilitätsziel, zu hoch, müssen symmetrische Reaktionen erfolgen.

Die flankierende nationale Geldpolitik sollte sich auf die nationale Kreditvergabe als Kenngröße konzentrieren. Denn in dieser wird sich das Aufkeimen von spekulativen Blasen am ehesten zeigen. Umgekehrt lässt eine sehr geringe Kreditvergabe auch einen zu geringen Preisanstieg erwarten. Die nationale Zentralbank sollte also rechtzeitig gegensteuern. Sie kann dies durch eine entsprechende Mindestreservpolitik umsetzen. Dabei verlangt sie eine Mindestreserveeinlage der Geschäftsbanken, die sie bei überbordender Kreditvergabe erhöhen und bei zu schwacher senken kann. Auf diese Weise verteuert bzw. verbilligt sie den Bezug von Zentralbankgeld und damit die Kreditvergabe im entsprechenden Mitgliedsland. Versuchen Kreditnachfrager ihren Bedarf in anderen Mitgliedsländern des

Euroraums mit günstigeren Vergabekonditionen zu befriedigen, würde das dortige Kreditvolumen steigen. Überschreitet es ebenfalls die Grenzen des gesamtwirtschaftlich Vernünftigen, müsste in der Folge auch dort die Mindestreserveeinlagen erhöht werden. Falls schließlich im gesamten Euroraum die Kreditvergabe zu kräftig wird, müsste die EZB ohnehin geldpolitisch reagieren.

#### 4.2.3 Institutionelle Reform des Euroraums

Unabhängig davon, ob ein zentralisierter oder ein dezentraler Weg in der Wirtschaftspolitik des Euroraums beschritten wird, sind grundlegende institutionelle Veränderungen unumgänglich. Hier sollen nur jene aufgezeigt werden, die schon bei dezentraler Ausrichtung der Wirtschaftspolitik erforderlich wären. Sie stellen insofern eine Art Minimum der wirtschaftspolitischen Koordination dar.

Das IMK hat schon vor längerer Zeit vorgeschlagen, einen Europäischen Währungsfonds (EWF) einzurichten (Horn et al. 2010b), dessen Aufgabe darin besteht, Abweichungen der nationalen Inflationsraten und die Leistungsbilanzen zu überwachen. Sollten sich Fehlentwicklungen andeuten, wären diese den Mitgliedsländern mitzuteilen. Zugleich kann der EWF Vorschläge für eine adäquate Politikreaktion geben. Er sollte diese jedoch den Mitgliedsländern nicht aufzwingen können. Damit wird die nationale Souveränität der Mitgliedsstaaten gewahrt. Darüber hinaus lässt ein solches Vorgehen eine Vielfalt an Möglichkeiten zu. Das kann bei unterschiedlichen nationalen institutionellen Gegebenheiten angemessen sein. Weiterhin kann sich durch eine Vielfalt an Politikstrategien ein Zugewinn an Erkenntnis über erfolgreiche und weniger erfolgreiche Wege ergeben. Entscheidend ist, dass das Ziel, die Preisstabilität zu wahren und Leistungsbilanzungleichgewichte zu vermeiden, erreicht wird.

Ein solches Vorgehen wirft sofort die Frage nach Sanktionsmöglichkeiten auf, die in Kraft treten, falls das Ziel nicht erreicht wird. Dabei ist zunächst vom EWF zu prüfen, ob übermäßige Leistungsbilanzsalden auf einen Mangel an wirtschaftspolitischem Bemühen oder auch auf andere äußere Einflüsse zurückzuführen sind. Nur in ersterem Fall wären Sanktionen überhaupt angemessen. Wie schon im vorigen Kapitel ausgeführt, sollten diese auf der einen Seite so niedrig-schwellig sein, dass der Bestand des Euroraums nicht gefährdet ist. Auf der anderen Seite müssen die Sanktionen automatisch greifen, damit sie als sicheres Ereignis im Fall von Fehlverhalten in die Erwartungen der Regierungen einfließen. Ferner sollten sie so gestaltet sein, dass sie für jede Regierung unerwünscht sind. Idealerweise könnte a priori

über vertragliche Regelungen eine Steuer- bzw. Ausgabenkategorie definiert werden, die je nachdem, ob das Land übermäßige Defizite oder Überschüsse in der Leistungsbilanz aufweist, erhöht oder gesenkt werden muss. Die Einnahmen aus den höheren Steuern müssten an den EWF abgetreten werden. Die Mindereinnahmen durch die Senkungen wären von den fraglichen Regierungen hinzunehmen. Als eine derartige Steuer käme vor allem die Einkommensteuer in Frage. Bei den Ausgaben wären im Fall von Kürzungen konsumtive Posten zu reduzieren, während bei Notwendigkeit höherer Ausgaben öffentliche Investitionen ausgeweitet werden sollten.

Es bleibt die Frage, wie ein EWF im Institutionengeflecht der EU angesiedelt sein könnte. So könnte der ESM die Keimzelle eines EWF sein. Er müsste mit entsprechenden Kapazitäten und Know How ausgestattet werden. Weiter müsste er auch die Überwachung der makroökonomischen Ziele von der EU-Kommission übernehmen. Denkbar wäre zudem auch, dass er bei der EU-Kommission angesiedelt wird, die ja derzeit schon eine Funktion bei der Überwachung des Six-Packs wahrnimmt. In diesem Fall aber müsste die Kommission stärker vom Parlament kontrolliert werden als bisher.

## 5. Den Währungsraum neu gestalten

Die bisherigen wirtschaftspolitischen Strategien sind trotz kleinerer Erfolge im Kern gescheitert. Hoffen lässt allein die angekündigte EZB-Intervention zum Kauf von Staatsanleihen. Gescheitert ist insbesondere ein Vorgehen, bei dem die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte über zum Teil drastische Ausgabenkürzungen erreicht werden sollte. Diese Politik entspricht nicht mehr neuesten makroökonomischen Erkenntnissen (IMF 2012) und legt weiten Teilen der Bevölkerung unerträgliche wirtschaftliche Lasten in Gestalt von Einkommenseinbußen und hoher Arbeitslosigkeit auf, die letztlich zu ihrem Scheitern führen muss, weil auf diese Weise die Einnahmenbasis des Staates erodiert. Damit fehlen die notwendigen Steuereinnahmen, um die Fehlbeträge hinreichend zurückzuführen. Zugleich erzeugen sie ob ihrer verheerenden wirtschaftlichen Konsequenzen Unsicherheit an den Finanzmärkten, was die Refinanzierung der Staatschulden immer wieder erschwert. Zumindest verhindert sie, dass die betroffenen Staaten wieder selbst am Kapitalmarkt aktiv werden können. Sie können also nicht auf eigenen Beinen stehen und bleiben auf Rettungsschirme angewiesen.

Ein Strategiewechsel ist daher dringend erforderlich. Er muss generell die Auflagen abmildern

und den Konsolidierungskurs strecken. Zugleich müssen Sanktionen für die gesamte Währungsunion tragfähig sein und dürfen nicht auf ihre Selbstzerstörung hinauslaufen. Daher ist die Einführung sanfterer, gleichwohl glaubwürdiger Sanktionen unerlässlich. Zugleich muss die institutionelle Neugestaltung des Euroraums beginnen, bei der dem Grundproblem unterschiedlicher, die Preisstabilität verletzender nationaler Inflationsraten und den daraus folgenden Zahlungsbilanzungleichgewichten in symmetrischer Weise Rechnung getragen wird. Hierfür erscheint es sinnvoll einen EWF zu schaffen, der für die Prävention, Vorschläge, Hilfsmaßnahmen und die Überwachung bei der Einhaltung der Ziele verantwortlich ist. Die Wege zum Ziel können und sollten dabei national durchaus vielfältig sein. Dies wäre eine Strategie, den Euroraum nachhaltig zu stabilisieren, ohne zumindest auf mittlere Sicht nationale Souveränitäten zu gefährden. Zudem wäre es ein Ausbruch aus dem Teufelskreis immer neuer Rettungsmaßnahmen mit drastischen ökonomischen Lasten für große Teile der europäischen Bevölkerung.

## Literatur

**Allsopp, C / Watt, A. (2003):** 'Trouble with EMU: Fiscal policy and its implications for inter-country adjustment and the wage-bargaining process', *Transfer, European Review of Labour and Research*, 10 (4), Winter 2003.

**Ball, L. / Leigh, D. / Loungani, P. (2011):** *Painful Medicine, Finance and Development* Nr. September, p. 20-23.

**Battini, N. / Callegari, G. / Melina, G. (2012):** *Successful Austerity in the United States, Europe and Japan*, IMF Working Paper Nr. 190.

**Bofinger, P. / Habermas, J. / Nida-Rümelin, J. (2012):** Für einen Kurswechsel in der Europapolitik, FAZ, 03.08. 2012 <http://www.faz.net/aktuell/habermas-bofinger-nida-ruemelin-fuer-einen-kurswechsel-in-der-europapolitik-11843182.html>

**Bouthevillain, C. / Caruana, J. / Checherita, C. / Cunha, J. / Gordo, E. / Haroutunian, S. / Langenus, G. / Hubic, A. / Mancke, B. / Pérez, J. J. / Tommasino, P. (2009):** Pros and Cons of Various Fiscal Measures to Stimulate the Economy, Banque Centrale du Luxembourg Working Paper Nr. 40.

**Cherif, R. / Hasanov, F. (2012):** *Public Debt Dynamics: The Effects of Austerity, Inflation, and Growth Shocks*, IMK Working Paper Nr. 230.

**Council of the European Union (2011):** Statement by the Heads of State or Government of the Euro Area and EU Institutions, 21.7.2011.

**D'Auria, F. / Denis, C. / Havik, K. / Mc Morrow, K. / Planas, C. / Raciborski, R. / Röger, W. / Rossi, A. (2010):** The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps, *European Economy Economic Papers* Nr. 420.

**ECB (2005):** Monetary Policy and Inflation Differentials in a Heterogenous Currency Area, *ECB Monthly Bulletin* May, ECB, Frankfurt a.M., ECB, Vol. 5, S. 61-77.

**ECB (2008):** The Eurosystem's Open Market Operations During the Recent Period of Financial Market Volatility, *ECB Monthly Bulletin* Nr. 5, p. 89-104.

**ECB (2011):** Private Sector Involvement and its Financial Stability Implications, *ECB Monthly Bulletin* Nr. October, p. 159-161.

**EU-Kommission (2011):** Jahreswachstumsbericht 2011, S. 4: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/eu\\_economic\\_situation/pdf/2011/com2011\\_11\\_de.pdf/](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/pdf/2011/com2011_11_de.pdf/)

**Flassbeck/Spiecker (2012):** Falsche Diagnose, falsche Therapie - wie die Politik in der Eurokrise dank falscher Theorie versagt, *WISO*, Jahrgang 35, Nr. 2, Seite 16-26

**Garber, P. (2010):** The Mechanics of Intra Euro Capital Flight, *Deutsche Bank Special Report*.

**Glassner / Watt, A. (2010):** The current Crisis reveals both: The Importance and the Limitations of the transnational Coordination of Collective Bargaining Policies, *Social Europe Journal*, <http://www.social-europe.eu/2010/07/the-current-crisis-reveals-both-the-importance-and-the-limitations-of-the-transnational-coordination-of-collective-bargaining-policies/>

**Guajardo, J. / Leigh, D. / Pescatori, A. (2011):** Expansionary Austerity: New International Evidence, IMF Working Paper Nr. 158.

**Hein, E. / Truger, A. (2006):** Europäische Finanzpolitik: Ausgabenpfade als konjunkturgerechte Alternative zum Stabilitäts- und Wachstumspfad, IMK Report Nr. 10.

**Hein, E. / Truger, A. (2008):** Fiscal Policy in the Macroeconomic Policy Mix. A Critique of the New Consensus Model and a Comparison of Macroeconomic Policies in France, Germany, the UK and Sweden from a Post-Keynesian Perspective, IMK Working Paper Nr. 3.

**Hoekstra, N. / Schuknecht, L. / Zemanek, H. (2012):** Going for Growth: The best course for sustained economic recovery, POLITEIA [http://www.wifa.uni-leipzig.de/fileadmin/user\\_upload/iwp-vwl/wipo-news/zemanek\\_Going\\_for\\_Growth\\_Final.pdf](http://www.wifa.uni-leipzig.de/fileadmin/user_upload/iwp-vwl/wipo-news/zemanek_Going_for_Growth_Final.pdf)

**Horn, G. / Mühlhaupt, B. / Rietzler, K. (2005):** Quo vadis Euroraum? Deutsche Lohnpolitik belastet Währungsunion. IMK Report, Nr. 1, August 2005.

**Horn, G. / Tober, S. (2007):** Wie stark kann die deutsche Wirtschaft wachsen?, IMK Report, Nr. 17.

**Horn, G. / Tober, S. / van Treeck, T. / Truger, A. (2010a):** Euroraum vor der Zerreißprobe? IMK Report, Nr. 48, April 2010.

**Horn, G. / Niechoj, T. / Tober, S. / van Treeck, T. / Truger, A. (2010b):** Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts: Nicht nur öffentliche, auch private Verschuldung zählt, IMK Report, Nr. 51, Juli 2010.

**Horn, G. / Lindner, F. (2011):** Kein Kapitalabfluss aus Deutschland. Eine Fundamentalkritik an Hans-Werner Sinns Kapitalexporthese. IMK Policy Brief, Mai 2011, Düsseldorf.

**Horn, G. / Lindner, F. / Niechoj, T. (2011):** Schuldenschnitt für Griechenland - ein gefährlicher Irrweg für den Euroraum, IMK Report Nr. 63.

**IMF (2003):** Fiscal Adjustment in IMF Supported Programs, Washington, D.C.

**IMF (2010):** Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation, IMF World Economic Outlook, Washington, IMF, S. 93-123.

**IMF (2012a):** Fiscal Monitor. Balancing Fiscal Policy Risks, Washington D.C.

**IMF (2012b):** Safe Assets: Financial System Cornerstone?, Global Financial Stability Report. The Quest for Lasting Stability, IMF, Washington D.C., IMF, S. 81-122.

**IMK / OFCE / WIFO (2012):** Fiskalpakt belastet Euroraum, IMK Report Nr. 71.

**INET (2012):** Breaking the Deadlock: A Path Out of the Crisis, Statement by the INET Council on the Eurozone Crisis, 23 July 2012, <http://ineteconomics.org/council-euro-zone-crisis/statement/>

**Joebges, H. / Lindner, F. / Niechoj, T. (2010):** „Mit dem Export aus der Krise? Deutschland im Euroraumvergleich“, IMK Report, Nr. 53, August 2010.

**Koll, Willi (2011):** Governance in der Krise – Neue Elemente der Koordinierung in der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), IMK Policy Brief, November 2011.

**Merler, S. / Pisani-Ferry, J. (2012):** Hazardous Tango: Sovereign-Bank Interdependence and Financial Stability in the Euro Area, Banque de France Financial Stability Review Nr. 16, p. 1-10.

**Niechoj, T. / Stein, U. / Stephan, S. / Zwiener, R. (2011):** „Deutsche Arbeitskosten und Lohnstückkosten im europäischen Vergleich - Auswirkungen der Krise. Auswertung der aktuellen Eurostat-Statistik bis 2010“, IMK Report, Nr. 60, März 2011.

**O'Brian, D. (2011):** Box A: Compositional Effects in Recent Trends in Unit Labour Costs, Central Bank Quarterly Bulletin, C. B. o. Ireland, Dublin, Central Bank of Ireland, S. 23-24.

**OECD (2009):** The Effectiveness and Scope of Fiscal Stimulus, OECD Economic Outlook, OECD, Paris, OECD, S. 105-150.

**OECD (2011):** Fiscal Consolidation: Targets, Plans and Measures, OECD Journal on Budgeting, Vol. 11 Nr. 2, p. 15-67.

**OECD (2012):** What is the Near-Term Global Outlook? An Interim Assessment, Handout for the Press.

**Rat der europäischen Union (2007, Ziffer 12):** Stellungnahme des Rates vom 27. März 2007; 2007/C 89/03.

**Reding, V. (2012):** Das Recht und die deutschen Juristen: ein luxemburgischer Zwischenruf 69. Deutscher Juristentag, München, 18 September, Press Release Rapid, Speech/12/614.

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011):** Verantwortung für Europa wahrnehmen. Jahrgutachten 2011/12, Wiesbaden.

**Schulten, T. (2006):** Solidarische Lohnpolitik in Europa. Zur Politischen Ökonomie der Gewerkschaften, VSA Verlag.

**Sinn, H.-W. (2010):** „Euro-Krise.“ Ifo-Schnelldienst 63(10).

**Theodoropoulou, S. / Watt, A. (2011):** Withdrawal Symptoms: An Assessment of the Austerity Package in Europe, ETUI Working Paper Nr. 2.

**Tober, S. (2011):** Die Europäische Zentralbank in der Kritik, IMK Report Nr. 67.

**Tober, S. (2012):** Schriftliche Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung des Haushaltsausschusses des Deutschen Bundestages am 7. Mai 2012. IMK Policy Brief, Mai 2012.

**Truger, A. / Will, H. (2011a):** Gestaltungsanfällig und pro-zyklisch: Die Deutsche Schuldenbremse in der Detailanalyse, IMK Working Paper Nr. 88.

**Truger, A. / Will, H. (2011b):** Eine Finanzpolitik im Interesse der nächsten Generationen. Schuldenbremse weiterentwickeln: Konjunkturpolitische Handlungsfähigkeit und öffentliche Investitionen stärken. IMK Studies, Nr. 24, 2011.

**Watt, A. (2012):** „A role for wage-setting in a new EU economic governance architecture after the crisis“, FEPS (Hrsg.) Austerity is not the solution. Contributions to European economic policy, FEPS: Brussels

Abgeschlossen am 9. Oktober 2012

---

## Impressum

### Herausgeber:

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)  
in der Hans-Böckler-Stiftung,  
Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf  
Telefon 0211 7778-331, Telefax 0211 7778-266  
IMK@boeckler.de, <http://www.imk-boeckler.de>

**Redaktionsleitung:** Andrew Watt

**Pressekontakt:** Rainer Jung, 0211 7778-150

**Hans Böckler  
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.