ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Arbeitskreis Konjunktur

**Research Report**

# Deutsche Konjunktur im Abwärtssog: Prognose-Update: Deutsche Konjunktur im Herbst 2011

IMK Report, No. 65

**Provided in Cooperation with:**
Macroeconomic Policy Institute (IMK) at the Hans Boeckler Foundation

*Suggested Citation:* Arbeitskreis Konjunktur (2011) : Deutsche Konjunktur im Abwärtssog: Prognose-Update: Deutsche Konjunktur im Herbst 2011, IMK Report, No. 65, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf, https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-201202274291

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/106080

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

IMK
Institut für Makroökonomie
und Konjunkturforschung

Report

Nr. 65 | Oktober 2011

# Deutsche Konjunktur im Abwärtssog

## Prognose-Update: Deutsche Konjunktur im Herbst 2011

Arbeitskreis Konjunktur[1]

**Noch im Sommer erschien die konjunkturelle Dynamik nach einem furiosen Start in das Jahr 2011 sehr kräftig, auch wenn sich leichte Beruhigungstendenzen andeuteten. Binnen kurzer Zeit hat sich dieses Bild grundlegend gewandelt. Das im Sommer vom IMK skizzierte Risikoszenario ist eingetreten. Die deutsche Wirtschaft ist in einen Abwärtssog geraten, der insbesondere im Euroraum die Folge der massiven öffentlichen Sparprogramme und der tiefen Skepsis über die weitere wirtschaftliche Entwicklung vor dem Hintergrund der Schuldenkrise ist. Dieser Abwärtssog wird im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums zunächst die Exporte und dann die Investitionen spürbar belasten. Da die Binnenkonjunktur nach wie vor recht stabil ist, wird Deutschland im Prognosezeitraum zwar nicht in eine Rezession abgleiten, aber mit mehr als einer wirtschaftlichen Stagnation ist 2012 nicht zu rechnen. Für das Jahr 2011 zeichnet sich eine immer noch sehr kräftige Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 3,2 % nach 3,7 % im Vorjahr ab. Im kommenden Jahr wird das Bruttoinlandsprodukt (BIP) jedoch im Verlauf stagnieren, auch wenn es im Jahresdurchschnitt noch um 0,7 % wächst. Im Euroraum ist die Konjunktur sogar noch schwächer. Nach einem Wachstum von 1,6 % in diesem Jahr wird die Zunahme des BIP 2012 bei 0,3 % liegen.**

**Dieser Prognose liegt die Annahme zu Grunde, dass es gelingt, eine Finanzmarktkrise abzuwenden, die wegen der jüngsten Turbulenzen im Zuge der Krise im Euroraum nicht ausgeschlossen werden kann. Sowohl politisch als auch ökonomisch ist der bisherige Prozess der Rettungsmaßnahmen äußerst fragil. Die parlamentarischen Mehrheiten für den Ausbau des Rettungsfonds (EFSF)[2] und den Aufbau des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) sind nicht sicher. Die überaus harten Sparmaßnahmen der Krisenländer wirken sich zunehmend dämpfend auf die Konjunktur des gesamten Euroraums aus. Aus dieser Konstellation kann sehr schnell eine fundamentale Vertrauenskrise entstehen. Diese würde sowohl den Euroraum als Ganzes als auch Deutschland in eine möglicherweise tiefe Rezession reißen.**

### Trübe Aussichten für Weltwirtschaft und Euroraum

In vielen Ländern und Regionen lagen Wachstum und Industrieproduktion zur Jahresmitte deutlich niedriger als es das überwiegend gute erste Quartal vermuten ließ. Die Weltwirtschaft wird zwar 2011 und 2012 insbesondere in Asien weiter expandieren, doch das Wachstum wird 2011 etwas niedriger liegen und sich 2012 stärker abflachen als noch in der letzten Prognose erwartet (Tabelle 1). Bedeutender aber noch ist, dass die schwelende Schuldenkrise im Euroraum nicht nur nicht gelöst werden konnte, sondern sich immer mehr zugespitzt hat und sich mittlerweile deutlich auf die Realwirtschaft auswirkt.

Asien weist weiterhin eine kräftige konjunkturelle Dynamik auf. Allerdings wird die Konsum- und Investi-

[1] Gustav Horn, Alexander Herzog-Stein (WSI), Peter Hohlfeld, Fabian Lindner, Torsten Niechoj, Sabine Stephan, Silke Tober, Achim Truger. Unter Mitarbeit von Rafael Wildauer.

[2] Europäische Finanzstabilisierungsfazilität

Tabelle 1

**Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts wichtiger Handelspartner**
Veränderungen gegenüber dem Vorjahr

| | Gewicht in %[1] | Bruttoinlandsprodukt | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 2010 | 2011 | 2012 |
| Euroraum | 43,0 | 1,8 | 1,6 | 0,3 |
| MOEL[2] | 9,5 | 4,2 | 4,0 | 3,4 |
| USA | 5,4 | 2,9 | 1,6 | 1,7 |
| China | 5,4 | 10,3 | 9,4 | 8,5 |
| ASEAN 5[3] | 1,2 | 6,8 | 5,5 | 5,4 |
| JAPAN | 1,1 | 4,0 | -0,4 | 2,6 |

[1] Anteil deutscher Exporte an Gesamtexporten in US-Dollar, Stand 2010.
[2] Mittel- und osteuropäische Länder, inkl. u.a. der neuen EU-Länder, Russlands und der Türkei.
[3] Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand, Vietnam.

Quellen: Eurostat; IMF Dots; IMF WEO; Berechnungen des IMK; ab 2011 Prognose des IMK.

tionsabschwächung in den USA und im Euroraum nicht spurlos an dieser Region vorbeigehen. In China wird der neue Fünfjahresplan das Investitionsniveau hoch halten, auch wächst der private Konsum bei steigenden Löhnen. Um Inflationsgefahren einzudämmen, steuert die Geldpolitik jedoch bereits vorsichtig gegen. Zusammengenommen wird sich das Wachstumstempo in China im Verlauf des Prognosezeitraums leicht abflachen. Die Ländergruppe ASEAN-5 mit Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand und Vietnam zeichnet sich durch eine kräftige Binnenkonjunktur aus und wird von der abkühlenden Weltkonjunktur daher weniger stark betroffen sein.

In Japan waren im zweiten Quartal 2011 die Folgen der Natur- und Reaktorkatastrophen immer noch deutlich zu spüren. Insbesondere die Automobilindustrie ist aus dem Tritt geraten und verzeichnet spürbare Produktionseinbußen. Auch der private Konsum und der Bau sind nach wie vor beeinträchtigt. Staatliche Maßnahmen zur Katastrophenbewältigung konnten dies nicht kompensieren. Im Verlauf der zweiten Jahreshälfte wird sich die Situation aber weiter normalisieren, vorausgesetzt die Energieversorgung wird dauerhaft wiederhergestellt. Exporte und Binnennachfrage werden steigen, sodass die Jahresrate 2011 zwar leicht negativ ausfallen wird, das Wachstum 2012 dann aber bei 2,6 % liegen dürfte.

Die US-amerikanische Wirtschaft ist im bisherigen Verlauf des Jahres 2011 nur schwach gewachsen. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt ist nach wie vor angespannt. Zwar ist die Arbeitslosenquote in der ersten Jahreshälfte gegenüber 2010 leicht gesunken, aber sie ist in einer Phase lang anhaltender wirtschaftlicher Schwäche ein schlechter Indikator, da sich immer mehr Erwerbslose vom Arbeitsmarkt zurückziehen. Auf Grund der schwachen Konjunktur stagniert die Beschäftigung.

Die anhaltend schlechte Lage auf dem Arbeitsmarkt wird zur Stagnation der Ausgaben der Haushalte für Konsum und Immobilien führen. Beides hat das US-Wachstum vor der Krise getragen. Darüber hinaus sind die Haushalte weiterhin stark verschuldet. Sie verwenden ihr Einkommen verstärkt dafür, ihre Hypotheken- und Konsumentenschulden zu reduzieren, was das Wirtschaftswachstum weiterhin belastet. Ein negativer Wachstumsimpuls in diesem und im nächsten Jahr entsteht durch das Auslaufen der Konjunkturprogramme. Im Gegensatz dazu haben die Ausrüstungsinvestitionen wegen der guten Ertragslage und den niedrigen Zinsen in der ersten Jahreshälfte recht kräftig zugenommen. Sie werden sich aber in der zweiten Jahreshälfte und 2012 mit der nachlassenden Weltkonjunktur und der verhaltenen Konsumnachfrage deutlich abschwächen. Da das erste Halbjahr besonders schwach war, wird das BIP-Wachstum in den USA in diesem Jahr nur bei 1,6 % liegen und im Jahr 2012 1,7 % betragen.

Im Kreis der nicht zur Europäischen Union gehörenden osteuropäischen Länder finden sich mit der Türkei und Russland zwei Volkswirtschaften mit anhaltend hohen Wachstumsraten, die sich bislang unbeeindruckt von der Krise gezeigt haben. Die Abschwächung der Weltkonjunktur dürfte aber auch hier zu einer leichten Dämpfung 2012 führen. Dies gilt umso mehr für Russland, das in den vergangenen Jahren von den sehr stark gestiegenen Energiepreisen profitiert hat.

Die zur Europäischen Union gehörenden mittel- und osteuropäischen Länder sind weiterhin durch eine aufholende Entwicklung gekennzeichnet. Einige von ihnen, insbesondere Polen, sind bislang sehr gut durch die Krise gekommen. Allerdings werden die Wachstumsraten im Prognosezeitraum wegen der im Euroraum schlechter laufenden Konjunktur und den damit verbundenen geringeren Exportsteigerungen dieser Länder in den Euroraum schwächer ausfallen. Der Euroraum als Ganzes hat das Vorkrisenniveau der Produktion noch nicht wieder erreicht und wird es auch im Prognosezeitraum nicht erreichen. In Griechenland ist das Wachstum als Folge der Konsolidierungsprogramme immer weiter eingebrochen und das BIP wird 2011 etwa um 5 % zurückgehen und auch 2012 mit 3,5 % deutlich schrumpfen. In Irland ist eine Bodenbil-

dung aufgrund der sich erholenden Exporte zu erkennen, doch das Land ist weiterhin weit vom Vorkrisenniveau entfernt. Die langsame Erholung bleibt angesichts des wenig positiven europäischen Umfeldes allerdings fragil. Auch Portugal wird 2011 und 2012 schrumpfen.

Für die übrigen Länder des Euroraums weisen sowohl der private Konsum als auch die Investitionen stagnative oder abwärts gerichtete Tendenzen auf, sodass eine Fortsetzung der kräftigen Erholung nicht zu erwarten ist, die sich im 1. Quartal in einigen Ländern abgezeichnet hatte. Das Konsumentenvertrauen sinkt gegenwärtig in vielen Ländern des Euroraums. Das Unternehmensvertrauen ist bereits seit mehreren Monaten abwärts gerichtet. Ein Grund hierfür dürfte sein, dass in den Krisenländern die Staatsausgaben zum Teil massiv zurück gefahren werden. Italien hat zudem ein weiteres, nun sehr umfangreiches Sparpaket verabschiedet, das auf vier Jahre angelegt ist und ein Einsparvolumen von knapp 1,4 % des BIP verteilt über den Prognosezeitraum vorsieht. In Frankreich, der zweitgrößten Volkswirtschaft des Euroraums nach Deutschland, sind bislang eher moderate Konsolidierungsmaßnahmen vorgesehen, die vor allem über Steuererhöhungen und das Auslaufen der Stabilisierungsmaßnahmen sowie die verabschiedete Anhebung des Rentenalters erreicht werden sollen.

Die Konsolidierungsmaßnahmen im Euroraum werden aufgrund der hohen Handelsverflechtung der Staaten untereinander zu einer weiteren Abschwächung der Binnennachfrage führen. Weiterhin angespannt bleibt die Lage bei den Staatsanleihen. Neben den mit Rettungspaketen unterstützten Ländern Griechenland, Portugal und Irland sind weitere Länder wie Spanien und Italien in den Verdacht von Zahlungsschwierigkeiten geraten, sodass ihre Refinanzierungskosten gestiegen sind. Die bisher umgesetzten sowie avisierten Politikmaßnahmen auf europäischer Ebene haben die Märkte nicht beruhigen können. Diese Situation ist ungelöst und spitzt sich tendenziell zu. Dies wird konjunkturelle Spuren hinterlassen. Beschäftigte, die um ihren Arbeitsplatz fürchten, reduzieren ihren Konsum, und Unternehmen, die eine nachlassende Nachfrage erwarten, sehen von Investitionen ab. Für den Prognosezeitraum wird unterstellt, dass es zu keinem staatlichen Zahlungsausfall kommt und die Finanzierung der Krisenländer weiterhin über Rettungspakete sichergestellt werden kann. Der Umstand, dass die Krise weiterschwelt, impliziert bereits die prognostizierte Abschwächung. Dass das BIP im Euroraum in diesem Jahr noch um 1,6 % zunehmen wird, liegt vor allem an der hohen Wachstumsrate im 1. Quartal 2011. Im Jahr 2012 wird dann nur noch ein Anstieg von 0,3 % erreicht. Käme es zu einer Verschärfung der Krise, ist zu erwarten, dass die Produktion im Euroraum 2012 deutlich schrumpft.

## Deutschland auf dem Weg in die Stagnation

Die deutsche Konjunktur hat im ersten Halbjahr 2011 an Tempo eingebüßt. Zwar legten sowohl die Exporte als auch die Ausrüstungsinvestitionen nochmals kräftig zu, aber die hohe Dynamik der Vorperioden wurde nicht mehr erreicht. Da Importe und Exporte in ähnlich starkem Ausmaß zunahmen, entfiel ein Wachstumsimpuls des Außenbeitrags. Der besonders starke Anstieg der Bauinvestitionen in der ersten Jahreshälfte infolge des Witterungseffekts zum Jahresende 2010 überzeichnete die konjunkturelle Grundtendenz. Der Zuwachs der privaten Konsumausgaben fiel verhalten aus.

Für den Prognosezeitraum haben sich die Aussichten auf eine Fortsetzung der Aufwärtsentwicklung stark eingetrübt. Zwar dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im dritten Quartal noch kräftig zugenommen haben. Darauf weisen der zuletzt starke Anstieg der Industrieproduktion und der Umsätze der Industrie sowie die hohen Auftragsbestände der Unternehmen hin. Allerdings signalisieren weiter vorlaufende Frühindikatoren eine deutliche Verlangsamung der Konjunktur. Stimmungsindikatoren wie die Geschäftserwartungen der Unternehmen des ifo-Index haben sich seit Jahresbeginn abgekühlt. Die positive Grundtendenz am Arbeitsmarkt hielt in diesem Jahr trotz der sich abkühlenden Konjunktur an, flachte im Verlauf aber bereits erkennbar ab.

Im nächsten Jahr wird die konjunkturelle Dynamik nahezu zum Stillstand kommen. Das Expansionstempo der Weltkonjunktur schwächt sich ab mit entsprechend negativen Auswirkungen für die deutschen Exporte. Besonders ausgeprägt dürfte die Abflachung der Konjunktur im Euroraum ausfallen. In vielen Ländern wird infolge der Konsolidierungsmaßnahmen die Finanzpolitik stark restriktiv wirken. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporteure wird sich nur geringfügig verbessern. Alles in allem werden sich die Perspektiven für die deutsche Exportwirtschaft stark eintrüben. Dies wird wiederum die Investitionstätigkeit deutscher Unternehmen spürbar belasten, sodass deren Zunahme deutlich schwächer sein wird. Die privaten Konsumausgaben werden jedoch aufgrund der weiterhin hohen Beschäftigung und leicht steigender Realeinkommen die Konjunktur in Deutschland stützen.

Tabelle 2

**Rahmendaten der Prognose**
Jahresdurchschnittswerte

| | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|
| Dreimonats-Euribor (%) | 0,8 | 1,4 | 0,9 |
| Rendite zehnjähriger Staatsanleihen EWU-12 (%) | 3,6 | 4,5 | 3,8 |
| Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (USA) (%) | 3,2 | 2,9 | 2,3 |
| Wechselkurs (USD/EUR) | 1,33 | 1,41 | 1,40 |
| Realer effektiver Wechselkurs des Euro (gegenüber 40 Ländern)[1] | 99,3 | 99,1 | 98,3 |
| Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands (gegenüber 56 Ländern)[1] | 92,9 | 92,4 | 91,9 |
| Tarifindex (Bundesbank, je Stunde) (%, Vj.) | 1,6 | 1,8 | 2,5 |
| Ölpreis (Brent, USD) | 80 | 111 | 110 |

[1] Sinkende Werte des jeweiligen Indikators bedeuten eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit.

Quellen: Deutsche Bundesbank; EZB; U.S. Energy Information Administration (EIA); Federal Reserve; Berechnungen des IMK; ab 2011 Prognose des IMK.

Tabelle 3

**Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland**
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|
| **Verwendung**[1] | | | | |
| Private Haushalte[2] | -0,1 | 0,6 | 1,3 | 0,7 |
| Staat | 3,3 | 1,7 | 1,1 | 1,0 |
| Ausrüstungen | -22,8 | 10,5 | 10,0 | 3,0 |
| Bauten | -3,0 | 2,2 | 5,1 | 1,1 |
| Sonstige Anlagen | 0,6 | 4,7 | 4,2 | 3,7 |
| Exporte | -13,6 | 13,7 | 8,3 | 3,6 |
| Importe | -9,2 | 11,7 | 7,7 | 4,1 |
| Bruttoinlandsprodukt | -5,1 | 3,7 | 3,2 | 0,7 |
| **Preise** | | | | |
| Bruttoinlandsprodukt | 1,2 | 0,6 | 0,4 | 1,1 |
| Konsumausgaben[2] | 0,1 | 1,9 | 1,9 | 1,4 |
| Importe | -6,6 | 4,5 | 5,8 | 1,2 |
| Nachrichtlich: | | | | |
| Verbraucherpreise | 0,4 | 1,1 | 2,3 | 1,6 |
| **Einkommensverteilung** | | | | |
| Arbeitnehmerentgelte | 0,1 | 2,5 | 4,3 | 2,5 |
| Gewinne[3] | -13,5 | 10,5 | 1,5 | 1,0 |
| Volkseinkommen | -4,6 | 5,1 | 3,4 | 2,0 |
| Nachrichtlich: | | | | |
| Tariflöhne (Stundenbasis) | 2,1 | 1,6 | 1,8 | 2,5 |
| Effektivverdienste (Stundenbasis) | 3,0 | 0,0 | 2,7 | 2,2 |
| Lohndrift | 0,9 | -1,6 | 0,9 | -0,3 |
| Bruttolöhne und -gehälter | -0,2 | 2,7 | 4,4 | 2,5 |
| Bruttolöhne und -gehälter je Beschäftigten | -0,2 | 2,2 | 3,1 | 2,0 |
| **Entstehung** | | | | |
| Erwerbstätige | 0,0 | 0,5 | 1,3 | 0,5 |
| Arbeitszeit je Erwerbstätigen | -2,8 | 1,8 | 0,1 | -0,8 |
| Arbeitsvolumen | -2,7 | 2,3 | 1,4 | -0,2 |
| Produktivität (je Stunde) | -2,5 | 1,4 | 1,7 | 0,9 |
| Bruttoinlandsprodukt[1] | -5,1 | 3,7 | 3,2 | 0,7 |
| Nachrichtlich: | | | | |
| Erwerbslose,[4] in 1000 | 3 228 | 2 946 | 2 586 | 2 404 |
| Erwerbslosenquote, in % | 7,4 | 6,8 | 5,9 | 5,5 |
| Arbeitslose,[5] in 1000 | 3 415 | 3 238 | 2 977 | 2 865 |
| Arbeitslosenquote,[6] in % | 8,1 | 7,7 | 7,1 | 6,8 |
| Lohnstückkosten | 6,0 | -1,5 | 2,3 | 1,6 |
| Budgetsaldo, in % des BIP | -3,2 | -4,3 | -0,8 | -0,9 |

[1] Preisbereinigt.
[2] Private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
[3] Unternehmens- und Vermögenseinkommen.
[4] In der Abgrenzung der International Labour Organization (ILO).
[5] In der Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit.
[6] In % der zivilen Erwerbspersonen.

Quellen: Deutsche Bundesbank; DESTATIS; Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen des IMK; ab 2011 Prognose des IMK.

Die monetären Rahmenbedingungen für die deutsche Wirtschaft werden sich im Prognosezeitraum nicht wesentlich verändern. Die Prognose beruht auf der Annahme weitgehend unveränderter Wechselkurse. Die Geldpolitik, die die Maßnahmen der quantitativen Lockerung bereits wieder ausgeweitet hat, dürfte den Leitzins angesichts der schwächelnden Konjunktur im Euroraum Anfang 2012 um 0,5 Prozentpunkte senken (Tabelle 2). Im Jahresdurchschnitt 2012 dürfte die Geldpolitik damit etwas expansiver wirken als in diesem Jahr. Die Kreditzinsen, die in den vergangenen 12 Monaten um mehr als einen halben Prozentpunkt gestiegen sind, werden auch unter dem Eindruck der deutlich verringerten langfristigen Zinsen etwas sinken. Allerdings bedeuten die starken Aktienkursverluste und die zunehmende Spanne zwischen den Renditen von Wertpapieren unterschiedlicher Bonität eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen.

Die deutsche Finanzpolitik ist in diesem Jahr auf einen kräftigen Restriktionskurs eingeschwenkt, der sich im nächsten Jahr nahezu ungebremst fortsetzen wird. Das Auslaufen der Konjunkturpakete sowie zusätzliche Sparmaßnahmen im Rahmen des sogenannten Zukunftspaketes der Bundesregierung führen in diesem Jahr zu einem diskretionären fiskalischen

Impuls von -0,6 % des BIP; im nächsten Jahr wird er -0,5 % des BIP betragen.

Alles in allem erwartet das IMK für den weiteren Verlauf dieses Jahres ein abnehmendes Tempo der gesamtwirtschaftlichen Expansion. Im Jahresverlauf 2011 wird das BIP um 2,7 % zunehmen; im Jahresdurchschnitt um 3,2 %. Das IMK senkt somit seine Prognose gegenüber dem Juni um 0,8 Prozentpunkte. Im Jahr 2012 wird das Wirtschaftswachstum im Verlauf mit 0,1 % nahezu stagnieren; im Durchschnitt wird das BIP noch um 0,7 % zunehmen (Abbildung 1, Tabellen 3 und 4). Damit senkt das IMK seine Prognose für das kommende Jahr sogar um 1,6 Prozentpunkte.

Die dynamische Konjunktur zu Jahresbeginn und die bislang unerwartet stark sprudelnden Steuereinnahmen bei gleichzeitig starker Ausgabendisziplin tragen 2011 zu einer beschleunigten Haushaltskonsolidierung bei: Der gesamtstaatliche Budgetsaldo wird in diesem Jahr nur noch -0,8 % des BIP betragen nach -4,3 % im Jahr 2010. Im nächsten Jahr wird sich der Saldo trotz weiterhin restriktiver Fiskalpolitik aufgrund der starken Wachstumsverlangsamung wieder minimal auf -0,9 % des BIP verschlechtern.

Tabelle 4

**Statistische Komponenten des BIP-Wachstums**
in % bzw. Prozentpunkten

| | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|
| Statistischer Überhang am Ende des Vorjahres[1] | 1,0 | 1,2 | 0,8 |
| Jahresverlaufsrate[2] | 3,8 | 2,7 | 0,1 |
| Jahresdurchschnittliche BIP-Rate, arbeitstäglich bereinigt | 3,6 | 3,2 | 0,9 |
| Kalendereffekt[3] | 0,1 | -0,1 | -0,2 |
| Jahresdurchschnittliche BIP-Rate | 3,7 | 3,2 | 0,7 |

[1] Saison- und arbeitstäglich bereinigter Indexstand im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum arbeitstäglich bereinigten Quartalsdurchschnitt des Vorjahres.
[2] Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, arbeitstäglich bereinigt.
[3] In % des BIP.

Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK; ab 2011 Prognose des IMK.

## Krise im Euroraum bremst Außenhandel

In der ersten Jahreshälfte 2011 legten die deutschen Exporte von Waren und Dienstleistungen im Verlauf kräftig zu. Nominal betrug der Anstieg 5,2 %; preisbereinigt belief er sich auf 3,8 %. Besonders kräftig expandierten die Lieferungen in die osteuropäischen EU-Mitgliedsländer und nach Russland sowie in den asiatischen Raum. Die Ausfuhren in den übrigen Euroraum hingegen entwickelten sich unterdurchschnittlich (Abbildung 2).

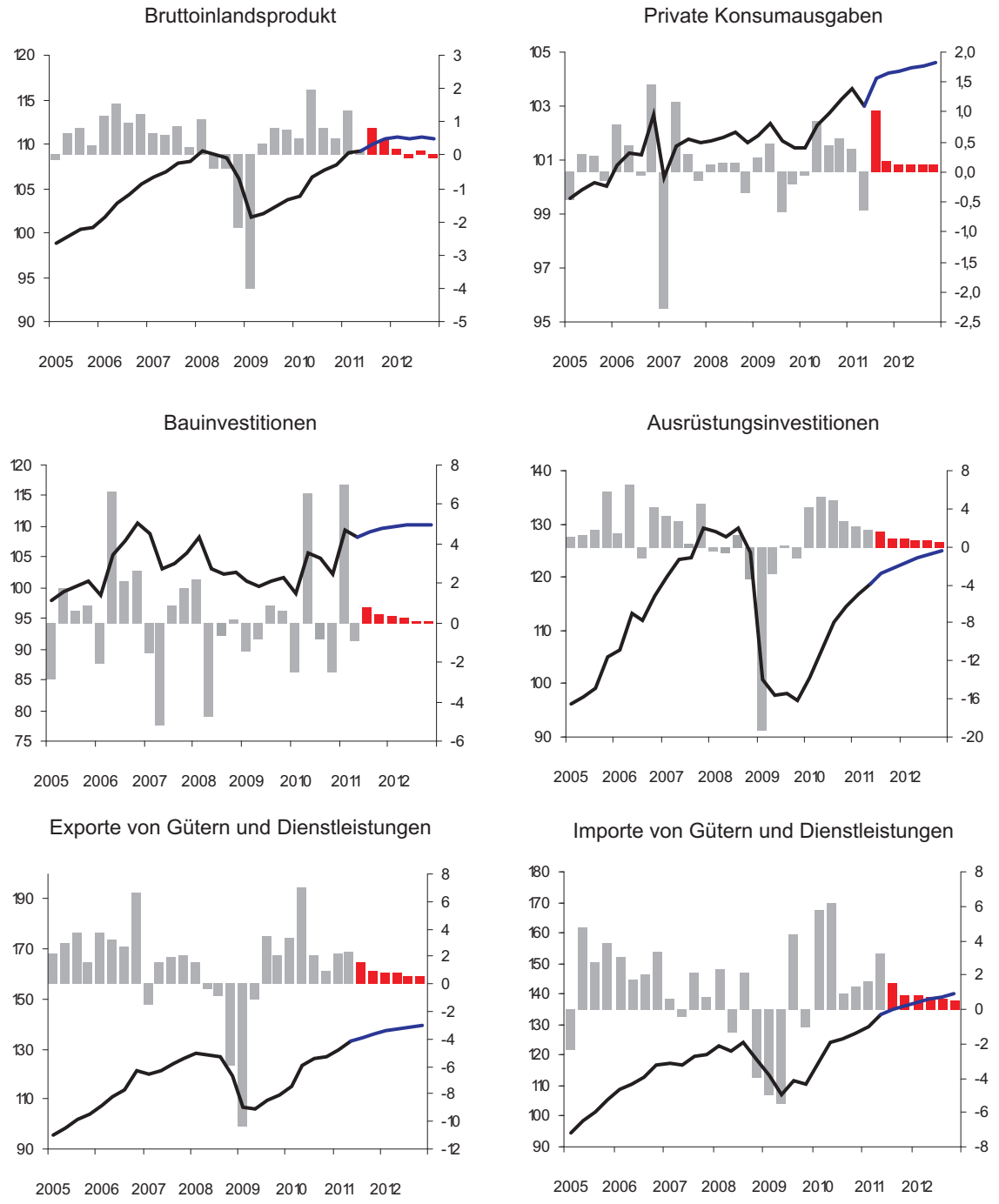
Im Prognosezeitraum wird sich das Exportwachstum stark abschwächen. Das liegt in erster Linie daran, dass zahlreiche Euroländer ihren ohnehin rigiden Konsolidierungskurs, der sich bereits in diesem Jahr in einer merklichen Abschwächung der Exportdynamik in den Euroraum niederschlägt, nochmals verstärkt haben, sodass der Absatz deutscher Erzeugnisse im gemeinsamen Währungsraum im nächsten Jahr allenfalls gering zunehmen wird. Des Weiteren dürfte der Warenverkehr mit den USA unter den für die Prognose getroffenen Annahmen, dass der Wechselkurs bei 1,40 US-Dollar je Euro liegt und die amerikanische Wirtschaft nur wenig wächst, kaum ausgeweitet werden. Kräftige positive Impulse bekommt der deutsche Außenhandel hingegen von der nach wie vor lebhaften Nachfrage aus dem asiatischen Raum sowie aus den osteuropäischen EU-Mitgliedsländern und Russland. Alles in allem werden die Exporte von Waren und Dienstleistungen in diesem Jahr im Verlauf um 7,0 % und im kommenden Jahr um 2,6 % zunehmen. Im Jahresdurchschnitt beträgt der Anstieg 2011 8,3 %; 2012 liegt er bei 3,6 %.

Auch die Importe von Waren und Dienstleistungen sind im ersten Halbjahr 2011 im Verlauf kräftig gewachsen. Nominal betrug der Anstieg 7,9 %; preisbereinigt belief er sich auf 3,9 %. Besonders stark nahmen die Einfuhren von Energieträgern, Vorleistungs- und Investitionsgütern zu. Vor dem Hintergrund einer sich stark abschwächenden Exportdynamik und einer nachlassenden Investitionstätigkeit im Inland wird sich das Expansionstempo der Importe im Prognosezeitraum deutlich verlangsamen. Im Verlauf werden die Einfuhren von Waren und Dienstleistungen im Jahr 2011 um 7,3 % und im Jahr 2012 um 2,6 % zulegen. Das entspricht einem jahresdurchschnittlichen Zuwachs von 7,7 % in diesem und 4,1 % im nächsten Jahr. Der Außenhandel wird in diesem Jahr mit 0,6 Prozentpunkten zum Wachstum beitragen; 2012 wird er einen negativen Wachstumsbeitrag aufweisen (-0,2 Prozentpunkte) (Tabelle 5).

Die Einfuhrpreise haben in der ersten Jahreshälfte 2011 aufgrund stark gestiegener Preise für Energieträger, Rohstoffe, Metalle und Nahrungsmittel kräftig angezogen. Im Prognosezeitraum wird der Rohölpreis nahezu unverändert bleiben. Die schwache Konjunktur im Euroraum und in den USA wird den Preisauftrieb bei den Metallen und den anderen Rohstoffen deutlich dämpfen. Insgesamt wird der Anstieg des Importdeflators in diesem Jahr 5,8 % und im nächsten Jahr 1,2 % betragen.

Abbildung 1

**Verwendung des Bruttoinlandsproduktes**
Saison- und kalenderbereinigte Verläufe[1]

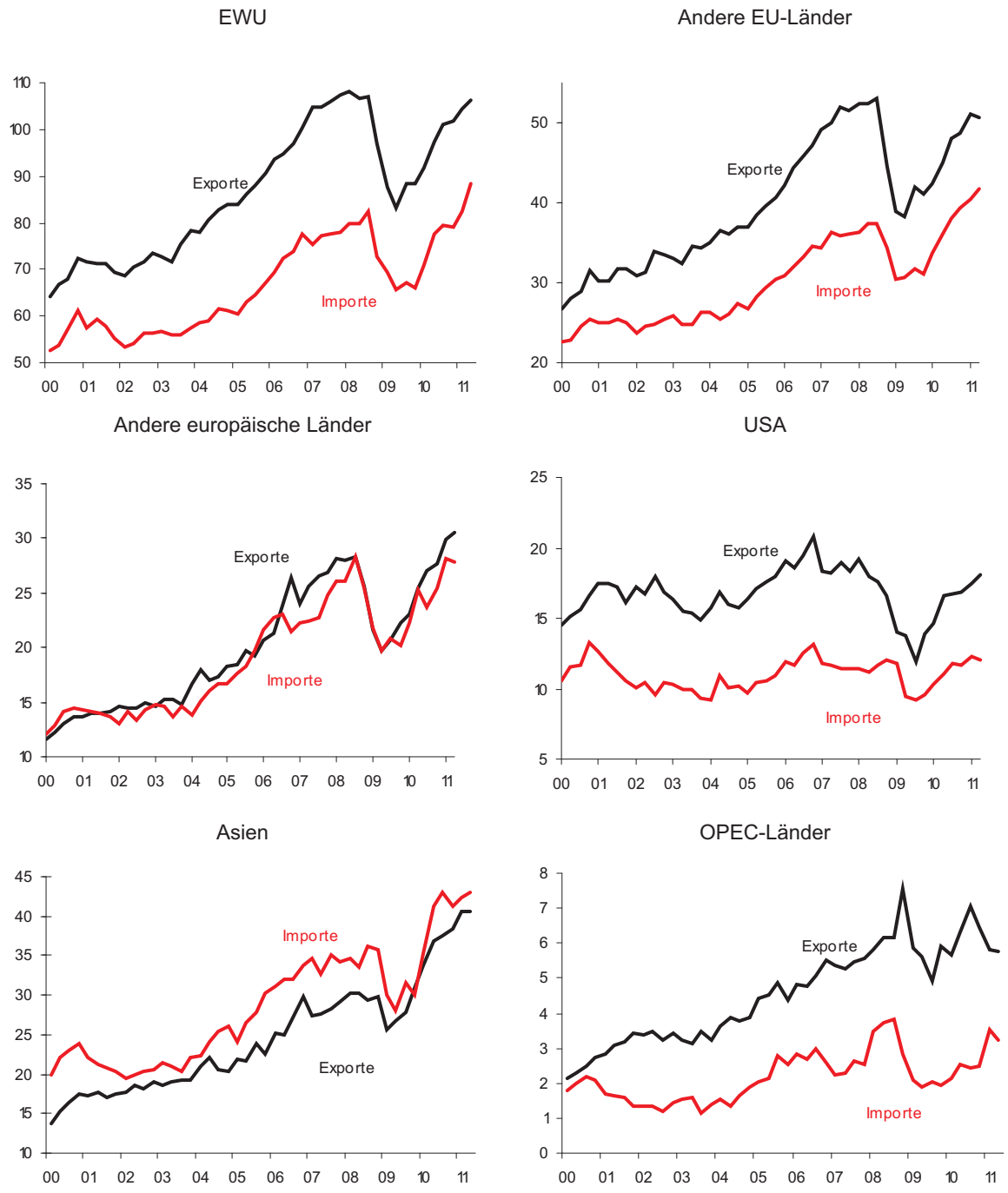



Kettenindex 2000 = 100 (linke Skala).
Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).
[1] Ab 3. Quartal 2011: Prognose des IMK.

Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK.

Abbildung 2

**Außenhandel Deutschlands nach Regionen**
Spezialhandel, saisonbereinigte Quartalswerte in Mrd. Euro




Quellen: Deutsche Bundesbank; DESTATIS; Berechnungen des IMK.

Tabelle 5

**Wachstumsbeiträge der Verwendungsaggregate[1] in Deutschland**
in Prozentpunkten

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|
| Bruttoinlandsprodukt | -5,1 | 3,7 | 3,2 | 0,7 |
| Inlandsnachfrage | -2,4 | 2,3 | 2,7 | 0,9 |
| Konsumausgaben | 0,6 | 0,7 | 0,9 | 0,6 |
| Private Haushalte | 0,0 | 0,4 | 0,8 | 0,4 |
| Staat | 0,6 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| Anlageinvestitionen | -2,1 | 1,0 | 1,5 | 0,5 |
| Ausrüstungen | -1,9 | 0,7 | 0,9 | 0,3 |
| Bauten | -0,3 | 0,2 | 0,6 | 0,1 |
| Sonstige Anlagen | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Vorratsveränderung | -0,9 | 0,6 | 0,3 | -0,2 |
| Außenbeitrag | -2,6 | 1,5 | 0,6 | -0,2 |
| Ausfuhr | -6,5 | 5,8 | 3,9 | 1,7 |
| Einfuhr | 3,9 | -4,3 | -3,3 | -1,9 |

[1] Berechnet aus verketteten Volumenangaben; Lundberg-Komponente; Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK; ab 2011 Prognose des IMK.

Im ersten Halbjahr 2011 sind die Exportpreise deutlich langsamer gestiegen als die Importpreise. Im Prognosezeitraum wird sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft nicht weiter verbessern und die Nachfrage aus den Euroländern und aus den USA wird aufgrund der schwachen Konjunktur merklich nachlassen. Vor diesem Hintergrund dürften die Preisüberwälzungsspielräume deutscher Exporteure im Prognosezeitraum sehr begrenzt sein. Per saldo wird es zu einem moderaten Anstieg des Exportdeflators von 3,2 % in diesem und 0,9 % im nächsten Jahr kommen. Nach der starken Verschlechterung der Terms of Trade im Jahr 2011 werden sie 2012 annähernd unverändert bleiben.

## Schwächere Investitionstätigkeit

Die Ausrüstungsinvestitionen expandierten in der ersten Jahreshälfte 2011 nochmals kräftig, wenngleich die besonders hohe Dynamik der Vorperioden (9,0 % und 6,3 %) nicht mehr erreicht wurde; saisonbereinigt stiegen sie um 4,3 %. Trotzdem liegen sie damit immer noch rund acht Prozentpunkte unter dem Ausgangsniveau von vor der Krise. Maßgeblich für den Anstieg dürften angesichts zunehmend ausgelasteter Kapazitäten der Unternehmen vermehrt Erweiterungsinvestitionen gewesen sein. Pessimistischere Geschäftserwartungen – sie sind im September den siebten Monat in Folge gefallen – sowie zuletzt schwächere Auftragseingänge aus dem In- und Ausland deuten für den Prognosezeitraum auf eine schwächere Expansion hin. Allerdings dürften sich die derzeit hohe Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe sowie die günstigen Finanzierungsbedingungen positiv auswirken. Im späteren Verlauf des Prognosezeitraums tragen die deutlich nachlassende Auslandsnachfrage und eine dann wieder sinkende Kapazitätsauslastung zu einer spürbar schwächeren Investitionstätigkeit bei. Alles in allem werden die Ausrüstungsinvestitionen 2011 im Jahresdurchschnitt um 10 %, im Verlauf dieses Jahres allerdings deutlich verhaltener um 6,4 % zunehmen. Im Jahr 2012 werden sie nur um 3,0 % steigen, im Verlauf sind es dann nur noch 2,6 %.

Die Bauinvestitionen insgesamt haben in der ersten Hälfte dieses Jahres mit 5,1 % besonders stark zugenommen. Bei der Quartalsbetrachtung war die Entwicklung sehr unterschiedlich. So konnten bei der außergewöhnlich widrigen Witterung Ende des vergangenen Jahres Aufträge nicht realisiert werden, was sich in einem Rückgang der Bautätigkeit niederschlug. In den ersten Monaten 2011 wurde die ausgefallene Bauproduktion nachgeholt. Dieser Effekt überzeichnete die konjunkturelle Grunddynamik, sodass der Anstieg im ersten Quartal mit 7 % außergewöhnlich hoch ausfiel. Dieser beeinflusste wiederum das zweite Quartal, welches einen Rückgang um 0,9 % verzeichnete.

Die Wohnungsbauinvestitionen sind im ersten Halbjahr spürbar gestiegen. Sie waren der Motor für die positive Entwicklung der Bauinvestitionen insgesamt. Insbesondere niedrige Hypothekenzinsen sowie die günstige Lage auf dem Arbeitsmarkt dürften hierfür maßgeblich gewesen sein. Im Prognosezeitraum dürfte sich eine deutlich verhaltenere Entwicklung einstellen. Zwar sind die Auftragsbestände nach wie vor sehr hoch, aber sowohl die Auftragseingänge als auch die Baugenehmigungen gingen zuletzt zurück. Ebenfalls verschlechterten sich die Erwartungen laut ifo-Erhebung deutlich. Stimulierend dürften noch die weiterhin relativ niedrigen Hypothekenzinsen wirken. Hingegen dürfte der Wirtschaftsbau – der ebenfalls im ersten Halbjahr kräftig zunahm – einhergehend mit der schwachen Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen allenfalls stagnieren. Die öffentlichen Bauinvestitionen sind im Verlauf der ersten Jahreshälfte rückläufig gewesen. Maßgeblich hierfür dürfte das Auslaufen der umfangreichen fiskalpolitischen Maßnahmen sein. Im Prognosezeitraum dürfte es zu einem weiteren Rückgang kommen, da ein nennenswerter Impuls von Bund, Ländern und Gemeinden aufgrund der Konsolidierungsanstrengungen trotz der etwas höheren Steu-

ereinnahmen ausbleiben wird. Insgesamt beträgt die Zunahme der Bauinvestitionen 2011 im Jahresdurchschnitt 5,1 %, im Verlauf sogar 7,3 %. Im kommenden Jahr steigen sie wegen des statistischen Überhangs zum Ende dieses Jahres um 1,1 %; im Verlauf nehmen sie nur noch um 0,7 % zu (Abbildung 1, Tabelle 3).

## Geringe Zunahme der privaten Konsumausgaben

Die realen Konsumausgaben der privaten Haushalte stiegen im ersten Halbjahr dieses Jahres um saisonbereinigt 0,3 %. Allerdings fallen dabei die Quartalswerte sehr unterschiedlich aus. Nach einem deutlichen Anstieg im ersten Quartal kam es zu einem überraschend starken Rückgang um 0,7 % im zweiten Quartal. Dieses Ergebnis für die privaten Konsumausgaben im zweiten Quartal ist erklärungsbedürftig. So haben die verfügbaren Einkommen in laufenden Preisen saisonbereinigt ebenso stark zugenommen wie der saisonbereinigte Deflator des privaten Verbrauchs. Da die Sparquote unverändert war, spricht dies – wie auch einige Frühindikatoren – für eine Stagnation dieser Größe und wenig für einen Rückgang um 0,7 % wie vom Statistischen Bundesamt ausgewiesen. Der negative Wert dürfte allein Resultat außergewöhnlicher Kalendereffekte sein.[3] Für die Prognose wird daher von einer höheren Grundtendenz der Konsumdynamik ausgegangen.

Im weiteren Verlauf dieses Jahres nehmen die Bruttolöhne und -gehälter weiter kräftig zu. Außerdem dürften die Selbstständigen- und Gewinneinkommen weiterhin recht dynamisch expandieren. Dagegen werden die monetären Sozialleistungen infolge der sinkenden Arbeitslosigkeit sowie der nur schwachen Rentenerhöhung abnehmen. Bei unveränderten Steuer- und Beitragssätzen steigen die verfügbaren Einkommen 2011 unter Abzug der höheren Teuerung um etwa 1 %. Die Sparquote wird um 0,3 Prozentpunkte sinken. Die realen privaten Konsumausgaben steigen 2011 aufgrund eines statistischen Überhangs aus dem Vorjahr im Jahresdurchschnitt um 1,3 %, im Jahresverlauf allerdings nur um 0,9 %.

Im Verlauf des nächsten Jahres wird die Zunahme der privaten Konsumausgaben nur gering sein. Die Bruttolöhne und -gehälter steigen deutlich schwächer. Zwar dürften die Tariflöhne etwas stärker zunehmen, aber die in diesem Jahr außergewöhnlich hohen Sonderzahlungen dürften im kommenden Jahr entfallen. Die monetären Sozialleistungen nehmen nur wenig zu. Zwar werden die Leistungen für das Arbeitslosengeld aufgrund der sinkenden Arbeitslosenzahl abnehmen, aber die gesetzlichen Rentenbezüge dürften infolge der Lohnentwicklung in diesem Jahr etwas stärker anziehen. Die Selbstständigen- und Vermögenseinkommen werden im Jahr 2012 deutlich verhaltener expandieren. Insgesamt werden die real verfügbaren Einkommen um 0,7 % zunehmen. Bei nahezu konstanter Sparquote werden die privaten Konsumausgaben im Jahresdurchschnitt ebenfalls um 0,7 % zunehmen, im Jahresverlauf nur noch um 0,4 % (Abbildung 1, Tabelle 3).

## Nachlassende Teuerungsrate

Die aktuelle Inflationsrate wird weiterhin stark vom deutlichen Anstieg der Rohölpreise seit Ende 2010 geprägt. Im August lag die Preissteigerungsrate gegenüber dem Vorjahresmonat bei 2,4 %, wobei ein Prozentpunkt auf die Verteuerung von Energie (Haushaltsenergie und Kraftstoffe) um 9,9 % zurückzuführen ist. Da auch die Nahrungsmittelpreise mit 2,5 % überdurchschnittlich stark zulegten, verteuerten sich Verbrauchsgüter mit einer Rate von 4,8 % deutlich stärker als Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer (1,4 %) und langlebige Gebrauchsgüter (0 %). Die Preise für Waren ohne Nahrungsmittel und Energie steigen seit einigen Monaten zwar etwas stärker als zu Jahresbeginn, die Steigerungsrate betrug hier aber wie auch bei den Dienstleistungen nur 1,3 %. Die Kernrate, gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak, lag im August bei 1,2 % und damit ebenfalls weiterhin deutlich unter dem Inflationsziel der Europäischen Zentralbank.

Die Inflationsrate insgesamt wird noch bis zum Jahresende deutlich über der Kernrate liegen; im Verlauf des kommenden Jahres nähern sie sich aneinander an. Die Preiserhöhungsspielräume werden im kommenden Jahr angesichts der schwächeren Konjunktur geringer sein als in diesem Jahr und auch die Einfuhrpreise dürften weniger stark zunehmen. Bei einem Anstieg der Lohnstückkosten um 2,3 % in diesem Jahr und 1,6 % im nächsten Jahr werden die Verbraucherpreise 2011 um 2,3 % steigen und 2012 um 1,6 %.

## Positive Arbeitsmarktentwicklung verliert an Fahrt

Die gute Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt hat sich bislang auch im Jahr 2011 fortgesetzt. Die Zahl der Er-

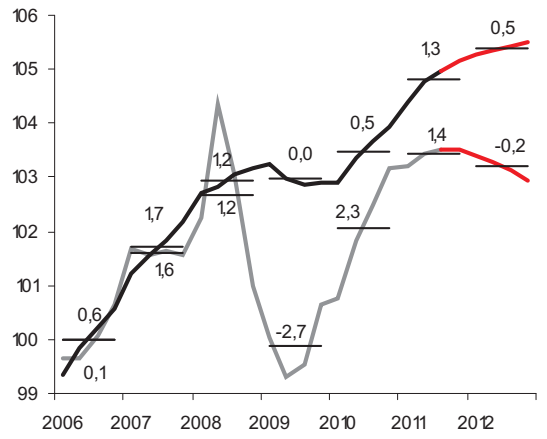
[3] Abweichend vom langjährigen Mittel ist der Kalendereffekt mit +0,5 % im 2. Quartal außergewöhnlich hoch. Dies führt dazu, dass der kalender- und saisonbereinigte Quartalswert für die privaten Konsumausgaben entsprechend geringer ausfällt. Üblicherweise ist der Kalendereffekt in einem 2. Quartal nahe Null bzw. leicht negativ. Unterstellte man einen üblichen Kalenderfaktor, würde der Wert für das 2. Quartal nicht -0,7 % sondern annähernd 0 % betragen. Dieser würde auch zu der Entwicklung der Einkommensgrößen sowie den Frühindikatoren passen.

werbstätigen hat bis Juli saisonbereinigt um durchschnittlich knapp 48 000 Personen pro Monat auf insgesamt rund 41,12 Millionen Personen zugenommen. Gegenüber dem Vorjahr bedeutet dies einen Zuwachs um fast 530 000 Personen. Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten ist im Vorjahresvergleich sogar noch stärker gestiegen. Nach ersten Hochrechnungen der Bundesagentur für Arbeit gab es im Juni 2011 rund 685 000 sozialversicherungspflichtig Beschäftigte mehr als vor einem Jahr, wovon mehr als die Hälfte Vollzeitbeschäftigte sind. Dabei ist die Beschäftigung in den meisten Branchen expandiert, wobei nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit im Vorjahresvergleich die zahlenmäßig größten Zuwächse im Verarbeitenden Gewerbe, den wirtschaftlichen Dienstleistungen und der Arbeitnehmerüberlassung zu verzeichnen waren. Die Arbeitslosigkeit nahm im Jahresverlauf weiter ab. Im August 2011 gab es saisonbereinigt rund 2,95 Millionen registrierte Arbeitslose. Dies war der niedrigste Stand seit Mai 1992. Da gleichzeitig der Einsatz von arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen und insbesondere die Zahl der Arbeitsgelegenheiten deutlich zurückgefahren wurde, ging die registrierte Arbeitslosigkeit weniger stark zurück als die Unterbeschäftigung ohne Kurzarbeit.[4] Im Vorjahresvergleich belief sich der Rückgang auf 238 000 beziehungsweise 504 000 Personen.

Abbildung 3

**Erwerbstätige und geleistete Arbeitsstunden im Inland**

Saison- und kalenderbereinigte Verläufe[1]




Erwerbstätigenzahl
Stunden
Jahresdurchschnitt (2006 = 100)

[1] Werte: Veränderungsraten gegenüber Vorjahr in %.

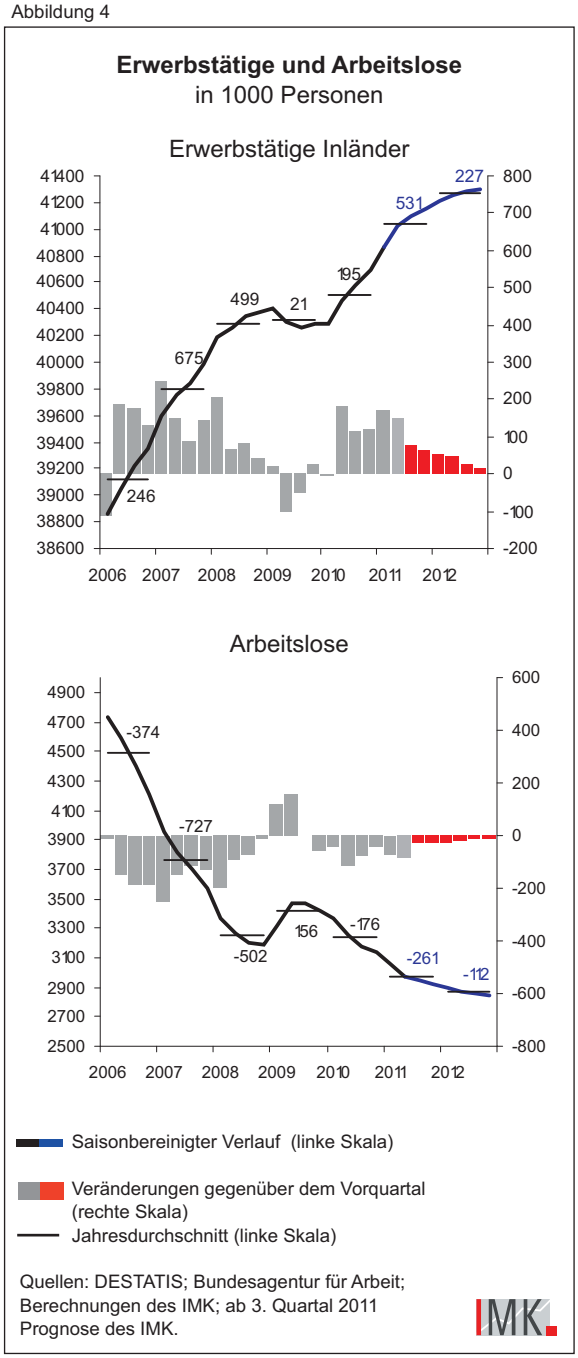
Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK, ab 3. Quartal 2011 Prognose des IMK.

Doch auch wenn die Arbeitsmarktentwicklung bislang weiterhin positiv ist, wird die Dynamik im weiteren Verlauf und insbesondere im Jahr 2012 im Zuge der Konjunkturabschwächung deutlich nachlassen. Diese Einschätzung zeichnet sich bereits in verschiedenen Frühindikatoren ab: So haben sich die saisonbereinigten Zuwächse in der Arbeitnehmerüberlassung seit April 2011 deutlich abgeschwächt. Die Zugänge an gemeldeten Stellen sind nach wie vor auf einem hohen Niveau, stagnieren aber schon seit mehreren Monaten. Das ifo-Beschäftigungsbarometer für die gewerbliche Wirtschaft, ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung am Arbeitsmarkt, befindet sich zwar immer noch auf einem hohen Niveau, ist aber zuletzt stark gesunken. In diesem Jahr wird die Erwerbstätigenzahl jahresdurchschnittlich um 525 000 Personen oder 1,3 % zunehmen; im Jahr 2012 beläuft sich der Zuwachs auf 221 000 Personen oder 0,5 %. Die Arbeitslosigkeit geht 2011 jahresdurchschnittlich um 261 000 Personen auf rund 2,98 Millionen Personen zurück, und auch im Jahr 2012 nimmt sie abermals um 112 000 Personen ab. Dabei sind aber sowohl der weitere Anstieg der Erwerbstätigkeit als auch der Rückgang der Arbeitslosigkeit im Vergleich der Jahresdurchschnitte in erheblichem Umfang der dynamischen Arbeitsmarktentwicklung 2011 und dem daraus resultierenden Über- beziehungsweise Unterhang geschuldet. Die Arbeitslosenquote liegt im Jahr 2011 bei 7,1 % und wird im Jahr 2012 auf 6,8 % sinken (Tabelle 3, Abbildungen 3 und 4).

Nachdem die Arbeitszeit pro Kopf durch den Einsatz verschiedener Instrumente der internen Flexibilität stark reduziert und so Beschäftigung in erheblichem Umfang während der Finanzmarktkrise 2008/2009 gesichert wurde (Herzog-Stein et al. 2010), kam es im Zuge der danach einsetzenden wirtschaftlichen Erholung wieder zu einer deutlichen Zunahme der Arbeitszeit pro Kopf. Die Kurzarbeit wurde deutlich zurückgefahren, die Zahl der Überstunden stieg stark und es wurden wieder Guthaben auf den Arbeitszeitkonten aufgebaut. Im Zuge der nachlassenden konjunkturellen Dynamik und durch den negativen Einfluss des langfristigen Trends hin zu mehr Teilzeitbeschäftigung wird die Arbeitszeit pro Kopf im Jahr 2012 um 0,8 % zurückgehen, nachdem sie im laufenden Jahr in etwa auf dem Niveau des Vorjahres liegen wird. Das Arbeitsvolumen, das 2011 um 1,4 % zunimmt, wird im kommenden Jahr um 0,2 % sinken.

[4] Das Konzept der Unterbeschäftigung umfasst neben den registrierten Arbeitslosen auch Teilnehmer an bestimmten Maßnahmen der Arbeitsmarktpolitik (z.B. Arbeitsgelegenheiten und berufliche Weiterbildung) und Personen in einem Sonderstatus (z.B. vorruhestandsähnliche Regelungen). Für Details siehe Hartmann (2011).

Abbildung 4




## Hohes Rezessionsrisiko

Die vorgelegte Prognose geht weder für Deutschland noch für den Euroraum von einer Rezession aus. Die Prognose basiert allerdings auf der Annahme, dass es nicht zu einem staatlichen Zahlungsausfall und einer daraus resultierenden verschärften Vertrauenskrise auf den Finanzmärkten kommt. Einerseits kann man diese Annahme unter den gegenwärtigen Umständen optimistisch nennen. Andererseits ist eine Prognose unter den Bedingungen einer Finanzkrise nur schwer möglich, da wegen der mit ihr verbundenen Panikreaktionen die Folgen kaum absehbar sind. In jedem Fall ist sie von massiven Kurseinbrüchen auf den Aktienmärkten begleitet und einer Abnahme der Bereitschaft von Banken Kredite zu vergeben. Das würde die Refinanzierungsbedingungen von Unternehmen verschlechtern. Zugleich wird sich mit der dramatisch erhöhten wirtschaftlichen Unsicherheit deren Kreditnachfrage stark verringern. In der Folge könnte es zu einem globalen Zusammenbrechen des Investitionsprozesses und damit zu einer tiefen Rezession kommen. Im Zuge einer solchen dramatischen Entwicklung würde es auch zu Bankenzusammenbrüchen kommen. Die finanzpolitischen Folgen wären immens. Die Verschuldung der Staaten würde auch außerhalb der jetzigen Krisenländer geradezu explodieren.

Ob es zu einer solchen Krise kommt, hängt vor allem von politischen Entscheidungen ab. Wenn es den Mitgliedsstaaten des Euroraums nicht gelingt, den Rettungsfonds hinreichend finanziell auszustatten, und wenn sie es in absehbarer Zeit nicht schaffen, den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) mit eindeutigem und stabilisierendem Regelwerk zu installieren, ist eine solche Krise sehr wahrscheinlich.

## Wirtschaftspolitik: In schwierigem Fahrwasser

Nach einer von den globalen Konjunkturprogrammen und einer sehr expansiven Geldpolitik angetriebenen, geradezu stürmischen Erholung, mehren sich seit Mitte des Jahres die Zeichen für einen Abschwung. Eine gewisse Abkühlung war zu erwarten, da die Konjunkturprogramme auslaufen und der weltweite Preisanstieg für Rohstoffe in der Summe dämpfend wirkt. Die Entwicklung hatte das Potenzial für einen stabilen Aufschwung, wurde nun aber gestört.

Die Quellen der Störung sind wirtschaftspolitischer Natur. Die bislang im globalen Maßstab immer noch unzureichende Regulierung der Finanzmärkte ist ein schwer wiegendes Versäumnis, das die gegenwärtigen Turbulenzen auf den Finanzmärkten verschärft hat. In den USA sorgt zudem die haushaltspolitische Lähmung für Unsicherheit. Allerdings sind von den USA aufgrund des notwendigerweise verstärkten Sparens der privaten Haushalte ohnehin keine nennenswerten weltwirtschaftlichen Impulse zu erwarten. Die wesentlichen Ursachen sind in der EU selbst zu suchen. Der überaus harte fiskalpolitische Restriktionskurs in Großbritannien und in den Krisenländern des Euroraums hinterlässt seine Spuren. Hinzu kommen die verfrühten Zinsanhebungen seitens der EZB, die wie schon 2008 die steigenden Rohstoff- und Nahrungs-

mittelpreise, die ihren Ursprung außerhalb des Euroraums hatten, fälschlicherweise als Inflationsgefahr deutete. Vor allem belastet die immer noch im Grundsatz ungelöste Krise der Euroländer mit hohen Außenhandelsdefiziten die Konjunktur. Sie verunsichert die Finanzmärkte und droht den gesamten Euroraum in eine tiefe Krise zu stürzen, wenn nicht alsbald eine glaubwürdige und grundsätzliche Garantie für die Rettung dieser Länder seitens der Regierungen des Euroraums ausgesprochen wird. Allein der verschärfte Sparkurs, der für viele Länder des Euroraums für das kommende Jahr angekündigt wurde, erhöht die Gefahr einer Abwärtsspirale spürbar.

Unter diesen bedrohlichen Rahmenbedingungen reicht herkömmliche Konjunkturpolitik nicht aus. Im Vordergrund muss die Überwindung der Krise im Euroraum stehen. Ohne deren Lösung droht hier ein tiefer Einbruch. Ein Befreiungsschlag ist unumgänglich, um die Agonie des Euroraums zu beenden. Hierzu gehört, dass die Regierungen eine Garantie für alle bestehenden Staatschulden übernehmen. Der Rettungsschirm muss adäquat ausgestattet werden und der Europäische Stabilitätsmechanismus rasch mit einem entsprechenden Regelwerk in Kraft gesetzt werden, das zukünftige Schuldenkrisen auf Grund von Leistungsbilanzungleichgewichten zu verhindern hilft. Dieser Prozess muss von der EZB mit Aufkäufen von Staatsanleihen flankiert werden, die auf den Finanzmärkten unter Druck geraten sind. Gleichwohl müssen auch die konjunkturpolitischen Möglichkeiten genutzt werden. In der gegenwärtigen Situation ist hier insbesondere die Fiskalpolitik gefragt. Hier stehen vor allem jene Länder wie Deutschland in der Verantwortung, die wegen der kräftigen Erholung in den vergangenen Monaten ihre Defizite deutlich zurückführen konnten und sich sehr günstig finanzieren können. Aber auch in den Krisenländern müsste der fiskalpolitische Restriktionsgrad auf ein konjunkturverträgliches Niveau vermindert werden, um den Wachstums- und Beschäftigungseinbruch nicht überaus hart ausfallen zu lassen. Die Geldpolitik hat zwar nur einen begrenzten Spielraum für Zinssenkungen; dieser sollte aber genutzt werden.

## EZB vor schweren Herausforderungen

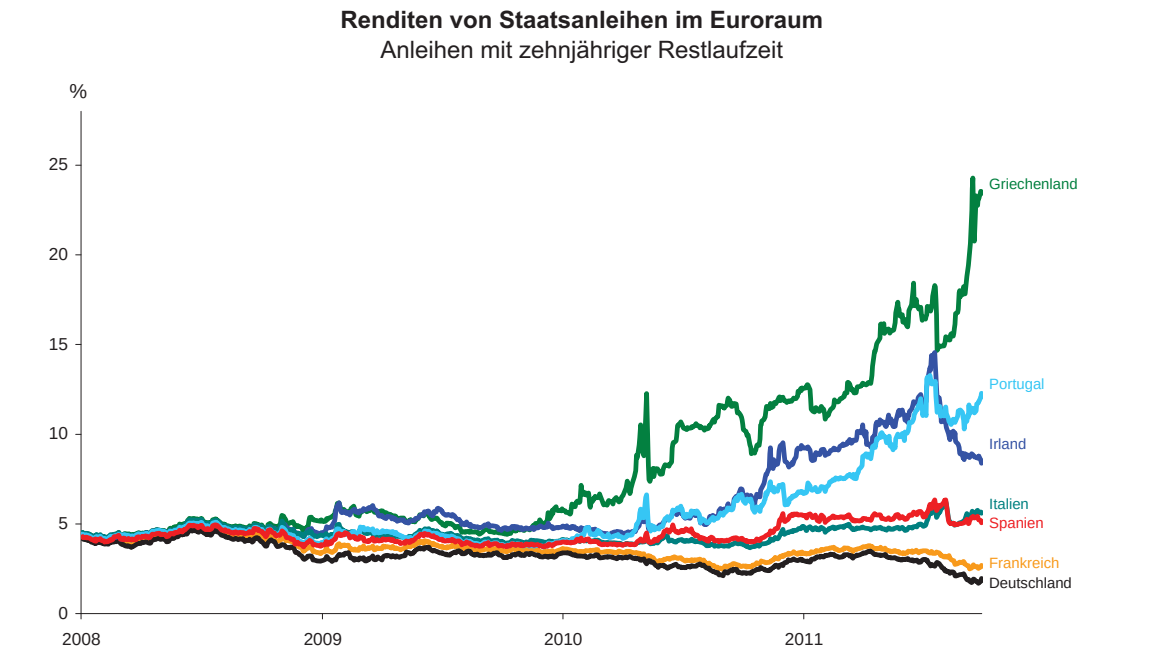
In der ersten Hälfte des Jahres hatte die Europäische Zentralbank mit der Rückführung der quantitativen Lockerung begonnen und den Leitzins im April und im Juli um jeweils einen viertel Prozentpunkt nach oben geschleust. Als Reaktion auf die sich verschärfende Staatsanleihenkrise im Euroraum hat die EZB ihre Maßnahmen der quantitativen Lockerung seit Juli 2011 wieder ausgeweitet. So kaufte sie erstmals seit Ende vergangenen Jahres wieder in nennenswertem Umfang Staatsanleihen auf, kündigte eine längerfristige Refinanzierungsoperation mit sechsmonatiger Laufzeit an und verringerte die Bonitätsanforderungen für als Sicherheiten hinterlegte portugiesische Staatspapiere. Mitte September wurden den Geschäftsbanken in einer konzertierten Aktion mehrerer Zentralbanken längerfristig US-Dollar zugesichert, da das Angebot am Geldmarkt drastisch eingebrochen war.

Das Eurosystem steht vor großen Herausforderungen. Es muss die Funktion als Gläubiger der letzten Instanz in einer Situation wahrnehmen, in der es auch für die europäischen Zentralbanken immer schwieriger wird, einzuschätzen, ob sie es mit einer Liquiditätskrise oder einer Solvenzkrise zu tun haben. Als die im Eurosystem zusammengeschlossenen Zentralbanken im Mai vergangenen Jahres erstmals aus geldpolitischen Gründen Staatsanleihen von Griechenland, Portugal und Irland aufkauften, taten sie dies unter der Annahme, dass die Regierungen eine rasche umfassende Lösung der Vertrauenskrise auf den Weg bringen würden und dass es zu keiner Staatsinsolvenz im Euroraum kommen würde. Mehr als anderthalb Jahre nach Beginn der Staatsanleihenkrise ist die Lage aber kritischer als je zuvor, auch weil von einzelnen Regierungen die private Gläubigerhaftung und Schuldenschnitte ins Spiel gebracht wurden. Nicht nur weisen griechische Staatsanleihen astronomische Renditen auf, mittlerweile sind auch Spanien und Italien mit Refinanzierungskosten konfrontiert, die mittelfristig schwer tragbar sind. Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren weisen im Falle Griechenlands eine Rendite von 23 % auf, im Falle Spaniens eine Rendite von über 5 % und im Falle Italiens knapp 6 %, verglichen mit knapp 2 %, zu denen sich Deutschland längerfristig refinanzieren kann (Abbildung 5).

Hätte die EZB nicht interveniert, lägen die Renditen wahrscheinlich noch deutlich höher. Bis Juli 2011 hatte die EZB Staatsanleihen im Werte von rund 74 Mrd. Euro gekauft, und zwar in erster Linie wohl irische, portugiesische und griechische Wertpapiere. Die genaue Zusammensetzung der Käufe wird nicht veröffentlicht. Seither hat sie ihr Engagement nahezu verdoppelt: Zur Marktstabilisierung hat sie Staatsanleihen in Höhe von weiteren 79 Mrd. Euro erworben, mutmaßlich überwiegend jene aus Italien und Spanien.

Die EZB wirkt dem mangelnden Vertrauen im Übrigen nicht nur durch Staatsanleihenkäufe entgegen, sondern auch, indem sie erneut die Funktionen des Geldmarktes übernimmt. Da die Banken an der Zahlungsfähigkeit anderer Banken zweifeln, kommt es nicht zu einem reibungslosen Liquiditätsausgleich zwischen den Banken. Insbesondere die Banken aus den

Abbildung 5




Quellen: Reuters EcoWin Financial; Berechnungen des IMK.

Krisenländern sind sehr stark von der Refinanzierung bei der Zentralbank abhängig, während Banken vor allem in Deutschland ihre Verschuldung beim Eurosystem zunehmend abbauen und zugleich ihre Einlagen beim Eurosystem erhöhen. Von den ausstehenden Refinanzierungsgeschäften in Höhe von 493 Mrd. entfallen mehr als die Hälfte auf die Krisenländer, allein 96 Mrd. Euro auf Griechenland.

Durch die freiwillige Gläubigerbeteiligung im Falle Griechenlands und das existierende, von den Regierungen nicht kategorisch ausgeschlossene Risiko eines Schuldenschnitts handelt es sich zurzeit nicht eindeutig um eine reine Liquiditätskrise. Ob es sich im Fall Griechenlands und auch der anderen Krisenländer um eine Liquiditäts- oder um eine Solvenzkrise handelt, wird letztlich wirtschaftspolitisch entschieden. Die Entscheidungsfreiheit in dieser Frage besteht, weil die Schulden weit überwiegend Schulden in Inlandswährungen sind. Wären es Schulden in Auslandswährung, müssten zu deren Bedienung entsprechend hohe Devisenreserven erwirtschaftet werden, was eine Volkswirtschaft aus eigener Kraft nicht zwangsläufig sicherstellen kann. Bei einer Verschuldung in Inlandswährung, dem Euro, kann die Solvenz eines Staates, von extremen Ausnahmefällen wie Krieg oder großen Naturkatastrophen, in denen das Produktionspotenzial einer Volkswirtschaft weitgehend vernichtet wird, abgesehen, in aller Regel über fiskalpolitische Maßnahmen, wie Steuererhöhungen, sicher gestellt werden, und die Zentralbank kann gegebenenfalls einem Vertrauensverlust durch Staatspapierkäufe entgegenwirken. Voraussetzung ist, dass die Bereitschaft der Regierung zur Schuldenbedienung und die Bereitschaft der Zentralbank, sich gegen einen Vertrauensverlust zu stemmen, glaubwürdig besteht.

Die Länder des Euroraums befinden sich insofern in einer Sondersituation, als sie zwar überwiegend in Inlandswährung, nicht aber in allen Fällen überwiegend im Inland verschuldet sind. Dies erschwert die Lage, weil es für die Länder fiskalpolitisch deutlich schwieriger sein kann, ihre Zahlungsfähigkeit aufrechtzuerhalten, da sie nur im Inland bzw. gegenüber Inländern eine Steuerhoheit haben. Die Frage der Zahlungsfähigkeit ist dennoch eine wirtschaftspolitische: Die Konsequenzen eines Zahlungsverzugs oder Schuldenschnittes wären so weitreichend, dass die übrigen Euroländer einen Teil der Schulden übernehmen müssten, sollte man zu der Schlussfolgerung kommen, dass Griechenland seine Staatsverschuldung fiskalpolitisch nicht stemmen kann.

Käme es demgegenüber zu einem Schuldenschnitt, dürfte die Staatsanleihenkrise einen neuen Höhepunkt erreichen. Es ist abzusehen, dass der Stabilisierungsfonds EFSF nicht über genügend Mittel verfügt, um Griechenland, Portugal, Irland und Spanien sowie deren Banken zu stützen und schon gar nicht, um einen deutlichen Vertrauensverlust in die Solvenz des italienischen Staates abzufedern. All diese Länder

dürften aber als Reaktion auf einen Schuldenschnitt in Griechenland als nächste Kandidaten für einen Schuldenschnitt gelten. Damit würden auch die Banken des gesamten Euroraums abermals an Vertrauen einbüßen, da Banken nie ausreichend kapitalisiert sein können, um mehrere Staatsbankrotte oder Umschuldungen gleichzeitig zu verkraften.

Der einzige Weg aus dieser Krise, die im Kern eine Vertrauenskrise ist, besteht darin, dass die Euroländer insgesamt die Schulden der Krisenländer garantieren. Alles andere würde den Euroraum – und in geringerem Maße die Welt – in eine zweite Finanzkrise stürzen, die einen drastischen Verlust an Vermögen, einen massiven Produktionseinbruch und einen erheblichen Anstieg der Arbeitslosigkeit sowie jahrelange Stagnation bzw. Rezession zur Folge hätte.

Statt nach einem Zusammenbruch die Banken zu retten, sollte alles getan werden, um einen Zusammenbruch zu verhindern, da dies letztlich erheblich weniger Kosten verursachen wird. Angesichts der labilen Lage im Euroraum bleibt der EZB gegenwärtig keine andere Wahl als darauf zu vertrauen, dass die Regierungen eine entsprechende Garantieübernahme aussprechen werden, und bis dahin breitflächig stabilisierende Wertpapierkäufe zu tätigen. Zwar würde sie den Rahmen der Geldpolitik und der Finanzmarktstabilisierung überschreiten, wenn sie nicht nur Marktteilnehmern mit Liquiditätsproblemen, sondern auch jenen mit Solvenzproblemen unter die Arme greift. Da aber die Entscheidung über Solvenz und Insolvenz letztlich eine wirtschaftspolitische ist, muss sie ihrer stabilisierenden Aufgabe nachkommen. Ansonsten würde sie vor dem Hintergrund der hohen Unsicherheit auf den Finanzmärkten die Rettung der Staaten durch die Fiskalpolitik erschweren, wenn nicht sogar unmöglich machen. Nur wenn sich die Regierungen entscheiden ein Land fallen zu lassen, kann auch das Eurosystem nicht mehr unterstützend wirken. Die EZB müsste dann mit sofortiger Wirkung die Käufe von Anleihen dieser Staaten einstellen. Die Länder würden folglich ihrem Kapitalanteil entsprechend die Verluste aus den dann abzuschreibenden Wertpapieren tragen.

Parallel zu den Maßnahmen der unkonventionellen Geldpolitik wird die EZB angesichts der sich abschwächenden wirtschaftlichen Entwicklung und der nachlassenden Teuerungsrate ihre verfrühten Zinsschritte zurücknehmen. Noch hat der Euroraum die Chance auf eine kräftigere wirtschaftliche Entwicklung und ein Herauswachsen aus den hohen Schuldenständen.

## Finanzpolitischen Expansionskurs vorbereiten

Der konjunkturelle Rückschlag stellt auch die deutsche Finanzpolitik vor erhebliche Herausforderungen. Als einziges national noch einsatzfähiges wirtschaftspolitisches Instrument muss sie schon aus rein deutscher Sicht mit Hilfe der automatischen Stabilisatoren und – im Falle eines stärkeren Abschwungs – mit diskretionären Maßnahmen zur Stützung der Konjunktur beitragen. Darüber hinaus kommt der deutschen Finanzpolitik im europäischen Kontext eine herausragende Verantwortung zu: Ein wirtschaftlicher Zusammenbruch in den Krisenstaaten und eine Dauerstagnation im Euroraum werden sich nur verhindern lassen, wenn die deutsche Finanzpolitik in Abstimmung mit der Finanzpolitik derjenigen anderen Euroländer, die sich ebenfalls günstig finanzieren können, auf einen expansiven Kurs einschwenkt.

All dies wird durch die engen Defizitvorgaben der deutschen Schuldenbremse enorm erschwert. Im Übergang zu den strukturellen Zieldefiziten der Schuldenbremse wird die deutsche Finanzpolitik bis 2016 (Bund) bzw. 2020 (Länder) auf einen restriktiven Kurs gezwungen, der die automatischen Stabilisatoren konterkariert und angesichts der zu erwartenden Schwächephase nicht mehr angemessen ist. Sollte sich die Konjunktur noch schlechter entwickeln und/oder die Schwächephase länger andauern, wird die in der Konstruktion der Schuldenbremse grundsätzlich angelegte Prozyklik zum Tragen kommen, d.h. die diagnostizierten strukturellen Konsolidierungserfordernisse würden konjunkturbedingt immer weiter ansteigen und damit den Restriktionsgrad der Finanzpolitik weiter verschärfen. Vorübergehend stärkere diskretionäre Impulse zur Stützung der deutschen Konjunktur oder – wie mittlerweile auch von verschiedenen internationalen Organisationen gefordert – zur Stützung der Konjunktur im Euroraum, sind nur so lange ohne Probleme mit der Schuldenbremse vereinbar, wie sie nicht zu höheren strukturellen Defiziten führen. Zu denken wäre hier an die Ausnutzung des balanced budget multipliers, etwa durch die Erhöhung insbesondere investiver Ausgaben mit hohem Multiplikator bei vollständiger Gegenfinanzierung über höhere Steuern vor allem für Haushalte mit hohem Einkommen und Vermögen, die eine niedrige Konsumneigung aufweisen, sodass die Multiplikatorwirkung gering ist.

Die wirtschafts- und finanzpolitischen Entscheidungsträger auf europäischer Ebene sowie auf der

Ebene des Bundes und der Länder müssen nun das Umschwenken der Finanzpolitik auf einen – falls notwendig auch stark – expansiven Kurs vorbereiten. Dafür müssen alle im Rahmen der Schuldenbremse noch vorhandenen Spielräume ausgelotet werden. Die Urheber und Befürworter der Schuldenbremse stehen nun in der Verantwortung zu beweisen, dass die Schuldenbremse, wie von ihnen immer behauptet, tatsächlich genug Spielraum zur Bekämpfung wirtschaftlicher Schwächephasen – und ggf. von Notsituationen – beinhaltet.

## Literatur

**Hartmann, M. (2011):** Weiterentwicklung des Messkonzepts der Unterbeschäftigung, Statistik der Bundesagentur für Arbeit, Nürnberg.

**Herzog-Stein, A. /Lindner, F. /Sturn, S. /van Treeck, T. (2010):** Vom Krisenherd zum Wunderwerk? Der deutsche Arbeitsmarkt im Wandel. IMK Report, Nr. 56, November 2010.

## Abgeschlossen am 28. September 2011

# Von außen gesehen

## Ein Gastbeitrag von Andrew Watt*

### Die Krise der Staatsfinanzen im Euroraum: Schrecken ohne Ende, Ende mit Schrecken oder Ende gut, alles gut?

Im Frühjahr letzten Jahres meldete ein Land, dessen BIP gerade einmal 2 % desjenigen des zweitgrößten und reichsten Wirtschaftsraumes der Welt umfasst, dass seine Zahlen für das laufende Staatsdefizit nach oben revidiert werden mussten. Eineinhalb Jahre später steht ebendieser Währungsraum vor einem möglicherweise nicht mehr abzuwendenden Kollaps – mit nicht absehbaren Folgen.

Wie konnten die fiskalischen Probleme Griechenlands Ereignisse in Gang setzen, die die Existenz der ganzen europäischen Währungsunion gefährden? Was hätte aus ökonomischer Sicht passieren müssen, um eine solch verheerende Entwicklung zu unterbinden? Warum haben Europas wirtschaftspolitische Institutionen bei der Lösung der Krise bis heute versagt? Und was sind die möglichen Szenarien für den Ausgang der Krise der noch jungen Währungsunion aus heutiger Sicht? Diesen Fragen soll hier nachgegangen werden.

Es ist aufschlussreich, sich kurz die Situation im Jahre 2008 zu vergegenwärtigen. Man feierte mit viel Pomp den 10. Geburtstag des Euro[1]. Etwa 15 Millionen zusätzliche Arbeitsplätze waren seit Beginn der Währungsunion im Euroraum geschaffen worden, viele davon in der südlichen (und westlichen) sogenannten „Peripherie", den Ländern Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien, die kurze Zeit später abwertend als PI(I)GS bezeichnet werden sollten. Der Euro – so die damals weitverbreitete Meinung – führe zur wirtschaftlichen Konvergenz. Und all diese Erfolge waren in den Augen mancher Kommentatoren sowie natürlich auch der EZB bei und auch wegen dauerhaft niedriger Inflation erzielt worden.

Dann ging Lehman Brothers pleite. Die globalen Finanzmärkte kollabierten. Doch Europa wiegte sich eine Zeitlang im Irrglauben, die europäischen Wirtschaften würden von den Finanzmarktturbulenzen nicht wesentlich tangiert werden. Das war nicht zuletzt in der Peripherie so. Das gut regulierte spanische Bankensystem und die weise Voraussicht einer Regierung, die mehrere Jahre hintereinander Haushaltsüberschüsse erzielt hatte, wurden von internationalen Organisationen gelobt. Die griechische Wirtschaft wuchs zunächst munter weiter. Und dem keltischen Tiger Irland, einer lehrbuchmäßig deregulierten und liberalisierten Volkswirtschaft, könnte eine Hauspreisblase auf der anderen Seite des Atlantiks doch nichts anhaben, oder?

Das Jahr 2009 brachte dann die Erkenntnis, dass die Krise globaler Natur war und sich auf die Realwirtschaft auszuwirken begonnen hatte. Noch im gleichen Jahr antworteten die Regierungen mit einer keynesianisch orientierten antizyklischen Politik in Form einer raschen Lockerung der Geldpolitik und der Lancierung von – im Europäischen Rat ansatzweise koordinierten – expansiven Konjunkturprogrammen seitens der Mitgliedsstaaten (Watt 2009). Der Produktionsrückgang war dennoch tief, unter anderem auch deswegen, weil die keynesianische Politik zu spät kam und zu vorsichtig dosiert wurde. Im späteren Verlauf des Jahres stabilisierte sich die Wirtschaft, gesamteuropäisch gesehen, und mit dem üblichen Zeitverzug von ca. einem halben Jahr auch der Arbeitsmarkt.

Probleme einzelner Länder gab es zunächst gerade nicht im Euroraum, sondern im Baltikum und einigen mittel- und osteuropäischen Ländern (insbesondere in Lettland, Ungarn und Rumänien), die mit wirtschaftspolitischen Auflagen verbundene Hilfsprogramme der Europäischen Union und des Internationalen Währungsfonds erhielten. Das schwer von einer Bankenkrise erschütterte Island erwog einen raschen Bei-

---

* Andrew Watt, Senior Researcher, European Trade Union Institute (ETUI), Brüssel, äußert in diesem Beitrag ausschließlich seine persönliche Meinung. Ich danke Torsten Niechoj für Anregungen und Kommentare zu einer früheren Fassung dieses Textes.

[1] Die EZB wurde am 1.6.1998 gegründet und der Euro am 1.1.1999 eingeführt.

tritt zur EU und zum Euroraum und – dies wird heute oft vergessen – die Slowakei trat Anfang 2009 einer Währungsunion bei, die allgemein als ein sicherer Hafen für fragile kleine offene Volkswirtschaften angesehen wurde, gefolgt von Estland im Jahr 2011. Im Herbst 2009 wurde zwar das enorme Ausmaß der Bankenkrise für das Euroraummitglied Irland bekannt. Aber dies wurde, im Wesentlichen auch zu recht, als Folge eines nationalspezifischen Kapitalismus (crony capitalism) gedeutet. Die strukturelle Krise des Euroraumes blieb dadurch lange verborgen. Sie offenbarte sich eigentlich erst Anfang 2010. Die neu gewählte Regierung in Griechenland hatte angekündigt, das Staatsdefizit würde deutlich höher als die von der Vorgängerregierung genannten Zahlen ausfallen. Es klang harmlos, gehört es doch zum politischen Ritual beim Regierungsantritt, einen desolaten Zustand der Regierungsgeschäfte im Allgemeinen und der Haushalte im Besonderen zu konstatieren. Aber dies war der Funke, der eine Krise entfachte, aus der der Euroraum sich immer noch nicht befreit hat und die sich seither beängstigend zuspitzt. Wie konnte das geschehen?

## National unlösbare wirtschaftspolitische Probleme in der Währungsunion

In der Realität sind wirtschaftliche und politische Faktoren zwar unentwirrbar vermengt, für analytische Zwecke ist es aber oft nützlich – und zur Erklärung der Euroraumkrise, wie ich meine, unentbehrlich – sie getrennt zu betrachten.

Zunächst also: Worin bestand die ökonomische Problematik für Griechenland und in der Folge für andere Euroraum-Mitglieder der sogenannten Peripherie? Sie bestand im Kern darin, dass jedes dieser Länder einer Kombination von unterschiedlichen Schwierigkeiten und Sachzwängen gegenüberstand, die zu lösen bzw. denen zu entrinnen sie jeweils alleine nicht im Stande waren. Es verdient betont zu werden, dass sich hier der Ausdruck „nicht im Stande" nicht etwa auf fehlenden politischen Willen bezieht, sondern so etwas wie „logisch unmöglich" bedeutet. Vier Elemente und deren Interaktionen waren von entscheidender Bedeutung.

Erstens: Die Länder hatten während der „guten" Eurojahre erheblich an Wettbewerbsfähigkeit verloren. Gemessen an den nominalen Lohnstückkosten (Abbildung K1) hatten sie 15-20 % an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Durchschnitt des Euroraums und fast noch einmal so viel verglichen mit Deutschland verloren. Ursache hierfür war im Wesentlichen die Entstehung von sich selbst verstärkenden Spiralen in der Peripherie auf der einen und in den Kernländern auf der anderen Seite, was anfangs sich für die Peripherie positiv, für die Kernländer jedoch negativ auswirkte, letztlich aber insbesondere für die Peripherie zu einem Verlust der Wettbewerbsfähigkeit führte.[2] Eine Wiederherstellung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit über eine Anpassung des nominalen Wechselkurses war nicht mehr möglich. Da sie auf die Lohn- und Preisinflation in anderen Ländern des Euroraums, insbesondere in Deutschland, keinen Einfluss hatten und angesichts des erklärten Willens der EZB, das Durchschnittsinflationsziel von knapp unter 2 % mit allen Mitteln zu verteidigen, blieb nur eine Strategie der realen Abwertung, mit anderen Worten der Senkung der nominalen Löhne und Preise, nicht nur relativ sondern auch absolut. Nach fast einhelliger Meinung – auf eine Alternative wird noch zu sprechen zu kommen sein – ist dies nur durch eine deflationär wirkende zurückgehende Nachfrage – oder präziser: eine stark kontraktive Fiskalpolitik – zu bewerkstelligen.

Zweitens: Gleichzeitig waren die Staatshaushalte – und dies nicht nur in der Peripherie des Euroraums, sondern in allen OECD Staaten – als Folge der Wirkung der automatischen Stabilisatoren (Watt 2011), der Konjunkturpakete (Watt 2009) und der Bankenrettungsmaßnahmen – stark defizitär geworden, und der öffentliche Schuldenstand gemessen am BIP (Abbildung K 2) war in die Höhe geschossen.[3] Es entstand ein

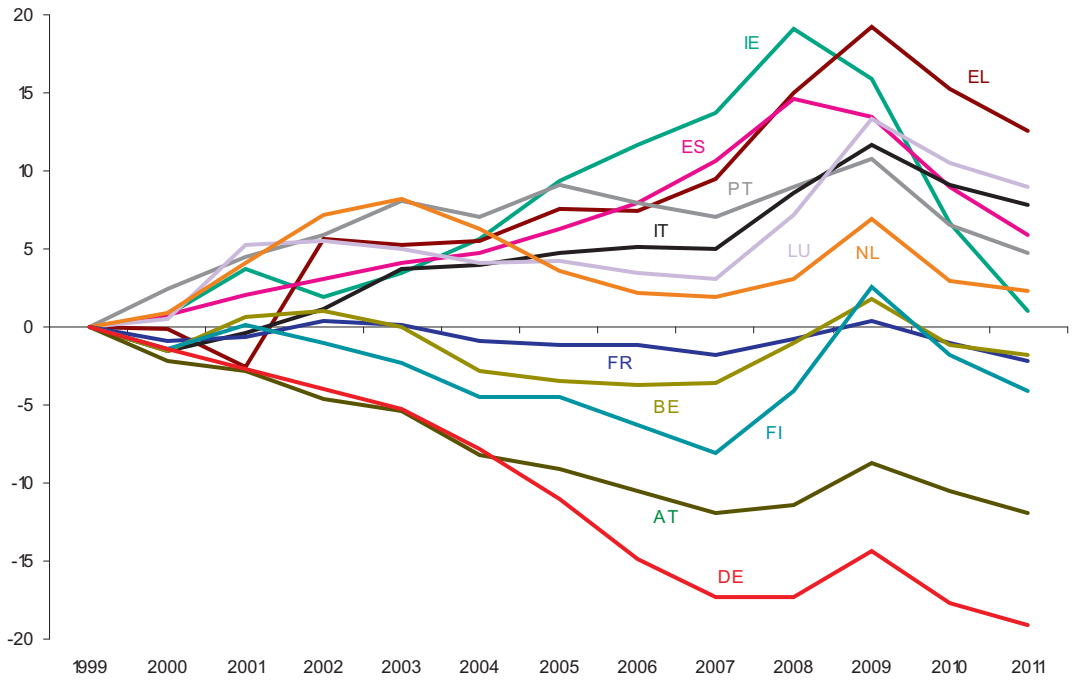
---

[2] Ausführlich zu diesem Prozess siehe etwa Horn et al. 2010, Theodoropoulou/Watt 2011. Kurz zusammengefasst: In der Peripherie fielen die Nominalzinssätze nach Eintritt in die Währungsunion stark. Das reale Wachstum, aber auch die Lohn- und Preisinflation, vor allem auch die Immobilienpreise, zogen an. Die Geldpolitik setzte eine nominale Zinsrate fest, die am Durchschnitt des Euroraums orientiert war. Aufgrund der höheren Inflation waren die Realzinsen in der Peripherie niedriger als im langsamer wachsenden Kern, obwohl sie höher hätten sein müssen. Die Spirale drehte sich umgekehrt in den langsam wachsenden Kernländern, mit dem zusätzlichen Problem, dass diese durch den einseitig ausgerichteten Stabilitäts- und Wachstumspakt fiskalpolitisch nicht gegensteuern konnten.

[3] Angesichts der weit verbreiteten späteren Legendenbildung in dieser Frage ist es an dieser Stelle wichtig, drei wesentliche Fakten zu betonen. Zum ersten sind die Defizite und Schuldenstände überall und nicht nur in den peripheren Ländern gestiegen. Zum zweiten zeichneten sich – mit Ausnahme Griechenlands – die Regierungen eben nicht durch eine laxe Fiskalpolitik aus. Spanien und Irland hatten nie Probleme mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt, ganz im Gegensatz etwa zu Deutschland oder Frankreich. Und drittens sind Defizite und Schulden eindeutig infolge der Krise gestiegen, sie waren also nicht deren Ursache.

Abbildung K1

**Nominale Lohnstückkosten[1]**
Index 1999 = 100, abzüglich 2% p.a.




DE = Deutschland, AT = Österreich, FI = Finnland, FR = Frankreich, BE =Belgien, IE = Irland, NL = Niederlande, PT = Portugal, ES = Spanien, IT = Italien, LU = Luxemburg, EL = Griechenland

[1] Dieser Darstellung kann zu Recht entgegengehalten werden, dass sie implizit annimmt, die relativen Lohnstückkosten im Jahre 1999 stellten ein „Gleichgewicht" dar. Andere für die Wettbewerbsfähigkeit relevante Preise wären auch zu berücksichtigen. Die Relevanz dieses Indikators zeigt sich nichtsdestotrotz an der engen Korrelation mit der Entwicklung der Leistungsbilanzsalden innerhalb des Euroraums.

Quellen: AMECO; eigene Berechnungen; 2011 = Prognose der EU-Kommission.

erheblicher fiskalischer Konsolidierungsbedarf. Für viele erschien das wirtschaftspolitisch in dem Sinne unproblematisch, als das gleiche Werkzeug wie oben zur Anwendung kommen konnte und sollte: kontraktive Fiskalpolitik. Erfolgreiche Konsolidierung hängt aber neben dem (primären) Haushaltssaldo von zwei anderen Parametern ab, nämlich der nominalen Wachstumsrate und der Zinshöhe.

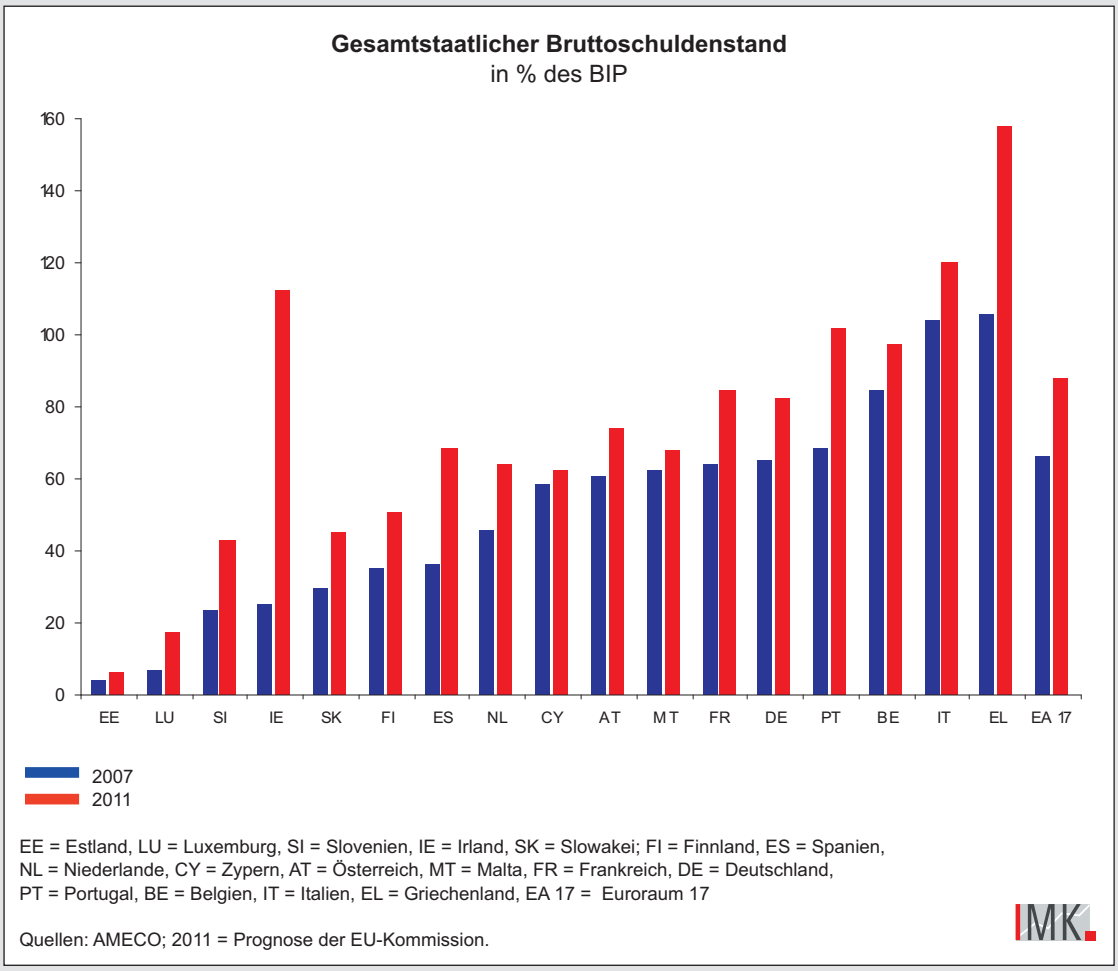
Erstere war aufgrund der Krise und als Folge der genannten Probleme der preislichen Wettbewerbsfähigkeit schon sehr gedämpft (ja in vielen Fällen sogar negativ). Die Austeritätspolitik verstärkte diesen Druck auf das Wachstum sowohl in nominaler als auch realer Rechnung. Unter den gegebenen Umständen[4] glich Konsolidierung durch Austerität der sprichwörtlichen Katze, die sich immer schneller drehend ihre eigene Schwanzspitze jagt: durch die Sparrunden bricht das Wachstum ein, was zu neuen Sparrunden führt, die wiederum das Wachstum und die Steuereinnahmen dämpfen und neues Sparen nach sich ziehen.

Drittens: Schlimmer noch, die Zinssätze (für die neu aufzunehmenden Kredite) stiegen sprunghaft an, was in kurzer Zeit aus einer sehr schwierigen eine gänzlich unmögliche wirtschaftspolitische Konstellation machte (Abbildung 5 des Haupttextes). Um zu verstehen, warum dies so ist[5], ist es aufschlussreich fest-

[4] Diese Umstände stellten sich so dar, dass ein Gegengewicht durch geldpolitische Lockerung und eine Abwertung der heimischen Währung nicht vorhanden war und die Länder in einem Umfeld agierten, in dem alle wesentlichen Handelspartner ebenfalls kontraktive Konsolidierungsanstrengungen vornahmen (IMF 2010).

[5] Für eine ausführliche Darstellung der Mechanismen siehe De Grauwe 2011.

Abbildung K2




zustellen, dass sich Nichteuroraummitglieder, vor allem UK, USA und Japan, die ähnlich hohe, ja oft weit höhere Defizit- und/oder Schuldenquoten aufwiesen und noch aufweisen, zu weiterhin niedrigen, ja historisch einmalig niedrigen Zinsen refinanzieren können, während die Märkte teilweise zweistellige Zinsen von den Peripherie-Staaten verlangen. Diese scheinbare Ungleichbehandlung erklärt sich dadurch, dass die Anleger jederzeit darauf vertrauen können, dass die Zentralbank eines monetär souveränen Staates (wie UK, USA, Japan) die Staatsschulden letztlich immer bedienen kann. Diese Sicherheit haben sie im Falle eines Euroraummitgliedes nicht, das sich eher in der Situation eines Landes befindet, welches, wie viele lateinamerikanische Länder in den 1980ern und 1990ern, in Fremdwährung verschuldet ist.

Gibt es, ob begründet oder nicht, Zweifel an der Zahlungsfähigkeit eines solchen Landes, dann steigen die Risikoprämien. Eine schon schwelende reale Zahlungskrise wird schlagartig kritisch. Aber es gilt eben auch : Eine an und für sich stabile haushaltspolitische Situation (bei gegebenen niedrigen Zinssätzen) kann plötzlich umkippen – allein durch die sich selbst erfüllende Prophezeiung verängstigter (oder auch machiavellistischer[6]) Akteure an den Finanzmärkten. Steigende Zinsraten erschweren die Bedienung der Staatsschulden und erhöhen das Risiko eines Zahlungsausfalls, was Risikoprämien und Zinsen weiter in die Höhe treibt. Anders ausgedrückt: Jedes Land in einer Währungsunion kann schlagartig von einem guten Gleichgewicht (Zinsen und Ausfallrisiko niedrig) zu einem schlechten Gleichgewicht (Zinsen und Ausfallrisiko hoch) pendeln. Ein solcher Wechsel ist – und das ist hier der entscheidende Punkt – in einem krisen-

[6] Hier meine ich zum Beispiel Spekulanten, die credit default swaps gekauft hatten, ohne die korrespondierenden Staatsanleihen zu besitzen.

haften Umfeld kaum durch das betroffene Land selber zu steuern, sondern resultiert aus einem undurchschaubaren Geflecht von ökonomischen, politischen, ja auch massenpsychologischen Faktoren. Des Weiteren ergibt sich hieraus auch die Gefahr von Ansteckungseffekten und damit einer Kette von Staatspleiten: Nach jeder spekulativen Attacke wenden sich die Märkte dem jeweils nächsten, schwächsten Glied in der Kette zu. Am Ende ist kein Land sicher, auch Frankreich nicht, das seit den Zeiten Napoleons keinen Staatsbankrott mehr erklärt hat.

Ein viertes Puzzlestück fehlt, um unser Bild stilisierter Fakten zu komplettieren. Die Staatsschulden werden als Aktiva von privaten Haushalten und vor allem vom Bankensektor gehalten, und zwar sowohl von inländischen als auch von ausländischen Finanzinstituten. Wird die Bonität der Staatsanleihen in Zweifel gezogen, kommen die – noch von der Rezession gezeichneten – Gläubigerbanken auch ins Fadenkreuz der Märkte. Sie horten folglich Kapital, was die Realwirtschaft weiter nach unten drückt. Dies wiederum erschwert die Konsolidierung der Haushalte: eine weitere Katze, die sich im Kreise dreht. Es drohen Wertberichtigungen größeren Ausmaßes bis hin zu Bankeninsolvenzen. Spätestens nach der Lehmann-Pleite ist klar, dass Bankeninsolvenzen Kapitalinjektionen des Staates erfordern. Kommt es dazu, dann beißt sich die Katze endgültig in den Schwanz. Je mehr Anleihen von ausländischen Kreditinstituten gehalten werden, desto höher ist auch die Ansteckungsgefahr zwischen den Ländern.

## Die „einfache" wirtschaftspolitische Lösung: das Problem europäisieren

Die wirtschaftspolitische Lage eines jeden Euroraumlandes, das sich mit einer ähnlichen Kombination von Problemen konfrontiert sah, war und ist somit, für sich alleine betrachtet, ausweglos[7].

Aber eine ökonomische Lösung bietet sich doch sofort an, sobald man das „für sich alleine betrachtet" fallenlässt. Die beschriebenen, sich selbst verstärkenden Krisenmomente und -mechanismen lassen sich nämlich im Prinzip einfach durchbrechen. Selbstredend muss das von „außen" geschehen. Was ist damit gemeint?

Wird für eine bestimmte Periode die Bedienung der Staatsschulden von Dritten glaubwürdig übernommen, ändert sich schlagartig das Bild. Die Zinsen bleiben niedrig. Konsumenten und Investoren des Landes gewinnen wieder Vertrauen in die Zukunft. Der Bankensektor kann wieder Geld verleihen. Die Wirtschaft kann wieder wachsen, wie das nach einer „normalen" Rezession ja auch üblich ist. Wachstum und niedrige Zinsen senken tendenziell die Defizit- und Schuldenstandsquoten. Die Regierung kann die – gewiss schwierige, aber nun mögliche – Balance zwischen mittelfristigen Sparbemühungen, Verbesserung der Staatseinnahmen, kurzfristiger Schonung der aggregierten Nachfrage und längerfristigen Investitionen in das Wachstumspotential finden.[8] Die Geldgeber können ihr dabei beratend zur Seite stehen. Unter Einbezug von Gewerkschaften und Arbeitgeberverbänden können Wege gefunden werden, um möglichst ohne eine deflationär wirkende Nachfragepolitik sowie sozialverträglich die nominalen Löhne und Preise zu senken oder zumindest einzufrieren. Gesellschaftliche Akzeptanz und sozialer Zusammenhalt können bewahrt bzw. geschaffen werden.

Eine glaubwürdige Bedienung der Staatsschulden ist die notwendige Voraussetzung für eine Krisenüberwindung. Weitere wünschenswerte Unterstützungen dieses Prozesses von außen kämen sinnvollerweise in zwei Formen. Erstens, ein schnelleres Lohn- und Preiswachstum in den Überschussländern (allen voran Deutschland), zusammen mit einer Bereitschaft der Zentralbank, zumindest übergangsweise eine etwas höhere Durchschnittsinflationsrate zu tolerieren. Beides erleichterte die Verbesserung der relativen Wettbewerbsfähigkeit ohne eine mit hohen Kosten verbundene Deflation zu erfordern. Und zweitens die Bereitschaft, Investitionen in den Krisenländern (etwa über die EU-Strukturfonds oder die Europäische Investitionsbank) zu finanzieren, was sowohl kurzfristig nachfragestabilisierend als auch mittelfristig kapazitätserhöhend wirkte.

---

[7] Bei diesem Versuch, sich – metaphorisch gesprochen – auf den Wald und nicht die Bäume zu konzentrieren, werden einige wichtige Details, vor allem einige Unterschiede zwischen den betroffenen Ländern, ausgeblendet. An dieser Stelle will ich lediglich anmerken, dass im Falle der sehr kleinen offenen Volkswirtschaft Irland eine Strategie der Deflation mit realer Abwertung auf Grund der hohen relativen Bedeutung der Nettoexporte – zumindest potenziell – einen gangbaren Weg darstellte.

[8] „Kann". Natürlich muss die Regierung die gebotene Chance tatsächlich auch ergreifen. Auf „moral hazard"-Aspekte gehe ich später ein.

Aber die Kosten! Eigentlich sind die unmittelbaren Kosten einer solchen Strategie sehr gering. Griechenlands BIP macht etwa 2 % des BIP des Euroraums aus. Auch zusammen mit Irland und Portugal sind es nur circa 6 %. Die einfache und zentrale, aber leider in der medialen Diskussion gänzlich falsch dargestellte Tatsache ist die, dass im Maßstab des Euroraumes die fiskalischen Probleme dieser drei Länder „Kleinkram" sind. Mehr noch, es geht nicht darum – auch dies wurde immer wieder, bewusst oder nicht, falsch dargestellt –, real erwirtschaftete Ressourcen zu transferieren. Es geht nur darum, die AAA-Bonität für Kreditschöpfung, die solvente Institutionen (das können Länder wie Deutschland sein, aber auch europäische Institutionen wie die Europäische Investitionsbank), um von der Nullkostenkreditschöpfung durch die EZB ganz zu schweigen, an Länder weiterzureichen, die aufgrund des gerade beschriebenen Problemgeflechts keinen Zugang zu den Märkten zu akzeptablen Bedingungen haben.

Es ist, um es überspitzt zu formulieren, finanzielle Hilfe, die nichts kostet, nicht mal aus „buchhalterischer" Sicht. Eine umfassendere Kosten-Nutzen-Rechnung müsste insbesondere berücksichtigen, dass exportabhängige Kernländer ein vitales Interesse an einer weiterhin wachsenden, zumindest aber stabilen Nachfrage aus Defizitländern haben müssten.

## Politisch-institutionelle Gründe für das wirtschaftspolitische Scheitern in Europa

Wäre dieser Kurs frühzeitig eingeschlagen worden, kann es keinen Zweifel darüber geben, dass die Ergebnisse für alle Beteiligten – sowohl in den Ländern des Kerns als auch in denen der Peripherie – besser gewesen wären als die Situation, vor der wir heute stehen. Es stellt sich die Frage, warum dies dann nicht erfolgt ist. Um das zu verstehen, muss man die analytische Trennung zwischen dem Wirtschaftlichen und dem Politischen aufgeben, und die politisch-institutionelle Dimension der Währungsunion einbeziehen.

Im Kern besteht die politische Problematik aus einer Mischung von zwei Elementen: Einerseits waren entscheidende politische Akteure nicht in der Lage, die richtigen Lehren aus der Krise zu ziehen und die sich entfaltende Euroraumkrise richtig zu analysieren. Es gab ein Politikversagen einzelner Akteure. Andererseits aber erwies sich das Ensemble der relevanten europäischen und nationalstaatlichen Institutionen, kurz: das wirtschaftspolitische Koordinierungs- und Steuerungssystem (economic governance), als dysfunktional. Es gab also auch ein kollektives Politikversagen. Im Ergebnis stand das von vielen beklagte Problem des „zu wenig, zu spät". Aber – und dies wird nicht so oft erkannt – nicht nur das: Es gab auch schwerwiegende Fehlentscheidungen.

Ich werde die Problematik hier nicht in allen Facetten erläutern können. Die folgenden fünf politischen Gegebenheiten verdienen es aber, besonders betont zu werden. Erstens und am schwerwiegendsten war eine Fehldiagnose bezüglich der Natur der Krise seitens entscheidender politischer Akteure. Erschwerend hinzu kamen zweitens atavistische nationale Ressentiments. Legale und verfassungsrechtliche Beschränkungen der Entscheidungsfreiheit der Akteure spielten drittens auch eine Rolle, aber eine viel geringere als oft angenommen wird. Viertens waren die Komplexität und Schwerfälligkeit der Entscheidungsprozesse in der europäischen Wirtschaftspolitik dem Problemdruck nicht gewachsen. Und nicht zuletzt – das sollte man fünftens bei aller berechtigten Kritik anerkennen – war das grundlegende Problem des „moral hazard"[9] oder der Zeitinkonsistenz zwischen europäischer Lastenverteilung heute und Einschränkungen der nationalen Souveränität erst morgen eine schwer zu lösende Aufgabe. Auf diese fünf Punkte soll jeweils kurz eingegangen werden.

Das grundlegendste Problem war schlicht die Fehldeutung der Krise durch die relevanten Entscheidungsträger (Punkt 1). Sie hatte mehrere Dimensionen. Am schwerwiegendsten war es wohl, die Krise als Krise einzelner Mitgliedstaaten und als Folge einzelstaatlichen Fehlverhaltens zu deuten, statt – wie beschrieben – als Krise des gesamten Währungsraumes und als Folge von Fehlern in der Funktionsweise des Systems als Ganzes. Diese falsche Sichtweise wurde, was noch schlimmer ist, oft mit einem „moralischen" (vielmehr pseudomoralischen) Ansatz verbunden, nach dem Schulden und Defizite „schlecht", gar unmoralisch seien, Guthaben und Überschüsse aber etwas Erstrebenswertes, gar Erhabenes. Dass diese Sichtweise an den einfachsten saldenmechanischen Identitäten, wonach Überschüsse und Defizite, Schulden

[9] Ein moral hazard droht, wenn eine höhere Instanz (z. B. eine Regierung) oder eine kollektive Instanz (z. B. eine Versicherung) Individuen oder andere Institutionen vor negativen Konsequenzen bewahren will, dies aber von den Individuen zugunsten ihrer eigenen Interessen ausgenutzt und damit womöglich unterlaufen wird.

und Forderungen unterschiedlicher Sektoren logisch-notwendig einander bedingen (Theodoropoulou/Watt 2011), zerbricht, tat und tut ihrer Macht, politische Entscheidungen (falsch) zu lenken, keinen Abbruch. Auffällig an all den vielen Programmen, Maßnahmen, Regeln und Pakten ist nämlich, dass die Anpassungen fast ausschließlich auf die Defizitländer beschränkt blieben. Die Geberländer sollten ja „zahlen" und hatten damit ihre Verpflichtung bereits erfüllt, so die (falsche) Wahrnehmung. Ihr Verhalten ändern sollten sie aber nicht. Im Gegenteil, alle Länder sollten wie die Überschussländer agieren und am besten zu Überschussländern werden. Die Saldenmechanik zwischen Importen und Exporten bzw. die Tatsache, dass Wettbewerbsfähigkeit in einer Währungsunion – insofern der Begriff überhaupt Sinn macht – etwas Relatives, aber nicht etwas Absolutes ist, ist schlicht von der Politik nicht verstanden worden.

Damit verbunden ist, dass viele Entscheidungsträger den Marktkräften und speziell dem Wahrheitsgehalt der von den Finanzmärkten kommenden (Preis-)Signale ein hohes Vertrauen entgegenbringen, jedoch (anderen) Politikern und Regierungen mit tiefem Misstrauen begegnen. Ein beredter Ausdruck dessen war, dass seit Lehman systemrelevant erachteten Banken ohne Auflagen Geld quasi zum Nulltarif von der EZB zur Verfügung gestellt wurde, während das Geld, das an Staaten geliehen wurde, die sich in der oben beschriebenen Zwangslage befanden und deren „Insolvenz" ebenfalls dramatische negative Externalitäten mit sich brächte, sehr teuer war. Bei den jeweils ersten Rettungspaketen sollten Irland, Griechenland und Portugal mindestens sechs und bis zu acht Prozent zahlen, weniger zwar als sie selbst für eine Refinanzierung am Markt hätten zahlen müssen, aber immerhin mehrere Prozentpunkte über dem relevanten Satz für solvente Staaten. Gleichzeitig wurden den Ländern harte Austeritätsprogramme auferlegt. Ähnliches galt für die Käufe von Staatsanleihen durch die EZB. Sie wurden, wenn auch informell, an Bedingungen geknüpft, wie umgehend einzuführende Änderungen im historisch gewachsenen System der kollektiven Lohnfindung (so im Falle Italiens). Das moral-hazard-Argument roch stark nach Doppelmoral.

Als letztes Element der Fehldeutung ist wohl das Unvermögen der Entscheidungsträger zu sehen, zwischen nachfrage- und strukturell bedingten Problemlagen zu unterscheiden und ersteren eben mit nachfrageseitigen, letzteren mit strukturellen Maßnahmen beizukommen. Stattdessen wurde unterschiedslos eine starke Dosis „struktureller Reformen" als Therapie gegen fast alle Beschwerden verordnet, obwohl die meisten Krisenerscheinungen eindeutig mangelnde aggregierte Nachfrage als Ursache hatten. Die Empfehlungen der Europäischen Kommission im Rahmen der Annual Growth Survey und des Europäischen Semesters waren mit die schlimmsten Auswüchse dieses Denkens (Watt 2011a), die, um nur zwei Beispiele zu nennen, die Bekämpfung der in der Krise rasant gestiegenen Arbeitslosigkeit vor allem über einen „make-work-pay"-Ansatz anzugehen empfahlen, und die die Abschaffung der jahrzehntealten Lohnindexierungsmechanismen etwa in Belgien und Luxemburg als wichtigen Beitrag zur Krisenüberwindung ansahen.

Als wichtiges Hindernis für ein rasche europäische Lösung der Krise wird zu Recht die Existenz nationaler Borniertheiten bei Entscheidungsträgern sowie Wählern angesehen (Punkt 2). Der fehlende europäische Demos wird seit Längerem beklagt (Habermas 2001). Und es ist nicht zu leugnen, dass die harte Linie der Geberländer bei der Rettung strauchelnder Mitgliedstaaten auch durch die dortige öffentliche Meinung bedingt wurde, die im Laufe der Krise zunehmend europakritisch wurde. Manche Medien haben eine unrühmliche Rolle gespielt und nationale Ressentiments geschürt. Erschwerend kamen zwei Faktoren hinzu. Erstens fühlten sich viele Wähler schon durch die Rettung des Finanzsektors „ausgenommen" – und jetzt soll man auch noch Haushaltslöcher anderer Länder stopfen? Zweitens war die Tatsache, dass vor allem Griechenland im Rampenlicht stand, insofern einer europäischen Lösung abträglich, als in diesem Fall tatsächlich die Beispiele von Misswirtschaft, ja Betrug, vorlagen. Eine unsolide Haushaltspolitik – erst recht nach den gültigen europäischen Regeln – hätte Irland und Spanien dagegen schwerlich vorgeworfen werden können, insbesondere nicht von SWP-Sündern wie Deutschland und Frankreich.

Aber dieses Erklärungsmuster trägt nur bedingt und muss ergänzt werden. Viele dieser „nationalistischen" Positionen waren eng mit den oben beschriebenen ökonomischen Fehldeutungen verbunden und hätten als solche entlarvt werden können. Den Lügen der Regenbogenpresse hätte man entgegentreten können. Es wäre eben die Aufgabe der gewählten Volksvertreter der Kernländer gewesen, den Wählern zu erklären, warum eine oberflächlich betrachtet großzügige Rettung im wohlverstanden Eigeninteresse ist. Stattdessen gingen nicht wenige Politiker lieber mit populistischen Argumenten auf Wählerstimmenfang. Der Marshall-Plan hätte die Basis für eine passende und plausible Erzählung liefern können, gerade in Deutschland.

Diese Chance ist vertan worden, und die anti-europäische Stimmung wuchs zusehends. Nicht zuletzt auch in der Peripherie: Nicht enden wollende Austerität und Rezession gekoppelt mit einer Wahrnehmung, den Kernländern ginge es nicht um Solidarität, sondern um Bestrafung, heizten die sowieso schon kontroversen verteilungspolitischen Auseinandersetzungen weiter an und bedrohten den sozialen Zusammenhalt. Kooperative, auf sozialem Dialog basierende Strategien, die die Wettbewerbsfähigkeit möglichst ohne den Umweg über massive Austerität hätten wiederherstellen können, wurden dadurch unmöglich gemacht.

Ähnliches lässt sich über das oft ins Feld geführte Problem juristischer und konstitutioneller Einschränkungen, die einer raschen Problemlösung entgegengestanden hätten, sagen (Punkt 3). Nach den europäischen Verträgen sei eine Schuldenübernahme durch andere Mitgliedstaaten verboten (no bail-out-Klausel). Die EZB dürfe Staatsschulden nicht monetarisieren, d.h. Staatsanleihen der Staaten gegen „gedrucktes!" Zentralbankgeld erwerben, und die EZB sei laut Vertrag alleine der internen Preisniveaustabilität verpflichtet.

Die Erfahrung hat aber gezeigt, dass, wenn der politische Wille da war, solche Schranken überwunden werden konnten. Allen war klargeworden, dass es ein unhaltbares Konstrukt war, gleichzeitig daran festzuhalten, dass es weder einen Austritt aus dem Währungsraum, noch einen Zahlungsausfall und auch keinen Bail-out geben dürfe. Der Rettungsschirm wurde zwar mit viel politischem Lärm, aber weitgehend ohne juristischen Streit aufgespannt.

Was die EZB angeht, ist die Lage komplizierter. Sie hat laut Vertrag ganz eindeutig nicht nur die Möglichkeit, sondern auch die Verpflichtung, die allgemeine (Wirtschafts-)politik des Euroraums und seiner Mitgliedstaten zu unterstützen, sofern dies mit mittelfristiger Preisniveaustabilität vereinbar ist. Aber in den Jahren zuvor hat die EZB selber immer wieder nur von der Preissniveaustabilität gesprochen und, auf ihre subsidiäre Pflicht angesprochen, behauptet, die anderen Ziele seien am besten dadurch erreicht, dass die Zentralbank sich eben alleine auf die Preise konzentriere. Aus einem primären und einem subsidiären wurde ein einziges Ziel (Horn 2009). So sprach EZB-Präsident Trichet wiederholt von der einen und alleinigen Nadel, die es im Kompass der EZB gebe. Das stand so nicht im Vertrag, sondern war, sozusagen, die „Privatmeinung" eines Akteurs mit eindeutigen Eigeninteressen. So hat die EZB aber den Boden für ihre eigenen Kritiker bereitet.

Das Ergebnis war die Politik des „zu wenig, zu spät". Die EZB kaufte die Anleihen unter Druck geratener Mitgliedsstaaten, um die Zinsen wieder zu senken. Sie wurde gezwungen, am Anleihenmarkt zu intervenieren, weil kein anderer Akteur dazu in der Lage war. Hätte sie es nicht gemacht, wäre eines der betroffenen Länder auf Grund des oben beschriebenen positiven Rückkoppelungsmechanismus zweifelslos in den Staatsbankrott und höchstwahrscheinlich damit aus der Währungsunion getrieben worden. Die Zentralbank hätte den eigenen Währungsraum zerstört! Also fanden sich Mehrheiten im EZB-Rat für die Interventionen. Aber die Interventionen waren immer nur punktuell, um eine unmittelbar bevorstehende Krise zu verhindern. Zu keinem Zeitpunkt war die EZB bereit, eine volle lender-of-last-resort-Rolle zu übernehmen, wie es nötig gewesen wäre, um die Staatsanleihenkrise dauerhaft unter Kontrolle zu bringen.

Somit war (und ist) das Problem nicht so sehr in einzelnen juristischen Verboten zu sehen. Das Problem liegt tiefer, und der Befund ist eindeutig: Das institutionelle Gefüge der Währungsunion als Ganzes ist nicht in der Lage, die Entstehung von Krisen zu vermeiden und sie effektiv zu bekämpfen (Punkt 4). Die politisch legitimierten Institutionen, vor allem der Europäische Rat, die Eurogruppe der Finanzminister der Euroraumländer und das Europäische Parlament, sind zu schwerfällig, um in einer Krisensituation schnell zu handeln. Der „Exekutive", der Europäischen Kommission, fehlt die Legitimation für schnelle Interventionen. Ein von der sogenannten Gemeinschaftsmethode getriebener Prozess der Reformen des gesamten Systems des Wirtschaftsregierens (economic governance) ist initiiert worden (Watt 2011a), aber er kann bestenfalls mittelfristige Verbesserungen herbeiführen, die zu spät kommen, um die unmittelbare Krise in den Griff zu bekommen. Wie wir gesehen haben, ist ein Großteil der Verantwortung für die Krisenbekämpfung daher an der EZB hängen geblieben. Sie übernimmt damit aber Funktionen, die schwer mit ihrem Selbstbild und auch mit dem in der Öffentlichkeit präsentierten Bild von ihr vereinbar sind, auch wenn dies Funktionen sind, die ohne großes Aufheben von anderen Zentralbanken erfüllt werden. Die Mitgliedstaaten dürfen und können handeln, aber ihr Handeln basiert auf den jeweiligen Interessen der jeweils herrschenden nationalen Parteien und Koalitionen: Es ist nicht verwunderlich, wenn hieraus nicht die koordinierte Politik im gesamteuropäischen Interesse entstehen konnte, die notwendig gewesen wäre, um die Krise in den Griff zu bekommen.

Zur Entlastung der beteiligten Institutionen und Personen soll bei aller berechtigten Kritik auch anerkannt werden, dass das zu Grunde liegende „moral hazard"-Problem eben sehr schwierig zu lösen ist (Punkt 5), speziell vor dem Hintergrund des gerade beschrieben institutionellen Gefüges. Auf die Quintessenz reduziert heißt dies, ein großer politischer Tausch ist notwendig. Nämlich der, europäische Lösungen der national nicht mehr zu behebenden Probleme heute gegen Einschränkungen der nationalen Souveränität in der Wirtschaftspolitik morgen einzutauschen. Darum geht es im Kern bei all den Auseinandersetzungen über Rettungsfonds, Anleihenkäufe usw. einerseits und Wettbewerbspakten und Interventions- und Sanktionsbefugnissen der Kommission usw. andererseits. Beide Elemente, darüber ist man sich schnell einig, sind notwendig. Aber die möglichen Implementierungen können sehr unterschiedlich ausgestaltet sein. Die vielen beteiligten Akteure haben jeweils eigene Problemlösungskapazitäten, aber eben auch jeweilige Interessen, Vetomöglichkeiten und Drohpotenziale. Sie haben sehr unterschiedliche Konzeptionen, was die Verteilung der Lasten und die Einschränkungen des zukünftigen politischen Spielraums angeht.

Am Ende führt dies zu einer Kakophonie der Lösungsvorschläge gepaart mit einer inkrementalistischen Politik, die zu keinem Zeitpunkt in der Lage gewesen ist, eine glaubwürdige Aussicht auf ein Ende der Krise aufzuzeigen. Fehlentscheidungen wie die einer – unnötigen und riskanten – „Beteiligung" des Privatsektors richteten zusätzlichen Schaden an (Horn et al. 2011). Die sich entfaltenden Ereignisse und das immer klarer werdende Scheitern der Politik zwingen Politiker und Funktionäre, die klare Positionslinien in den Sand gezogen hatten, einen Tag später die eigenen Worte zurückzunehmen und widerwillig einer Europäisierung der Lösungen zuzustimmen. Aber dieses widerwillige, in letzter Minute doch noch intervenierende Handeln führte dazu, dass nur noch reagiert wurde, um krisenhaften Zuspitzungen einzudämmen, und nicht proaktiv gestaltet wurde.

## Schlussbemerkung: Ist der Euro Geschichte?

Der Euroraum steht möglicherweise vor dem Zusammenbruch. Die Liste der möglichen und gleichzeitig plausiblen Ereignisse, die quasi über Nacht dazu führen könnten, ist lang. Prognosen drohen folglich schnell zur Makulatur zu werden. Aber auch wenn die Situation sich scheinbar von Tag zu Tag stark verändert, es lassen sich seit geraumer Zeit höchstens drei und seit kurzem eigentlich nur zwei Hauptszenarien ausmalen. Sie lassen sich mit den volkstümlichen Redewendungen „Schrecken ohne Ende", „ein Ende mit Schrekken" und „Ende gut, alles gut" fassen.

Europas Politiker und sonstige Entscheidungsträger haben seit Anfang der Krise der Staatsfinanzen auf Zeit gespielt und nur das Nötigste getan, um die Krise einzudämmen. Sie haben auf eine Rückkehr des Wachstums – zumindest in Teilen Europas – und auf ein langsames Anpassen der Erwartungen der Wähler nach unten gesetzt. Was einigen von Anfang an klar war, ist aber nun breiter Konsens: Das kann nicht funktionieren. Die allmähliche Besserung hat sich nicht eingestellt, und sie wird es auch nicht tun. Die seit mehr als 18 Monaten verfolgte Politik läuft auf einen wörtlich zu nehmenden Schrecken ohne Ende hinaus, und wenn klar ist, dass auf die reellen und auch vermeintlichen heutigen Entbehrungen nicht bald ein besseres Morgen folgt, wird (mindestens) einer der Akteure ausscheren.

Erfolgt dies unter Druck und unkoordiniert, führt ein solches Ausscheren zu einem Ende der Krise in ihrer jetzigen Form, aber zu einem Ende mit Schrecken. Das politisch-ökonomische Projekt der Europäischen Währungsunion wird dann in seiner jetzigen Form scheitern. Zumindest einige der jetzigen Mitglieder werden zu einer nationalen Währung zurückkehren. Ob es dann einen „Kerneuroraum" mit weitgehend demselben Institutionengefüge wie vor der Krise geben wird, ist zwar denkbar, aber fraglich. Dieses Ende der Währungsunion in der jetzigen Form wird kurz- und mittelfristig mit Verlusten und Kosten verbunden sein. So viel ist sicher. Nicht abzusehen ist, wie hoch diese sein werden, wie lange der Schrecken andauert, wer hauptsächlich die Kosten tragen wird und nicht zuletzt, inwieweit der ökonomische Schaden auch noch zu einem möglicherweise irreversiblen politischen Schaden für die europäische Integration führt.

Die Chancen, dass es ein solches Ende mit Schrecken gibt, sind in den letzten Monaten und Wochen stark gestiegen. Jetzt werden zwar im Angesicht der unmittelbaren Gefahr eines Zusammenbruchs ernsthaft Formen der Vergemeinschaftung der Schulden auch von den relevanten Entscheidungsträgern – Kommission, einigen Mitgliedsländern – diskutiert. Diese Formen sind schon länger von einigen Akademikern, Oppositionsparteien und auch Gewerkschaften gefordert worden. Die Frage ist, ob es nicht schon zu spät ist. Projekte wie Eurobonds dauern Monate bis sie realisiert werden können. Aber in der Zwischenzeit fehlt

nur ein Funke, und das Haus wird derart lichterloh brennen, dass kein wie auch immer geartetes „Dach" auf diese Mauern mehr aufgesetzt werden kann.

Die dritte Alternative erfordert ein kollektives Ausscheren vom vorgegebenen Pfad. Sie bedeutet im Grunde das Nachholen dessen, was am Anfang der Währungsunion politisch nicht möglich war: neben einer einheitlichen Geldpolitik dem Euroraum das notwendige Maß an Koordinierung der Wirtschaftspolitik zu geben. Das bedeutet die faktische Unterordnung von bedeutenden Teilen der nationalstaatlichen Regulierungskompetenzen unter – in welcher konkreten Form auch immer – „vergemeinschaftete" Entscheidungsstrukturen. Mit dem jüngst vom Europäischen Parlament bewilligten sogenannten „six-pack"[10] ist, bei allen auch bedeutenden Unzulänglichkeiten im Detail, ein wichtiger Schritt in dieser Richtung unternommen worden. Aber dies steht alles erst einmal nur auf dem Papier und kann erst mittelfristig seine Wirkung entfalten.

Die Frage ist, ob auf dieser Basis die EZB und der Rat nun bereit sind, das zu tun, was kurzfristig nötig ist, um den Fortbestand des Euroraums zu sichern. Die EZB muss den Marktteilnehmern klarmachen, dass sie so oft und so umfangreich in den Anleihemärkten zu intervenieren bereit ist, wie es notwendig ist, um die Zinsdifferenziale auf Staatsanleihen entscheidend zu verringern. Wie das Beispiel der Schweizerischen Nationalbank gezeigt hat, genügte wahrscheinlich die bloße Ankündigung einer solchen Politik, um die erwünschten Ergebnisse zumindest zum großen Teil zu erzielen. Auch wenn dies nicht der Fall wäre, ist eine solche Politik kostenlos, da die Zentralbank beliebig Zentralbankgeld schaffen kann. Unter den gegebenen Umständen ist die Gefahr, dass diese Politik zu Inflation führt, nicht existent. Die verfrühten Zinserhöhungen sind selbstverständlich zurückzunehmen.

Der Rat muss dann den Europäischen Stabilitätsmechanismus endlich so gestalten, dass die betroffenen Länder eine reelle Perspektive haben, in absehbarer Zeit wieder zu wachsen und ihre Schulden aus eigener Kraft zu bedienen. Die betroffenen Länder müssen geduldig an genuin wachstumsfördernden Strukturreformen arbeiten. Ist eine solche kurz- und mittelfristige Stabilisierung erreicht, soll dann über den schon beschlossenen Six pack hinaus beharrlich an einer weiteren Integration der Wirtschaftspolitik gearbeitet werden, um alle kritischen Probleme des kollektiven Handelns anzugehen. Hier geht es nicht zuletzt um die Sicherung der Handlungsfähigkeit der Mitgliedstaaten durch eine Beendigung des Steuerwettbewerbs sowie durch die Erschließung zusätzlicher Mittel über eine Finanztransaktionssteuer und gemeinsame ökologische Steuerreformen. Aber auch im Bereich der Lohnpolitik müssen kooperative Lösungen angestrebt werden, um ein nachhaltiges, ausgewogenes Wachstum in einer Währungsunion zu untermauern (Watt 2010).

Das ist genau das gleiche Paket an Maßnahmen, das vor über 18 Monaten, als die Krise ihren Lauf nahm, auf den Weg hätte gebracht werden müssen, wie dies auch von kritischen Stimmen gefordert wurde[11]. Seitdem ist viel Wasser die Flüsse Europas hinuntergeflossen. Es sind massive Kosten entstanden, die vermeidbar gewesen wären. Es geht nicht nur um Kosten ökonomischer Art. Viel „europäisches politisches Kapital" ist verspielt worden. Das macht eine Lösung zu später Stunde sehr, sehr schwierig. Gleichzeitig ist allen Akteuren klar geworden, dass es so nicht weiter geht. Nicht alle, aber viele sind sich auch bewusst, welche weiteren Verluste drohen, sollte die Währungsunion scheitern. Noch ist es nicht zu spät, endlich das Richtige zu tun.

---

[10] Ein Paket von sechs Gesetzesinitiativen, das bedeutende und auch kontroverse Schritte in Richtung Integration, vor allem in Bezug auf die Fiskalpolitik, aber auch zur Prävention und Korrektion von Leistungsbilanzungleichgewichten, umfasst. Letzteres impliziert, dass bedeutende Politikfelder potenziell unter Aufsicht der europäischen Institutionen gestellt werden könnten. Siehe http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/627&type=HTML.

[11] Vgl. den offenen Brief von Philip Arestis und Gustav Horn im Mai 2010, der von 187 Ökonomen und Sozialwissenschaftlern unterstützt wurde, http://www.boeckler.de/pdf/memorandum_arestis_horn.pdf/.

## Literatur


**De Grauwe, P. (2011)**: The governance of a fragile monetary union, University of Leuven, http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion_papers/Governance-fragile-eurozone_s.pdf/.

**Habermas, J. (2001):** Why Europe needs a constitution, New Left Review, 11, September-Oktober 2001: http://newleftreview.org/A2343/.

**Horn, G. (2009)**: What role for monetary policy? in: Watt, A./ Botsch, A. (Hrsg.), After the crisis: towards a sustainable growth model, ETUI 123-125.

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

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

**IMF (2010):** Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation, World Economic Outlook, October 2010, http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/c3.pdf.

**Theodoropoulou, S. /Watt, A. (2011):** Macroeconomic developments and policy issues, in: ETUI (Hrsg.) Benchmarking Working Europe 2011, 6-19.

**Watt, A. (2009):** A quantum of solace? An assessment of fiscal stimulus packages by EU Member States in response to the economic crisis, ETUI Working Paper 2009.05.

**Watt, A. (2010):** From End-of-Pipe Solutions towards a Golden Wage Rule to Prevent and Cure Imbalances in the Euro Area, Social Europe Journal, Dezember 2010, http://www.social-europe.eu/2010/12/from-end-of-pipe-solutions-towards-a-golden-wage-rule-to-prevent-and-cure-imbalances-in-the-euro-area/.

**Watt, A. (2011):** Strengthening the automatic stabilisers in Europe: why, what and how, in: Niechoj, T./Onaran, Ö. /Stockhammer, E. /Truger, A. /van Treeck, T. (Hrsg.), Stabilising an unequal economy? Public debt, financial regulation, and income distribution, Marburg: Metropolis, im Erscheinen.

**Watt, A. (2011a):** Economic governance in Europe in the wake of the crisis: reform proposals and their alternatives, in: Transfer European review of labour and research, 17(2), 255-261.


## Abgeschlossen am 28. September 2011


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:** Prof. Dr. Gustav A. Horn
**Pressekontakt:** Rainer Jung, 0211 7778-150

ISSN 1861-3683



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