

Horn, Gustav A.; Herzog-Stein, Alexander; Tober, Silke; Truger, Achim

**Research Report**

## Den Bann durchbrechen - Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2012

IMK Report, No. 70

**Provided in Cooperation with:**

Macroeconomic Policy Institute (IMK) at the Hans Boeckler Foundation

*Suggested Citation:* Horn, Gustav A.; Herzog-Stein, Alexander; Tober, Silke; Truger, Achim (2012) : Den Bann durchbrechen - Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2012, IMK Report, No. 70, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf, <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-201202274350>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/106087>

**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.*

## Auf einen Blick

Die alles entscheidende Herausforderung für die Wirtschaftspolitik 2012 ist die Stabilisierung des Euroraums:

- Die bisherigen Versuche sind unzureichend, insbesondere da ihnen die allzu enge Interpretation als Staatsschuldenkrise zu Grunde liegt. Tatsächlich handelt es sich um eine Vertrauenskrise in die Institutionen des Euroraums.
- Die Zeit drängt, da immer mehr Länder von der Krise erfasst werden, für die der Rettungsschirm nicht groß genug ist. Daher muss schon auf kurze Sicht die EZB stärker intervenieren.
- Bereits in diesem Jahr sollten Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen eine expansive Fiskalpolitik betreiben, um die Rezession im Euroraum zu mildern.
- Die Staatsschulden der Euroländer sollten zumindest begrenzt gemeinschaftlich garantiert werden.
- Mittelfristig sollte ein Europäischer Währungsfonds die Überwachung der Leistungsbilanzen sanktionsbewehrt übernehmen.

## Den Bann durchbrechen

Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2012

Gustav Horn, Alexander Herzog-Stein (WSI),  
Silke Tober und Achim Truger

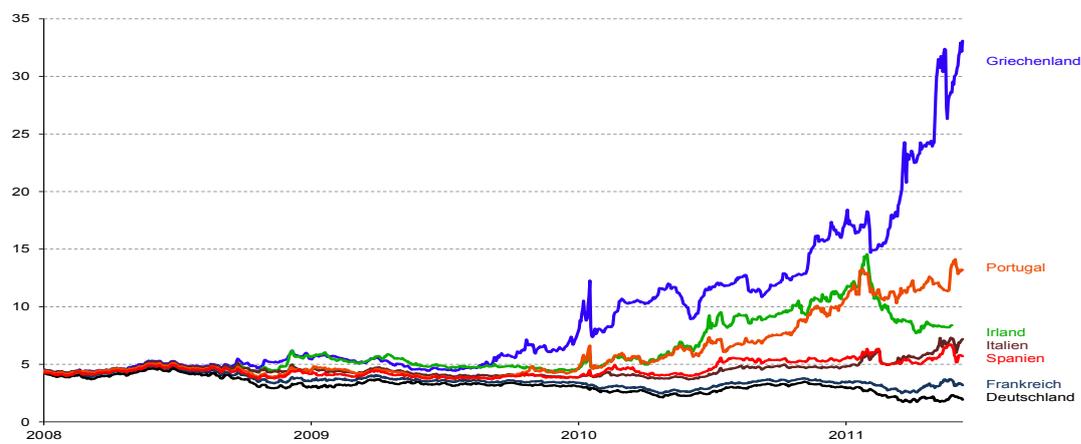
Die größte Herausforderung für die Wirtschaftspolitik 2012 ist die Stabilisierung des Euroraums. Hinter dieser Aufgabe treten alle anderen zurück. Denn gelingt diese Stabilisierung nicht, ist mit einer Wirtschaftskrise globalen Ausmaßes zu rechnen. Derzeit bewegt sich die Wirtschaftspolitik im Euroraum gänzlich im Bann der Vertrauenskrise. Selbst wenn es kurzfristig gelänge, diese einzudämmen, ist eine Rezession für den Euroraum angesichts der Austeritätspolitik unvermeidlich (Horn et al. 2011a). Die teilweise massiven Sparpakete belasten die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Euroraum in großem Umfang. Hiervon bleibt auch die deutsche Wirtschaft nicht unberührt. Über ihre enge Exportverflechtung mit dem Euroraum ist sie unmittelbar betroffen. Von daher ist ein spürbares Nachlassen sowohl der Export- als auch der Investitionsdynamik zu erwarten. Dank der noch immer halbwegs robusten Konsumnachfrage sollte Deutschland in diesem Jahr zwar an einer Rezession vorbeikommen, aber mehr als eine Stagnation ist in diesem Jahr nicht zu erwarten. Im Jahresdurchschnitt 2012 dürfte die Wirtschaft in Deutschland mit -0,1 Prozent sogar leicht schrumpfen (Horn et al. 2011a). Vor diesem konjunkturellen Hintergrund dürften sich die positiven Arbeitsmarktendenzen wie auch die Rückführung der Staatsschuldenquote 2012 nicht fortsetzen. Dies ist eine im Grunde noch optimistische Einschätzung der wirtschaftlichen Lage, denn sie setzt voraus, dass die Stabilisierung des Euroraums rasch gelingt.

Die negativen konjunkturellen Aussichten erfordern zudem die Prüfung aller Optionen, um die Konjunktur wieder in Gang zu bringen. Die Möglichkeiten sind allerdings beschränkt, da die Geldpolitik angesichts der monetären Vertrauenskrise nur wenig erreichen kann, und die Fiskalpolitik vor dem Hintergrund der Schuldendebatte und vor allem der Schuldenbremse in Deutschland nahezu gelähmt ist.

Eine Stabilisierung des Euroraums erfordert vielmehr in der gegenwärtigen dramatischen Situation sowohl ein kurzfristig als auch ein langfristig wirkendes Konzept, denn der Kern der Krise ist eine Vertrauenskrise (Abbildung 1). Diese wird auf der Seite der Märkte durch den Einsatz von teilweise spekulativen Finanzanlagen verschärft, die ohne jeden Bezug zur Realwirtschaft sogar auf das Ende des Euroraums wetten. Auf der Seite der europäischen Politik wirken die tiefe Uneinigkeit und die verengte Wahrnehmung der Krise als eine Staatsschuldenkrise jeder Vertrauensbildung entgegen. Ersteres lässt auch nach dem Brüsseler Gipfel Anfang Dezember die Zukunft des Euroraums ungewiss erscheinen. Letzteres führt zu dem fatalen Fehlschluss, dass nur harte Spar-

### Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Euroländer

Tageswerte in %



Quelle: Reuters EcoWin (EcoWin Financial).



programme den Euroraum aus der Krise befreien können. Diese falsche Sichtweise kommt auch im Ergebnis des EU-Gipfels von Anfang Dezember 2011 zum Tragen, dessen Beschlüsse im Licht der im Folgenden skizzierten Alternative diskutiert werden sollen.

Tatsächlich stürzen die bisherigen Vorgehensweisen den Euroraum in eine Rezession. Wie sehr dies wiederum das Vertrauen beschädigt, zeigen nicht zuletzt die jüngsten Herabstufungen durch die Ratingagenturen, die dies mit eben dieser Rezessionsgefahr begründeten.

Kurzfristig können nur noch unkonventionelle monetäre Maßnahmen helfen. Sie allein sichern die monetäre Stabilität. Langfristig muss entweder ein Aufbau einer Transferunion mit automatischen Transfermechanismen beschlossen werden oder aber es müssen verbindliche Regeln gelten, die künftig Leistungsbilanzkrisen verhindern. Wird keiner dieser beiden Wege beschritten, wäre der Zerfall der Währungsunion die unvermeidliche Folge.

Im Folgenden soll vor allem die zweite Alternative analysiert und entwickelt werden. Es wird also vom weitgehenden Erhalt der nationalen Souveränität der Mitgliedstaaten ausgegangen. Damit dies auf stabiler Basis gelingt, bedarf es aber zu allererst der Einsicht und dann entsprechender wirtschaftspolitischer Strategien, längerfristige Leistungsbilanzdefizite wie auch -überschüsse zu vermeiden. Eine solche Position ist insbesondere in der deutschen Wirtschaftspolitik noch sehr umstritten und bestenfalls in Ansätzen erkennbar. Bisher wird der deutsche Überschuss in der Leistungsbilanz zumeist als Ausdruck von hoher Leistungsfähigkeit

der Wirtschaft und von Wohlstand interpretiert. In Wahrheit ist sie, so sie länger anhält, Ausdruck einer wirtschaftlichen Schiefelage, die eine Volkswirtschaft früher oder später enorm belastet. Aus der Sicht der Defizitländer wird sich auf Dauer die Kumulation immer neuer privater wie öffentlicher Schulden als Bürde erweisen; sie laufen Gefahr, diese auf lange Sicht nicht mehr bedienen zu können. Das gilt in anderer Form auch für die Überschussländer; sie haben auf die inländische investive wie konsumtive Verwendung ihrer Exporterlöse verzichtet, um beispielsweise durch Anlage dieser Erträge vermeintlich höhere Renditen zur Altersversorgung zu erzielen. Dies erweist sich bei einem Ausfall der Schuldner als Illusion. Der Verzicht war umsonst. In einer Welt mit Wechselkursen kann der Abbau der Schieflagen durch Auf- bzw. Abwertung der Währung noch vergleichsweise reibungslos gelingen. In einer Welt ohne Wechselkurse wie im Euroraum, in dem sich die Ungleichgewichte auch über ein Jahrzehnt auf türmen können, kann dies zu dramatischen Verwerfungen führen. In genau diesen Anpassungsturbulenzen befindet sich derzeit der Euroraum, und diese zu beenden, ist die entscheidende wirtschaftspolitische Aufgabe im Jahr 2012.

### EZB misst mit zweierlei Maß

Auf ihrer Sitzung im Dezember hat die Europäische Zentralbank weit reichende Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensystems ergriffen. Wer sich des Ernstes der Lage vorher nicht bewusst war, musste spätestens am 8. Dezember erkennen, dass

die aktuelle Krise im Euroraum die internationale Finanzkrise 2008 in den Schatten stellt.

Die EZB hat nicht nur ihre Zinsen, die sie erst im April und Juli um jeweils 0,25 Prozentpunkte angehoben hatte, wieder auf nunmehr 1 % heruntergeschleust (Abbildung 2), sondern auch mehrere Maßnahmen zur Stützung der Banken ergriffen. Bereits auf der Sitzung im November hatte sie eine Reaktivierung des Programms zum Kauf von Pfandbriefen mit einem Volumen von 40 Mrd. Euro beschlossen wie auch zwei langfristige Refinanzierungsgeschäfte mit voller Zuteilung und einer Laufzeit von 12 Monaten. Auf der Sitzung am 8. Dezember 2011 kam die Ankündigung von zwei Refinanzierungsgeschäften mit dreijähriger Laufzeit hinzu sowie die Senkung des Mindestreservesatzes und eine Verringerung der Bonitätsanforderungen an die zu hinterlegenden Sicherheiten. Wenige Tage zuvor hatten zahlreiche Zentralbanken in einer konzertierten Aktion den Zugang zu Dollar-Liquidität erleichtert und verbilligt.

Nicht nur die Maßnahmen der EZB, sondern auch der jüngste Stress-Test der Europäischen Bankenaufsicht (EBA) zeigen, wie prekär die aktuelle Lage der Banken im Euroraum ist. Laut EBA benötigen die Banken des Euroraums 115 Mrd. Euro, um ihr Eigenkapital aufzustocken.

Die EZB unterstützt die Banken in der aktuellen Liquiditätskrise zu Recht. Aber warum befinden sich die Banken in einer derart prekären Lage? Primär sind die aktuellen Probleme der Banken eine Folge der Vertrauenskrise am Markt für Staatsanleihen. Die erhöhten Risikoaufschläge auf die Staatsanleihen vieler Euroländer haben entsprechende Kursverluste zur Folge. Da Banken überproportional in Staatsanleihen ihres Heimatlandes investieren, sind die Banken der Krisenländer am stärksten betroffen. Nicht nur müssen sie Abschreibungen auf ihren Wertpapierbestand vornehmen, sondern sie haben auch zunehmend Liquiditätsschwierigkeiten. Andere Banken schenken ihnen kaum noch Vertrauen und geben entsprechend weniger Kredite; zugleich ziehen Anleger ihre Einlagen ab und sind weniger gewillt, Bankanleihen zu erwerben. Entsprechend steigt die Abhängigkeit dieser Banken von der Liquiditätszufuhr durch das Eurosystem. Zwischen dem 8. Juli und dem 9. Dezember 2011 – jeweils vier Tage vor Ende der Mindestreserveperiode – haben die Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems mit den Banken um 48 % bzw. 209 Mrd. Euro zugenommen (Abbildung 3).

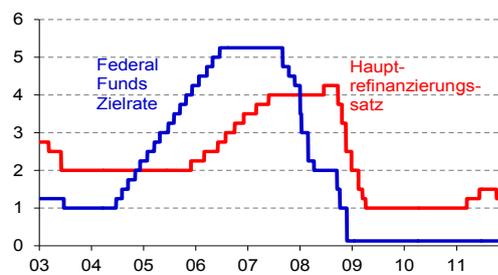
Während deutsche Banken einen Mittelzufluss aus dem Ausland zu verzeichnen haben und ihre Refinanzierung bei der Bundesbank immer weiter abbauen sowie ihre Einlagen bei der Bundesbank

erhöhen, verschulden sich die Banken der Krisenländer, aus denen Mittel abfließen, immer stärker bei der Zentralbank. Zusätzlich zu den Refinanzierungsgeschäften erhalten sie auch zunehmend sogenannte Notfallkredite von ihren nationalen Zentralbanken. Auf den Banken lasten nicht nur die Abschreibungen infolge der Kursverluste von Staatsanleihen und auch von Aktien, sondern auch die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Krise. Wird es auch bei anderen Ländern neben Griechenland zu einem freiwilligen oder gar unfreiwilligen Schuldenschnitt kommen? Werden einzelne Länder oder Ländergruppen aus dem Euroraum austreten?

ABBILDUNG 2

### Leitzinsen im Euroraum und in den USA

in %



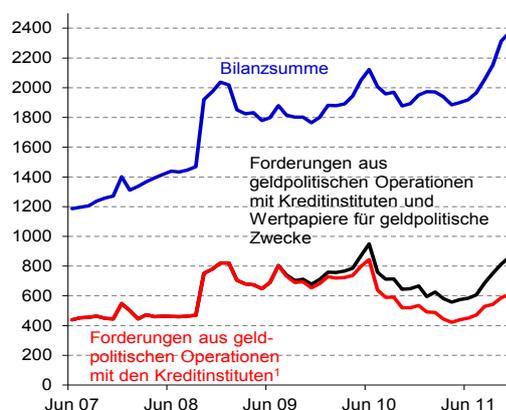
Quelle: Europäische Zentralbank, Federal Reserve.



ABBILDUNG 3

### Bilanz des Eurosystems

Juni 2007 bis Dezember 2011, in Mrd. Euro

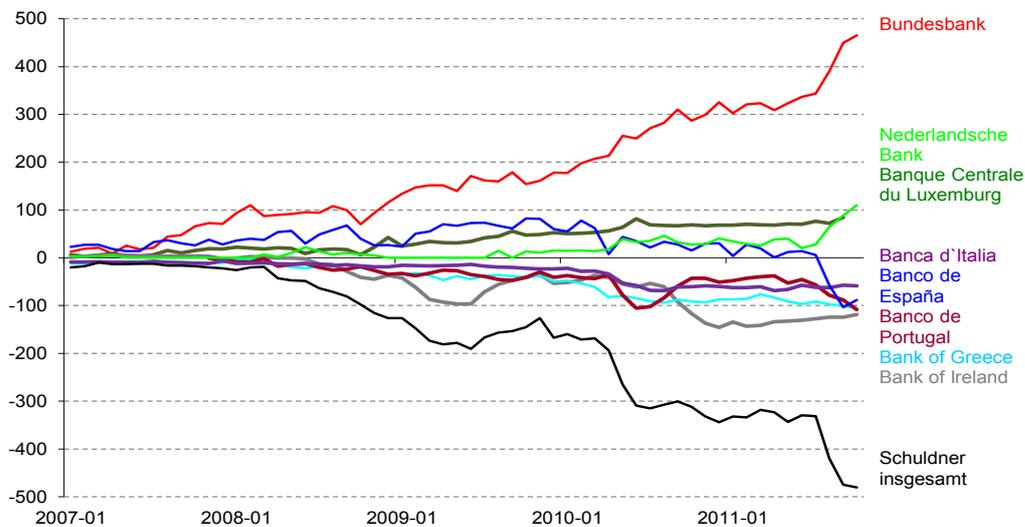


<sup>1</sup> Hauptrefinanzierungsgeschäfte, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen, strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen, Spitzenrefinanzierungsfazilität und Forderungen aus Margenausgleich.

Quelle: Konsolidierte wöchentliche Ausweise des Eurosystems, Europäische Zentralbank.



### Target2-Salden ausgewählter Zentralbanken des Eurosystems<sup>1</sup> Januar 2007 – Oktober 2011, in Mrd. Euro



<sup>1</sup> Die Datenreihen entstammen den Bilanzausweisen der nationalen Zentralbanken wie folgt: Deutschland - Auslandsposition der Deutschen Bundesbank im ESZB / Forderungen innerhalb des ESZB / sonstige Forderungen (netto) (Zeitreihe EU8148); Griechenland - Target2 bzw. Target-Verbindlichkeiten; Irland - „Andere Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems“ approximiert durch „Andere Verbindlichkeiten“ abzüglich des Betrags, um den diese die Target2-Verbindlichkeiten Ende 2010 überstiegen; Italien - andere Forderungen/Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems (netto); Luxemburg - Forderungen der Zentralbank innerhalb des ESZB; Niederlande - intra-ESZB-Forderungen; Portugal - Täglich fällige Verbindlichkeiten gegenüber MFIs in anderen Euroraum-Ländern; Spanien - Einlagen MFIs anderer Euroraumländer (Reihe 7.94). Die Zahlen sind nur näherungsweise vergleichbar, da es im Falle Deutschlands Monatsdurchschnittswerte sind, in den anderen Ländern aber Monatsendwerte, und teilweise noch relativ kleine andere Posten neben Target2-Salden enthalten sind.

Quellen: Banca d'Italia, Banco de España, Banco de Portugal, Bank of Greece, Bank of Ireland, Banque Centrale du Luxembourg, Deutsche Bundesbank, Nederlandsche Bank.



Es sind letztlich dieselben Risiken, die auch den Staatsanleihen der Krisenländer anhaften. Träte ein von der gegenwärtigen Vertrauenskrise betroffenes Land aus dem Euroraum aus, so wäre dies unweigerlich mit einer Entwertung seiner Schulden verbunden, sei es über einen Schuldenschnitt oder über die Umstellung der nach inländischem Recht abgeschlossenen Verträge auf eine neue Währung, die sodann gegenüber dem Euro abwerten würde. Die Anleger hätten einen entsprechenden Verlust zu verbuchen. Auch das Eurosystem dürfte in diesem Fall einen Verlust einfahren: Die Banken des ausgetretenen Landes wären kaum in der Lage, ihre Euroschulden beim Eurosystem zu bezahlen und die Sicherheiten, mit denen die Refinanzierungsgeschäfte unterlegt sind – also in erster Linie Staatsanleihen – würden ebenfalls entwertet. Die Geschäftsbanken der Krisenländer refinanzieren sich zwar nur bei ihrer nationalen Zentralbank, so dass man meinen könnte, dass es im Falle eines Austritts aus dem Währungsraum ohne Folgen für das Eurosystem wäre. Aber die nationalen Zentralbanken der Krisenländer haben im Zuge der steigenden Refinanzierungsgeschäfte und dem Mittelabfluss ins Ausland in erheblichem Umfang Verbindlichkeiten gegenüber der EZB aufgebaut, denen Forderungen anderer Zentralbanken gegenüber der EZB entsprechen (Tober 2011). Im Oktober betragen diese

Target2-Verbindlichkeiten Griechenlands, Irlands, und Spaniens jeweils mehr als 100 Mrd. Euro (Abbildung 4). Italiens Target2-Verbindlichkeiten betragen im November sogar knapp 148 Mrd. Euro. Diese Zahlen deuten darauf hin, dass das Eurosystem mit seiner gegenwärtigen Liquiditätspolitik erhebliche Risiken eingeht. Käme es zu einem Austritt aus dem Euroraum oder zu Insolvenzen von Banken, deren hinterlegte Sicherheiten die Refinanzierungskredite nicht abdecken, so würden im Eurosystem Verluste entstehen, die die nationalen Zentralbanken entsprechend ihres Anteils am Kapital der EZB zu tragen hätten. Das Eurosystem muss diese Risiken allerdings eingehen, da die Banken der Krisenländer ansonsten über ihre Liquiditätsprobleme hinaus akute Solvenzprobleme bekämen.

Mit ihren jüngsten liquiditätspolitischen Beschlüssen lindert die EZB die Symptome der aktuellen Krise im Euroraum, lösen kann sie sie auf diese Art nicht. Die Banken der Krisenländer werden sich erst aus der Abhängigkeit von der Zentralbankfinanzierung lösen können, wenn das Vertrauen auf dem Markt für Staatsanleihen zurückgekehrt ist.

Die Anleger werden das Vertrauen aber nicht dadurch zurückgewinnen, dass alle Euroländer, wie auf den verschiedenen Gipfeln geschehen, beteuern konsolidieren zu wollen. Da fiskalische Sparmaßnahmen zunächst negativ auf die Konjunktur

wirken, ist es insbesondere in einem schwachen weltwirtschaftlichen Umfeld nicht absehbar, dass Konsolidierungsbestrebungen auch tatsächlich Konsolidierungserfolge hervorbringen. Vertrauen wird erst dann an den Märkten zurückkehren, wenn die politisch Verantwortlichen und die EZB zeigen, dass sie das Vertrauen haben, dass alle Euroländer ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen. Um dies zu zeigen, müssen die Euroländer in irgendeiner Form eine Garantie für die ausstehenden Staatsanleihen geben, beispielsweise indem sie, wie vom Sachverständigenrat vorgeschlagen, einen Schuldentilgungsfonds ins Leben rufen, mit dem alle Staatsschulden, die über 60 % des BIP hinausgehen, gemeinschaftlich garantiert und einzelstaatlich abgetragen werden (SVR 2011, S. 4ff. und S. 109ff.).

Mit dieser Rückendeckung könnte sich dann die EZB vollends hinter den Euro stellen und ihre Bereitschaft erklären, ohne Begrenzung stabilisierend auf dem Markt für Staatsanleihen einzugreifen. Zwar kauft das Eurosystem bereits seit Mai 2010 Staatsanleihen und verhinderte damit einen noch stärkeren Anstieg der Renditen auf Staatsanleihen der Krisenländer. Die Wirkung dieser Käufe war aber auf den Nachfrageeffekt beschränkt. Erklärt die EZB die Stabilisierung der Anleihemärkte in der aktuellen Krise zu einem Ziel, so käme die Signalwirkung hinzu, und es dürfte rasch zu einer Beruhigung kommen, und zwar ohne dass das Eurosystem selbst breitflächig Staatsanleihen kaufen müsste. Sie sollte dies allerdings kurz vor der Ankündigung tun, um in der Folge Kursgewinne zu realisieren. Da die EZB die so in Umlauf gebrachte Liquidität über verzinste Termineinlagen wieder abschöpft, ist ein solches Vorgehen nicht mit einer Monetisierung von Staatsschulden gleichzusetzen. Verschiedentlich wird behauptet, dass das Mandat der EZB ein völlig anderes sei als das der US-amerikanischen Federal Reserve und dass daher letztere anders agieren könne als erstere. Das ist aber nur oberflächlich betrachtet der Fall. Erstens ist es zwar richtig, dass die Federal Reserve verpflichtet ist, sowohl die Beschäftigung als auch die Preisstabilität im Blick zu haben. Aber die EZB hat die Preisstabilität nicht als einziges Ziel, sondern als oberstes Ziel. Sofern die Preisstabilität dadurch nicht gefährdet wird, ist sie verpflichtet, die allgemeine Wirtschaftspolitik der Euroländer zu unterstützen. Im Übrigen besteht zwischen Beschäftigungsentwicklung und Inflation in der Regel ein Zusammenhang: Nimmt die Beschäftigung ab, so sinkt die Inflation. Daher berücksichtigen alle Zentralbanken bei ihrer Einschätzung der künftigen Inflation und ihrer geldpolitischen Reaktion die Ent-

wicklung der Arbeitslosigkeit bzw. der Produktion. Zweitens haben wir es derzeit mit einer Stabilitätskrise zu tun. Greift die EZB nicht bald stärker am Markt für Staatsanleihen ein, droht die Lage weiter zu eskalieren. Dann wäre allerdings auch die Preisstabilität gefährdet, entweder – und wahrscheinlicher – durch eine deflationäre Entwicklung oder aber infolge eines Vertrauensschwundes in den Euro durch eine inflationäre Entwicklung (Tober / van Treeck 2010).

Weder die stark gestiegenen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems noch die Käufe von Staatsanleihen haben sich in einem Anstieg der Geldmenge oder des Kreditvolumens niedergeschlagen. Das Geldmengenwachstum wie auch der Anstieg der Buchkredite an den privaten Sektor nimmt mit 2,6 % bzw. 2,7 % nur verhalten zu. Das ist auch nicht erstaunlich, da diese Liquidität im Eurosystem bleibt. Im Falle der Refinanzierungsgeschäfte übernimmt das Eurosystem seit geraumer Zeit – aber immer noch zunehmend – die Rolle des Geldmarktes. Da die Banken sich untereinander infolge mangelnden Vertrauens kaum Geld leihen, erhöhen die Banken mit Liquiditätsüberschüssen ihre Einlagen bei der Zentralbank, während jene mit Liquiditätsbedarf ihre Kredite bei der Zentralbank erhöhen. Eine zusätzliche Kreditvergabe außerhalb des Bankensektors ist hiermit nicht verbunden. Dasselbe gilt für die Staatsanleihenkäufe. Die hiermit verbundene Liquiditätszufuhr wird den Banken über verzinliche Termineinlagen wieder entzogen.

Die EZB misst mit zweierlei Maß. Sie stellt den mit einem Vertrauensverlust konfrontierten Banken unbegrenzt Liquidität zu einem Zinssatz von 1 % zur Verfügung, greift aber nur halbherzig ein, um den hohen Renditeaufschlägen auf Staatsanleihen jener Euroländer, die ebenfalls mit einem Vertrauensverlust konfrontiert sind, zu begegnen. Die Risiken sind in beiden Fällen nahezu die gleichen. Allein wegen der Fristigkeit war eine Stützung des Bankensystems dringlicher. Ohne den erleichterten Zugang zu Zentralbankliquidität wäre die Solvenz von Banken gefährdet gewesen. Demgegenüber können die Euroländer wegen der langen durchschnittlichen Laufzeit ihrer Schuldtitel vorübergehend höhere Zinsen bei der Defizitfinanzierung oder Refinanzierung fällig werdender Anleihen für sich genommen verkraften.<sup>1</sup> Es ist fraglich, ob die EZB ein Mandat hat, die angeschlagenen Banken

<sup>1</sup> Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat dies für den Fall Italiens, dessen Staatsanleihen eine durchschnittliche Restlaufzeit von 7 Jahren haben, durchgerechnet und ist anhand mehrerer Simulationen zu dem Schluss gekommen, dass die jährlichen Zinskosten wahrscheinlich nur um 1 % des BIP steigen würden. Nur im ungünstigsten simulierten Fall, in dem die Renditen über drei Jahre hinweg das Niveau von Anfang November 2011 aufweisen, steigen die zusätzlichen Kosten auf über 2 % des BIP; damals hatten Staatspapiere mit zehnjähriger Laufzeit eine Rendite von 7,3 % (BIS 2011, S.5f.).

eines möglicherweise insolventen Staates zu stützen. Ist demgegenüber kein Land des Euroraums von Zahlungsunfähigkeit bedroht, ist es auch nicht zu rechtfertigen, dass die hohen, vom Markt geforderten Renditen hingenommen werden.

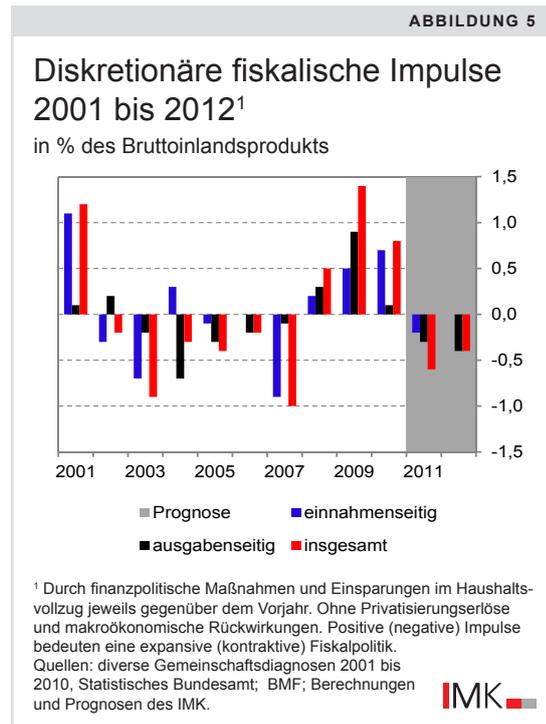
## Finanzpolitik: Expansionskurs erforderlich

### Fiskalpolitischer Bremskurs nicht konjunkturgerecht

Die deutsche Finanzpolitik ist im vergangenen Jahr auf einen kräftigen diskretionären Restriktionskurs umgeschwenkt. Dieser Kurs wird sich 2012 etwas abgeschwächt fortsetzen (Abbildung 5). Der diskretionäre Impuls in diesem Jahr liegt insgesamt bei -10,6 Mrd. Euro (-0,4 % des BIP), nach -14,4 Mrd. Euro (-0,6 % des BIP) im vergangenen Jahr.

Angesichts der zu erwartenden starken wirtschaftlichen Abschwächung in diesem Jahr ist eine solche restriktive Ausrichtung nicht mehr konjunkturgerecht. Sie konterkariert die automatischen Stabilisatoren und dies, obwohl in der ökonomischen Wissenschaft ein fast einhelliger Konsens darüber besteht, dass deren volles Wirkenlassen – im Abschwung wie im Aufschwung – angezeigt ist (SVR 2007, S. 46ff.). Gerade die deutsche Wirtschaft musste in der langen Stagnationsphase von 2001 bis 2005 schmerzvoll erfahren, dass eine prozyklisch restriktive Finanzpolitik eine Konjunkturkrise erheblich verschärfen und verlängern kann (Abbildung 5). Umgekehrt hat gerade die schnelle und kräftige Erholung nach dem Absturz im Jahr 2009 gezeigt, dass sich eine antizyklische Wirtschaftspolitik auszahlt, zumal noch, wenn sie gleichzeitig auch in wichtigen Partnerländern praktiziert wird.

Allein dies wäre schon unter gewöhnlichen Umständen Grund genug für eine finanzpolitische Kurskorrektur in Deutschland. Allerdings sind die Umstände gegenwärtig alles andere als gewöhnlich. In der Vergangenheit konnte sich die deutsche Finanzpolitik im Abschwung fast immer darauf verlassen, dass ein schlimmerer realwirtschaftlicher Absturz in Deutschland zumeist durch günstige externe Rahmenbedingungen, sei es durch autonomes oder durch wirtschaftspolitische Stimulierung herbeigeführtes Wachstum in den wichtigsten Partnerländern, verhindert wurde. Beide günstigen Einflussfaktoren sind diesmal jedoch außer Kraft gesetzt. Zudem sind die Zinssenkungsspielräume der EZB – anders als in den Abschwungphasen zuvor – angesichts eines bereits auf 1 % abgesenkten Leitzinses nur noch sehr gering. Ferner ist die Geldpolitik allein in einem stagnativen Umfeld



zur Konjunkturstimulierung wenig wirksam. In den meisten für den deutschen Export wichtigen Partnerländern schließlich befindet sich die Wirtschaft bereits in einem kräftigen Abschwung. Die zum Teil extreme fiskalpolitische Restriktion in vielen Euroländern lässt für die Konjunktur im Euroraum auf absehbare Zeit Schlimmes befürchten.

Daher wäre ein expansiver fiskalpolitischer Kurs in Deutschland schon aus nationalem Interesse zur Stützung der deutschen Wirtschaft in einem extrem unsicheren Umfeld angezeigt. Hinzu kommt, dass Deutschland angesichts der Vertrauenskrise im Euroraum aufgrund seiner ökonomischen Bedeutung sowie seiner bislang verfehlten, einseitig auf Exportüberschüsse abzielenden wirtschaftspolitischen Ausrichtung eine besondere Verantwortung für die Stabilisierung des Euroraums trägt. Würde sich Deutschland koordiniert gemeinsam mit den übrigen Staaten im Euroraum mit relativ niedrigen öffentlichen Budgetdefiziten und hohen Leistungsbilanzüberschüssen (Niederlande, Österreich, Finnland) durch eine entschlossene expansive Finanzpolitik der Krise entgegenstemmen, würde dies die Konjunktur im gesamten Euroraum beleben.

Gleichzeitig könnten die Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum ohne zusätzliche Wachstumsverluste abgebaut werden. Die stärkere Binnennachfrage in Deutschland und den anderen Überschussländern würde erstens die Importe aus den übrigen Euroraumländern anregen. Zweitens käme es aufgrund der relativ stärkeren wirtschaftlichen Entwicklung in den Überschussländern zu einer Annäherung der internationalen Wettbewerbs-

fähigkeit im Euroraum, da in diesen Ländern mit einer relativ stärkeren Lohnentwicklung gerechnet werden könnte. Den Defizitländern könnte auf diesem Wege realistischerweise die notwendige Anpassung ohne übermäßige makroökonomische Restriktion ermöglicht werden.

Die gegenwärtig im Zuge der Vertrauenskrise von den europäischen Regierungen, offenbar aus Angst vor den internationalen Finanzmärkten und den Rating-Agenturen, angestrebte Politik einer verschärften simultanen fiskalpolitischen Restriktion im gesamten Euroraum hätte dagegen im jetzigen Umfeld katastrophale Folgen. Letztlich würden sich die Mitgliedstaaten vertraglich auf eine kumulative Abwärtsspirale verpflichten, in deren Folge der Euroraum – und damit letztlich auch Deutschland – über Jahre hinaus in einer Phase der deflationären Stagnation zu versinken drohte. In einem solchen katastrophalen makroökonomischen Umfeld würden auch die Bestrebungen zur Haushaltskonsolidierung weitestgehend wieder zunichte gemacht. Neben den exorbitant hohen realwirtschaftlichen Kosten wäre daher bald schon wieder mit einer Eskalation der Krise auf den Finanzmärkten zu rechnen.

#### Schuldenbremsen zur Beruhigung der Finanzmärkte ungeeignet

Dabei ist schon grundsätzlich nicht klar, worauf sich die Hoffnung stützt, die Einführung harter verfassungsmäßiger Schuldenschranken führe zu einem signifikanten Glaubwürdigkeits- und Vertrauensgewinn an den Finanzmärkten. Eine bisher nur als Kurzfassung zur Verfügung stehende aktuelle Studie im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen (BMF) kommt zwar zu diesem Ergebnis (Heinemann et al. 2011). Die empirischen Befunde deuten allerdings offenbar nur darauf hin, dass Staaten mit schärferen Verschuldungsregeln im Durchschnitt etwas niedrigere Risikoprämien (um maximal 0,18 Prozentpunkte) zahlen, nicht aber, dass die Einführung solcher Regeln innerhalb eines Landes im Zeitablauf zu niedrigeren Risikoprämien geführt habe (Heinemann et al. 2011, S. 63). Desweiteren scheinen sich die im Rahmen der Studie befragten Finanzmarktakteure bei ihren Länderbewertungen nicht prioritär für das Vorliegen institutioneller Schuldenschranken zu interessieren (Heinemann et al. 2011, S. 64).

Auch der Internationale Währungsfonds kommt bezüglich der Auswirkungen von institutionellen Schuldenschranken zu dem Ergebnis, dass empirisch wenig auf signifikante Effekte strenger Politikregeln auf die Risikoauflage der Staatsanleihen der Industrieländer hinweise (IMF 2009).

Zudem kam es nach Einführung der von vielen deutschen Beobachtern hoch gelobten Schweizer Schuldenbremse 2003 nicht zu einer spürbaren Vergrößerung des Zinsvorteils der Schweizer Bundesanleihen gegenüber denen der meisten anderen Industriestaaten inklusive Deutschlands, obwohl sich die Schuldenstandsquoten seither deutlich auseinander entwickelt haben.

Angesichts der Erfahrungen in der Finanzkrise seit 2008 ist es außerdem abwegig, den Finanzmärkten die Beurteilung der Staatsverschuldung zu überlassen. Zehn Jahre lang sahen sie keinen Grund für differenzierte Risikoprämien. Seit nunmehr anderthalb Jahren versuchen sie, voller Panik die betroffenen Schuldpapiere loszuwerden, was deren Zinsen immer weiter nach oben treibt. Eine solche Panik lässt sich nicht durch die Verordnung von Schuldenbremsen in einzelnen Ländern stoppen, wie das Beispiel Spaniens eindrucksvoll zeigt, das im September 2011 eine Schuldenbremse verabschiedete. Es ist daher extrem naiv und gefährlich, zu glauben, man könne den vom Herdentrieb regierten, „manisch-depressiven“ Finanzmärkten (Schulmeister 2007) irgendwelche differenzierten „Signale“ senden, die dann in der gewünschten Art und Weise „gelesen“ würden.

Eine besondere Ironie besteht darin, dass die Bundesregierung sich auf europäischer Ebene so vehement für die Einführung der deutschen Schuldenbremse eingesetzt hat, obwohl gerade das auf der Ebene des Bundes gewählte technische Verfahren zur Ermittlung des strukturellen Defizits extrem komplex und in höchstem Maße intransparent und gestaltungsanfällig ist. Zudem hat die Bundesregierung die Intransparenz durch eine mangelhafte Informationspolitik noch gesteigert und bestehende Gestaltungsspielräume technisch geschickt zur Erweiterung ihrer haushaltspolitischen Spielräume genutzt (Horn et al. 2011b).

Die Freude über diese Spielräume wird wahrscheinlich nur von kurzer Dauer sein, denn aufgrund der in den technischen Verfahren angelegten Prozyklik würden sie bei einem kräftigen Konjunkturabschwung schnell wieder verschwinden, so dass die Finanzpolitik dann mitten in einer europäischen Konjunkturkrise den Restriktionsgrad verschärfen müsste (Truger et al. 2011). Es ist nicht nachvollziehbar, wie mit dem Export einer solchen Verschuldungsregel vor dem Hintergrund ihres ersten konkreten Einsatzes durch die Bundesregierung ernsthaft das Vertrauen der Finanzmärkte gegenüber der deutschen und europäischen Finanzpolitik gestärkt werden sollte (Truger /Will 2012).

## Expansive europäische Koordinierung auch trotz reformiertem Stabilitätspakt möglich

Die hier als Ausweg empfohlene expansivere Ausrichtung der Fiskalpolitik in Deutschland und im Euroraum scheint zunächst im Widerspruch zu der auf dem EU-Krisentreffen vom 9. Dezember 2011 beschlossenen Strategie zu stehen. Dort war eine verfassungsmäßige Verankerung von Schuldenbremsen nach deutschem Vorbild in den Mitgliedstaaten bei gleichzeitig harter Überwachung durch die EU-Kommission mit quasi-automatischer Sanktionierung bei Zuwiderhandlung vereinbart worden. Allerdings sind selbst im Rahmen einer solchen Vereinbarung ganz unterschiedliche Ausgestaltungen möglich. Die harte Verpflichtung aller teilnehmenden EU-Staaten auf möglichst schnelle Reduktion der bestehenden öffentlichen Budgetdefizite ist dabei nur eine – wenn auch bemerkenswert kontraproduktive – Option. Sie würde genau mit den erwähnten katastrophalen Effekten für die europäische Konjunktur und damit auch das erklärte Ziel der Haushaltskonsolidierung und Stabilisierung der Finanzmärkte einhergehen.

Angesichts der sehr ernsten Lage und der bei Fortsetzung des bisherigen Kurses katastrophalen Aussichten für den Fortbestand der Währungsunion wäre auch eine ganz andere Ausgestaltung denkbar. So könnte der Übergangsprozess zu den angestrebten maximal zulässigen strukturellen Budgetdefiziten von 0,5 % des BIP auch zeitlich gestreckt und je nach nationaler Besonderheit differenziert gestaltet werden. So heißt es auch in der Gipfelerklärung der europäischen Staats- und Regierungschefs „Member States shall converge towards their specific reference level, according to a calendar proposed by the Commission.“ (European Council 2011, S. 3).

Würde der Konsolidierungszeitraum etwa für die gegenwärtig besonders stark betroffenen Volkswirtschaften mit hohen Budget- (und Leistungsbilanz-)defiziten spürbar gestreckt und gleichzeitig den Volkswirtschaften mit bereits relativ geringen strukturellen Budgetdefiziten und hohen Leistungsbilanzüberschüssen ein vorübergehend expansiver Kurs vorgegeben, so könnte damit zum Wohle Europas und des Euro genau die hier empfohlene Strategie umgesetzt werden. Auch die deutsche Schuldenbremse sah bei ihrer Verabschiedung aus gutem Grund einen Übergangszeitraum von 10 Jahren bis zum endgültigen Greifen der strukturellen Defizitgrenze von 0,35 % des BIP vor.

### Fiskalpolitische Spielräume in Deutschland

Ein fiskalpolitischer Expansionskurs für Deutschland würde – selbst wenn er auf europäischer Ebene beschlossen würde – hierzulande potenziell im

Widerspruch zu der seit Juli 2009 im Grundgesetz verankerten Schuldenbremse stehen, die dem Bund ab dem Jahr 2016 grundsätzlich nur noch ein strukturelles Haushaltsdefizit von 0,35 % des BIP erlaubt und den Ländern ab dem Jahr 2020 strukturelle Defizite grundsätzlich verbietet.

Allerdings bestehen im Rahmen der Regelgrenzen der Schuldenbremse durchaus noch gewisse Spielräume zur Ausweitung der Nettokreditaufnahme. So besteht in den Ländern, die anders als Berlin, Bremen, Saarland, Sachsen-Anhalt und Schleswig-Holstein keine Konsolidierungshilfen empfangen und sich noch nicht auf länderspezifische Schuldenbremsen festgelegt haben, in der Übergangszeit bis 2020 nach dem Willen des Verfassungsgebers noch beträchtliche Handlungsspielräume, die entsprechend genutzt werden könnten.<sup>2</sup> Auch der Bund hat gegenwärtig noch Spielräume. Aufgrund der Nutzung von Gestaltungsmöglichkeiten und der Prozyklik des verwendeten Konjunkturbereinigungsverfahrens wurde ein Sicherheitsabstand in der Höhe von mittelfristig gut 10 Mrd. Euro jährlich zum nach der Schuldenbremse zulässigen maximalen strukturellen Defizit aufgebaut (BMF 2011). Sollte es zu einer längeren Stagnationsphase kommen, wäre allerdings aufgrund der dem verwendeten Konjunkturbereinigungsverfahren inhärenten Prozyklik damit zu rechnen, dass dieser Sicherheitsabstand auch ohne zusätzliche expansive Maßnahmen wieder schrumpft, so dass ggf. nach einiger Zeit Gegenfinanzierungsmaßnahmen notwendig würden.

Eine Erhöhung der Nettokreditaufnahme über die angesprochenen Spielräume hinaus wäre im Rahmen der Schuldenbremse nur durch die Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung der Art. 109 Abs. 3 Satz 2 und Art. 115 Absatz 2 Satz 6 GG möglich, die im Falle von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Notsituationen, die sich der Kontrolle des Staates entziehen und die staatliche Finanzlage erheblich beeinträchtigen, eine Überschreitung der Kreditobergrenzen zulässt. In der momentanen Lage ließe sich eine solche Inanspruchnahme politisch nur schwer rechtfertigen, da die meisten Beobachter in dem zu erwartenden Abschwung keine außergewöhnliche Notsituation, sondern einen gewöhnlichen Konjunkturabschwung erblicken würden. Bei einer erheblichen Verschärfung der Krise und als Teil einer europaweiten Abwehrstrategie wäre dies allerdings anders zu beurteilen. Die deutsche Finanzpolitik müsste dann dazu bereit sein, die vom Verfassungsgeber

<sup>2</sup> Zum aktuellen Stand der Umsetzung der Schuldenbremse in den Bundesländern siehe SVR (2011, S. 185ff.).

vorgesehene Ausnahmemöglichkeit auch in Anspruch zu nehmen.

Eine weitere Möglichkeit, innerhalb der Vorgaben des Grundgesetzes zur Schuldenbremse vorübergehend größere Haushaltsspielräume zu erhalten, bestünde in einer einfachgesetzlichen Änderung von § 9 Abs. 3 des Ausführungsgesetzes zu Art. 115 GG. Dort wird der Abbau des strukturellen Haushaltsdefizits des Bundes des Jahres 2010 in gleichmäßigen Schritten bis 2016 festgelegt, dem Jahr, von dem an laut Art. 143d Abs. 1 GG die Grenze von 0,35 % des BIP wirksam wird. Hier könnte für einzelne Jahre auch eine über den ursprünglich festgelegten Abbaupfad hinausgehende Nettokreditaufnahme ermöglicht werden.

Die Finanzpolitik kann aber auch ohne Ausweitung der Nettokreditaufnahme expansive Impulse setzen: Bekanntlich ist der Multiplikator fiskalpolitischer Maßnahmen auf der Ausgabenseite – insbesondere bei öffentlichen Investitionen und beim Staatskonsum – wesentlich höher als bei einnahmenseitigen Maßnahmen, insbesondere, wenn diese private Haushalte mit hohem Einkommen und Vermögen betreffen.<sup>3</sup> Wird daher eine offensive öffentliche Investitionsstrategie durch die Erhöhung von Steuern für Haushalte mit hohem Einkommen und Vermögen gegenfinanziert (Einkommensteuer für hohe Einkommen, Erbschaft- und Vermögensteuer, Finanztransaktionsteuer), ergäben sich beträchtliche positive Wachstums- und Beschäftigungswirkungen. Gleichzeitig könnte die trendmäßig gestiegene Schieflage der Einkommens- und Vermögensverteilung spürbar korrigiert werden, die zu den wesentlichen Ursachen der Finanzmarktkrise zu rechnen ist (Horn et al. 2009).

Konkret empfiehlt sich in der gegenwärtigen Lage ein abgestuftes Vorgehen. Unabhängig von der Konjunkturlage sollten Bund, Länder und Gemeinden mit dem Einstieg in ein koordiniertes steuerfinanziertes öffentliches Investitionsprogramm in den Bereichen Bildung, Forschung, Kinderbetreuung sowie ökologische und traditionelle Infrastruktur beginnen. Sollte sich abzeichnen, dass die gegenwärtige konjunkturelle Abschwächung stärker oder langwieriger ist als erwartet, dann sollten zunächst die im Rahmen der Regelgrenzen der Schuldenbremse bestehenden Spielräume für kreditfinanzierte Maßnahmen genutzt werden. Im Notfall schließlich müsste unter Rückgriff auf die Ausnahmeregelungen der Schuldenbremse ein massives, möglichst schnell wirkendes befristetes Konjunkturprogramm aufgelegt werden.

## Das deutsche Lohnproblem

Auch wenn sich die Beschäftigungssituation am Arbeitsmarkt in den vergangenen Jahren merklich verbessert hat, besteht bei der Lohnentwicklung in Deutschland, insbesondere in den nicht durch Tarifverträge abgedeckten Bereichen, ein Aufholbedarf. Die Löhne in Deutschland haben seit 1996 bis zur Krise nicht mehr den Verteilungsspielraum ausgeschöpft (Horn /Stein 2010) und auch 2011 setzte sich diese Entwicklung fort. In der Vergangenheit hatte die schwache Lohnentwicklung zu stagnierenden Lohnstückkosten und einer schwachen Inflationsentwicklung in Deutschland geführt. Dies resultierte zwar in einer Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, in Folge der es zu einer starken Zunahme der Handelsbilanzüberschüsse kam, aber aufgrund der schwachen Binnennachfrage kamen die Wachstumsimpulse fast nur noch aus dem Ausland (Brecht et al. 2010). Insgesamt war die daraus resultierende Wachstums- und Beschäftigungsentwicklung schlechter als im Rest des Euroraums (Joebges et al. 2009 und Sturn /van Treeck 2010). Auch aktuell gelingt es der größten Volkswirtschaft des Euroraums aufgrund der nach wie vor verhaltenen gesamtwirtschaftlichen Lohnentwicklung trotz der guten Beschäftigungsentwicklung nicht in ausreichendem Maße binnenwirtschaftliche Wachstumsimpulse zu generieren. Vielmehr besteht die Gefahr, dass sich in Bezug auf die Entwicklung der Arbeitskosten und insbesondere der Lohnstückkosten in Europa bislang nichts ändert und sich die Entwicklung des letzten Jahrzehnts im Großen und Ganzen fortsetzt (Niechoj et al. 2011).

Eine Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland hin zu einem ausgewogeneren Wachstumsmodell und der Abbau der nach wie vor fortbestehenden Ungleichgewichte im Euroraum erfordern jedoch gesamtwirtschaftliche Lohnsteigerungen in Deutschland, die den Verteilungsspielraum von Trendproduktivitätswachstum und Zielinflationsrate der EZB ausschöpfen. Ein solch stabiler Pfad der gesamtwirtschaftlichen Lohnentwicklung tritt aber nicht automatisch ein. Notwendig sind vielmehr weit reichende Korrekturen in den institutionellen Rahmenbedingungen des deutschen Arbeitsmarkts und vor allem eine unterstützende Arbeitsmarktpolitik. Dies wird deutlich, wenn man sich die vielfältigen Ursachen vor Augen führt, die zu dieser Instabilität erzeugenden Entwicklung der Verdienste in Deutschland geführt haben.

Die Arbeitsmarktreformen des vergangenen Jahrzehnts hatten implizit eine Reduktion der Verhandlungsstärke der Gewerkschaften zum Ziel.

<sup>3</sup> Siehe hierzu ausführlich Truger et al. (2010, S. 14ff.) und die dort zitierte Literatur.

Zudem schwächte die lang anhaltende hohe Arbeitslosigkeit die gewerkschaftliche Verhandlungsposition. Folglich fielen die Zuwächse der Tariflöhne im ersten Jahrzehnt dieses Jahrhunderts deutlich niedriger aus als in den neunziger Jahren. Zugleich ist die Tarifbindung in Deutschland im europäischen Vergleich eher unterdurchschnittlich, und seit Mitte der 1990er Jahre leidet das deutsche Tarifvertragssystem unter einem schleichenden Erosionsprozess (Bispinck /Schulten 2009). Folglich genießen immer weniger Beschäftigte den Schutz des Tarifsystems. So hat die Tarifbindung der Beschäftigten nach Angaben des WSI-Tarifarchivs in Westdeutschland im Zeitraum von 1998 bis 2009 um 11 Prozentpunkte auf 65 % abgenommen, im Osten sogar um 12 Prozentpunkte auf nur noch 51 %.

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist die Entwicklung der Effektivverdienste, d.h. die Summe aus Tariflohnsteigerungen und Lohndrift, ausschlaggebend. Durch eine überwiegend negative Lohndrift (Krämer 2011) blieben die Zuwachsraten der Effektivverdienste hinter den Tariflohnsteigerungen zurück. In einer negativen Lohndrift spiegeln sich sowohl die abnehmende Tarifbindung als auch eine geschwächte Verhandlungsposition der Arbeitnehmer wider. Mit abnehmender Tarifbindung nimmt die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Lohnentwicklung in nicht tarifgebundenen Betrieben und Wirtschaftsbereichen zu. Gleichzeitig hatte die Schwächung der Verhandlungsposition der Arbeitnehmer einen Abbau von übertariflichen Leistungen zur Folge. Insgesamt hat sich die funktionale Einkommensverteilung seit 1991 deutlich zu Ungunsten der Arbeitnehmer verschoben, wie der Rückgang der Arbeitseinkommensquote um insgesamt 4,3 Prozentpunkte verdeutlicht (Krämer 2011). Auch hat die Lohnspreizung innerhalb der Arbeitseinkommen deutlich zugenommen (OECD 2011, S. 86ff.). Diese Entwicklungen sind nicht überraschend, vielmehr hatte die Politik einen entscheidenden Anteil an diesen Entwicklungen. Mit den Arbeitsmarktreformen wurde bewusst auf eine Strategie gesetzt, die die Errichtung eines Niedriglohnssektors und die Schwächung der Verhandlungsposition der Arbeitnehmer beabsichtigte. Bewusst verweigerte die Politik bislang die Schaffung von Arbeitsmarktinstitutionen wie einen allgemeinen gesetzlichen Mindestlohn und eine Reform des Systems der Allgemeinverbindlicherklärung von Tarifverträgen, durch die erstens das Ausfransen der Löhne nach unten gestoppt und zweitens eine stabilitätsgerechtere Entwicklung der Löhne in Deutschland gefördert werden könnten. Zudem wurden den Arbeitgebern durch die Reform

und Förderung von Leiharbeit und geringfügiger Beschäftigung legale Instrumente zur Verfügung gestellt, um die Arbeitskosten zu Lasten der Löhne der Arbeitnehmer zu drücken.

Eine Politik, die zu einer stabilitätsgerechten Lohnentwicklung in Deutschland führen soll, muss an den Bedingungen des deutschen Tarifvertragssystems ansetzen. Hierzu ist eine grundsätzliche Reform des Verfahrens der Allgemeinverbindlicherklärung notwendig. Diese sollte so ausgestaltet sein, dass das Instrument der Allgemeinverbindlicherklärung in Deutschland wieder anwendbar wird und darauf abzielen, die Mehrheit der Tarifverträge für allgemeinverbindlich erklären zu können. Letztlich kann derzeit nur ein allgemeinverbindlich erklärter Tarifvertrag einen ordnungspolitischen Rahmen für einen fairen unternehmerischen Wettbewerb ohne Lohnkonkurrenz schaffen (Bispinck /Schulten 2009). Zusätzlich notwendig ist ein allgemeiner gesetzlicher Mindestlohn, der verhindert, dass die Löhne in den Bereichen, in denen die regulative Grundlage eines Tarifvertrages fehlt, immer weiter nach unten ausfransen, und der eine allgemeine Lohnuntergrenze bildet, auf der Tarifverträge aufbauen können.

Ergänzend hierzu ist eine politische Neugestaltung der Leiharbeit und der Minijobs dringend erforderlich, um sicherzustellen, dass sie nicht länger als Kostensenkungsinstrumente missbraucht werden können. Hinsichtlich beider Beschäftigungsformen muss dabei die Reregulierung im Vordergrund stehen. In Bezug auf die Leiharbeit ist die Durchsetzung des Gleichbehandlungsgrundsatzes – möglichst ab dem ersten Einsatztag – von zentraler Bedeutung. Dadurch wird zum einen sichergestellt, dass die Leiharbeit wieder auf ein Flexibilitätsinstrument zum Abfangen betrieblicher Auftragsspitzen reduziert wird, das seinen angemessenen Preis hat. Zum anderen wird so die Grundlage geschaffen, dass die Leiharbeit adäquat in das Tarifvertragssystem integriert und so nicht länger zum Unterlaufen bestehender Tarifverträge in den Ausleihbetrieben missbraucht werden kann. Gleichzeitig sollte das vor den Hartz-Reformen geltende Synchronisationsverbot zugunsten unbefristeter Arbeitsverträge zwischen Leiharbeitnehmern und Verleihunternehmen wieder eingeführt werden (Keller /Seifert 2011). Die Minijobs dagegen haben sich nicht bewährt, in bestimmten Dienstleistungsbereichen erheblich zur Absenkung der Löhne beigetragen und sollten nicht zuletzt wegen ihres Subventionscharakters sowohl im Haupt- als auch Nebenerwerb abgeschafft werden. Ziel sollte ein einheitliches sozialversicherungspflichtiges Beschäftigungsverhältnis ab dem ersten Euro sein.

Gegebenenfalls sollte es durch ein System direkter Zuschüsse für bedürftige Erwerbstätige mit niedrigen Erwerbseinkommen über das Steuersystem in Verbindung mit einem allgemeinen Mindestlohn und einer Mindestförderschwelle ab beispielsweise 15 Erwerbsstunden pro Woche ergänzt werden (Herzog-Stein /Sesselmeier 2012). In die völlig falsche Richtung geht dagegen die Ankündigung der Bundesregierung, die Einkommensgrenze für Minijobs auf 450 Euro anheben zu wollen. Zu erwarten ist, dass dadurch weitere sozialversicherungspflichtige Beschäftigungsverhältnisse gefährdet werden und eine weitere Zunahme des Niedriglohnbereichs bewirkt wird.

## Die verschleppte Krise

Am Anfang stand ein Irrtum. Er bestand darin, dass die Gründer der Währungsunion glaubten, sie könnten eine stabile Währungsunion alleine durch eine Zentralbank, die sich primär dem Ziel der Preisstabilität widmen sollte, schaffen. Alles Weitere sollte prinzipiell unter die Souveränität der Nationalstaaten fallen. Nur die Staatsschulden sollten durch eine Obergrenze für die jährliche Neuverschuldung von 3 % und für die Staatsschuldenquote von 60 % im gesamten Euroraum in Schach gehalten werden. Die Begründung für diese einzige Ausnahme waren Inflationsbefürchtungen, da eine hohe Staatsverschuldung über vermeintlichen politischen Druck die EZB zu einer zu laschen Geldpolitik verleiten könnte.

Nicht beachtet wurde, dass unter diesen Umständen die Einhaltung eines Inflationsziels auf der gesamtwirtschaftlichen Ebene des Währungsraums bei ansonsten souveränen Nationalstaaten nicht ausreicht, um eine stabile Währungsunion zu begründen. Vernachlässigt wurde vor allem, dass Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten genau jene Verschuldungssituation in Defizitländern erzeugen, vor der man sich in den Anfängen der Währungsunion fürchtete. Die Verschuldung kann dabei sowohl öffentliche wie privater Natur sein. Wachstums- und Inflationsdifferenzen zwischen den einzelnen Volkswirtschaften waren ursächlich für diese Ungleichgewichte. Eine sinnvolle Regelung zu Beginn der Währungsunion wäre gewesen, in logischer Fortsetzung des Vertrages von Maastricht von allen Mitgliedstaaten die Einhaltung des gemeinsamen Inflationsziels zu verlangen.<sup>4</sup> Dies ist nicht

geschehen. Stattdessen wurden über Jahre hinweg Inflationsdifferenzen sowohl in Richtung zu hoher Preissteigerungen (Griechenland und weitere) als auch zu niedrigeren Raten (Deutschland und weitere), und der Aufbau massiver Leistungsbilanzungleichgewichte hingenommen (Horn et al. 2005). Die Leistungsbilanzkrise wurde nicht erkannt und folglich verschleppt.

Erst im Zuge der Finanzmarktkrise, als den Finanzanlegern diese schwelende Krise bewusst wurde, konnte sie nicht mehr ignoriert werden, zumal auf den mittlerweile stark deregulierten Finanzmärkten zunehmend, und von allen zur Verfügung stehenden derivativen Anlageformen angeheizt, auf den finanziellen Untergang einzelner Staaten wie auch der Währungsunion als Ganzes gesetzt wurde. Das wurde noch angetrieben durch fortwährende Abstufungen bzw. deren Ankündigung durch Rating-Agenturen. Es entwickelte sich eine epidemische Vertrauenskrise, die – und das ist der zweite folgenschwere Irrtum – insbesondere seitens der Bundesregierung nicht als solche erkannt wurde. Es begann mit Griechenland, setzte sich über Irland, Portugal und Spanien fort und erreichte schließlich Italien. Mittlerweile sind auch noch Belgien und Frankreich im Fokus der Märkte, und die erste Rating-Agentur setzte auch für Deutschland den Ausblick auf negativ. Mit anderen Worten, der gesamte Euroraum ist nunmehr mehr oder minder stark betroffen.

## Die verkannte Krise

Gleichwohl werden diese grundlegenden Krisenphänomene weiter ignoriert und die Krise lediglich als eine Staatsschuldenkrise interpretiert. Diese – so glaubt man – kann nur mit einem europaweiten harten Sparkurs und einer langfristigen Zementierung ausgeglichener öffentlicher Haushalte bekämpft werden.

Diese Sichtweise spiegeln die Beschlüsse des EU-Gipfels von Anfang Dezember wider. Das grundlegende Problem des nicht geklärten Umgangs mit persistenten Inflationsdifferenzen und des Fehlens von Institutionen im Euroraum, die dieses Problem adressieren, wurde nicht gelöst. Es wurde nicht einmal als Problem benannt. So entsteht kein Vertrauen in die Stabilität des Euroraums. Damit wird die Krise bestenfalls weiter verschleppt. Wahrscheinlich wird sie eher früher als später ihrem Höhepunkt zustreben und dann

<sup>4</sup> Nicht nur Inflationsdifferenziale sondern auch Wachstumsdifferenziale können Leistungsbilanzungleichgewichte erzeugen. Ein Land mit überdurchschnittlichem Wachstum müsste mittelfristig bei den handelbaren Gütern geringere Preissteigerungen aufweisen, damit die Exportsteigerungen infolge einer realen Aufwertung mit den Importsteigerungen Schritt halten. Da Produktivitätssteigerungen üblicherweise primär im Bereich handelbarer Güter stattfinden, steigen die Preise im Bereich

nicht handelbarer Güter infolge steigender Lohnkosten stärker an. Folglich ist es nicht unwahrscheinlich, dass ein Land mit höherem Wachstum bei Einhaltung der Zielinflationsrate keine Leistungsbilanzprobleme bekommt. Ähnlich argumentieren Lommatzsch /Tober (2006) und zeigen für die Länder des Euroraums, dass die Preise handelbarer Güter in Ländern mit überdurchschnittlicher Produktivitätsentwicklung tendenziell langsamer steigen, die Preise für Dienstleistungen infolge geringerer Produktivitätszuwächse eher stärker.

endlich klare und institutionell tragfähige Entscheidungen erzwingen.

Schon jetzt dürfte der harte Sparkurs den Euroraum in eine Rezession gestürzt haben, was das Vertrauen in die Zukunft des Euroraums weiter belasten wird. Kurzfristig ist die Vertrauenskrise nur noch durch massive Interventionen oder deren Ankündigung seitens der EZB zu lösen. Damit sie hierzu legitimiert ist, muss aber seitens der europäischen Wirtschaftspolitik auch die langfristige Überwindung der institutionellen Probleme in Angriff genommen werden. Zu diesem Zweck muss sich die Wirtschaftspolitik – vor allem in Deutschland – als erstes von mehreren verfestigten Vorstellungen verabschieden.

### Prinzipien einer stabilen Währungsunion

Erstens handelt es sich nicht um eine Staatsschuldenkrise, sondern es geht im Ursprung um eine innereuropäische Leistungsbilanzkrise, die sowohl aus öffentlicher als auch aus privater Verschuldung entstehen kann. So lag zwar in Griechenland die Staatsschuldenquote schon seit Jahren bei rund 100 % des BIP, aber in Spanien und Irland betrug sie vor der Krise nur 36 % bzw. 25 % und war damit deutlich niedriger als z.B. in Deutschland. Der Fokus auf öffentliche Verschuldung ist zu eng. Zweitens besteht die Ursache der Leistungsbilanzkrise insbesondere in der Verletzung des Inflationsziels der EZB auf nationaler Ebene und zwar sowohl nach oben (Griechenland, Spanien, Portugal, Irland) als auch nach unten (Deutschland, Österreich, Finnland, Niederlande). Drittens ist die notwendige Anpassung folglich gemeinsame Aufgabe der Defizit- wie der Überschussländer.

Nur wenn diese Prinzipien beachtet werden, kann die Krise überwunden werden. Ohne die Berücksichtigung der Leistungsbilanzproblematik setzt jede Lösung falsch oder zu eng an, wie dies auf dem EU-Gipfel durch die Konzentration auf Staatsverschuldung bereits geschehen ist. Ohne die Überwindung der Inflationsdifferenzen ist der Keim für die nächste Krise schon gelegt, da in diesem Fall im Laufe der Zeit immer wieder neue Ungleichgewichte entstehen. Ohne die symmetrische Überwindung dieser Differenzen auch durch Verhaltensanpassung der Überschussländer haben die Defizitländer keine Chance je wettbewerbsfähig zu werden (Niechoj et al. 2011).

Die Beachtung dieser Prinzipien erfordert ein Umdenken in der Wirtschaftspolitik vor allem in Deutschland. Anders als zumeist behauptet, liegen Leistungsbilanzüberschüsse nicht im nationalen Interesse. Denn sie basieren auf den Schulden der anderen und sind insofern kein nachhaltiger Wohl-

stand, sondern Verbote von Krisen. Sie sind damit auch nicht Ausdruck besonders erfolgreicher Exportstrategien. Denn das so erworbene Auslandsvermögen verliert periodisch an Wert.

Abschied zu nehmen ist auch von einem ökonomischen Denken, das neben der erwünschten Konkurrenz von Unternehmen die wirtschaftliche Konkurrenz von Staaten setzt. Während die erste Form von Wettbewerb zu technologischem Fortschritt und verbesserten Produkten führt, ist die zweite Form ein Weg in die politische Verelendung. Steuerwettbewerb, Deregulierungswettbewerb und realer Abwertungswettbewerb durch Lohndruck dienen allein dem Ziel, Marktanteile von Staaten zu erhöhen. In einer solchen Spirale kann niemand gewinnen, da sie zur Einnahmeerrosion bei Staaten mit der Folge entweder höherer Verschuldung oder Verringerung notwendiger Staatstätigkeiten mündet. Der Deregulierungswettbewerb macht Volkswirtschaften krisenanfällig. Der Abwertungswettlauf führt in einer Währungsunion zu deflationären Tendenzen, die von einer Zentralbank nur schwer zu bekämpfen sind. Hierunter leiden dann am Ende alle beteiligten Volkswirtschaften.

### Ein Europäischer Währungsfonds

Um all dies zu vermeiden sind grundlegende institutionelle Reformen im Euroraum notwendig (Horn et al. 2010). Zuerst bedarf es einer Institution, die Leistungsbilanzprobleme frühzeitig erkennt und den Mitgliedsländern präventive Maßnahmen vorschlägt bzw. mit Zustimmung der politischen Instanzen auch anordnen kann. Sie ersetzt gleichsam den Wechselkursmechanismus. Aus einer anderen Warte kann sie auch als Ersatz für automatische Transfermechanismen betrachtet werden, die in einem nationalen Rahmen üblicherweise greifen.

Falls gleichwohl eine Krise eintritt, sollte diese Institution mit hinreichenden Mitteln ausgestattet sein, um notleidende Mitgliedsländer mit niedrig verzinsten Krediten unterstützen zu können. Dies ist aber nur möglich gegen die Auflage einer Wirtschaftspolitik, die dazu beiträgt, die Leistungsbilanz in ein Gleichgewicht zurückzuführen. Finanziert werden sollte dies durch Einlagen der Mitglieder entsprechend ihres BIP-Gewichts, wobei jene Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen einen erhöhten Beitrag zu zahlen hätten, damit auch bei ihnen der Anreiz besteht, eine Wirtschaftspolitik zu betreiben, die zum Ausgleich ihrer Leistungsbilanz beiträgt.

Der bereits beschlossene Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) könnte der Kern einer solchen Institution sein. Sie nähme dann die Funktion eines Europäischen Währungsfonds (EWF) wahr,

der für die Wahrung der Stabilität einer Währungsunion ansonsten souveräner Nationalstaaten unerlässlich ist.

Flankiert werden sollte ein EWF langfristig durch die Vergabe von Eurobonds zumindest bis zu einer gewissen Höhe des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts. Dies würde einen sehr liquiden Markt für Staatsanleihen begründen und deren Sicherheit durch die gemeinschaftliche Haftung erhöhen. Eine zumindest begrenzte gemeinschaftliche Garantie der Schulden der Euroländer ist aber auch kurzfristig erforderlich. Eine Möglichkeit hierfür ist die vom Sachverständigenrat (SVR) geforderte Schaffung eines Tilgungsfonds, in denen alle Mitgliedstaaten ihre Schulden, die über 60 % des BIP liegen, einbringen. Deren Finanzierung und Tilgung ist durch verpflichtende Zusagen über die Zuführung wohl definierter Steuermittel gesichert. All dies wird nur dann wirken, wenn es in einem stabilen Umfeld erfolgt. Hierzu gehört eine strikte Regulierung der Finanzmärkte, die in Europa erst in Ansätzen vorankommt.

Hinter all diesen Forderungen bleiben die Beschlüsse des EU-Gipfels von Anfang Dezember weit zurück. Die Zeit für eine wirklich stabile Währungsunion scheint noch nicht reif zu sein. Allerdings dürfte die Dynamik der Krise den notwendigen Entscheidungsprozess immer weiter in die skizzierte oder eine ähnliche Richtung vorantreiben. Die verschleppten Entscheidungen haben zwar die Kosten der Krise bereits drastisch erhöht. Aber noch ist es nicht zu spät, vergangene Irrtümer zu korrigieren.

## Literatur

IMK Report 70  
Januar 2012

**Bispinck, R. /Schulten, T. (2009):** Re-Stabilisierung des deutschen Flächentarifvertragssystems, WSI-Mitteilungen Nr. 4, S. 201-209.

**BIS (2011):** The euro area sovereign debt crisis reaches a decisive stage, BIS Quarterly Review, Dezember 2011.

**BMF [Bundesministerium der Finanzen] (2011):** Finanzplan des Bundes 2011 bis 2015, Berlin.

**Brecht, M. /Tober, S./ van Treeck, T. /Truger, A. (2010):** Squaring the circle in Euroland? Some remarks on the Stability and Convergence Programmes 2010-2013, IMK Working Paper Nr. 3/2010.

**European Council (2011):** Statement by the Euro area heads of State or Government, Brüssel, 9. Dezember.

**Heinemann, F./ Moessinger, M.-D. /Osterloh, S. (2011):** Nationale Fiskalregeln - Ein Instrument zur Vorbeugung von Vertrauenskrisen? Kurzfassung des Forschungsberichts des ZEW Mannheim, in: BMF-Monatsbericht August, S. 58-66.

**Herzog-Stein, A. /Sesselmeier, W. (2012):** Alternativen zu Mini- und Midi-Jobs? Die Beispiele Frankreich und Vereinigtes Königreich, WSI-Mitteilungen Nr. 1, erscheint demnächst.

**Horn, G. /Dröge, K. /Sturn, S. /van Treeck, T. /Zwiener, R. (2009):** Von der der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise (III): Die Rolle der Ungleichheit, IMK Report Nr. 41.

**Horn, G. /Herzog-Stein, A. /Hohlfeld, P. /Lindner, F. /Rietzler, K. /Stephan, S. /Tober, S. /Truger, A. /Zwiener, R. (2011a):** Im Bann der Austeritätspolitik – Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung 2012, IMK Report Nr. 69.

**Horn, G. /Lindner, F. /Niechoj, T./ Sturn, S. /Truger, A. /Will, H. (2011b):** Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik 2011: Der Euroraum in Trümmern? IMK Report Nr. 59.

**Horn, G. /Mülhaupt, B. /Rietzler, K. (2005):** Quo vadis Euroraum?, IMK Report Nr. 1.

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

**Horn, G. /Stein, U. (2010):** Kapital gewinnt – Arbeit verliert, Wirtschaftsdienst, Jg. 90, Nr. 7, S. 431-443.

**IMF [International Monetary Fund] (2009):** Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, IMF Policy Paper.

**Joebges, H. /Schmalzbauer, A. /Zwiener, R. (2009):** Der Preis für den Exportweltmeister Deutschland: Reallohnrückgang und geringes Wirtschaftswachstum, IMK Studies Nr. 4/2009.

**Keller, B. /Seifert, H. (2011):** Atypische Beschäftigung und soziale Risiken: Entwicklung, Strukturen, Regulierung, Expertise im Auftrag der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung, WISO-Diskurs, Friedrich-Ebert-Stiftung, Oktober.

**Krämer, H. (2011):** Die Entwicklung der funktionalen Einkommensverteilung und ihrer Einflussfaktoren in ausgewählten Industrieländern 1960-2010, IMK Studies Nr. 1/2011.

**Lommatzsch, K. /Tober, S. (2006):** Euro-Area Inflation – Does the Balassa-Samuelson Effect matter? International Economics and Economic Policy, Vol. 3, No. 2, November.

**Niechoj, T. /Stein, U. /Stephan, S./Zwiener, R. (2011):** Deutsche Arbeitskosten: Eine Quelle der Instabilität im Euroraum - Auswertung der Eurostat-Statistik für 2010, IMK Report Nr. 68.

**OECD (2011):** Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising, OECD Publishing.

**Schulmeister, S. (2007):** Die manisch-depressiven Preisschwankungen auf den Finanzmärkten – Wie macht das die „unsichtbare Hand“?, in: WSI-Mitteilungen Nr. 12/2007, S. 657ff.

**SVR (2007) [Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung]:** Staatsverschuldung wirksam begrenzen, in: SVR-Expertise im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft und Technologie, Wiesbaden.

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

**Sturn, S. /van Treeck, T. (2010):** Arbeitsmarktreformen in Deutschland: Hohe soziale Kosten ohne gesamtwirtschaftlichen Nutzen, WSI-Mitteilungen Nr. 11/2010, S. 592-599.

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

**Tober, S. /van Treeck, T. (2010):** Inflation - Die überschätzte Gefahr im Euroraum, IMK Report Nr. 57.

**Truger, A. /Will, H. (2012):** Gestaltungsanfällig und pro-zyklisch: Die deutsche Schuldenbremse in der Detailanalyse, in: Hetschko, C. /Pinkl, J. /Pünder, H. /Thye, M. (2012): Staatsverschuldung in Deutschland nach der Föderalismusreform II – eine Zwischenbilanz, erscheint demnächst.

**Truger, A. /Will, H. /Teichmann, D. (2011):** IMK-Steuerschätzung 2011-2015 - Kräftige Mehreinnahmen: kein Grund für finanzpolitischen Übermut, IMK Report Nr. 62.

**Abgeschlossen am 15. Dezember 2011**

---

## Impressum

**Herausgeber:**

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

**Redaktionsleitung:** Prof. Dr. Gustav A. Horn

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

**Druck:** Setzkasten GmbH, Kreuzbergstraße 56, 40489 Düsseldorf

ISSN 1861-3683

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

**Hans Böckler  
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.