ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

European Economic Advisory Group (EEAG)

Article

Bericht zur Lage der europäischen Wirtschaft: Ein neuer Krisenmechanismus für die Eurozone

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:
Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: European Economic Advisory Group (EEAG) (2011) : Bericht zur Lage der europäischen Wirtschaft: Ein neuer Krisenmechanismus für die Eurozone, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 64, Iss. 06, pp. 29-35

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/164933

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

Bericht zur Lage der europäischen Wirtschaft:

Ein neuer Krisenmechanismus für die Eurozone

EEAG Report on the European Economy 2011

Am 22. Februar 2011 stellte die European Economic Advisory Group (EEAG) at CESifo[1] ihren nunmehr zehnten Report on the European Economy in Brüssel vor. Die Gruppe von internationalen Ökonomen thematisiert insbesondere die Verschuldungskrise in Europa als Folge der Finanzkrise. Im Fokus des diesjährigen Berichts stehen Länderstudien zu Griechenland und Spanien sowie das Design eines Krisenmechanismus für die Eurozone. Darüber hinaus werden Wege zur Regulierung des Finanzsektors aufgezeigt. Wie in den vergangenen Jahren liefert die EEAG auch eine Konjunkturprognose für die europäische Wirtschaft. Der folgende Bericht bringt eine Zusammenfassung der fünf Kapitel.

Die Finanzkrise, die ihren Ursprung in den USA nahm, hat sich mittlerweile zu einer europäischen Schuldenkrise weiterentwickelt. In einigen europäischen Ländern markierte sie dabei das Ende einer Periode weicher Budgetbeschränkungen, während derer hohe Kapitalimporte zu einem rasanten Wirtschaftswachstum mit steigenden Handelsungleichgewichten führten. Die nun einsetzende Phase der harten Budgetbeschränkungen und der Sparmaßnahmen dürfte das Wachstumsmuster des vergangenen Jahrzehnts umkehren. Die Welt spaltet sich in kapitalexportierende Länder, die sich rasch von den Folgen der Finanzkrise erholen, und in kapitalimportierende Länder, die nur schwer wieder auf die Beine kommen.

Die westlichen Länder haben eilig versucht, der plötzlichen Rezession mit einer lockeren Geldpolitik, keynesianischen Ausgabenprogrammen und großzügigen Bankenrettungsmaßnahmen entgegen zu steuern. Dabei haben sie jedoch sehr große Lasten auf sich genommen und die Staatsverschuldung, die teilweise schon vor der Finanzkrise nicht nachhaltig war, deutlich gesteigert. Einige Staaten mussten bereits im Jahr 2010 gestützt werden; andere könnten folgen. Offensichtlich ist die Weltwirtschaft noch immer in Turbulenzen und weit von ihrem Gleichgewicht entfernt.

Im zehnten EEAG Report on the European Economy konzentrieren wir uns auf die europäische Schuldenkrise. Zunächst versuchen wir, die Ursache dieser Krise zu erklären und ihre Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft zu prognostizieren (Kapitel 1). Anschließend stellen wir einen neuen wirtschaftlichen Krisenmechanismus vor, der zukünftige Krisen besser bewältigt oder sie erst gar nicht entstehen lässt (Kapitel 2). In den Kapiteln 3 und 4 analysieren wir die wirtschaftlichen Probleme Griechenlands und Spaniens und skizzieren alternative Politikoptionen. Im abschließenden fünften Kapitel diskutieren wir Vorschläge zur Regulierung und zur Besteuerung des Bankensektors.

Besonderes Augenmerk legen wir auf die Frage, welche Bedeutung der Euro für die Entstehung der Ungleichgewichte der europäischen Handels- und Kapitalströme hat. Im Wesentlichen argumentieren wir, dass der Euro exzessive Kapitalströme hervorgebracht hat und dass diese Kapitalströme die Ungleichgewichte im Außenhandel erklären, die heute allgemein beklagt werden. Damit wollen wir den Euro nicht in Frage stellen. Er ist ein sinnvoller und wichtiger Beitrag zur europäischen Integration. Damit die europäische Wirtschaft im einheitlichen Währungsraum funktioniert, bedarf es aber einer Begrenzung und Steuerung der Kapitalströme durch Zinsdifferenzen, die sich nach der Bonität der Länder ausrichten, und dafür wiederum sind automatische Haircuts, wie wir sie in Kapitel 2 beschreiben, unerlässlich.

Mit dem Euro wurde ein gemeinsamer Kapitalmarkt geschaffen, der die großen Zinsdifferenzen zwischen den Ländern be-

[1] Die European Economic Advisory Group (EEAG) ist ein europäischer Sachverständigenrat, der 2001 von CESifo ins Leben gerufen wurde. Der Sachverständigenrat besteht gegenwärtig aus sieben Volkswirten aus sieben europäischen Ländern und wird von Jan-Egbert Sturm, ETH Zürich, geleitet. Die Mitglieder sind Giancarlo Corsetti, University of Cambridge, Michael P. Devereux, University of Oxford, John Hassler, Stockholm University, Gilles Saint-Paul, University of Toulouse, Hans-Werner Sinn, ifo Institut und Universität München, und Xavier Vives, IESE Business School, Barcelona.

seitigte, die aufgrund unterschiedlicher länderspezifischer Inflations- und Abwertungserwartungen in der »Vor-Euro-Zeit« vorhanden waren. Der gemeinsame Kapitalmarkt erlaubte es den europäischen Peripherieländern, insbesondere den GIPS-Ländern (Griechenland, Irland, Portugal und Spanien), günstige Kredite zu niedrigen realen und nominalen Zinsen aufzunehmen. Er schuf eine Periode der weichen Budgetbeschränkungen im privaten und öffentlichen Bereich, die man in den südlichen Ländern die »goldene Dekade« nannte. Durch die Verfügbarkeit billiger Kredite wurde ein Bauboom ausgelöst, der die gesamte Wirtschaft mitriss, die Löhne erhöhte und den privaten Konsum und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stimulierte. Die Immobilienpreise zogen an, die Vermögen wuchsen, und die Hauseigentümer wurden ermuntert, weitere kreditfinanzierte Investitionen zu tätigen. Die Erwartung immer weiterer Wertsteigerungen hat die Bauinvestitionen weiter beflügelt. In einigen Ländern verschuldete sich zudem der Staat in hohem Umfang und erhöhte die heimische Nachfrage auch noch durch überzogene Gehaltssteigerungen im öffentlichen Sektor und hohe staatliche Transfers. Als Ergebnis der steigenden Einkommen stiegen die Importe, doch die steigenden Löhne und Preise dämpften die Exporte. Die Außenhandelsdefizite wachsen.

Was als sinnvoller realer Anpassungsprozess begann und den zuvor ökonomisch weniger entwickelten Staaten zu Gute kam, überhitzte die Volkswirtschaften dieser Länder und führte zu Vermögensblasen, die letztendlich platzten. Geisterdörfer und Bauruinen bilden ein stummes Relikt der übermäßigen Investitionen dieser Zeit.

In einigen der betroffenen Länder haben die Löhne und Preise ein Niveau erreicht, das weit über dem Wettbewerbsniveau liegt. Während die Exporte aufgrund hoher Preise gering bleiben, führt das hohe Einkommensniveau zu einem Importvolumen, das langfristig nicht aufrechterhalten werden kann, da der Zufluss von Kapital, mit dem es finanziert wurde, versiegt ist. Zwischen 2005 und 2008 hatte Griechenland ein Leistungsbilanzdefizit von ca. 12% des BIP, Portugal 11%, Spanien 9% und Irland ca. 4,5%. Seit Beginn der Krise konnten bisher jedoch nur Irland und Spanien dieses Defizit deutlich reduzieren, und trotz der Reduktion ist Spaniens Defizit immer noch viel zu hoch.

In Deutschland fand eine spiegelbildliche Entwicklung statt. Seit 2002 exportierte das Land zwei Drittel seiner Ersparnisse (1 060 Mrd. Euro) und wies unter allen OECD-Ländern die niedrigste Nettoinvestitionsquote auf. Die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland stagnierte, und der im Vergleich zu den übrigen Euroländern langsamere Anstieg der Löhne und Preise führte zu einer realen Abwertung. Die Stagnation drückte die Importe, während die Exporte aufgrund der realen Abwertung stark anstiegen. Die Leistungsbilanzüberschüsse akkommodierten die Nettokapitalexporte, die durch die Schaffung des gemeinsamen Kapitalmarktes verursacht wurden.

Nach unserer Einschätzung wird Europa eine harte Zeit durchstehen müssen, bis die entstandenen Ungleichgewichte überwunden sind. Es geht nicht darum, den Euro infrage zu stellen, sondern um die Beseitigung der weichen Budgetbeschränkungen. Die Investoren müssen für ihr Verhalten verantwortlich gemacht werden können und gegebenenfalls haften. Benötigt werden außerdem eine allgemein anerkannte Aufsicht und allgemeine Verfahrensregeln für den Finanzsektor. Ferner ist eine strenge Schuldenbremse für öffentliche Haushalte essenziell, um exzessive und ungesunde Kapitalströme, die die Krise verursacht haben, einzudämmen. Sobald ein solches System eingeführt wird, könnten sich die aktuellen Schwierigkeiten des Euro als eine Kinderkrankheit der Erfolgsgeschichte der europäischen Integration entpuppen.

1. Kapitel: Makroökonomischer Ausblick

Als Mitte 2009 die Weltrezession endete, war unklar, welcher Buchstabe die darauf folgende weltwirtschaftliche Erholung am besten beschreiben würde: V-, L- und W-förmige Verläufe wurden prognostiziert. Heute wissen wir, dass die Erholung V-förmig verläuft und damit den Optimisten Recht gegeben hat. Nach einem Rückgang um 0,6% im Jahr 2009 erholte sich die Weltwirtschaft und ist 2010 voraussichtlich mit 4,8% gewachsen. Der Welthandel nimmt seit vier aufeinander folgenden Quartalen zu. In den aufstrebenden Ländern und den Entwicklungsländern ist die Industrieproduktion bereits auf ihren langfristigen Wachstumspfad zurückgekehrt und hat das Vorkrisenniveau überschritten. In der Mehrzahl der Industrieländer ist dies nicht der Fall. Hier liegt die Produktion weiterhin unter dem Vorkrisenniveau: Im Durchschnitt wurde noch nicht einmal die Hälfte des Rückgangs ausgeglichen, und die Kapazitätsauslastung bewegt sich auf einem historischen Tief.

2010 hat sich die Erholung der Weltwirtschaft verlangsamt. Im ersten Halbjahr konnten die Länder noch von den Konjunkturmaßnahmen, einer Erholung der Lagerhaltung und einer allgemeinen Verbesserung des wirtschaftlichen Klimas profitieren. Jetzt tragen die europäischen Sparprogramme und das Auslaufen der Konjunkturprogramme in den USA zu einer Verlangsamung bei und werden das Wirtschaftswachstum in den meisten entwickelten Ländern im laufenden Jahr verringern.

Das Welt-BIP wird im Jahr 2011 um 3,7%, und damit unterhalb seines langfristigen Durchschnitts, wachsen. Nicht alle Regionen tragen gleichmäßig zu dieser Entwicklung bei. Während Asien erneut am stärksten wächst, bleiben die zwei

größeren Wirtschaftsregionen, Nordamerika und Europa, unter ihrem Potential.

Wegen anhaltender struktureller Probleme ist in den USA ein starker sich selbsttragender Aufschwung nicht in Sicht. In einer Reihe europäischer Länder bleibt die Erholung vor allem aufgrund der sehr restriktiven Fiskalpolitik und des erschwerten Zugangs zu günstigen Krediten für die kapitalimportierenden Länder schwach. Die meisten aufstrebenden Länder wachsen vergleichsweise schnell, obwohl auch hier die Wachstumsraten unter denen des Vorjahres liegen werden. Der Welthandel, der im Vorjahr noch um ungefähr 12% gestiegen ist, wird nur noch durchschnittlich wachsen, was etwa 6% entspricht. Die anhaltende Unterauslastung der Kapazitäten in einigen entwickelten Ländern und das moderate Wachstum in den aufstrebenden Staaten werden die Inflationsraten niedrig halten.

Im Mittelpunkt der wirtschaftlichen und politischen Diskussion in Europa stand im vergangenen Jahr die Schuldenkrise. Sorgen über die Zahlungsfähigkeit der GIPS-Länder führten zu hohen Zinsaufschlägen auf die Staatsanleihen dieser Länder. Im Frühjahr 2010 einigten sich die Finanzminister des Euroraums und der Internationale Währungsfonds auf die Einrichtung eines Notfallfonds zur Unterstützung finanziell notleidender Staaten. Obwohl es bei der europäischen Schuldenkrise zuerst um die Illiquidität oder mögliche Insolvenz einzelner Mitgliedstaaten geht, ist aufgrund des innereuropäischen Handels der Banken mit Staatsanleihen auch die Finanzstabilität des gesamten Euroraums betroffen. Die Europäische Zentralbank (EZB) muss daher die Stabilität des Finanzsystems im Auge behalten und hat selbst damit begonnen, Staatsanleihen bedrohter Staaten aufzukaufen.

Die Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten bleiben erheblich. Die kapitalexportierenden Länder, mit relativ gesunden Staatshaushalten und geringen strukturellen Problemen, wie bspw. Schweden, Finnland, Deutschland, Dänemark, Österreich und die Niederlande, werden überdurchschnittlich wachsen, weil ihr Kapital nun in geringerem Maße abwandert. Die Arbeitslosigkeit wird folglich in diesen Ländern im Lauf des Jahres sinken. Die kapitalimportierenden Länder werden infolge öffentlicher und privater Ausgabenbegrenzungen, die ihnen von den Kapitalmärkten auferlegt wurden, langsamer wachsen. In Italien, Spanien und Irland setzt die Erholung nur langsam ein; Griechenland und Portugal bleiben sogar in der Rezession. Insgesamt wird die Europäische Union in diesem Jahr um 1,5% wachsen, nach 1,8% im Jahr 2010.

Nachdem die Leistungsbilanzsalden im Jahr 2009 in absoluten Werten erheblich verringert wurden, fand im vergangenen Jahr eine leichte Rückbewegung in Richtung des Vorkrisenniveaus statt. Der Anstieg ist aber fast ausschließlich auf die USA und Großbritannien zurückzuführen. Den Nachfrageimpulsen, die in diesen beiden Ländern von den Regierungen ausgingen, standen steigende Nettoexporte der meisten Überschussländer gegenüber. Unter den Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen nahm lediglich China eine Ausnahmestellung ein. Das Land reduzierte – wenn auch mit geringerem Tempo als im Vorjahr – seinen Überschuss und gab mit seiner starken inländischen Nachfrage dem Rest der Welt weitere Impulse Die meisten anderen Defizitländer, insbesondere Spanien, Italien und Griechenland, verbesserten ihre Leistungsbilanzen, weil sie Schwierigkeiten hatten, Kredite aufzunehmen.

2. Kapitel: Ein neuer Krisenmechanismus für den Euroraum

Idealerweise hätte die »3-Prozent-Grenze« des Stabilitäts- und Wachstumspaktes ausreichen müssen, um für die notwendige Schuldendisziplin im Euroraum zu sorgen. Aber der Stabilitäts- und Wirtschaftspakt wurde wohl nie wirklich ernst genommen. Bis einschließlich 2010 gab es insgesamt 97 Fälle, in denen die Neuverschuldung in einem Land in einem Jahr über die 3-Prozent-Grenze kletterte. In weniger als einem Drittel der Fälle (29) war dies nach der Rezessionsregel, wie sie ursprünglich im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehen war, erlaubt. Bleiben 68 Fälle, in denen eindeutig gegen den Pakt verstoßen wurde und Strafen hätten auferlegt werden müssen. Tatsächlich aber wurde keine einzige Strafe verhängt. Die Mitgliedsländer interpretierten den Pakt immer wieder neu und weichten so die Kriterien immer weiter auf. Die politischen Schuldengrenzen, die sich die europäischen Länder auferlegten hatten, haben nie funktioniert.

Nur die Disziplinierung durch die Märkte hat schließlich funktioniert. Zwar haben die Märkte den schädlichen Entwicklungen in Europa zu spät und zu plötzlich Einhalt geboten, doch immerhin haben sie als einzige reagiert.

Wir glauben, dass ein Steuerungsmechanismus zur Disziplinierung der Länder nicht ohne die Disziplinierungswirkung der Märkte auskommen kann, weil die Politik nie die Kraft aufbringen wird, sich selbst den Geldhahn abzudrehen. Darüber hinaus sollten – in einem begrenzten Umfang – Absicherungen für Investoren, die staatliche Wertpapiere kaufen, bereitgestellt werden. Dadurch kann im Fall einer Krise Panik, die zu immer weiter wachsenden Zinsaufschlägen und einer Finanzblockade führen könnte, vermieden werden. Wir streben ein System an, das vor Zahlungsunfähigkeit schützt, aber keine Vollkaskoversicherung ohne Selbstbehalt darstellt.

In dem Bericht schlagen wir einen dreistufigen Krisenmechanismus vor, der auf den Entscheidungen der EU-Län-

der vom 16./17. Dezember 2010, insbesondere der Einführung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), basiert, und zeigen, wie seine Implementierung aussehen könnte. Dabei unterscheiden wir zwischen Illiquidität, drohender Insolvenz und (vollständiger) Insolvenz. Der Fokus liegt auf dem zweiten Konzept, der drohenden Insolvenz, weil es dazu dienen könnte, eine vollständige Insolvenz abzuwenden.

Wenn ein Land seine Schulden nicht bedienen kann, gehen wir in der ersten Stufe davon aus, dass es sich um eine reine Liquiditätskrise handelt, d.h. das Land hat aufgrund steigenden Misstrauens der Märkte vorübergehende Finanzierungsschwierigkeiten, die aber bald überwunden sein werden. Der ESM hilft bei der Überwindung dieser Liquiditätskrise, indem er kurzfristige Kredite – für maximal zwei aufeinanderfolgende Jahre – bereitstellt. Die Kredite haben Vorrang gegenüber den privaten Schulden. Der Zweijahreszeitraum sollte ausreichen, eine Steuererhöhung vorzubereiten oder die Staatsausgaben zu kürzen, um so wieder kreditwürdig zu werden.

Bleiben die Zahlungsschwierigkeiten über den Zweijahreszeitraum bestehen, muss in der zweiten Phase von einer drohenden Insolvenz ausgegangen werden. Collective Action Clauses (CACs) in den den Staatsanleihen zugrunde liegenden Verträgen garantieren, dass ein Land schrittweise vorgehen kann, wenn es mit den Gläubigern der jeweils fälligen Papiere verhandelt, ohne dass die Eigentümer von Papieren mit anderer Laufzeit ihre Forderungen zugleich fällig stellen dürfen, wie es heute der Fall ist. Die Gläubiger der fälligen Papiere müssen nun einen Haircut in Höhe des Marktwertabschlags der letzten drei Monate, mindestens aber 20% und höchstens 50% akzeptieren, und erhalten für den reduzierten Wert ihrer Forderungen statt Geld Ersatzpapiere, die von dem betreffenden Land emittiert werden. Diese Ersatzpapiere sind vom ESM zu 80% besichert. Darin liegt die Hilfe. Wer also ein CAC-Papier kauft, weiß, dass er im schlimmsten aller Fälle zunächst 50% und dann nochmals 20% seines Einsatzes, insgesamt also 60%, verlieren kann. Schon ein mäßiger Zinsaufschlag von 4,8% würde bei zehnjährigen Anleihen ausreichen, diesen Verlust auszugleichen, selbst wenn er mit Sicherheit erwartet würde. Die Summe aller Kredite und Garantien darf aber nicht größer als 30% vom BIP werden.

Sollte das Land seine Ersatzanleihen nicht bedienen können und auf vom ESM bereitgestellte Garantien zurückgreifen müssen, wird in der dritten Stufe die vollständige Insolvenz für die gesamte ausstehende Staatsschuld erklärt. Und es wird ein kollektives Schuldenmoratorium über sämtliche ausstehenden Staatsanleihen zwischen dem insolventen Land und seinen Gläubigern verhandelt werden müssen.

Die CAC-Anleihen, die durch partiell besicherte Ersatzanleihen garantiert werden, bieten für in Schwierigkeiten geratene europäische Länder eine Möglichkeit, unmittelbar ihren Finanzierungsbedarf zu decken. Da diese Anleihen das Risiko der Investoren definieren und begrenzen, stellen sie für die Länder ein zentrales Instrument dar, Geld am Kapitalmarkt zu beschaffen, ohne auf die Finanzmittel vom ESM zurückgreifen zu müssen. So können die Länder beispielsweise durch die Ausgabe dieser Anleihen ihre bestehenden Schulden zum aktuellen (abdiskontierten) Marktwert zurückkaufen und so das Verhältnis ihrer Schulden zum BIP erheblich reduzieren.

Die zeitliche Abfolge und relative Größe des Haircut und der staatlichen Hilfe im Fall einer drohenden Insolvenz sind entscheidend für das Funktionieren der Kapitalmärkte. Bevor finanzielle Hilfe in Form besicherter Ersatzanleihen bewilligt wird, müssen die Gläubiger auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten. Nur diese Reihenfolge – mit festgelegten maximalen Verlusten für die Investoren – garantiert, dass die Investoren Vorsicht bei der Kreditvergabe walten lassen und Zinsaufschläge verlangen. Zinsaufschläge, auch wenn sie wie bei unserem Vorschlag begrenzt sind, sind ein unverzichtbares disziplinierendes Element der Märkte, das überschuldeten Ländern einen Anreiz bietet, ihre Kreditnachfrage einzuschränken.

In Europa sollte kein Krisenmechanismus eingerichtet werden, der erneut die Zinsunterschiede zwischen den Staatspapieren beseitigt, wie es in den ersten Jahren des Euro der Fall war. Auch der Vorschlag einiger europäischer Politiker, Euroanleihen einzuführen, sollte nicht verwirklicht werden. Wir können nur vor der Ausgabe solcher Anleihen warnen. Euroanleihen und ähnlich konstruierte Systeme gemeinschaftlicher Haftung würden die der Krise zugrunde liegenden Probleme verschärfen und – durch das Unterdrücken der Risikoprämien – lediglich das opportunistische Verhalten der Schuldner und Gläubiger fördern, weil sie einer Vollkaskoversicherung gegen Insolvenz gleichkämen. Eine angemessene Bewertung des Risikos von Staatsanleihen ist aber ein wesentliches Element eines gut funktionierenden Finanzmarktes. Sie veranlasst Schuldner und Kreditgeber, die Kapitalströme zu begrenzen und vorsichtig bei der Kreditvergabe zu sein. Dies sind die wesentlichen Grundvoraussetzungen für eine Korrektur der europäischen Handelsbilanzungleichgewichte in der Zukunft.

3. Kapitel: Griechenland

Im Frühjahr 2010 wurde bekannt, dass die griechische Regierung in ernsten finanziellen Schwierigkeiten steckt und massive internationale Unterstützung benötigt. Daraufhin schnürten die Europäische Kommission, die EZB und der IWF im Mai ein gewaltiges Rettungspaket, nicht zuletzt um

eine drohende Ansteckung anderer europäischer Länder zu verhindern. Dieses Kapitel untersucht, ob das Rettungspaket tatsächlich die beabsichtigten Ziele erreicht hat, ob Griechenland auf einen nachhaltigen Reformkurs gebracht werden kann und ob das Land mit Auslaufen des aktuellen Pakets im Jahr 2013 keine weiteren Hilfen mehr in Anspruch nehmen muss.

Schon während der 1980er Jahre wurden die griechischen Staatsausgaben massiv ausgeweitet, ohne dass dies von steigenden Staatseinnahmen kompensiert worden wäre. In den 1990er Jahren ging das Staatsdefizit zwar erheblich zurück; nahm aber ab dem Jahr 2000 wieder kontinuierlich zu. Obwohl das offizielle Staatsdefizit zwischen Mitte der 1990er Jahre und Mitte der 2000er Jahre deutlich zurückging und das nominale BIP rasant wuchs, stieg die Staatsverschuldung relativ zum BIP sogar an. Dies ist zum Teil auf ausufernde Staatsausgaben, aber auch auf Aktivitäten außerhalb des öffentlichen Sektors zurückzuführen, denn während der 1990er Jahre wurden verschiedene offene Verbindlichkeiten der Staatsverschuldung zugerechnet. 2009 machten die akkumulierten Effekte dieser Posten über 60% der öffentlichen Schuldenlast in Relation zum BIP aus. Eine Rückkehr zu einem soliden öffentlichen Haushalt erfordert die volle Kontrolle über diese Posten.

Mindestens genauso besorgniserregend wie die Situation der öffentlichen Haushalte ist die internationale Wettbewerbsfähigkeit. Im Vergleich zu den EU-15-Ländern verzeichnet Griechenland den stärksten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisse. Infolgedessen verschlechtert sich seit Mitte der 1990er Jahre die Leistungsbilanz in zunehmendem Maße. Seit 2004 hat sich der Beitrag des Leistungsbilanzdefizits zur Nettoauslandsverschuldung relativ zum BIP auf fast 50 Prozentpunkte aufsummiert und die Nettoauslandsverschuldung im Jahr 2010 auf fast genau 100% anwachsen lassen. Der gigantische Schuldenberg hat die allgemein akzeptierten Grenzwerte von 40 bis 50% in Relation zum BIP weit überschritten. 1997 lag die Nettoauslandsverschuldung noch bei fast null.

Verglichen mit anderen Ländern des Euroraums, die mit Haushaltsproblemen kämpfen, sind einige Merkmale der griechischen Wirtschaft besonders problematisch. Griechenland hat einen sehr hohen Anteil an Selbständigen: Mit ungefähr einem Drittel an der Gesamtbeschäftigtenzahl ist dieser Wert der höchste unter allen OECD-Ländern. Die Wahrscheinlichkeit, dass Selbständige ihr Einkommen zu niedrig angeben, ist im Allgemeinen recht hoch, wodurch sich die tatsächliche Steuerbasis verringert. Begleitet wird dieses Phänomen von Verteilungsproblemen. So gaben im Jahr 2008 über 40% der selbständigen Ärzte in einer für Ärzte höchst lukrativen Gegend von Athen an, weniger als 20 000 Euro zu verdienen. Sollte sich an der offenkundigen Steuerhinterziehung nichts ändern, bleibt zu befürchten, dass die Unterstützung für die notwendige Konsolidierung des öffentlichen Haushalts unterlaufen wird. Das Bekämpfen der Steuerhinterziehung muss das zentrale Ziel zukünftiger Reformen sein. Zusätzlich müssen direkte Maßnahmen wie die Anhebung der Mehrwertsteuer, verbunden mit einer Senkung der Sozialversicherungsbeiträge, in Erwägung gezogen werden. Diese Art budgetneutraler Steuersubstitution verringert den effektiven Steuervorteil von nicht-handelbaren Dienstleistungen und fördert die Entwicklung des Exportsektors. Prinzipiell kann mit dieser Politik langfristig sowohl die Haushaltssituation als auch die Wettbewerbsfähigkeit wieder verbessert werden.

Da Selbständige zu einem Großteil vor internationalem Wettbewerbsdruck geschützt werden, ist die Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Wirtschaft gering. Das Land hat einen außergewöhnlich hohen Dienstleistungsanteil bei den Exporten, insbesondere von Transportdienstleistungen und touristischen Leistungen. Die Nettodienstleistungsexporte (inkl. Transport) betragen regelmäßig mehr als 5% des BIP. Im Gegensatz dazu verzeichnen die Nettogüterexporte hohe Defizite von bis zu 15% des BIP. Aus diesem Grund kann eine reale Abwertung der Währung das Leistungsbilanzdefizit auf dem Wege über Substitutionseffekte beim Export nur sehr langsam verringern. Stattdessen kann das Leistungsbilanzdefizit wohl nur über einen Rückgang der Importe verbessert werden, die selbst wiederum eine Verringerung der Marktwerte von Vermögens und Einkommen verlangen. Daher wird die gesamtwirtschaftliche Produktion in Griechenland über mehrere Jahre unterhalb ihres Potentialoutputs liegen und die Arbeitslosigkeit anhaltend hoch bleiben. Zwar kann durch diesen Prozess das Leistungsbilanzdefizit verringert werden, die Konsolidierung des Staatshaushaltes wird jedoch zusätzlich erschwert. Wir bezweifeln, dass Griechenland mit dem herkömmlichen Schuldeninstrumentarium an die Finanzmärkte zurückkehren kann, wenn die Rettungsmaßnahmen im Juni 2013 auslaufen.

Die in Kapitel 2 beschriebene Ausgabe von Staatsanleihen mit Collective Action Clauses könnte eine Lösung für Griechenland sein. Nach einem begrenzten Haircut sollte Griechenland durch die Umtauschmöglichkeit dieser Anleihen in partiell besicherte Ersatzanleihen des ESM in der Lage sein, seine Schulden mit einem Risikoaufschlag über den Markt zu refinanzieren.

Selbst wenn die Schuldenkrise überwunden wird, bleibt das Leistungsbilanzdefizit Griechenlands als das Hauptproblem. Für seine Lösung existieren nur drei Möglichkeiten. 1. der Ausstieg aus dem Euro und die Einführung einer abgewerteten Drachme, 2. eine drastische interne Abwertung über eine Absenkung der griechischen Preise und Löhne im Verhältnis zu denen in der übrigen Eurozone und 3. Dauertransfers zur Finanzierung des griechischen Leistungsbilanzdefizits.

Wir raten davon ab, die dritte Möglichkeit zu wählen. Der Transfer in eine Region mit strukturellen Problemen hilft nicht bei der Wiedergewinnung der Wettbewerbsfähigkeit. Dies hat Deutschland am Beispiel der neuen Länder schmerzlich erfahren müssen. Die beiden ersten Möglichkeiten – externe und interne Abwertung – verursachen hohe Kosten und benötigten Zeit. Sie haben gemein, dass sie die Wettbewerbsfähigkeit des Landes verbessern, weil sie die Importe über einen fallenden Wert der Inlandseinkommen zurückdrängen und die Exporte verbilligen. Sie erhöhen aber beide die Auslandsverschuldung relativ zum BIP.

Die reale Abwertung im Euroraum bringt die Bilanzen der Firmen der Realwirtschaft in Unordnung, weil die Aktiva entwertet werden. Über Firmenkonkurse werden dann auch die Banken in Mitleidenschaft gezogen. Eine offene Abwertung verschont zwar die Bilanzen der Firmen der Realwirtschaft, weil Aktiva und Passiva in Drachme definiert sind, sie bringt aber die Banken in Schwierigkeiten, weil deren Euro-Verbindlichkeiten im Ausland durch die entwerteten Drachme-Forderungen im Inland nicht mehr gedeckt sind.

Eine zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit ausreichende interne Abwertung ist mit einer realen Kontraktion der Wirtschaft und einer Massenarbeitslosigkeit verbunden. Eine externe Abwertung führt demgegenüber zu Turbulenzen im Finanzsektor und einem Bank-Run. Eine offenkundige Lösung der griechischen Probleme existiert nicht. Die Politik hat nur die Wahl zwischen Übeln.

4. Kapitel: Spanien

Vor dem Ausbruch der aktuellen Krise galt die Entwicklung in Spanien lange Zeit als Erfolgsgeschichte. Nach einer Periode der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung mit einer schon krankhaft hohen Arbeitslosigkeit nahmen bis zum Jahr 2008 die Wachstumsraten zu und übertrafen den EU-Durchschnitt. Die Haushaltsprognose verbesserte sich, und die Arbeitslosigkeit fiel in Richtung des EU-Durchschnitts. Man sprach von einem goldenen Jahrzehnt. Spanien profitierte insbesondere davon, dass der Beitritt zur Währungsunion seine Zinsen fallen ließ, was einen gewaltigen, mit importierten Krediten finanzierten Investitionsboom insbesondere im Bausektor auslöste.

Das goldene Jahrzehnt endete jedoch schlagartig, als Spanien schwer von der Finanzkrise getroffen wurde. Durch einen massiven Abbau von Arbeitsplätzen stieg die Arbeitslosenquote wieder auf über 20%. Der scharfe Rückgang des BIP erzeugte erhebliche Budgetdefizite, was wiederum von den Finanzmärkten bestraft wurde. Sie forderten von Spanien höhere Zinsaufschläge als beispielsweise von Italien oder Belgien. Die Aufschläge blieben aber noch immer unterhalb jener, die von Griechenland, Irland oder Portugal zu zahlen waren.

In Kapitel 4 diskutieren wir die Lage der spanischen Wirtschaft vor und während der Krise, und wir beleuchten die Schwachstellen der spanischen Volkswirtschaft, die Zweifel an der Nachhaltigkeit der Boomjahre wecken. Während dieser Zeit spezialisierte sich die spanische Wirtschaft auf Dienstleistungsbereiche, die einen hohen Anteil gering qualifizierter Beschäftigung aufweisen sowie auf die Bauwirtschaft. Dank der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland wuchs das Bruttoinlandsprodukt, doch wurde das Land im Vergleich zum Rest Europas immer reicher und teurer. Die Preissteigerungen hielten zwar die Exportwerte pro Stück hoch, doch erschwerten sie den Mengenabsatz, und die steigenden Einkommen ließen die Importe ansteigen. So führten die Kapitalimporte zu sehr großen Leistungsbilanzdefiziten.

Zudem wurde in dieser Zeit nur sehr wenig getan, um die rigiden Strukturen des Arbeits- und des Gütermarkts aufzubrechen, die für das geringe langfristige Wachstumspotential verantwortlich sind. Aus diesem Grund tut sich die spanische Wirtschaff schwer damit, exogene Schocks aufzufangen. So nahmen in der aktuellen Krise trotz des starken Anstiegs der Arbeitslosigkeit die Löhne um über 3% zu. Die strukturellen Defizite, die für die schwache Entwicklung des Arbeitsmarktes in den 1980er Jahren verantwortlich waren, wurden durch den Boom des goldenen Jahrzehnts nur überdeckt. Wir befürchten, dass auch nach der Krise die Arbeitslosigkeit in Spanien hoch bleiben wird.

Die Krise hat die Notwendigkeit von Reformen unterstrichen. Die spanische Regierung steht dabei vor zwei Herausforderungen: Sie muss den Haushalt zügig konsolidieren, um so die Märkte zu beruhigen und einen Staatsbankrott zu verhindern, und sie muss strukturelle Reformen durchführen. Die einschneidenden Wirkungen einer kontraktiven Fiskalpolitik hätten gemildert werden können, wenn die Regierung zu einem früheren Zeitpunkt ein flankierendes Reformprogramm auf den Weg gebracht hätte. Dieses hätte die Glaubwürdigkeit der spanischen Regierung erhöht und damit die internationalen Kapitalmärkte beruhigt. Unglücklicherweise geschah dies aber nicht.

Strukturelle Reformen sind notwendig, um Arbeitsplätze im Exportsektor zu schaffen und das innere und äußere wirtschaftliche Gleichgewicht wieder herzustellen. Gleichzeitig könnten hinreichend große Produktivitätsgewinne erzielt werden, um die notwendigen Reallohnkürzungen abzufedern. Zur Korrektur des Außenhandelsgleichgewichts sind diese Maßnahmen unabdingbar. Des Weiteren sind Reformen sowohl des Kündigungsschutzes und der Tarifverhandlungen als auch des Gütermarktes notwendig, um die spanische Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern und die Qualität der

Forschung und Entwicklung sowie des Bildungssystems zu erhöhen. Der Schwerpunkt muss sich verlagern – weg von Investitionen in Infrastruktur hin zu Investitionen in Humankapital.

Wir befürworten einen bereits im Jahr 2009 von 100 Ökonomen vorgetragenen Vorschlag der Öffnungsklausel für Betriebe. Betriebe dürfen Löhne selbst aushandeln, und Branchenlöhne treten nur dann in Kraft, wenn es auf Unternehmensebene zu keiner Lösung kommt bzw. keine Verhandlungen stattfinden. Gleichzeitig müssen weitere Schritte unternommen werden, um den Kündigungsschutz zu lockern und die Arbeitslosenunterstützung so zu reformieren, dass der Anreiz, Arbeit zu suchen, vergrößert wird.

Mit Nachdruck empfehlen wir zudem effizienzverbessernde Reformen des öffentlichen Sektors, eine Liberalisierung des Dienstleistungssektors, die die Eintrittsbarrieren senkt, sowie Maßnahmen, die kleinen und mittleren Unternehmen die Chance geben, ihre Produktivität zu verbessern. Eine zügige Reform des Finanzsektors nach der Krise am Immobilienmarkt ist erforderlich, um die Wirtschaft weiter mit ausreichenden Krediten zu versorgen. Das oberste Ziel muss sein, die Produktivität der spanischen Wirtschaft zu erhöhen. Dies ist für die Steigerung der Exporte von zentraler Bedeutung und kann die negativen Auswirkungen der strukturellen Reformen auf den Lebensstandard abfedern, was die politische Akzeptanz der Reformen erhöht.

Die Krise bietet eine einzigartige Gelegenheit, ein umfangreiches Reformpaket zu schnüren. Die entscheidende Frage lautet, ob die spanische Gesellschaft und ihre Politiker diese Chance auch ergreifen.

5. Kapitel: Besteuerung und Regulierung der Finanzbranche

Seit dem Beginn der Finanzkrise sucht die Politik nach Wegen, die Kosten der Bankenrettung wieder hereinzuholen. Gleichzeitig wollen die Regierungen Strukturen aufbauen, die die Wahrscheinlichkeit und auch das Ausmaß zukünftiger Krisen reduzieren. Das letzte Kapitel dieses Berichts untersucht Vorschläge zur Besteuerung von Banken und anderen Finanzinstituten, die in Erwägung gezogen oder sogar schon umgesetzt wurden. Es beschränkt sich in erster Linie auf steuerliche Aspekte.

Die Analyse verbindet zwei alternative Ziele der Besteuerung des Finanzsektors: 1. die Erhöhung des Steueraufkommens und 2. eine Verhaltensänderung der Banken und Finanzinstitute, um weitere Krisen unwahrscheinlicher werden zu lassen.

Langfristig ist es ein Ziel der Politik, ein Steueraufkommen zum Aufbau eines Vorsorgefonds für die nächste Krise zu generieren. Wir schlagen zwei mögliche Ansätze zur Definition der Steuerbasis vor. Der erste Ansatz beruht auf einer Art Versicherungsprämie, die neben der benötigten Höhe für einen Freikauf von Banken das Risiko des einzelnen Instituts, einen solchen Fonds tatsächlich in Anspruch zu nehmen, widerspiegelt. Diese Prämie wäre jedoch äußerst komplex, weil sie auf Faktoren basieren müsste, die die finanzielle Situation des Instituts – ihre Größe und ihre Verflechtung innerhalb der Branche – reflektieren. Idealerweise führt sie dazu, dass Banken und andere Finanzinstitute vorsichtiger agieren. Die Wirkung hängt jedoch von ihrer Ausgestaltung ab. Es besteht die Gefahr, dass nach der Einführung unerwartete Reaktionen auftreten können – gerade im Zusammenspiel mit der Regulierung der Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen.

Eine alternative Option, die geeigneter erscheint, Steueraufkommen zu generieren, ist die kürzlich vom IWF vorgeschlagene Bankenabgabe, die *Financial Activity Tax* (FAT). Eine mögliche Variante hat eine eng definierte Bemessungsgrundlage, die lediglich die ökonomische Rente und das Einkommen der am höchsten bezahlten Angestellten beinhaltet. Diese Variante ist grundsätzlich nicht verzerrend und würde daher keine Unsicherheiten oder unvorhersehbare Wechselwirkungen mit dem Regulierungsrahmen erzeugen. Allerdings dürfte im Fall hoher Einnahmeanforderungen ein hoher Steuersatz notwendig sein. Eine andere Variante würde auch noch alle anderen Arbeitseinkünfte der im Finanzsektor beschäftigten Menschen umfassen. Sie käme der Einführung einer Mehrwertsteuer nahe. Da die Bemessungsgrundlage breiter als bei der ersten Variante ist, kann der Steuersatz niedriger ausfallen. Beide Varianten könnten neben bereits bestehenden Körperschaftsteuern eingeführt werden.

Ein weiteres Ziel der Besteuerung des Finanzsektors ist die Vermeidung einer neuen Krise, indem Banken und Finanzinstitute angeregt werden, die Fremdfinanzierung zu senken oder weniger in riskante Anlagen zu investieren. Eine Möglichkeit ist die ebenfalls vom IWF vorgeschlagene *Financial Securities Contribution* (FSC). Sie stellt eine Steuer auf die modifizierte Bilanzsumme von Banken dar, wobei die Modifikation darin besteht, das Eigenkapital und abgesicherte Wertpapiere abzuziehen und außerbilanzielle Geschäfte hinzuzurechnen. Einige Länder haben diese Steuer schon eingeführt oder ihre Einführung angekündigt. Obwohl die Steuer teilweise zur Erhöhung der Einnahmen entwickelt wurde, ist sie offenkundig ebenso zur Reduzierung der Fremdfinanzierung geeignet.

Der Bericht kann unter http://www.cesifo-group.de/eeag heruntergeladen werden.