ECONSTOR
*Make Your Publications Visible.*

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Tober, Silke

**Article**

# Makroökonomische Politik zur Bewältigung der Krise im Euroraum: Die Rolle Deutschlands

Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)

**Provided in Cooperation with:**
Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien

*Suggested Citation:* Tober, Silke (2011) : Makroökonomische Politik zur Bewältigung der Krise im Euroraum: Die Rolle Deutschlands, Wirtschaft und Gesellschaft (WuG), ISSN 0378-5130, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Wien, Vol. 37, Iss. 1, pp. 51-68

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/332831

**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

# Makroökonomische Politik zur Bewältigung der Krise im Euroraum: Die Rolle Deutschlands

**Silke Tober**

## 1. Einleitung

Die Finanz- und Wirtschaftskrise ging zur Jahreswende 2009/10 nahtlos in die Euroraum-Krise über. Im Folgenden wird dargelegt, dass die europäische Geldpolitik und die deutsche Fiskalpolitik auf die Wirtschafts- und Finanzkrise zwar zögerlich reagiert haben, aber entscheidend zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum und der kräftigen Erholung in Deutschland beigetragen haben. Bisher lässt sich ein solches Urteil über die wirtschaftspolitische Reaktion auf die Staatsanleihenkrise im Euroraum nicht fällen. Deutsche Wirtschaftspolitiker haben die Krise eher verschärft, als dazu beizutragen, sie zu entschärfen. Auch ein Jahr nach Beginn der Krise ist die Lage im Euroraum prekär, und ohne einen wirtschaftspolitischen Kurswechsel droht dem Euroraum eine jahrelang währende Stagnation oder gar die Aufspaltung in mehrere Währungsräume. Ein Maßnahmenbündel, das dies verhindern könnte, wird im vierten Abschnitt des Beitrages dargestellt. Anschließend wird erörtert, inwieweit die deutsche Schuldenbremse mit einer expansiven Fiskalpolitik zu vereinbaren ist und wie stark die deutsche Wirtschaft in den kommenden Jahren wachsen kann.

## 2. Fiskal- und geldpolitische Reaktionen auf die Wirtschafts- und Finanzkrise

Die Reaktion der deutschen Fiskalpolitik auf die Finanz- und Wirtschaftskrise ist im Großen und Ganzen positiv einzuschätzen. Zwar setzte diese mit erheblicher Verzögerung ein. Als die Notwendigkeit einer fiskalpolitischen Reaktion Ende 2008 aber erkannt war, wurde schnell gehandelt: Innerhalb von zwei Monaten wurde das Konjunkturpaket II verabschiedet, das ein Gesamtvolumen von fast 50 Mrd. Euro und ein umfangreiches kommunales Investitionsprogramm beinhaltete. Mit dem Konjunkturpaket I war zuvor zudem die finanzpolitische Förderung der Kurzarbeit auf den Weg gebracht worden, und damit eine Maßnahme, die die Beschäftigung

direkt stabilisierte. Der Höhepunkt der konjunkturellen Kurzarbeit wurde im Mai 2009 mit über 1,4 Mio. Personen erreicht. Obwohl das deutsche BIP 2009 um 4,7% geschrumpft ist, blieb die Beschäftigung nahezu konstant. Entsprechend stabil entwickelten sich der Konsum und die Importnachfrage. Beigetragen hierzu hat auch die hohe interne Flexibilität des deutschen Arbeitsmarktes: Guthaben auf Arbeitszeitkonten wurden drastisch reduziert, und die Regelarbeitszeit wurde tariflich gesenkt. Im Jahre 2009 belief sich der diskretionäre fiskalpolitische Impuls gegenüber dem Vorjahr auf 1,4% des BIP.[1] Zusammen mit den automatischen Stabilisatoren hatten diese Maßnahmen zur Folge, dass das Budgetdefizit 2009 auf -3,0% des BIP stieg, nach -0,1% im Jahre 2008. Die antizyklische Fiskalpolitik in Deutschland trug so gemeinsam mit der ähnlich ausgerichteten Fiskalpolitik in vielen anderen Ländern erheblich zur Stabilisierung von Konjunktur und Beschäftigung bei und lässt erahnen, wie wirkungsvoll eine im Voraus konzipierte und gut durchdachte Fiskalpolitik sein kann. Das deutsche BIP nahm 2010 um 3,6% zu und dürfte im Laufe dieses Jahres sein Vorkrisenniveau wieder erreichen.

Die EZB reagierte auf die einsetzende Finanz- und Wirtschaftskrise im Juli/August 2007 zwar insofern rasch und adäquat, als sie dem der Unsicherheit geschuldeten erhöhten Bedürfnis nach längerfristiger Liquidität der Banken nachkam. Das Gesamtvolumen erhöhte sie jedoch trotz des gestörten Interbankenmarktes und des entsprechend höheren Liquiditätsbedarfs zunächst kaum. Daher stiegen die Refinanzierungskosten der Banken bei der EZB – die damals im Bieterverfahren zustande kamen – deutlich. Knapp 5% mussten die Banken für die mehrmonatige Refinanzierung beim Eurosystem im Frühjahr 2008 zahlen; in diesem Quartal schrumpfte die Wirtschaft im Euroraum bereits. Im Juli 2008 erhöhte die EZB dann als Reaktion auf die steigenden Rohölpreise auch noch die Leitzinsen, wenn auch nur um einen viertel Prozentpunkt, auf 4,25%. In diesem Monat erreichte der Euro gegenüber dem US-Dollar mit 1,557 USD/EUR seinen Höchststand. Er lag um 15% höher als ein Jahr zuvor, und auch real effektiv wertete der Euro im ersten Krisenjahr deutlich auf, und zwar um 5,3%. Die Aufwertung dämpfte die sich ohnehin abschwächende Konjunktur zusätzlich, was von der EZB bewusst hingenommen wurde; und dies, obwohl die EZB durch ihre Politik den Preis für Rohöl gar nicht beeinflussen, sondern lediglich versuchen kann, die Inflationsrate über eine Verringerung der binnenwirtschaftlich bestimmten Preisentwicklung zu reduzieren.

Das IMK hatte im Dezember 2007 folgende Überschrift für den geldpolitischen Teil des Jahresausblicks gewählt: „Geldpolitik in der Zwickmühle?“[2] Diese Frage wurde sodann wie folgt verneint. Zwar befand sich die EZB in keiner leichten Situation. Der drastische Anstieg der Ölpreise und die anziehenden Lebensmittelpreise hatten die Inflation auf rund 3% ge-

bracht. Gleichzeitig hatten sich aber die monetären Rahmenbedingungen im Euroraum merklich verschlechtert, und es deutete sich eine nennenswerte Abschwächung der wirtschaftlichen Entwicklung an. Die Geldpolitik befand sich daher nur scheinbar in einem Dilemma: Die Verteuerung von Energie und einigen Lebensmitteln läutete kein neues Zeitalter hoher Inflation ein, sondern stellte einen Preisschub dar, der keine geldpolitische Reaktion erforderte, sofern er keine Zweitrundeneffekte nach sich zog. Diese würden auftreten, wenn die Löhne im Euroraum wegen des Preisschubs stärker zunehmen würden, als mit dem Inflationsziel der EZB zu vereinbaren wäre. Anzeichen hierfür gab es auch nach Einschätzung des EZB-Stabes, des Sachverständigenrates und der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute damals nicht.

Wenn eine Zentralbank trotz ausbleibender Zweitrundeneffekte den monetären Rahmen strafft, bremst sie die Konjunktur und verringert so über eine ungünstigere Arbeitsmarktentwicklung die zugrunde liegende Inflationsdynamik, also die Kerninflation. Nach Auslaufen des Preisschocks fällt die Inflationsrate unter das stabilitätsgerechte Niveau, sodass die Zentralbank die Zügel wieder lockern müsste, um die Inflationsentwicklung in Einklang mit ihrem Ziel zu bringen. Die Orientierung an der gesamten Inflationsrate statt an der durch eine Kernrate approximierten zugrunde liegenden Inflationsdynamik erhöht somit im Falle von Preisschocks die Volatilität der realwirtschaftlichen Entwicklung.[3]

Angesichts des kräftigen Anstiegs des Rohölpreises in den vergangenen zwölf Jahren ist die Tatsache, dass die EZB dennoch ihr Inflationsziel im Durchschnitt erreicht hat, ein Indiz für eine zu restriktive Haltung der Geldpolitik. Zwischen 1998 und 2010 ist der Rohölpreis von jahresdurchschnittlich 11 US-Dollar auf 60 US-Dollar gestiegen, was in Euro gerechnet einem Anstieg von 424% entspricht.

Die Verschärfung der Finanzkrise durch den Bankrott von Lehman Brothers im Oktober 2008 zwang die EZB kurz nach der Zinserhöhung dazu, die Leitzinsen zu senken. Gleichzeitig beschloss sie, die nachgefragte Liquidität voll zuzuteilen. Anfang 2009 – nach drei Quartalen rückläufiger wirtschaftlicher Aktivität im Euroraum – lag der Leitzins noch bei 2,5%, der Dreimonats-Interbankenzins sogar bei 2,9%. Die EZB schleuste dann den Leitzins bis Anfang April 2009 auf 1% herunter und erreichte darüber hinaus durch die Einführung eines 12-monatigen Refinanzierungsgeschäftes im Juli 2009, dass auch der Dreimonatszins auf dieses Niveau fiel. Unter 1% beim Leitzins wollte die EZB partout nicht gehen, anders als die anderen großen Zentralbanken. Es war insbesondere Axel Weber, der immer wieder 1% zur Untergrenze stilisierte.

Es ist unbestritten, dass die Geldpolitik der EZB entscheidend dazu beigetragen hat, die sich 2009 im freien Fall befindliche Wirtschaft des Euroraums und das angeschlagene Bankensystem zu stabilisieren. Eine

zügigere und stärkere Reaktion der EZB hätte den konjunkturellen Einbruch aber deutlicher abschwächen und somit den massiven Anstieg der Arbeitslosenquote im Euroraum auf mittlerweile 10% verhindern können.

Das Wachstum im Euroraum ohne Deutschland betrug im vergangenen Jahr nur 1% und dürfte auch in diesem Jahr schwach bleiben.[4] Die deutsche Konjunktur dürfte im Verlauf dieses Jahres an Fahrt verlieren, wodurch sich die Aussichten für 2012 eintrüben. Gründe hierfür sind nicht nur die weniger stark expandierende Weltwirtschaft insgesamt und das Auslaufen der Konjunkturprogramme, sondern auch die mangelnde bzw. fehlgeleitete Reaktion auf die Staatsanleihen-Krise im Euroraum.

## 3. Die Euroraum-Krise

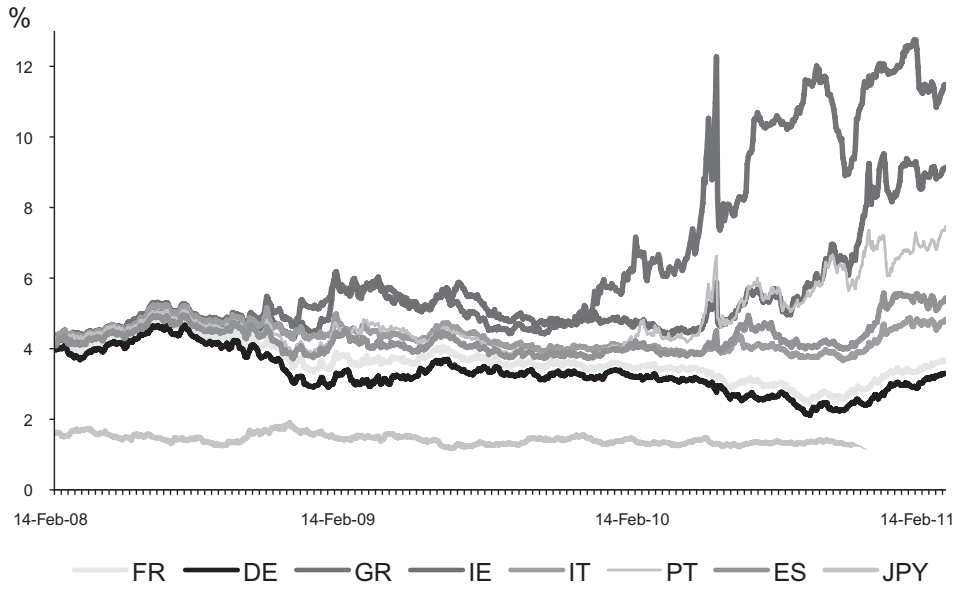
Als die Renditen von griechischen Staatsanleihen Anfang 2010 merklich zu steigen begannen, hätte die Wiederherstellung des Vertrauens wirtschaftspolitische Priorität im Euroraum haben müssen. Mit einer Garantie der griechischen Staatsschulden durch die übrigen Euroländer, gekoppelt mit Auflagen zur Sanierung der griechischen Staatsfinanzen, wäre es möglich gewesen, die Krise im Keim zu ersticken. Die gegebenenfalls erforderlichen Notkredite hätten zu niedrigen Zinsen, also den Refinanzierungskosten, vergeben werden müssen. Die Maßnahmen, die unter dem Druck der Märkte tatsächlich ergriffen wurden, haben bisher insofern stabilisierend gewirkt, als sich Griechenland nicht zu Zinskonditionen refinanzieren musste, die über 10% liegen; aber auch 5% sind für ein hoch verschuldetes Land mit einem deutlich darunter liegenden nominalen Wachstum zu hoch, zumal das Rettungspaket für Griechenland als Auflage einen drastischen Konsolidierungskurs beinhaltet, der die wirtschaftliche Entwicklung dort dramatisch verschlechtert hat: Die EU-Kommission erwartet für dieses Jahr einen Rückgang des griechischen BIP um 3%, nach -4,1% 2010.[5] Durch das inadäquate Krisenmanagement erweiterte sich im Laufe des Jahres der Kreis der Krisenländer auf Irland und Portugal, mit erschwerten Finanzierungsbedingungen aber auch für Belgien, Spanien und Italien. Diese Länder stecken nunmehr in einem Teufelskreis aus steigender Zinslast, drastischen fiskalischen Sparmaßnahmen und einer folglich noch schwächeren Konjunktur, die wiederum negativ auf das Vertrauen und auf die Risikoprämien wirkt.

Kanzlerin Merkel hat Griechenland im Zuge der Krise als Land dargestellt, das Schlendrian betrieben und den Stabilitäts- und Wachstumspakt bewusst unterlaufen habe und nun (moralische) Hilfe zur Selbsthilfe brauche, um sich künftig besser zu betragen. So ließ sie Ende Februar 2010 im deutschen Fernsehen verlauten, Deutschland könne Griechenland im Augenblick dadurch am besten helfen, „dass wir deutlich machen: Griechenland soll seine Hausaufgaben machen“.[6]

Es besteht kein Zweifel, dass Griechenland große Fehler in der Steuerpolitik gemacht hat. Die Tatsache, dass Bezieher höherer Einkommen sich der Steuerzahlung entziehen konnten, hat die Steuerbasis stark geschmälert. Griechenland wurde aber zwischen 2004 und Oktober 2009 von einem konservativen Ministerpräsident regiert, dessen Partei, die Nea Dimokratia, auf europäischer Ebene mit der deutschen CDU in der Europäischen Volkspartei organisiert ist. Es war die neue, sozialistische Regierung unter Papandreou, die die Defizitberechnung der alten Regierung revidierte, die finanzielle Lage des Staates aber nicht zu verantworten hat. Ohne die Belastungen infolge der internationale Wirtschafts- und Finanzkrise wäre Griechenland zudem gar nicht in eine derart brenzlige Lage geraten. Griechenland hat die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise aber nicht zu verantworten. Dennoch verkündete Merkel am 20. März: „Die beste Lösung für den Euro ist, wenn Griechenland alleine seine Probleme löst, mit der politischen Unterstützung natürlich der europäischen Staats- und Regierungschefs.“[7] Und kurz vor dem EU-Gipfel Ende März 2010 erklärte sie im deutschen Bundestag, dass im Notfall zu gewährende finanzielle Hilfen die Form gemeinsamer bilateraler Hilfen nehmen sollten, kombiniert mit Krediten des Internationalen Währungsfonds, wobei sie

**Abbildung 1: Renditen im Euroraum**

(Renditen von Staatsanleihen: *Benchmark*-Anleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit)




Quelle: Reuters (EcoWin Financial).

betonte, dass derartige Hilfen nur als „Ultima Ratio“ in Frage kämen. Zu diesem Zeitpunkt lagen die Renditen zehnjähriger griechischer Staatsanleihen mit 6,3% bereits um 3 Prozentpunkte über den deutschen.

Nachdem Griechenland die Staaten des Euroraums am 23. April 2010 um Finanzhilfen gebeten hatte, war wenige Tage später von Merkel zu hören: „Wenn Griechenland bereit ist, auch harte Maßnahmen zu akzeptieren und nicht nur für ein Jahr, sondern für mehrere Jahre, dann haben wir eine gute Chance, den Euro als stabile Währung für uns alle zu erhalten und zu sichern.“[8]

Am 2. Mai wurde nach der Verabschiedung eines weiteren rigorosen griechischen Sparpakets der Hilfsmechanismus für Griechenland aktiviert, mit dem die Euroländer und der IWF Griechenland Kredite in Höhe von insgesamt 110 Mrd. Euro zur Verfügung stellen, wobei die Auszahlung an die Erfüllung von Vorgaben geknüpft wurde. So soll Griechenland sein Budgetdefizit von 13,6% des BIP 2009 auf -2% des BIP im Jahre 2014 zurückführen. Die Rendite zehnjähriger griechischer Staatsanleihen lag mittlerweile um 6 Prozentpunkte über den entsprechenden deutschen, jene Irlands und Portugals um mehr als 2 Prozentpunkte und italienische und spanische um einen Prozentpunkt. Statt zu sinken, stiegen die Renditedifferenziale weiter an. Am 7. Mai erreichten die Renditen griechischer zehnjähriger Staatsanleihen mit 12,3% ihren vorläufigen Höhepunkt; die entsprechenden deutschen Papiere lagen bei 2,8%; und auch die Renditen der anderen Südländer tendierten deutlich nach oben. Vor diesem Hintergrund führte das Eurosystem am folgenden Montag erstmals Käufe von Staatsanleihen dieser Länder durch – nur vier Tage nachdem EZB-Präsident Trichet auf der monatlichen Pressekonferenz erklärt hatte, eine solche Maßnahme wäre während der EZB-Sitzung nicht einmal diskutiert worden. Bundesbankpräsident Axel Weber kritisierte diesen Beschluss des EZB-Rates noch am selben Tag in einem Interview mit der Börsen-Zeitung.[9] Obwohl am 10. Mai auch ein Euro-Schutzschirm angekündigt wurde, der Garantien und Kreditmittel in Höhe von insgesamt 750 Mrd. Euro von Seiten der Euroländer, des IWF und der EU umfasste, beruhigten sich die Märkte nicht. Im Mai brach dann die Diskussion um die Zweiteilung des Euroraums aus, einen im Norden und einen im Süden. Die Renditedifferenziale nahmen Woche zu Woche weiter zu. Stets hinkten die Entscheidungen der Entwicklung hinterher, stets nahm Deutschland bis zur letzten Minute eine blockierende Haltung ein, und die Beschlüsse, die letztlich unter dem Druck der Märkte zustande kamen, waren nicht geeignet, Vertrauen in eine stabile Entwicklung im Euroraum zu schaffen.

Einen erneuten Renditesprung gab es im Oktober 2010, als Merkel mit ihrer Forderung nach Gläubigerhaftung an die Öffentlichkeit trat. Obwohl ihr Vorstoß den permanenten Krisenmechanismus im Euroraum ab 2013 betraf, wirkte die Ankündigung vor dem Hintergrund der schwierigen wirt-

schaftlichen und finanziellen Lage insbesondere der südeuropäischen Länder stark verunsichernd auf die Besitzer der Staatspapiere dieser Länder.

Eine institutionalisierte Gläubigerhaftung hätte weder die aktuelle Krise verhindert, noch würde sie die Stabilität im Euroraum in Zukunft erhöhen. Kaum ein Anleger hätte die Zahlungsfähigkeit der sehr gering verschuldeten Länder Irland und Spanien vor der Wirtschafts- und Finanzkrise in Zweifel gezogen, zumal Irland und Spanien zudem überwiegend Budgetüberschüsse erzielten und somit den Stabilitäts- und Wachstumspakt beispielhaft erfüllten. Erst als die internationale Krise diese Staaten gezwungen hatte, einen Teil der hohen privaten Schulden zu übernehmen, um einen Kollaps ihrer Volkswirtschaften zu verhindern, zeigten sich die unterschwelligen Probleme in diesen Ländern deutlich. Bei einer eingebauten Gläubigerhaftung wäre es wahrscheinlich zu diesem Zeitpunkt sofort zu einem Renditeanstieg gekommen. Ein solcher Renditeanstieg hätte aber keinen Frühwarncharakter gehabt und hätte somit auch nicht disziplinierend wirken können. Sollte Gläubigerhaftung als Wesenmerkmal in die Staatsschuldtitel des Euroraums eingebaut werden, so dürfte dies eher destabilisierend als stabilisierend wirken. Die Folgen wären erstens hohe Renditedifferenziale, die die Geldpolitik erschweren würden, und zweitens die immer existierende latente Gefahr von spekulativen Attacken. Aufkommende Zweifel an der Finanzlage eines Staates würden zu steigenden Zinsen führen, die ihrerseits die Finanzlage des Staates erschweren sowie die Zweifel der Märkte erhöhen würden. Damit stiege der Druck, rasch Konsolidierungsmaßnahmen zu ergreifen, die dann über steigende Steuern oder sinkende Ausgaben die Konjunktur dämpfen würden, mit der Folge geringerer Steuereinnahmen und höherer Arbeitslosigkeit. Das ist die Situation, in der sich Griechenland, Irland, Portugal und Spanien gegenwärtig befinden.

Gegen einen Schuldenschnitt in einem Land spricht zudem, dass er Kettenreaktionen auslösen kann. Nimmt ein Land einen Schuldenschnitt vor, hat dies nicht nur Rückwirkungen auf andere Länder, in denen die entsprechenden Papiere gehalten werden, sondern es steigt auch die Nervosität an den Märkten und damit die Wahrscheinlichkeit, dass über kurz oder lang das dann schwächste Glied der Kette einer spekulativen Attacke ausgesetzt wird und zunächst in eine Liquiditäts- und dann in eine Solvenzkrise getrieben wird.

Die Notwendigkeit einer Umschuldung der Krisenländer wird seit Anfang 2010 immer wieder ins Spiel gebracht – beispielsweise von Joseph Stiglitz (2011). Ein Schuldenschnitt bei Staatsanleihen ist aber kein gewöhnliches wirtschaftspolitisches Instrument. Im Falle der Inlandsverschuldung ist er das letzte Mittel in einer aussichtslosen Situation – wie in Deutschland 1923, als die Schulden zwar nicht durch einen Schnitt, aber durch eine Hyperinflation nahezu vollständig entwertet wurden, und bei der Wäh-

rungsreform 1948, als die Geldvermögen der Deutschen ein zweites Mal, diesmal um etwa 90%, entwertet wurden. In einer solch aussichtslosen Situation befindet sich kein Land des Euroraums, auch nicht Griechenland. Und anders als ein Land mit eigener Währung, dass die Last einer Auslandsverschuldung nicht tragen kann, können die derzeitigen Krisenländer nicht *uno actu* mit dem Schuldenschnitt ihre Währung abwerten und so an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen, um das Vertrauen der Finanzmärkte zurückzugewinnen.

EZB-Präsident Trichet hat noch vor Kurzem die Möglichkeit eines Staatsbankrotts im Euroraum ausgeschlossen.[10] Entsprechend hätte die EZB aber Staatspapiere in deutlich größerem Ausmaß kaufen müssen. Die Renditen der Staatsanleihen der betroffenen Länder sind primär deshalb so hoch, weil Investoren sich der Unmöglichkeit eines Staatsbankrotts nicht sicher sein können. Hätte die EZB Staatspapiere in wesentlich größerem Umfang zu den niedrigen Kursen gekauft, so hätte sie nicht nur die Märkte stabilisieren, sondern auch einen Gewinn erzielen können. Aber auch ein Jahr nach Beginn der Krise ist das Ausmaß der Staatspapierkäufe des Eurosystems als Anteil an der Bilanzsumme recht gering. Insgesamt hatte das Eurosystem bis Ende Januar 2010 aus stabilitätspolitischen Gründen Staatsanleihen im Wert von 76,5 Mrd. erworben. Damit entsprechen die Staatsanleihenkäufe lediglich 3,9% der Bilanzsumme des Eurosystems. Im Vergleich: Die EZB verfügt aktuell über ein Kapital von 79 Mrd. EUR und einen erheblichen Rücklagenpuffer durch den Ausgleichsposten für Neubewertungen in Höhe von 332 Mrd. EUR.

Stattdessen baut Trichet darauf, dass die Krisenländer durch fiskalische Konsolidierung langsam das Vertrauen der Märkte zurückgewinnen. Bei der Krisenanalyse verkennt EZB-Präsident Trichet zudem, dass es nicht die fehlende Einhaltung des Stabilitätspaktes war, sondern die fehlerhafte Spezifikation des Paktes, die dazu führte, dass keine Gegenmaßnahmen gegen sich herausbildende makroökonomische Ungleichgewichte in Ländern wie Irland und Spanien ergriffen wurden. So erklärte Trichet während des Monetären Dialogs mit dem Europaparlament im September 2010:

> „There is a permanent under-assessment of what is necessary in this domain, particularly in the euro area. That is why our message is always the same. Even in 2004 and 2005 we had to fight to maintain and preserve the Stability and Growth Pact, which was considered an abnormal, excessive constraint on fiscal policies. Now we are observing what has happened and I think everybody knows that it is extremely important.“[11]

Allerdings war es damals Deutschland, das gegen den SWP verstieß. Irland hatte 2005 kein Haushaltsdefizit, sondern einen Überschuss in Höhe von 1,6% des BIP, Spanien einen von 1% des BIP, und die Staatsverschuldung der beiden Länder belief sich auf 27,4% bzw. 43% des BIP.[12] Dass die Einhaltung der fiskalischen Vorgaben des Paktes bis zum Ausbruch

der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise diese beiden Länder nicht davor geschützt hat, binnen kürzester Zeit das Vertrauen der Finanzmärkte zu verlieren, zeigt, dass nicht die Einhaltung des existierenden Paktes „ext-rem wichtig“ ist, sondern dessen Reform, und zwar dahingehend, dass neben den öffentlichen Finanzierungssalden auch die privaten berücksichtigt werden.[13]

Statt für die Zukunft eine destabilisierende Gläubigerhaftung in Staatsanleihen und automatische Sanktionen bei Nichteinhaltung der fiskalischen Kriterien festzuschreiben, sollten institutionelle Rahmenbedingungen im Euroraum geschaffen werden, die es möglich und erforderlich machen, auf makroökonomische Ungleichgewichte im Vorfeld zu reagieren, und damit die Situation einer drohenden Zahlungsfähigkeit gar nicht erst entstehen lassen.

## 4. Ein Weg aus der Krise

Um den aktuellen Handlungs- und Reformbedarf abschätzen zu können, bedarf es eines Blicks zurück auf die ersten neun Jahre des Euroraums. Der Euroraum ist gegenwärtig eben nicht nur mit dem Problem der Staatsverschuldung konfrontiert. Seit Beginn der Währungsunion haben sich zunehmende Leistungsbilanzungleichgewichte herausgebildet, die abgebaut werden müssen, um die Stabilität des Euroraums zu gewährleisten.

Vor Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise, also im Jahr 2007, lag der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands bei knapp 8% des BIP während Spanien und Portugal Leistungsbilanzdefizite in Höhe von 10% des BIP aufwiesen. Die Leistungsbilanzdefizite Griechenlands und Irlands lagen bei 16% bzw. knapp 6% (siehe Abbildung 2).

Verantwortlich für die Herausbildung der Leistungsbilanzungleichgewichte war zum einen die divergierende Lohnentwicklung in den Mitgliedsländern. Bei einer Orientierung am Inflationsziel der EZB von knapp 2% hätten die nominalen Lohnstückkosten in allen Ländern zwischen 1999 und 2007 um rund 18% steigen müssen – dies war lediglich in Frankreich annähernd der Fall (siehe Abbildung 3). Demgegenüber stiegen sie in Deutschland nur um 0,3%, während die nominalen Lohnstückkosten in Griechenland, Portugal und Spanien zwischen 27% und 32% zunahmen. Nicht ganz so ausgeprägt, aber ebenfalls stark unterschiedlich war die Inflationsentwicklung in den einzelnen Ländern. Entsprechend kam es zu deutlichen Verschiebungen in der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Gleichzeitig gab es erhebliche Unterschiede im Realzinsniveau. Während die Realzinsen in den Ländern mit niedriger Inflation und steigender internationaler Wettbewerbsfähigkeit relativ hoch waren und negativ auf die Investitionstätigkeit wirkten, wurde die Binnennachfrage in den Defizitländern infolge relativ hoher Inflationsraten durch re-

lativ niedrige Realzinsen angeregt. Hinzu kam in den ersten Jahren der Währungsunion der starke Rückgang der Kapitalmarktzinsen in diesen Ländern infolge gesunkener Risikoprämien. Auf der einen Seite standen somit Länder wie insbesondere Griechenland, Portugal und Spanien mit einer kräftigen Binnenwirtschaft, steigenden Importüberschüssen bzw. zunehmenden Leistungsbilanzdefiziten und auf der anderen insbesondere Deutschland mit einer schwachen Binnennachfrage, stark steigenden Nettoexporten und einem zunehmenden Leistungsbilanzüberschuss.

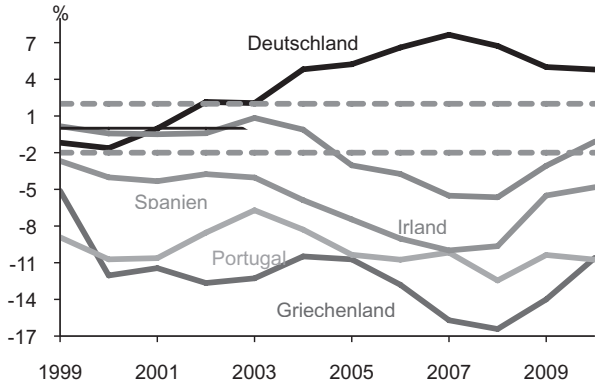
Für die Überwindung der Leistungsbilanzungleichgewichte und für die fiskalische Konsolidierung der Krisenländer ist es erforderlich, das die Länder mit relativ soliden Staatsfinanzen und Leistungsbilanzüberschüssen ein expansives konjunkturelles Klima schaffen, das es den Krisenländern ermöglicht, ihre Staatsfinanzen zu konsolidieren und ihre Leistungsbilanz zu verbessern. Angesichts des Vertrauensverlustes an den Finanzmärkten sind allerdings weitere Maßnahmen erforderlich, die die Finanzierungskosten der Krisenländer dämpfen.

Zur Überwindung der Krise schlägt das IMK daher folgendes Maßnahmenbündel vor:[14]

1. Garantien für ausstehende Staatsschuldtitel notleidender Euroländer;
2. Notfallkredite, die niedrig verzinst werden und an Auflagen gebunden sind;
3. Bereitschaft der EZB, weitere ggfs. massive Staatspapierkäufe zu tätigen, und eine stark expansive geldpolitische Ausrichtung;
4. eine expansiv wirkende Fiskalpolitik in den Euroländern mit Leistungsbilanzüberschüssen oder zumindest in denen, die einen im internationalen Vergleich relativ niedrigen Schuldenstand aufweisen;
5. die Einführung von Eurobonds, die die Notfallkredite ab 2013 ablösen.

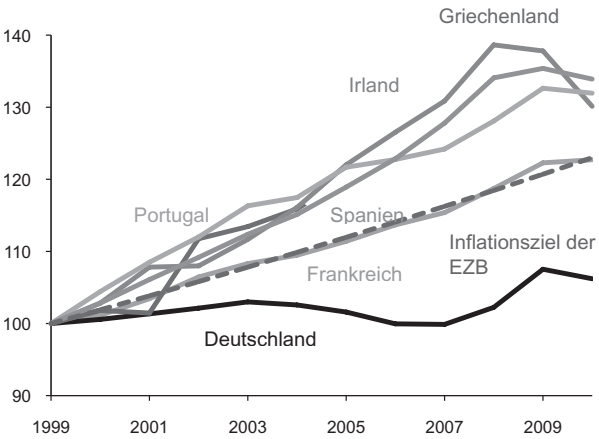
Als erster Schritt ist es notwendig, dass die Euroraumländer insgesamt, die bereits existierenden Staatsanleihen von jenen Ländern garantieren, die hohe Risikoprämien zu zahlen haben. Dies wären aktuell Griechenland, Irland und Portugal, deren ausstehende Staatsschulden sich auf 6,8% des BIP des Euroraums belaufen. Es geht dabei nicht um eine Übernahme der Schulden, einem durch den EU-Vertrag verbotenen *Bail-out,* sondern um eine Garantie, die die Märkte beruhigt und die Renditen verringert. Der Euroraum befindet sich in einer historisch zwar nicht einmaligen, aber seltenen Situation, die zwangsläufig auch Lösungsinstrumente erfordert, die unter normalen Bedingungen nicht ergriffen würden. Die internationale Finanzkrise und der massive wirtschaftliche Einbruch, der mit ihr einherging, ist die entscheidende Ursache für die schwierige finanzielle Lage, in der sich zahlreiche Euroraumländer derzeit befinden. Zwar existierten auch vor der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise makroökonomische Ungleichgewichte im Euroraum, die ihren Ausdruck in

**Abbildung 2: Leistungsbilanzsalden ausgewählter Euroländer (in % des BIP) 1999-2010**




Quelle: EU-Kommission, AMECO-Datenbank (Stand 30. 11. 2010).

**Abbildung 3: Nominale Lohnstückkosten (Index) mit durch EZB-Inflationsziel impliziertem Referenzpfad 1999-2010**




Quelle: EU-Kommission, AMECO-Datenbank (Stand 30. 11. 2010).

den Leistungsbilanzungleichgewichten fanden und auf europäischer Ebene Warnsignale hätten auslösen müssen, wäre der Blick durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht auf die Staatsfinanzen verengt worden. Auch die Lösung dieser Probleme hätte die Bereitschaft der Überschussländer erfordert, ihre Binnennachfrage zu stärken und den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten eine restriktive Fiskalpolitik und geringere Lohnsteigerungen abverlangt. In einem stabilen weltwirtschaftlichen Umfeld hätte dies aber kaum zu vergleichbar starken Verwerfungen geführt. Trotz des starken Anstiegs seit 2008 sind die Schuldenstände mit Ausnahme von Griechenland im internationalen Vergleich nicht besonders hoch: Spaniens Staatsverschuldung liegt in diesem Jahr mit einem Anteil von 70% am BIP unter der Deutschlands (76%). Portugals Schuldenstandsquote liegt mit 89% am BIP 2 Prozentpunkte höher als jene Frankreichs.

Irlands Schuldenquote liegt mit 107% des BIP näher an der der USA (98%) als an Italien (120%). Griechenland gehört mit einer Schuldenquote von 150% zwar zu den Ausnahmen, wird aber von Japan mit einer Schuldenstandsquote von 222% des BIP noch weit übertroffen.[15]

Die von den Euroländern auszusprechenden Garantien sind somit als außergewöhnliche Maßnahme in einer außergewöhnlichen Situation gedacht. Sie erstrecken sich nur auf die bereits ausstehenden Staatsschulden und dienen primär der Beruhigung der durch die internationale Wirtschafts- und Finanzkrise nervösen Märkte.

Käme es zu Zweifeln an der Zahlungsfähigkeit eines Landes, das zunächst nicht zu dem Kreis der Länder gehört, die Garantien benötigen, so würde zuerst die EZB aktiv werden und zur Kursstabilisierung die betreffenden Staatspapiere kaufen. Sobald die Euroländer die Garantie für diese Staatsanleihen abgegeben haben, würde die EZB die Papiere mit Gewinn wieder verkaufen.

Kredite, die die betroffenen Länder zu Refinanzierung fälliger Staatsschuldtitel oder zur Finanzierung ihres Haushaltsdefizits benötigen, sollten in der aktuellen Situation über von den Euroländern garantierte Kredite erfolgen, um die Zinslast mit Blick auf die Konsolidierung möglichst gering zu halten. Diese Kredite sollten an Auflagen gebunden sein, die den internen Druck zur Konsolidierung aufrechterhalten. Zugleich dürfen die geforderten Sparmaßnahmen nicht so drastisch ausfallen, dass die Konjunktur einbricht. Je expansiver die Geldpolitik der EZB wirkt und je stärker Länder wie Deutschland durch eine expansive Fiskalpolitik die eigene Binnennachfrage kräftigen, desto kräftiger können dabei die Sparmaßnahmen der Krisenländer ausfallen.

Ein disziplinierender Druck besteht auch dadurch, dass dem Vorschlag entsprechend ab 2013 die Notfallkredite durch garantierte Eurobonds abgelöst werden, deren Volumen begrenzt ist. In Anlehnung an die Vorschläge von Juncker/Tremonti (2010) und Delpla/von Weizsäcker (2010) könnte das Volumen auf 60% des jeweiligen BIP begrenzt werden. In dem Maße, in dem garantierte Altschulden fällig werden und refinanziert werden müssen, steigt das Volumen der Eurobonds. Die Ausgabe der Eurobonds erfolgt durch eine neu zu gründende Institution, beispielsweise einen Europäischen Währungsfonds. Dasselbe gilt für die Überwachung der Einhaltung des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Dieser sollte sich statt an fiskalischen Kriterien an einem Leistungsbilanzkriterium orientieren. Überschreiten die Leistungsbilanzsalden im Euroraum die 2%-Marke, sollte eine Überprüfung der Nachhaltigkeit der Entwicklung stattfinden. Wird auf der Grundlage einer eingehenden Analyse festgestellt, dass sich eine zu hohe Verschuldung des privaten oder öffentlichen Sektors anbahnt bzw. dass – im Falle eines Überschusslandes – die binnenwirtschaftliche Nachfrage zu gering ist, erfolgt ein

mehrstufiges Verfahren aus Empfehlungen, Vorgaben und letztlich Sanktionen. Letztere bestehen im Falle der Defizitländer in einer Beschränkung des Zugangs zu Eurobonds, im Falle der Überschussländer in einer Erhöhung des zu leistenden Anteils an den Eurobond-Garantien bzw. aus Strafzinsen.

Ganz entscheidend für die Überwindung der Krise im Euroraum ist ein über Jahre hinweg bestehendes Wachstumsgefälle zwischen den Überschussländern und den Defizitländern. Mit einem überdurchschnittlichen Wachstum in Deutschland lassen sich zum einen die Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum abbauen, und zwar gleich über zwei Kanäle. Erstens verbessert sich die Leistungsbilanz der Krisenländer durch das stärkere Wachstum in Deutschland – also spiegelbildlich zu der Entwicklung in den ersten zehn Jahren des Euroraums, als das Wachstumsgefälle zugunsten der jetzigen Krisenländer ein wesentlicher Faktor für die steigenden Leistungsbilanzdefizite war. Das stärkere Wachstum in Deutschland würde zudem die Bedingungen für eine produktivitätsorientierte Lohnentwicklung in Deutschland verbessern. Bleiben die Löhne in den Defizitländern – auch infolge der staatlichen Konsolidierungspolitik – hinter der Summe aus durchschnittlichem Produktivitätszuwachs und Inflationsziel der EZB zurück, verbessert sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder und die Leistungsbilanzposition entsprechend ebenfalls. Zum anderen begünstigt ein kräftiges Wachstum in den Überschussländern die fiskalische Konsolidierung in den Krisenländern, da diese bei stärkerem konjunkturellen Rückenwind aus dem Ausland in die Lage versetzt werden, nicht nur durch Sparmaßnahmen, sondern auch durch Wachstum die Staatsfinanzen zu verbessern. Dies ist insbesondere für die besonders hoch verschuldeten Länder von Bedeutung, da sie auch dem IMK-Vorschlag zufolge relativ schnell das Vertrauen der Finanzmärkte zurückgewinnen müssen, um fällige Staatspapiere in Eigenregie zu refinanzieren, sobald die 60%-Grenze bei den Eurobonds überschritten ist.[16]

## 5. Expansive Fiskalpolitik und Schuldenbremse

Ein solches Wachstumsgefälle – und die Bewältigung der Krise – wird folglich nur zustande kommen, wenn die Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen, allen voran Deutschland, eine expansiv wirkende Fiskalpolitik beibehalten. Angelegt ist in Deutschland aber ein starker restriktiver Impuls. Die Fiskalpolitik wirkt 2011 nicht nur nicht mehr stimulierend, sondern tritt stark auf die Bremse. Der restriktive Impuls, der von diskretionären Maßnahmen ausgeht, beträgt in diesem Jahr -0,7% des BIP. Hinzu kommt die restriktive Wirkung der automatischen Stabilisatoren. Zusammengenommen führt dies dazu, dass das Budgetdefizit in diesem Jahr nur noch -2,3% des BIP betragen dürfte, nach -3,4% 2010.[17] Um die seit

Juli 2010 in der Verfassung verankerte Schuldenbremse einzuhalten, hat die Bundesregierung ein sogenanntes Zukunftspaket verabschiedet, mit dem im Jahre 2011 11,2 Mrd. EUR (0,44% des BIP) eingespart werden sollen; eine Summe, die in den Folgejahren noch steigen und 2014 1% des BIP erreichen soll (26,5 Mrd. EUR). Laut Finanzplan sollen dadurch die Bundesausgaben im Jahr 2014 nominal um 5,8% unter den für 2010 veranschlagten Ausgaben liegen.[18]

Die Schuldenbremse steht somit der Forderung einer expansiv ausgerichteten Fiskalpolitik auf den ersten Blick entgegen. Der Bund muss der Schuldenbremse zufolge sein strukturelles Defizit bis 2016 in gleichmäßigen Schritten auf 0,35% zurückführen und darf diesen Wert fortan nicht mehr überschreiten. Die Bundesländer müssen ab 2020 strukturell ausgeglichene Haushalte haben. Das Ziel, die anregende Wirkung der Fiskalpolitik aufrechtzuerhalten, kann aber auch ohne ein steigendes Defizit erreicht werden, sofern staatliche Ausgaben mit einer hohen Multiplikatorwirkung getätigt werden, die über die Erhöhung solcher Steuern finanziert werden, die die Konjunktur möglichst wenig beeinträchtigen. Zu nennen sind hier insbesondere Steuern für Haushalte mit hohen Einkommen und Vermögen (Einkommensteuer für hohe Einkommen, Erbschaft- und Vermögensteuer, Finanztransaktionssteuer). Dadurch könnte zugleich die im vergangenen Jahrzehnt gestiegene Schieflage der Einkommens- und Vermögensverteilung in Deutschland verringert werden.

Bei den höheren staatlichen Ausgaben sollten dabei zunehmend mittelfristige Aspekte in den Vordergrund treten: Das Niveau der öffentlichen Investitionen in Deutschland ist seit Jahren im internationalen Vergleich niedrig. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der gesamtstaatlichen Ausgaben in Deutschland lag zwischen 1998 und 2008 nominal bei nur 1,4%; bei den realen, mit dem (harmonisierten) Verbraucherpreisindex deflationierten Staatsausgaben war ein durchschnittlicher Rückgang von 0,2% pro Jahr zu verzeichnen. Entsprechend besteht ein Nachholbedarf bei Ausgaben in Infrastruktur, Bildung und Ökologie, die sich mittelfristig positiv auf die Produktivitätsentwicklung auswirken. Deutschland ist beispielsweise immer noch eines der Industrieländer mit der geringsten sozialen Durchlässigkeit im Bildungssystem. Zudem sind die durchschnittlichen Bildungserfolge nur mäßig. Zwar hat der letzte Pisa-Test eine leichte Verbesserung gezeigt – aber an dem generellen Urteil ändert das nichts. Umfragen deuten darauf hin, dass ein erheblicher Teil der deutschen Schulabgänger nicht ausbildungsfähig ist und einem Bericht der Bundesregierung zufolge haben 15% der 20- bis 29-Jährigen, die sich nicht mehr in der Ausbildung befinden, keinen Berufsabschluss.[19] Eine solche Verschwendung potenziellen Humankapitals kann sich ein Land mit zunehmender Alterung nicht leisten, und allein mit strukturellen Änderungen des Schulsystems wird sich die Produktivität der künftigen Arbeitnehmer in

Deutschland nicht nennenswert steigern lassen. Bildungsinvestitionen wie auch Infrastrukturinvestitionen sind in Deutschland dringend erforderlich, um das künftige Produktivitätswachstum zu erhöhen.

## 6. Wie stark kann die deutsche Wirtschaft wachsen?

Auch wenn die Schuldenbremse einer expansiven Fiskalpolitik somit nicht unbedingt im Weg steht, stellt sich die Frage, ob eine expansiv wirkende Fiskalpolitik vor dem Hintergrund des kräftigen Wachstums 2010 und der stark expansiven Geldpolitik tatsächlich reale Wirkungen entfalten wird, oder ob eine inflationäre Überhitzung infolge von Kapazitätsengpässen zu erwarten wäre. Diese Frage wird im Folgenden verneint. Sollte es allerdings zu einer stärkeren weltwirtschaftlichen Entwicklung auf kurz- bis mittelfristige Sicht kommen, müsste die Fiskalpolitik gegebenenfalls auf einen restriktiven Kurs einschwenken – auch über die automatischen Stabilisatoren hinaus –, da die Geldpolitik mit Blick auf den gesamten Euroraum wohl noch geraume Zeit expansiv ausgerichtet bleiben muss.

Eine Überhitzung der deutschen Wirtschaft in den kommenden Jahren ist allerdings wenig wahrscheinlich. Trotz der deutlichen Erholung 2010 wird das Vorkrisenniveau der Produktion erst im Laufe dieses Jahres erreicht werden. Die Arbeitslosigkeit lag Ende 2010 noch bei über 3 Mio. Personen. Die tatsächliche Unterbeschäftigung dürfte zudem deutlich höher liegen. Beispielsweise werden Personen, die durch arbeitsmarktpolitische Maßnahmen (beispielsweise Fortbildungen, Arbeitsgelegenheiten und Selbstständigenförderung) gefördert werden, nicht als Arbeitslose gezählt. Die Unterbeschäftigung nach dem Konzept der Bundesagentur für Arbeit betrug Ende 2010 gut 4 Mio. Personen, wobei Personen auf Kurzarbeit in diesem Konzept nicht berücksichtigt sind.[20] Ebenfalls nicht berücksichtigt wird die stille Reserve im engeren Sinn, d. h. Erwerbslose, die sich nicht arbeitslos melden, weil sie beispielsweise die Arbeitssuche entmutigt aufgegeben haben, aber bei guter Arbeitsmarktlage wieder arbeiten würden. Es dürfte eine hohe Zahl von Arbeitswilligen geben, die sich angesichts fehlender oder mit der familiären Situation nicht in Einklang zu bringender Stellen desillusioniert vom Arbeitsmarkt abgewandt haben. Zudem ist der Anteil unfreiwillig Teilzeitbeschäftigter in Deutschland laut einer Untersuchung des Statistischen Bundesamtes relativ hoch. Ihr zufolge hätten im Jahre 2009 etwa 4,2 Mio. Beschäftigte gerne mehr gearbeitet.[17] Ein Fachkräftemangel wird von Unternehmensverbänden in Deutschland zwar häufig beklagt; dass es allerdings tatsächlich Engpässe gibt, ist unwahrscheinlich bzw. eine Frage des Blickwinkels, wobei Letzterer derzeit noch primär auf billige, junge, männliche Fachkräfte gerichtet zu sein scheint. Es lassen sich im Bereich der Fachkräfte keine überdurchschnittlichen Lohnsteigerungen feststellen, und auch der jüngste Tarifabschluss bei

VW signalisiert mit 3,2% Lohnsteigerung über 16 Monaten trotz einer üppigen Einmalzahlung nur eine Abkehr von der jahrelangen ausgeprägten Lohnzurückhaltung, nicht aber eine Knappheit an Fachkräften. Um zu verhindern, dass sich eine solche in der mittleren Frist trotz hoher Arbeitslosen- und noch höherer Unterbeschäftigungsquote herausbildet, sind zum einen die weiter oben erwähnten Bildungsinvestitionen erforderlich. Zum anderen bedarf es neben den darin enthaltenen Investitionen für bildungstechnisch sinnvolle Ganztagsbetreuung auch einer zunehmenden Arbeitnehmer-orientierten Arbeitszeitflexibilisierung, die es Eltern ermöglicht, Kinder und Beruf besser zu vereinbaren. Die Schätzungen der Produktionslücke Deutschlands 2011 liegen weit auseinander; manche gehen gar davon aus, dass sie bereits in diesem Jahr geschlossen wird. Da die Schätzmethoden mehr oder weniger konjunkturreagibel sind, schließt sich die Produktionslücke bei guter Konjunktur allerdings nicht so schnell, wie man es aus heutiger Sicht erwarten würde.[22] Steigende Investitionen im Zuge einer stabilen Aufwärtsentwicklung, die Integration Arbeitsloser und eine zunehmende Erwerbsbeteiligungsquote würden mithin nicht nur den Anstieg des Bruttoinlandsproduktes befördern, sondern auch den des Produktionspotenzials.

## 7. Fazit

Weder die Finanz- und Währungskrise noch die Euroraumkrise wären durch eingebaute Gläubigerhaftung verhindert worden. Im ersten Fall war eine mangelnde Regulierung auch infolge zahlreicher Deregulierungsmaßnahmen entscheidend, im zweiten ein falsch ausgerichteter Stabilitäts- und Wachstumspakt. Um die Krise zu beenden sind mehrere Maßnahmen erforderlich: Zur Beruhigung der Märkte und um Kettenreaktionen zu verhindern, ist es erforderlich, dass die Euroländer die ausstehenden Staatsschuldtitel der Krisenländer garantieren. Garantierte Notfallkredite, die an Konsolidierungsvorgaben gebunden, aber niedrig verzinst sind, erscheinen ebenfalls unumgänglich. Diese Notmaßnahmen sollten ab 2013 sukzessive durch Eurobonds abgelöst werden, die von Ländern allerdings nur in einer Höhe bis zu 60% des BIP in Anspruch genommen werden dürfen. Umso dringlicher ist daher angesichts fällig werdender Staatsanleihen die nachhaltige Stabilisierung der Krisenländer, d. h. eine Stabilisierung bzw. Rückführung der Schuldenstandsquote und eine stetige Verringerung der Leistungsbilanzdefizite. Ohne deutliche Leistungsbilanzüberschüsse des Euroraums insgesamt kann Letzteres nur gelingen, wenn die Überschussländer die Rolle der Konjunkturlokomotive übernehmen und über eine steigende Binnennachfrage und eine Lohnentwicklung in Einklang mit dem Inflationsziel der EZB zulassen, dass die infolge der Konsolidierung langsamer wachsenden Krisenländer ihre Leistungsbilan-

zen sowohl über das Wachstumsgefälle als auch über das Lohnstückkostengefälle verbessern. Eine solche Konstellation erleichtert zugleich die fiskalische Konsolidierung.

Die EZB sollte diesen Prozess unterstützen, indem sie inflationsfreie Wachstumsspielräume ermöglicht und auf keinen Fall Preisschübe, die von Rohstoffpreisen ausgehen, zum Anlass für eine geldpolitische Straffung nimmt, ebensowenig wie ein starkes Wachstum in einzelnen großen Ländern wie Deutschland. Angesichts der hohen Arbeitslosigkeit im Euroraum sollte das zur Krisenbewältigung erforderliche Wachstumsgefälle auf möglichst hohem Durchschnittniveau realisiert werden.

Da der Stabilitäts- und Wachstumspakt die sich anbahnenden Probleme mehrerer der gegenwärtigen Krisenländer nicht signalisiert hat, ist in Hinblick auf die künftige Stabilität des Euroraums zudem eine Reform dieses Paktes erforderlich. Entscheidend für wirtschaftspolitische Empfehlungen und Sanktionen sollte ein Leistungsbilanzkriterium sein, das nicht-nachhaltige Entwicklungen der Binnenwirtschaft der Euroländer signalisiert, unabhängig davon, ob sie von öffentlicher oder privater Seite ausgehen.

## Anmerkungen

1 Horn et al. (2011) 22.
2 IMK (2007) 22.
3 International Monetary Fund (2008) 114; Tober, Zimmermann (2009).
4 Horn et al. (2010) 10.
5 Europäische Kommission (2010).
6 ARD, Bericht aus Berlin (28.2.2011).
7 Deutschlandradio (21.3.2010).
8 Merkel (2010); Hervorhebung durch die Autorin.
9 Schaaf (2010) 1.
10 Europäisches Parlament (2010).
11 Trichet (2010).
12 Europäische Kommission (2010).
13 Horn, Niechoj, et al. (2010).
14 Horn et al. (2011).
15 Europäische Kommission (2010).
16 Dabei muss aus stabilitätspolitischen Gründen auch nach 2013 die Möglichkeit für Staaten bestehen, garantierte Kredite zu erhalten, die an Auflagen gebunden sind.
17 Horn et al. (2010) 22-23.
18 Horn et al. (2011) 13.
19 BMBF (2010) 27
20 Horn et al. (2010) 23.
21 Rengers (2010).
22 Horn, Tober (2007).

## Literatur

BMBF, Bundesministerium für Bildung und Forschung, Berufsbildungsbericht 2010 (Berlin 2010).

Delpla, Jacques; von Weizsäcker, Jakob, The Blue Bond (=Proposal, Bruegel Policy Brief Brüssel 2010).

EU-Kommission, AMECO-Datenbank, Brüssel, Stand: 29. November 2010.
Europäisches Parlament, Fix the economic governance package, Trichet tells MEPs. (=Pressemitteilung, Ausschuss für Wirtschaft und Währung, 30.11.2010, Brüssel).
Horn, Gustav; et al., Konjunktur am Scheideweg. Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung 2011, in: IMK Report 58 (2010) 1-24.
Horn, Gustav; Niechoj, Torsten; Tober, Silke; van Treeck, Till; Truger, Achim, Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts: Nicht nur öffentliche, auch private Verschuldung zählt, in: IMK Report 51 (2010) 1-15.
Horn, Gustav; Lindner, Fabian; Niechoj, Torsten; Sturn, Simon; Tober, Silke; Truger, Achim; Will, Henner, Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik 2011. Der Euroraum in Trümmern?, in: IMK Report 59 (2011) 1-27.
Horn, Gustav; Tober, Silke, Wie stark kann die deutsche Wirtschaft wachsen? Zu den Irrungen und Wirrungen der Potenzialberechnung, in: IMK Report 17 (2007) 1-11.
IMF, World Economic Outlook, Fall (Washington, D. C., 2008).
IMK – Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, Der Abschwung kommt, Prognose der wirtschaftlichen Lage 2008, in: IMK Report 25 (2007) 1-44.
Juncker, Jean-Claude; Tremonti, Giulio, Euro-wide bonds would help to end the crisis, in: Financial Times (6.12.2010) 11.
Merkel, Angela, Presseerklärung von Bundeskanzlerin Angela Merkel zu Finanzhilfen für Griechenland (Berlin, 26.4.2010).
Rengers, M., Rund neun Millionen Menschen wünschen sich (mehr) Arbeit, in: STATmagazin (Destatis, Wiesbaden, 29. Juni 2010).
Schaaf, Jürgen, Interview mit Bundesbankpräsident Axel Weber, Kaufprogramm birgt erhebliche Risiken, EZB-Ratsmitglied warnt vor Stabilitätsgefahren und fordert Reform des finanzpolitischen Regelwerks, in: Börsen-Zeitung 89 (11.5.2010) 1.
Stiglitz, Joseph, Umschuldung ist unumgänglich, in: Financial Times Deutschland (4.1.2011) 25.
Tober, Silke; Zimmermann, Tobias, Monetary Policy and Commodity Price Shocks, in: Intereconomics 44/4 (2009) 231-237.
Trichet, Jean-Claude, Monetary Dialogue. Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament (Brüssel, 27.9.2010).

## Zusammenfassung

Die EZB und die deutsche Fiskalpolitik haben auf die Wirtschafts- und Finanzkrise zwar zögerlich reagiert, aber entscheidend zur wirtschaftlichen Stabilisierung beigetragen. Bisher lässt sich ein solches Urteil über die wirtschaftspolitische Reaktion, insbesondere Deutschlands, auf die Staatsanleihenkrise nicht fällen. Auch ein Jahr nach Beginn der Krise ist die Lage im Euroraum prekär. Um die Märkte zu beruhigen und Kettenreaktionen zu verhindern, ist eine Garantie der ausstehenden Staatsanleihen der Krisenländer erforderlich. Niedrig verzinste, an Vorgaben gebundene Notfallkredite erscheinen ebenfalls unumgänglich. Diese Notmaßnahmen sollten ab 2013 sukzessive durch Eurobonds abgelöst werden. Sorgen Länder wie Deutschland für ein expansives konjunkturelles Klima und werden dabei von der EZB unterstützt, ermöglicht dies den Krisenländern, sowohl ihre Staatsfinanzen zu konsolidieren als auch ihre Leistungsbilanz zu verbessern. Statt einer destabilisierenden Gläubigerhaftung bei Staatsanleihen und automatischen Sanktionen bei Nichteinhaltung der fiskalischen Kriterien benötigt der Euroraum institutionelle Rahmenbedingungen, die eine frühzeitige Reaktion auf makroökonomische Ungleichgewichte gewährleisten und damit die Situation einer drohenden Zahlungsunfähigkeit einzelner Länder gar nicht erst entstehen lassen.