

## **Stellungnahme** **Institut der deutschen Wirtschaft Köln (IW Köln)**

**Autor: Jürgen Matthes, 11. Mai 2012**

**Öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages  
am 9. Mai 2012 zu dem Thema:  
„Volkswirtschaftliche Auswirkungen der Euro-Staatsschuldenkrise  
und neue Instrumente der Staatsfinanzierung“**

### **Vorbemerkung**

Der Finanzausschuss hatte bei dieser Anhörung vorab keinen Fragenkatalog veröffentlicht. Daher hat das IW Köln seine Stellungnahme erst nach der Anhörung angefertigt, um konkret auf die dort thematisierten Fragen selektiv zu antworten.

### **Hintergrund**

Nach einer zwischenzeitlichen Beruhigung der Euro-Schuldenkrise zum Anfang 2012 hat sich die Situation in den vergangenen Wochen wieder verschärft. Die Wahlen in Griechenland haben politischen Kräften eine Mehrheit gebracht, die das Reformprogramm ablehnen. Da die Troika eine nennenswerte Aufweichung nicht zulassen darf, steht das gesamte Hilfspaket zur Disposition und ein ungeordneter Staatsbankrott – und potenzieller Euro-Austritt – als Möglichkeit im Raum. Das hat zu Verunsicherung bei Politik und Finanzmarktakteuren geführt. Allerdings bleibt abzuwarten, ob mögliche kurzfristig anberaumte Neuwahlen nicht doch die reformtreuen Kräfte in Griechenland ausreichend stärken könnten. Die Wähler mögen einsehen – so die vorsichtige Hoffnung –, dass sie die (reformtreuen) etablierten Parteien zu stark abgestraft haben und daher im nächsten Wahlgang ein regierbares Parlament wählen, das dem Anpassungsprogramm weiter folgt.

Schon vor der Wahl in Griechenland waren freilich die Zinsen auf italienische und spanische Staatsanleihen wieder deutlich gestiegen, ohne allerdings die hohen Werte vom Ende 2011 zu erreichen. Dies hat die Frage aufgeworfen, ob es in naher Zukunft zu einer erneuten Eskalation der Krise kommt und wie darauf zu reagieren ist. Die Handlungsempfehlungen reichen von Wachstumsprogrammen über eine Lockerung der Konsolidierungsaufgaben bis hin zu einer massiven Aufstockung des ESM. Zudem wird weiterhin eine erhebliche Gefahr für den Bestand der EWU darin gesehen, dass erhebliche ökonomische Ungleichgewichte herrschen.

## **1. Sind die Euroländer so heterogen, dass für die dauerhafte Funktionsfähigkeit der EWU zwischenstaatliche Transfers gebraucht werden?**

Die primäre Ursache der ökonomischen Ungleichgewichte liegt nicht – wie in der Anhörung behauptet – in der hohen und beständigen Heterogenität der Euroländer. Insbesondere sollte aus der Heterogenität (und dem Mangel von Ausgleichsmechanismen wie etwa Migration) keine Forderung nach zwischenstaatlichen Transfermechanismen abgeleitet werden.

Heterogenität ist zwar grundsätzlich vorhanden, kann sich aber über die Zeit verringern. Genau das war vor der EWU-Gründung die Hoffnung der Befürworter der so genannten Grundsteintheorie. Demnach sollte der Euro als Grundstein für die Währungsunion dienen und (endogene) Kräfte entfalten, die zu einer Verminderung der Heterogenität führen. Denn - so die These - wenn ein Land bei einer Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr abwerten und seine Wirtschaft mit einer eigenen Geldpolitik stimulieren kann, würde es über sinkende Exporte und steigende Importe (sinkender Handelsbilanzsaldo) in eine Rezession mit steigender Arbeitslosigkeit gezwungen. Im Zuge dieses so genannten Wettbewerbsfähigkeitseffekts würden Löhne und Preise wieder (relativ) sinken und sich die Wettbewerbsfähigkeit so wieder verbessern. Dieser Weg ist schmerzhaft und in der Regel mit hohen politischen Kosten verbunden. Daher bestand die Hoffnung, dass insbesondere die südeuropäischen Staaten, die vor der EWU wegen hoher Lohn- und Preisdynamik oft abwerteten, ihre ökonomischen Institutionen (etwa die Fiskal- und Tarifpolitik) den neuen Verhältnissen unter dem Euro-Regime anpassen würden. Damit wäre die Heterogenität deutlich reduziert worden.

Diese Erwartung hat sich bedauerlicher Weise als zu optimistisch erwiesen. Das liegt jedoch vor allem an einem bedeutenden Einmaleffekt, den das IW Köln als eine Hauptursache der ökonomischen Ungleichgewichte ansieht (vgl. Matthes, 2008; Busch et al., 2011): die starken Zinssenkungen in der Euro-Peripheriestaaten seit Mitte der 1990er Jahre.<sup>1</sup> Diese haben über eine Ausdehnung der Kreditnachfrage (und teils einen Immobilienboom) wie ein massives Konjunkturprogramm gewirkt. Die Binnennachfrage wuchs vor allem in Griechenland und Spanien sehr stark. Darüber hinaus floss viel Kapital – angesichts der steigenden Risiken bei Auslands- und teils auch Staatsverschuldung zu niedrigen Zinsen - in die Euro-Peripherie und finanzierten den Boom und damit den immer stärkeren Aufbau von Leistungsbilanzdefiziten. Der zuvor erläuterte Wettbewerbsfähigkeitseffekt (Wachstumsdämpfung durch sinkenden Handelsbilanzsaldo) war – anders als zuweilen behauptet – durchaus in nennenswerter Höhe vorhanden (Matthes, 2008) vorhanden. Aber im Verhältnis zur boomenden Binnennachfrage war er nicht stark genug, um die Wirtschaften der Euro-Peripherieländer in eine Rezession zu zwingen und damit Lohn- und Preisanpassungen zu generieren. So fehlte auch der Druck auf die Anpassung der ökonomischen Institutionen.

Deutschland dagegen hat in der vergangenen Dekade seine Institutionen angepasst - in Reaktion auf die zuvor deutlich verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit und vormals sehr hohe

---

<sup>1</sup> Die Zinssenkungen beruhten vor allem darauf, dass die Risikoprämien auf die Zinsen sanken, weil internationale Anleger keine Verluste mehr aus Währungsabwertungen fürchteten.

Arbeitslosigkeit. Insbesondere gelang dies durch Arbeitsmarkt- und Rentenreformen sowie mehr betriebliche Flexibilität in der Tarifpolitik. Die resultierende Lohnzurückhaltung hat die deutsche Wirtschaft wieder wettbewerbsfähiger gemacht.<sup>2</sup> Dagegen führten in der Euro-Peripherie überhöhte Lohnerhöhungen (relativ zum Produktivitätsfortschritt) zu wachsenden Kostennachteilen und Leistungsbilanzdefiziten. Plakativ ausgedrückt haben die Deutschen den „Gürtel enger geschnallt“, während die Menschen in der Euro-Peripherie „über ihre Verhältnisse und auf Pump lebten“.

Im Zuge der Finanz- und Euro-Schuldenkrise ist der Anpassungsdruck dort nun in ungewollt starker Kraft aufgekommen. Teils im Rahmen von umfassenden und tiefgreifenden von EU und IWF oktroyierten Reformprogrammen (Griechenland, Portugal), teils erzwungen durch den Druck des Finanzmarktes (Italien, Spanien) werden die ökonomischen Institutionen nun dem Euro-Regime besser angepasst. In die gleiche Richtung wirken Fiskalpakt, Schärfung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) und das neue Instrument der Makroökonomischen Überwachung auf EU-Ebene, das ökonomische Ungleichgewichte in Zukunft verhindern soll. Die Länder der Eurozone werden damit – und das ist die entscheidende Botschaft – deutlich homogener werden. In dieser Hinsicht liegt in der Krise auch eine große Chance für den Euro.

Die Heterogenität der Euroländer ist also nicht unabänderlich. Zudem sind die Zinssenkung vor EWU-Beginn sowie die deutsche Anpassung (als zwei wesentliche Ursachen steigender Divergenzen in der Eurozone) weitgehend als Einmaleffekte anzusehen.<sup>3</sup> Somit sind dauerhafte ökonomische Ungleichgewichte in der Eurozone keine vermeintlich festgefügte Tatsache. Daher steht auch die Argumentation für zwischenstaatliche Transfermechanismen in der Eurozone auf tönernen Füßen.

## **2. Sind die ökonomischen Ungleichgewichte in der Eurozone ein Sprengsatz für den Euro?**

Die Einschätzung über die Zukunftsperspektive der Europäischen Währungsunion hängt eng mit der weiteren Entwicklung der Leistungsbilanzungleichgewichte in der Eurozone zusammen – also mit der Frage, ob das Rebalancing hin zu weniger divergierenden Leistungsbilanzsalden gelingt. Dabei herrscht vor allem mit Blick auf die Länder der südlichen Euro-Peripherie mit ihren lange Zeit sehr hohen Leistungsbilanzdefiziten teilweise erhebliche Skepsis.

---

<sup>2</sup> Auch dies kann als weitgehend einmaliger Anpassungseffekt gedeutet werden, der in Zukunft in diesem Ausmaß nicht mehr zu erwarten ist.

<sup>3</sup> Es wurde auch auf den so genannten Realzinseffekt und seine Divergenzwirkungen verwiesen. Demnach führt eine einheitliche Geldpolitik mit gleichen Zinsen in allen Euroländern bei unterschiedlichen Inflationsraten zu unterschiedlich hohen Realzinsen. Die Wirtschaftsentwicklung wird in boomenden (schwach wachsende) Länder bei hoher (niedriger) Inflation durch relativ niedrige (hohe) Realzinsen zusätzlich angekurbelt (gedämpft). Dem ist entgegenzuhalten, dass ohne die Wirkung des einmaligen Zinssenkungseffekts der Wettbewerbsfähigkeitseffekt in Zukunft relativ zum Realzinseffekt deutlich stärker sein wird.

Manche Beobachter bezweifeln, dass es diesen Ländern ohne Abwertungsmöglichkeit im Euroraum gelingt, ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit so zu steigern, dass sie mehr exportieren als importieren und so Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaften. Andernfalls könnte die Tragfähigkeit ihrer Auslandsverschuldung gefährdet werden, weil die stetigen und hohen Leistungsbilanzdefizite mit Nettokapitalimporten und damit einer immer weiter steigenden Auslandsverschuldung einhergingen.

Vor allem Griechenland, aber auch Portugal und Spanien – so die häufig zu vernehmende These – bräuchten für das Rebalancing eine erhebliche so genannte interne Abwertung, die eine Senkung der heimischen Löhne von mehr als 20 oder 30 Prozent nötig machte. Diese Größenordnung wird aus dem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten in diesen Ländern seit 1999 abgeleitet, aus dem sich nach und nach ein immer größerer internationaler Wettbewerbsnachteil kumuliert hat. Weil eine derart große Lohnkürzung politisch kaum vorstellbar sei, drohe – so die Befürchtung (oder der Rat) mancher Beobachter – der Euro-raum auseinander zu brechen.

Eine eingehende Analyse der Fakten relativiert diese Sorgen jedoch (Matthes, 2012a). So hat beispielsweise Spanien sein Defizit im Handel mit Waren und Dienstleistungen von 6,5 Prozent des BIP im Jahr 2007 auf nur noch 0,5 Prozent des BIP im Jahr 2011 verringert. Das gelang, obwohl Spanien seinen zwischen 1999 und 2008 aufgelaufenen Wettbewerbsnachteil (gemessen an den realen effektiven Wechselkursen auf Basis der gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten) – bis Ende 2011 noch nicht einmal ganz halbieren konnte. Auch Portugal erreichte eine Senkung des Handelsbilanzdefizits von 9,5 Prozent (2008) des BIP auf 3,2 Prozent des BIP (2011), obwohl sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Landes bis Ende 2011 nur relativ wenig verbesserte.

Bemerkenswert ist auch, dass die Zuwächse der realen Exporte von Waren und Dienstleistungen bei den Ländern der südlichen Euro-Peripherie im Jahr 2011 in etwa so hoch lagen wie in Deutschland. Griechenland und vor allem Portugal und Spanien konnten im vergangenen Jahr sogar die Anteile an ihren Exportmärkten steigern. Auch diese Erfolge verwundern angesichts der noch bestehenden Wettbewerbsnachteile.

Aus diesen Beispielen lassen sich mehrere Schlussfolgerungen ziehen: Erstens ist das Rebalancing in den südeuropäischen Ländern der Euro-Peripherie weiter fortgeschritten als oft wahrgenommen wird. Zweitens erscheint die ökonomische Beziehung zwischen den verfügbaren Maßen internationaler Wettbewerbsfähigkeit und der Entwicklung der Handelsbilanzen offenbar nicht linear wie häufig angenommen wird. Die Wirklichkeit ist hier offenbar komplexer als vereinfachte Lehrbuch-Weisheiten. Drittens dürften angesichts der Fortschritte beim Rebalancing keine so großen Lohnkürzungen notwendig sein, wie sie zuweilen gefordert werden. Viertens lässt sich daraus die Hoffnung ableiten, dass der Bestand der Europäischen Währungsunion weniger stark als oft behauptet gefährdet ist.

### **3. Können die Konsolidierungsprogramme in den Euro-Peripheriestaaten expansiv wirken oder sollten sie gelockert werden?**

In der öffentlichen Debatte und auch in der Anhörung wurde von einigen beklagt, dass die fiskalischen Sparprogramme das falsche Rezept seien und eine deutliche Lockerung nötig sei. Andere Stimmen verlangten dagegen ein striktes Festhalten an den einmal beschlossenen Konsolidierungszielen, um die Glaubwürdigkeit der Politik in den Euro-Peripheriestaaten wieder herzustellen.

Das IW Köln teilt die Auffassung, dass der Rückgewinn der Glaubwürdigkeit entscheidend dafür ist, dass internationale Investoren wieder in der Euro-Peripherie (und deren Staatsanleihen) investieren (vgl. Frage 6). Ebenso halten wir eine grundsätzliche Aufweichung der Sparprogramme für den falschen Weg.

Allerdings besteht die Gefahr, dass ein Frontloading der Konsolidierung – also einen großen Teil der nötigen Einsparungen in kurzer Frist zu stemmen – möglicherweise nicht zu mehr Vertrauen der internationalen Investoren führen und somit nicht zielführend sein könnte. Denn in der gegenwärtigen rezessiven Wirtschaftsentwicklung in den Euro-Peripheriestaaten spricht einiges dafür, dass eine solche Strategie nicht die erhofften expansiven Wirkungen hat. Diese sollen – so die Hoffnung – dadurch zustande kommen, dass steigendes Vertrauen zu sinkenden Zinsen führt; niedrigere Zinsen würden über mehr Investitionen und Konsum die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung so ankurbeln, dass der negative direkte Effekt gekürzter Staatsausgaben oder steigender Steuern überkompensiert wird.

Leider erscheint hier eine gewisse Skepsis angebracht, wie aktuelle Forschungsergebnisse belegen. So zeigt etwa der jüngste Fiscal Monitor des IWF vom April 2012, dass die negative Hebelwirkung von Konsolidierungen auf die Wirtschaftsleistung (der so genannte Staatsausgaben-Multiplikator) in Rezessionen deutlich größer ist als in guten ökonomischen Zeiten (siehe auch Corsetti, 2012). Dies gilt aktuell besonders für die Euro-Peripherie, da hier keine flankierende Währungsabwertung möglich ist wie bei vielen anderen Ländern, die in der Vergangenheit erfolgreich konsolidiert haben. Zudem gelingt es der EZB mit ihrer expansiven Geldpolitik nur bedingt, das fiskalische Sparen zu flankieren und so einen aktivierenden Gegenimpuls zu geben. Denn die Zinsen für die Privatwirtschaft in der Euro-Peripherie sind relativ hoch, weil sie eng an den gestiegenen Staatsanleihezinsen hängen.

Damit besteht die Gefahr, dass trotz Konsolidierung zumindest kurzfristig die Wirtschaftsleistung stärker sinkt als die Staatsschulden und somit die Staatsschuldenquote vorerst weiter steigt statt zu sinken. Später, bei wieder besserer Konjunktorentwicklung und sich erholenden Staatseinnahmen, würden die Staatsausgabenkürzungen aber die Staatsschuldenquote sinken lassen. Wenn die internationalen Investoren jedoch (wie es der Fall zu sein scheint) zu stark auf die kurze Frist und die drohenden Wachstumseinbußen schauen, werden sie die Konsolidierungsstrategie nicht mit niedrigeren Zinsen belohnen (Cotarelli, 2012a,b). Auch könnte der Rückgewinn der Glaubwürdigkeit nicht erreicht werden, weil die politisch unbeliebten Sparprogramme bei kurzfristig steigender Staatsschuldenquote wohl noch länger durchzuhalten wären, worüber Zweifel aufkommen könnten.

Generell droht eine Wiederholung des griechischen Szenarios. Hier sank die Wirtschaftsleistung und damit die Staatseinnahmen im Zuge der Konsolidierung stärker als erwartet. Weitere Kürzungen von Staatsausgaben, die erfolgten, um die gesteckten Ziele des Budgetdefizits zu erreichen, dämpften die wirtschaftliche Entwicklung zusätzlich. Der Schuldenstand stieg dabei immer weiter, obwohl die Primärausgaben des Staates (ohne Zinsausgaben) zwischen 2009 und 2011 (nach IWF-Statistiken) um mehr als 17 Prozent sanken. Es ist also eine gewisse Vorsicht bei einem zu starken Frontloading der Konsolidierung angebracht.

Als Konsequenz geht es um entschiedene strukturelle und dauerhafte Staatsausgabenkürzungen. Jedoch sollten in der Folge eventuell sinkende Staatseinnahmen bei Rezessionen zumindest teilweise hingenommen werden. Möglicherweise lassen sich auf diese Weise die gesteckten nominalen Budgetdefizitziele nicht erreichen. Doch das stimmt durchaus mit dem Geist von SWP und Fiskalpakt überein. Denn hier ist das Konzept des strukturellen (konjunkturbereinigten) Budgetdefizits verankert. In Rezessionen (im Boom) wird dabei der erlaubte nominale Defizitspielraum größer (kleiner). Die Implikation dieser Strategie könnte (bei genauer Kalkulation des strukturellen Defizits) für Spanien beispielsweise bedeuten, das Erreichen der Drei-Prozent-Marke beim Budgetdefizit von 2013 auf 2014 verschieben zu können. Denn dieses Ziel wurde festgelegt, als die Prognosen für das spanische Wachstum noch keine Rezession im Jahr 2012 vorhersahen.

Noch einmal in aller Deutlichkeit: Bei allen Vorschlägen, kurzfristig etwas mehr Flexibilität bei der Konsolidierung zu schaffen, darf es natürlich kein grundsätzliches Aufweichen der Konsolidierungsprogramme geben. Denn damit wäre die Glaubwürdigkeit erst recht nicht wiederzugewinnen.

Es kommt folglich darauf an, klare und realistische mittelfristige Konsolidierungsziele zu setzen und diese konsequent zu verfolgen. Dann ist ein Frontloading – und die damit verbundenen möglichen Gefahren – auch bei hochverschuldeten Staaten weniger nötig. In welchem Maße hier Flexibilität möglich ist, hängt von der Reaktion des Finanzmarktes ab, die sich a priori kaum prognostizieren lässt. Es kommt folglich sehr auf eine kluge Kommunikationsstrategie an.<sup>4</sup> Zudem hilft zweifellos ein klares Bekenntnis zum Fiskalpakt, der ja genau das Ziel hat, mittelfristige Glaubwürdigkeit zu verleihen. Weiterhelfen würde ferner eine Konsolidierungsstrategie, die möglichst wachstumsfreundlich ist (siehe auch Punkt 4). Darüber sollten die Regierungen der Euro-Peripheriestaaten ihren Reformwillen weiterhin durch entschiedene und umfassende Strukturreformen demonstrieren, mit denen Arbeitsmärkte flexibler gemacht und mehr Wettbewerb in vielen Produktmärkten geschaffen wird.

---

<sup>4</sup> Das Ansinnen der italienischen Regierung (gemäß einem Bericht von Reuters vom 17.4.2012), das Erreichen eines ausgeglichenen Staatshaushaltes von 2013 auf 2014 zu verschieben, wurde vom Finanzmarkt nicht negativ bewertet. Ein sehr schlechtes Beispiel war dagegen die einseitige Verkündung des spanischen Ministerpräsidenten, das Defizitziel von 4,4 Prozent im Jahr 2012 nicht erfüllen zu wollen. Es wurde von den Märkten umgehend durch höhere Risikoprämien bestraft. Andererseits hat Spanien eine Schuldenbremse verabschiedet und vielfältige Strukturreformen (insbesondere auf dem Arbeitsmarkt) beschlossen.

#### 4. Wie kann man neue Wachstumskräfte in der Euro-Peripherie freisetzen?

Mit der Wahl von Francois Hollande zum neuen französischen Staatspräsidenten hat – wenn man einigen Medien Glauben schenken darf – eine Abkehr vom fiskalischen Sparkurs in der Eurozone begonnen. Stattdessen gerät die Wachstumsförderung stärker in den Mittelpunkt der Debatte und es wird über eine Vielzahl von dazu dienlichen Instrumenten diskutiert.

Das IW Köln hält die Debatte über einen vermeintlichen Abschied von der Konsolidierung für einen Medien-Hype. Es mag gewisse Tendenzen geben, bei fiskalischen Sparprogrammen weniger stark auf Frontloading zu setzen, etwa in Spanien oder Italien. Dies kann jedoch grundsätzlich angebracht sein (vgl. Punkt 3), muss allerdings von der EU-Kommission kritisch auf ökonomische Rechtfertigung und Übereinstimmung mit den Regeln des SWP geprüft werden. Insgesamt wird der Druck der Finanzmärkte – gerade auch in Frankreich - so hoch bleiben, dass eine grundsätzliche Abkehr vom Konsolidierungskurs nicht erfolgen wird. Denn dies würde vom Finanzmarkt sehr rasch durch höhere Risikoprämien und folgende Rating-Downgrades bestraft werden.

Dass man parallel stärker über vernünftige Maßnahmen zur Stärkung des Wirtschaftswachstums in der Euro-Peripherie nachdenkt, ist richtig. Dabei darf es freilich nicht – das sei deutlich herausgestellt - um konsumorientierte und schuldenfinanzierte Konjunkturprogramme gehen, die erfahrungsgemäß meist nur wie ein Strohfeuer wirken und die Schuldenlast weiter erhöhen. Dagegen gibt es einige vielversprechende Wege zur Wachstumsförderung.

- Mittelfristig stärken vor allem Strukturreformen das Wachstumspotenzial. Dazu zählen etwa Arbeitsmarktreformen, die Zugangsbarrieren wie Kündigungsschutz und Mindestlöhne verringern, Arbeitsanreize erhöhen und zu mehr betrieblicher Orientierung der Tarifpolitik und somit in schlechten Zeiten zu mehr Lohnzurückhaltung führen. Darüber hinaus geht es darum, mehr Wettbewerb in vielen Produktmärkten zu schaffen, um darüber die Produktivität der Wirtschaft zu erhöhen. Viele Studien und auch die Erfahrung vieler Länder belegen die positiven Wachstumswirkungen solcher Reformen. Klug konzipierte Programme können auch kurzfristig positive Wirkungen haben (OECD, 2012).<sup>5</sup> In diesem Zusammenhang gilt es auch den Binnenmarkt zu vollenden und die Europäische Dienstleistungsrichtlinie stärker umzusetzen.
- Eine möglichst wachstumsfreundliche Konsolidierungsstrategie kürzt Zukunftsinvestitionen (zum Beispiel in Bildung, Forschung oder Infrastruktur) so wenig wie möglich oder baut sie soweit wie möglich noch aus. Darüber hinaus zeigt die empirische Forschung, dass Konsolidierungen, die vorwiegend auf Ausgabenkürzungen statt auf Steuererhöhungen setzen, weniger wachstumsschädlich und auch deutlich erfolgreicher sind (Alesina/Giavazzi, 2012).
- In den Euro-Peripherieländern werden Konjunktur und Wachstum durch erhebliche Probleme im Finanzsektor und einer Kreditklemme gehemmt. Viele Banken dort sind vom

---

<sup>5</sup> Dies trifft nicht auf Arbeitsmarktreformen (wie etwa Lockerungen des Kündigungsschutzes), die kurzfristig zu mehr Arbeitslosigkeit führen. Da dies gleichwohl wichtig ist, könnten derartige Reformen kurzfristig beschlossen, aber erst mit einer gewissen Verzögerung implementiert werden.

grenzüberschreitenden Interbankenmarkt weitgehend oder ganz abgeschnitten. Zudem sehen wir zugleich Anzeichen einer Kapitalflucht aus diesen Länder. Die Banken sind ferner auch deshalb zurückhaltend bei der Kreditvergabe, weil sie bis Mitte 2012 mehr Risikovorsorge betreiben müssen und dazu Kreditrisiken abbauen (Deleveraging) oder nicht weiter aufbauen. Als Gegenmaßnahme ersetzen die besonderen Refinanzierungsmaßnahmen der EZB, die sich in den Target2-Salden widerspiegeln, richtiger Weise – aber nur vorübergehend! - den Interbankenmarkt und sichern so die Liquidität der Peripheriebanken. Darüber hinaus bedarf es möglicherweise auch einer Zwangsrekapitalisierung einzelner Institute, um ein übermäßiges Deleveraging im Bankensektor zu vermeiden.

- Gezielte Investitionsprogramme, die ganz oder teilweise aus EU-Geldern finanziert werden, können die (durch die Kreditknappheit gehemmte) private Investitionstätigkeit ergänzen. Der Charme bei gezielt ausgewählten Investitionen liegt darin, dass sie kurzfristig für mehr Nachfrage und Arbeitsplätze sorgen und langfristig das Wachstumspotenzial steigern. Dazu stehen Gelder in den EU-Strukturfonds zur Verfügung, deren sinnvolle Verwendung allerdings sicherzustellen ist. Zudem sollte das Eigenkapital der Europäischen Investitionsbank aufgestockt werden, damit sie sich in noch stärkerem Maße in der Euro-Peripherie konstruktiv engagieren kann, zum Beispiel indem sie die Kreditversorgung von KMU dort verbessert.
- Darüber hinaus geht es in der Euro-Peripherie darum, die Standortbedingungen (etwa Rechtssicherheit, Genehmigungsverfahren) zu verbessern, um mehr ausländische Investitionen anzuziehen.

## **5. Greift die Aufstockung des ESM zu kurz?**

Grundsätzlich hält das IW Köln die Strategie für richtig, mit dem Rettungsschirm Staaten in Liquiditätskrisen konditionierte Übergangskredite zu gewähren (IW Köln, 2011). Die Finanzmärkte haben Entwicklungs- und Schwellenländer allzu oft übereilt und letztlich fälschlich (durch hohe Risikoprämien) für insolvent erklärt (IMF, 2010). Darüber hinaus halten wir die Rettungsstrategie nicht für einen Einstieg in eine Transferunion, weil anders als beim deutschen Länderfinanzausgleich keine Geschenke verteilt werden, sondern rückzahlbare Kredite, deren Vergaben zudem an umfassende Reformauflagen gebunden werden.

Die avisierte begrenzte Aufstockung des ESM auf (vorübergehend) rund 800 Milliarden Euro erscheint aus ökonomischen Gründen sinnvoll und vertretbar, weil möglicherweise für Portugal und Irland weitere Rettungspakete und zudem für Spanien oder Italien partielle Hilfsmaßnahmen (etwa ESM-Kredite zur Bankenrekapitalisierung) nötig werden könnten. Darüber hinaus ist die Aufstockung vor allem auch aus politischen Gründen geboten. Denn sie war eine Voraussetzung dafür, dass viele IWF-Mitglieder sich bereit erklärten, die Kreditkapazität des IWF um 430 Milliarden US-Dollar aufstocken zu wollen.

Dieser Schritt erscheint sinnvoll, weil die Eurozone die Last und die Risiken von potenziellen Rettungspaketen für große Euro-Peripherieländern nicht allein schultern kann, ohne darunter

zusammenzuberechnen. Konkret: Wir halten Italien für „too big to save“ für die Eurozone und damit für den ESM. Denn wenn Italien „fielen“, würde es aufgrund seiner Größe (bei Staatsschulden von über 1.900 Milliarden Euro) nicht nur Frankreich, sondern auch Deutschland mit in den Krisenstrudel reißen.

Deshalb ist eine – wie zuweilen und auch in der Anhörung gefordert – noch deutlich größere Aufstockung des ESM mit dem Ziel, auch Raum für eine Rettung Italien zu schaffen, nicht ratsam.<sup>6</sup> Auch geht aus diesem Grund die Hoffnung der Befürworter einer solchen Strategie nicht auf, man müsse nur zur Abschreckung von Spekulanten genug „Geld ins Schaufenster stellen“, dann brauche man das Geld erst gar nicht antasten. Denn diese Drohung ist schlicht nicht glaubwürdig.

**6. Wie ist es zu bewerten, dass in Italien und Spanien heimische Banken Anfang 2012 in starkem Ausmaß Staatsanleihen ihres Souveräns gekauft haben, während sich internationale Investoren offenbar zunehmend zurückzogen?**

Diese Entwicklung hat kurzfristig eine Erleichterung an den Staatsanleihemärkten in Italien und Spanien gebracht, birgt mittelfristig aber zusätzliche Gefahren. Denn damit wird die problematische Verbindung zwischen Banken und ihren Nationalstaaten noch gestärkt. Dies ist insofern kritisch zu sehen, als bei einer Verschärfung der Krise erneut ein Teufelskreis drohen dürfte.

Dies sei am Beispiel Italiens erläutert. Die italienischen Banken galten auch nach der Finanzkrise bis zur Mitte des Jahres 2011 als relativ gesund. Erst als im vergangenen Juli die Solidität des Landes zunehmend vom Finanzmarkt in Frage gestellt wurde und die Kurse der italienischen Staatsanleihen sanken, gerieten auch italienische Banken in eine Schieflage. Denn sie mussten auf ihre Staatsanleihebestände Abschreibungen vornehmen. Wenn die dadurch entstehenden Verluste zu groß werden würden, müssten die Banken durch den Staat finanziell unterstützt werden. Das aber würde die Tragfähigkeit der Staatsschulden zusätzlich untergraben, so dass erneute Verkäufe und Kursrückgänge bei den Staatsanleihen einsetzen - und sich der Teufelskreis immer schneller zu drehen drohte.

Bei einer Zuspitzung der Euro-Schuldenkrise steigt durch die Staatsanleihenkäufe der Banken somit die Gefahr von erneuten Staatsbankrotten und Umschuldungen mit all ihren problematischen Folgen (Matthes, 2012b). Daher kommt es darauf an, dass die Krisenländer durch entschlossene Reform- und Konsolidierungsprogramme Glaubwürdigkeit zurückgewinnen, damit internationale Anleger wieder in diesen Staaten investieren.

---

<sup>6</sup> Auch Eurobonds, die mehrfach in der Anhörung gefordert wurden, würden wohl nicht die erhoffte Zinssenkung für die Krisenländer bringen, weil den übrigen Eurostaaten erneut das Risiko eines italienischen Forderungsausfalls aufgebürdet würde. Außerdem wären sie – ohne eine verlässliche Stärkung der Schuldendisziplin der Eurostaaten – eine Einladung zu zukünftigem fiskalischem Schlendrian.

## Literaturangaben

Alesina, Alberto / Giavazzi, Francesco, 2012, The austerity question: 'How' is as much important as 'how much', VoxEU.org, URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7836>, [Stand: 2012-05-10]

Busch, Berthold / Grömling, Michael / Matthes, Jürgen, 2011, Ungleichgewichte in der Eurozone, Ursachenanalyse und wirtschaftspolitische Empfehlungen, IW-Analysen, Nr. 74, Köln

Corsetti, Giancarlo, 2012, Has austerity gone too far?, VoxEU.org, URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7818>, [Stand: 2012-05-10]

Cotarelli, Carlo, 2012a, Fiscal adjustment: Too much of a good thing? VoxEU.org, URL: , [Stand: 2012-05-10]

Cotarelli, Carlo, 2012b, The austerity debate. Festina lente!, VoxEU.org, URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7889>, [Stand: 2012-05-10]

IMF, 2010, Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely, Staff Position Note, Washington D.C., URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1012.pdf>, [Stand: 2012-05-10]

IW Köln, 2011, IW-Vorschlag für einen europäischen Krisenmechanismus nach 2013, Pressekonzferenz am 22. März, Berlin

Matthes, Jürgen, 2008, Zunehmende Ungleichgewichte im Euroraum: Gefahr für die Europäische Währungsunion?, in: IW Köln (Hg.), Zehn Jahre Euro, IW-Analysen, Nr. 43, Köln

Matthes, Jürgen 2012a, Rebalancing der Leistungsbilanzdefizite in den Peripheriestaaten des Euroraums, iw-trends, Nr. 1, Köln

Matthes, Jürgen, 2012b, Staatsbankrotte und Umschuldungen: Was haben wir gelernt?, in: ifo-Schnelldienst, Zur Diskussion gestellt: Staatsbankrotte, Umschuldungen oder fortgesetzte Hilfen: Wie hoch sind die Kosten dieser Alternativen, und was können sie bewirken?, S. 3-9

OECD, 2012, Going for growth, Paris