



EUROPEAN COMMISSION  
DIRECTORATE-GENERAL ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS  
Economies of the Member States I

**Workshop**  
**Zukunftsfähige Wirtschaftspolitik Deutschlands**

**Herausforderungen an die wirtschaftliche Koordination:  
Die Auswirkungen der Finanzkrise und Anpassungsnotwendigkeiten  
in der Währungsunion**

**DR JÜRGEN KRÖGER \***

\* The author is a Director in the Directorate-General for Economic and Financial Affairs of the Commission of the European Union. The opinions he expresses in this paper are his own views, and not necessarily those of the Commission.

## 1. Ausgangslage

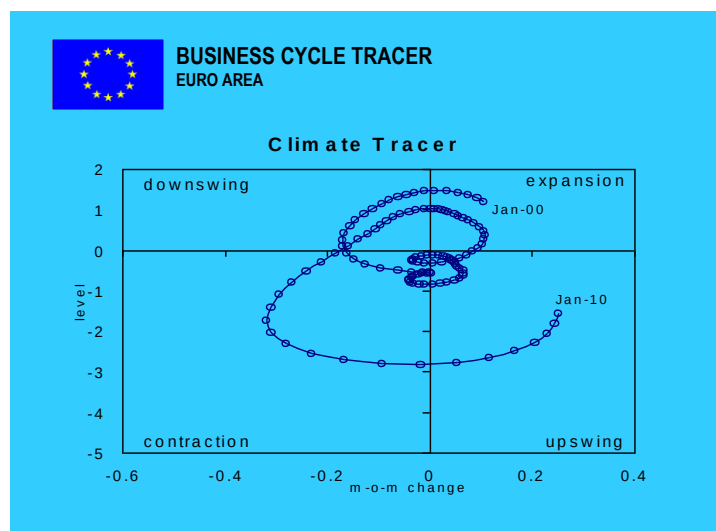
Nach dem Ausbruch der internationalen Finanzkrise im zweiten Halbjahr 2008 standen wir vor einem nie gekannten Wirtschaftseinbruch, der gekennzeichnet war von einem

- Zusammenbruch des Vertrauens im Finanzsektor;
- Beschränkungen der Finanzierungsströme, insbesondere grenzüberschreitend;
- nie gekannter Einbruch des Welthandels und der Lagerinvestitionen;
- Vertrauensindikatoren im privaten Sektor, die beschleunigt nach unten zeigten, insbesondere Investitionsneigung;
- Platzen von Blasen im Bausektor, z.B. in Spanien, Irland und dem Vereinigten Königreich.

Die ergriffenen Maßnahmen, eine beispiellose Expansion der makroökonomischen Politik, und zwar weltweit, gekoppelt mit einem enormen Hilfspaket zur Stabilisierung des Finanzsektors, hat – das ist wohl einhellige Meinung – einen weitgehenden Zusammenbruch der Volkswirtschaften verhindert.

Der plötzliche auch kreditbedingte Nachfragerückgang, der Einbruch des Welthandels, das immense Anwachsen von Risikoprämien und die allgemeine und drastische Verschlechterung der Erwartungen hätte leicht zu einer ungebremsten Abwärtsspirale führen können. Wir kennen die Theorie der multiplen Gleichgewichte.

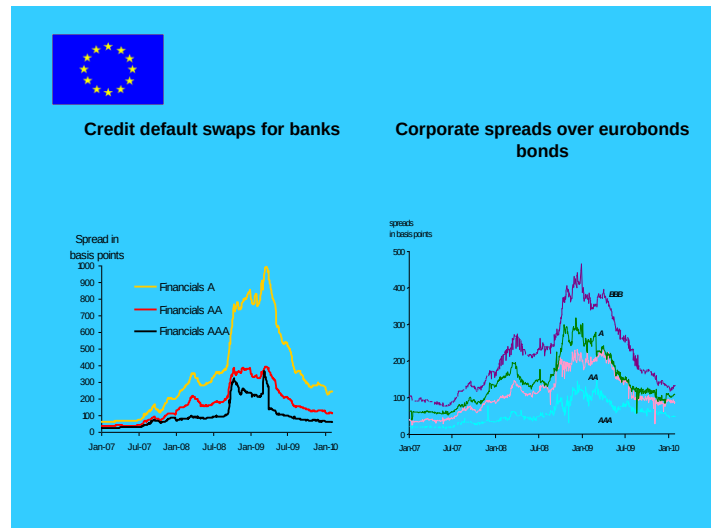
Die Effizienz der Fiskalpolitik ist dabei schwierig zu beurteilen. Modellrechnungen helfen kaum weiter. Sollte im Zusammenwirken mit der Geldpolitik tatsächlich der Kollaps der Weltwirtschaft verhindert worden sein - das entsprechende baseline scenario kennen wir nicht - dann war die Effektivität der Politikmaßnahmen möglicherweise größer als die üblichen Multiplikatoren angezeigt hätten.



Quelle: ...

Seit dem Beginn des zweiten Quartals 2009 zeichnete sich eine Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung ab. Wichtige Indikatoren haben sich in Richtung Normalisierung bewegt.

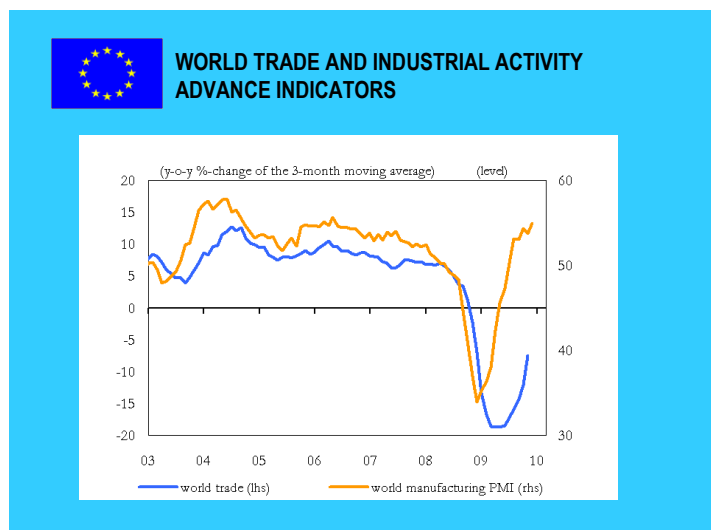
- Erwartungsindikatoren erreichen teilweise das Niveau von vor der Krise.
- Risikoprämien sind gesunken, insbesondere im Unternehmenssektor.
- Der Welthandel normalisiert sich – wenn auch auf niedrigerem Niveau.



Quelle:...

Offensichtlich haben die Konjunkturprogramme gegriffen: Stichwort Abwrackprämie.

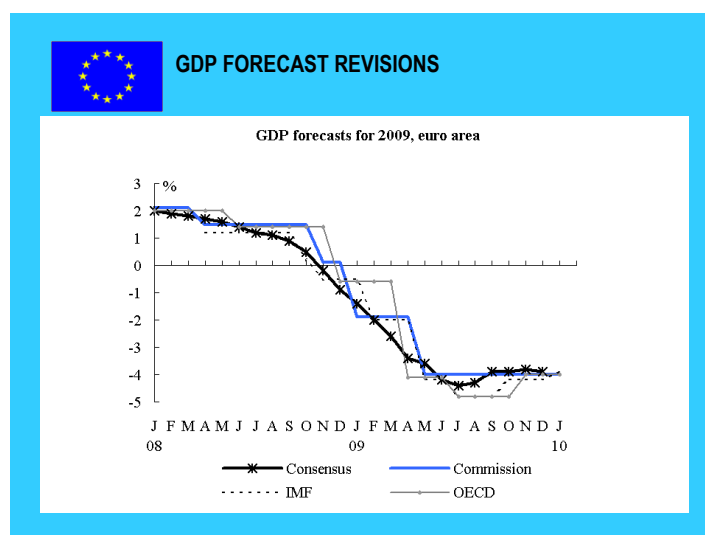
Die Wirtschaftsprognosen werden wieder leicht nach oben revidiert. Allerdings bleiben große Fragezeichen bezüglich der Nachhaltigkeit des Aufschwungs. Vergleiche mit vorhergehenden zyklischen Erholungen müssen angesichts des Ausmaßes des Systembruchs mit großer Vorsicht behandelt werden.



Quelle:...

Die Erfahrung zeigt, dass durch Finanz- und Banken Krisen verursachte Rezessionen sehr viel tiefer gehen und ihre Überwindung sehr viel länger dauert als "normale" zyklische Entwicklungen.

Es ist aber davon auszugehen, dass – vielleicht vergleichbar mit den Auswirkungen der Ölpreiskrise in den 70-iger Jahren – ein neues Gleichgewicht gefunden werden muss. Wie damals Energie ein Produktionsfaktor war, der quantitativ und preislich keine Rolle spielte, war es in den vergangenen 1 ½ Jahrzehnten der Faktor Kapital der unbegrenzt und preiswert verfügbar schien. In Zukunft wird das nicht mehr auf Dauer der Fall sein können, auch wenn die monetären Schleusen im Augenblick weit offen stehen.



Quelle:

Im Jahre 2009 war der Wachstumsverlust in der Eurozone 4%. In diesem Jahr soll die Wende nach der Herbstprognose der Kommission zu einem positiven Wachstum geschafft werden: +0.5%. Für das Jahr 2011 erwarten wir ein Wachstum von 1 ½%. Allerdings ist die Varianz zwischen den einzelnen Ländern sehr hoch.

|      | 2008  | 2009  | 2010  | 2011 |
|------|-------|-------|-------|------|
| BEL  | 1.04  | -2.93 | 0.57  | 1.54 |
| DEU  | 1.26  | -5.03 | 1.18  | 1.68 |
| IRL  | -3.04 | -7.55 | -1.38 | 2.64 |
| GRC  | 2.01  | -1.14 | -0.30 | 0.67 |
| ESP  | 0.86  | -3.70 | -0.84 | 0.97 |
| FRA  | 0.43  | -2.16 | 1.24  | 1.48 |
| ITA  | -1.04 | -4.68 | 0.69  | 1.37 |
| LUX  | 0.03  | -3.62 | 1.13  | 1.78 |
| CYP  | 3.66  | -0.69 | 0.12  | 1.31 |
| MLT  | 2.10  | -2.20 | 0.70  | 1.65 |
| NLD  | 2.00  | -4.53 | 0.25  | 1.55 |
| AUT  | 2.05  | -3.74 | 1.05  | 1.52 |
| PRT  | -0.04 | -2.91 | 0.32  | 1.04 |
| SVN  | 3.49  | -7.41 | 1.26  | 1.99 |
| SVK  | 6.40  | -5.82 | 1.86  | 2.64 |
| FIN  | 1.04  | -6.85 | 0.91  | 1.60 |
| EA16 | 0.64  | -4.01 | 0.68  | 1.47 |

Quelle: Herbstprognose der Kommission Oktober 2009

Deutschland und die Niederlande schneiden, was den gesamten

Wachstumsverlust betrifft, aufgrund ihrer Exportlastigkeit relativ schlecht ab. Die Hoffnung ist, dass diese Länder bei einem weltwirtschaftlichen Aufschwung eher profitieren als die Partnerländer.



The table displays GDP growth rates for non-Euro area countries from 2008 to 2011. It includes a header with the EU flag and the title 'GDP GROWTH RATES NON EURO AREA'. The data is presented in a table with alternating light blue and white rows.

|      | 2008  | 2009   | 2010  | 2011 |
|------|-------|--------|-------|------|
| BGR  | 6.01  | -5.87  | -1.05 | 3.05 |
| CZE  | 2.46  | -4.80  | 0.84  | 2.33 |
| DNK  | -1.20 | -4.47  | 1.55  | 1.84 |
| EST  | -3.58 | -13.65 | -0.09 | 4.25 |
| LTU  | 2.76  | -18.12 | -3.89 | 2.55 |
| LVA  | -4.55 | -17.98 | -3.99 | 2.02 |
| HUN  | 0.64  | -6.46  | -0.46 | 3.08 |
| POL  | 5.00  | 1.20   | 1.80  | 3.20 |
| ROM  | 6.24  | -7.98  | 0.51  | 2.60 |
| SWE  | -0.16 | -4.57  | 1.36  | 2.10 |
| GBR  | 0.55  | -4.56  | 0.85  | 1.87 |
| EU27 | 0.76  | -4.11  | 0.74  | 1.64 |

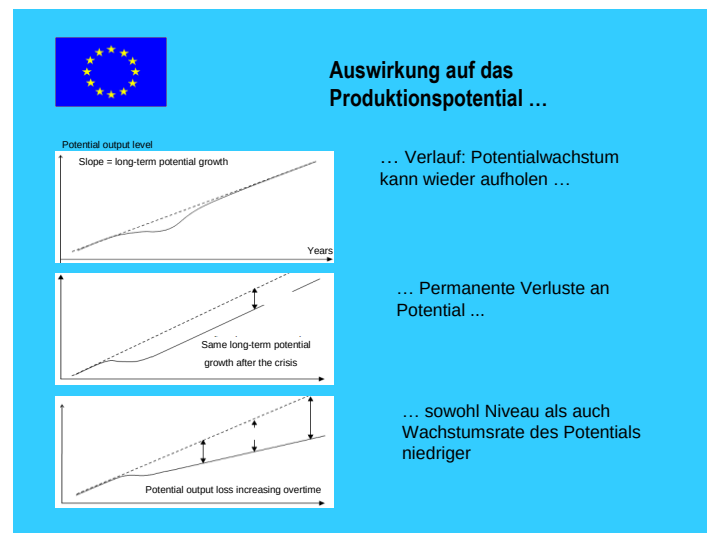
Quelle: Herbstprognose der Kommission Oktober 2009

Unter den kleinen Ländern hat es Irland und die baltischen Staaten besonders hart getroffen. Die Länder, die abgewertet haben, vor allem Polen und Schweden schneiden relativ gut ab, während die Finanzkrise das Vereinigte Königreich trotz der Sterling-Abwertung zu einem deutlichen Rückgang des BIP führte.

Die Reaktion der Arbeitsmärkte auf die Krise ist sehr unterschiedlich. In vielen Ländern wird die offene Arbeitslosigkeit durch arbeitsmarktpolitische Maßnahmen, wie z.B. in Deutschland abgefedert. Andererseits steigt die Arbeitslosigkeit in anderen Ländern deutlich an. In Spanien erreicht sie bei derzeit noch steigender Tendenz im Jahre 2011 über 20%.

## 2. Auswirkungen auf den Wachstumstrend

Wir müssen davon ausgehen, dass in Folge der Wirtschaftskrise das Produktionspotential sowohl im Niveau, als auch im Trend sinken wird. Drei stilisierte mögliche Auswirkungen auf das Produktionspotential sind denkbar. Die dritte Variante ist wohl die realistischste. Produktionskapazitäten sind obsolet geworden. Bau- und Finanzsektor müssen verkleinert werden, aber auch Überkapazitäten im verarbeitenden Gewerbe, z.B. Automobilbereich sprechen eine eindeutige Sprache. Die hohe Arbeitslosigkeit und niedrige Ausrüstungsinvestitionen werden das Wachstum mittelfristig beschränken. Der bekannte Faktor der Veralterung kommt hinzu. In diesem Sinne ist die gegenwärtige Situation wohl mit der Ölpreiskrise der 70-iger Jahre zu vergleichen, die auch weitreichende systemische Veränderungen brachte.



Quelle:

Eine Rezession beeinflusst das Produktionspotential über drei Transmissionswege, und zwar über den Arbeitseinsatz, die Kapitalbildung und die Faktorproduktivität.

Eine Rezession führt zu einem Anstieg der NAIRU und hat einen negativen Effekt auf das Arbeitsangebot. Sektorale Anpassungsnotwendigkeiten können auch zu einem Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit führen. Insbesondere bei dem gegenwärtigen Wirtschaftseinbruch, der ja lange nicht aufgeholt werden wird, besteht die Gefahr einer dauerhaft höheren Arbeitslosigkeit.

Die Investitionstätigkeit ist empfindlich eingebrochen und wird sich bei geringer Kapazitätsauslastung wohl auch so schnell nicht erholen. Damit ist nicht nur das quantitative Wachstum des Kapitalstocks geringer, sondern es wird auch zu einem geringeren kapitalgebundenen technischen Fortschritt kommen. Auch können Teile des Kapitalstocks obsolet werden, z. B. dann wenn diese nur aufgrund geringer Kapitalkosten und eines hohen Kredit-leverage profitabel sind. Auch gehen wir davon aus, dass eine höhere Risikoeinschätzung die

Investitionstätigkeit dauerhaft dämpft. Schließlich kann es zu einem crowding-out-Effekt der hohen staatlichen Defizite kommen, nämlich dann, wenn die Geldpolitik auf einen Normalisierungskurs einschwenkt bevor die öffentlichen Defizite saniert sind. Der daraus resultierende Zinsanstieg würde Investitionen und Konsum weiter dämpfen.

Die notwendigen Anpassungen im Unternehmensbereich auf die Finanzkrise werden weitreichend sein: Anpassungen in spezifischen Industriezweigen, die Einpreisung von höheren Risikoprämien, eine restriktivere Kreditgewährung. Die Frage, wo, d.h. in welchem Land Kapazitätsanpassungen stattfinden werden, wird die Funktionsweise des Binnenmarktes herausfordern.

Insbesondere bedeutet das sogenannte "deleveraging", dass weniger auf Kredit gewirtschaftet werden kann. Dies gilt sowohl für den Unternehmenssektor als auch für die privaten Haushalte. Deutschland mag hiervon weniger stark betroffen sein, als unsere südlichen Nachbarländer. Diese haben sicherlich deutlich über ihre Verhältnisse gelebt.

Es bleibt also offen, wo nachhaltiges Wachstum entstehen kann. Auf die USA als erneute Weltlokomotive können wir diesmal nicht hoffen. China scheint absolut (noch) zu klein zu sein. Umwelt und Energie sind Hoffnungsschimmer; die entsprechenden Investitionen müssen aber auch vorfinanziert werden.

### 3. Herausforderungen der Wirtschaftskrise an die Wirtschaftspolitik

Eine Konsequenz der Wirtschaftskrise, die gerne verschwiegen wird: der absolute Rückgang des BIPs in einer Größenordnung von kumulativ 5% hat noch zu keiner entsprechenden Anpassung des Einkommens des privaten Sektors, also Löhnen und Gewinnen, geführt. Er wird derzeit durch öffentliche Defizite zugedeckt. Es ist nicht davon auszugehen, dass dieser Verlust an Wertschöpfung durch einen kräftigen Anstieg von Wachstum und Produktivität in absehbarer Zeit kompensiert werden kann. Bei Wachstumsaussichten, die um 1% schwanken ist klar, dass Abstriche am Lebensstandard die Folge sein werden. Die Alternative wäre eine dauerhaft steigende öffentliche Verschuldung, die unweigerlich die nächste und wahrscheinlich auch folgenschwerere Konsequenzen haben würde.

Die Verteilungsproblematik ist offensichtlich. In einigen Ländern, so z.B. in Spanien, sehen wir, dass die realen Löhne aufgrund von Indexierungen weiter deutlich steigen, was die zukünftige Verteilungsproblematik noch verschärft. Das Zusammenwirken beider Phänomene erklärt die gegenwärtige Diskussion über die Koordinierung der Wirtschaftspolitik auf europäischer Ebene.

|  <b>NET LENDING (+) or NET BORROWING (-) GENERAL GOVERNMENT</b><br><b>EURO AREA (% OF GDP)</b> |      |       |       |       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-------|-------|-------|
|                                                                                                                                                                                   | 2008 | 2009  | 2010  | 2011  |
| BEL                                                                                                                                                                               | -1.2 | -5.9  | -5.9  | -5.9  |
| DEU                                                                                                                                                                               | 0.0  | -3.4  | -5.0  | -4.6  |
| IRL                                                                                                                                                                               | -7.2 | -12.5 | -14.7 | -14.6 |
| GRC                                                                                                                                                                               | -7.8 | -12.7 | -12.3 | -12.9 |
| ESP                                                                                                                                                                               | -4.1 | -11.2 | -10.1 | -9.3  |
| FRA                                                                                                                                                                               | -3.4 | -8.3  | -8.3  | -7.7  |
| ITA                                                                                                                                                                               | -2.7 | -5.2  | -5.3  | -5.1  |
| LUX                                                                                                                                                                               | 2.5  | -2.2  | -4.2  | -4.2  |
| CYP                                                                                                                                                                               | 0.9  | -3.5  | -5.7  | -5.9  |
| MLT                                                                                                                                                                               | -4.7 | -4.5  | -4.4  | -4.3  |
| NLD                                                                                                                                                                               | 0.7  | -4.7  | -6.2  | -5.6  |
| AUT                                                                                                                                                                               | -0.5 | -4.4  | -5.5  | -5.3  |
| PRT                                                                                                                                                                               | -2.8 | -8.0  | -8.0  | -8.7  |
| SVN                                                                                                                                                                               | -1.8 | -6.3  | -7.0  | -6.9  |
| SVK                                                                                                                                                                               | -2.3 | -6.3  | -6.0  | -5.5  |
| FIN                                                                                                                                                                               | 4.4  | -2.9  | -4.6  | -4.4  |
| EA16                                                                                                                                                                              | -2.0 | -6.4  | -6.9  | -6.5  |

Quelle:

Eine Exit-Strategie von der expansiven Fiskalpolitik ist notwendig. Es ist klar, dass die öffentlichen Haushalte auf einem untragbaren Trend sind. Die Verschuldungsquote steigt rasant, und zwar in allen Ländern, und unabhängig vom vermeintlichen ursprünglichen fiskalpolitischen Spielraum. Exit meint hier aber nicht nur die expansiven fiskalischen Maßnahmen zurückzunehmen, sondern strukturell sowohl auf der Ausgabenseite als auch auf der Einnahmenseite für gesündere Staatsfinanzen zu sorgen. Nur ein geringer Teil der Defizite reflektiert nämlich tatsächlich expansive Maßnahmen, die zur Krisenbewältigung ergriffen wurden.





**NET LENDING (+) OR NET BORROWING (-) GENERAL GOVERNMENT**  
NON EURO AREA (% OF GDP)

|      | <u>2008</u> | <u>2009</u> | <u>2010</u> | <u>2011</u> |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| BGR  | 1.8         | -0.8        | -1.2        | -0.4        |
| CZE  | -2.0        | -6.6        | -5.5        | -5.7        |
| DNK  | 3.4         | -2.0        | -4.8        | -3.4        |
| EST  | -2.8        | -3.0        | -3.2        | -3.0        |
| LTU  | -3.2        | -9.8        | -9.2        | -9.7        |
| LVA  | -4.1        | -8.8        | -12.2       | -12.2       |
| HUN  | -3.7        | -4.1        | -4.2        | -3.9        |
| POL  | -3.7        | -6.4        | -7.5        | -7.6        |
| ROM  | -5.5        | -7.8        | -6.8        | -5.9        |
| SWE  | 2.5         | -2.1        | -3.3        | -2.7        |
| GBR  | -5.0        | -11.7       | -12.8       | -11.0       |
| EU27 | -2.3        | -6.9        | -7.5        | -6.9        |

Quelle:

Länder wie Irland aber auch Spanien haben eine Dynamik in den Schuldenquoten, die eine 15-jährige Konsolidierungsphase innerhalb von 3 Jahren zunichte macht. Die Ursache für diesen Trend liegt in den hohen Defizitzahlen aber auch in sinkenden nominalen Sozialproduktzahlen.



**GROSS DEBT RATIO**  
(% GDP)

|      | <u>2011</u> | <u>Change</u><br><u>2011-2007</u> |      | <u>2011</u> | <u>Change</u><br><u>2011-2007</u> |
|------|-------------|-----------------------------------|------|-------------|-----------------------------------|
| BEL  | 104.0       | 19.7                              | BGR  | 15.7        | -2.5                              |
| DEU  | 79.7        | 14.7                              | CZE  | 44.0        | 15.0                              |
| IRL  | 96.2        | 71.1                              | DNK  | 35.2        | 8.3                               |
| GRC  | 135.5       | 40.0                              | EST  | 13.2        | 9.4                               |
| ESP  | 74.0        | 37.8                              | LTU  | 49.3        | 32.4                              |
| FRA  | 87.6        | 23.8                              | LVA  | 60.4        | 51.4                              |
| ITA  | 117.8       | 14.3                              | HUN  | 79.1        | 13.2                              |
| LUX  | 17.7        | 11.1                              | POL  | 61.2        | 16.3                              |
| CYP  | 63.4        | 4.1                               | ROM  | 31.3        | 18.7                              |
| MLT  | 72.5        | 10.5                              | SWE  | 44.1        | 3.6                               |
| NLD  | 69.7        | 24.2                              | GBR  | 88.3        | 44.1                              |
| AUT  | 77.0        | 17.6                              | EU27 | 83.7        | 25.0                              |
| PRT  | 91.1        | 27.5                              |      |             |                                   |
| SVN  | 48.2        | 24.8                              |      |             |                                   |
| SVK  | 42.7        | 13.3                              |      |             |                                   |
| FIN  | 52.7        | 17.6                              |      |             |                                   |
| EA16 | 88.2        | 22.3                              |      |             |                                   |

Quelle:

Der Stabilitätspakt ist auf dem Prüfstand. Die Konsolidierungspfade für die Reduzierung der übermäßigen Defizite werden immer weiter hinausgeschoben. Insgesamt haben 20 Länder ein Defizitverfahren, und wir können davon ausgehen dass weitere Länder demnächst hinzukommen. Da die Konsolidierung in einigen Ländern erst im Jahre 2011 beginnen wird, wird man wohl das Jahr 2013 als Korrekturjahr in vielen Ländern anpeilen. Um dann unter 3% des BIP zu kommen, müssen deutliche Reduzierungen der strukturellen Defizite erfolgen, und zwar in fast allen Fällen von mehr als ½% pro Jahr, was bisher immer die Zielgröße gewesen war. Eine Defizitquote von unter 3% garantiert aber keineswegs einen sinkenden Schuldenstand. Die Zahlen der Maastricht Kriterien (3% Defizit, 60% Schuldenstand) sind mit wesentlich günstigeren

Wachstumsbedingungen begründet, und zwar einem realen Wachstum von 3% bei einer 2%-igen Inflationsrate. Ein nominales Wachstum von 5% ist aber nicht in Sicht.

Die Herausforderungen an die Fiskalpolitik der einzelnen Mitgliedsländer sind unterschiedlich. Auf der einen Seite stehen Länder mit einigermaßen gesunden Haushaltsdaten und einem glaubwürdigen Konsolidierungspfad, auch beruhend auf Erfahrungen der Vergangenheit. Diese Länder sollten vermeiden, dass durch eine zu frühe restriktive Fiskalpolitik der leichte Aufschwung nachteilig beeinflusst wird. In anderen Ländern sind sofortige Konsolidierungsmaßnahmen und strukturelle Reformen dringend notwendig, um negative Erwartungseffekte zu vermeiden, dies gilt auch für Länder in der Währungsunion.

Die Geldpolitik ist extrem expansiv und das nahe Null Zinsniveau wird noch mit einer quantitativen Komponente unterlegt. Wenn man der Meinung ist, und das wohl zu Recht, dass die expansive Geldpolitik der USA mitverantwortlich ist an der gegenwärtigen Lage, stehen wir vor der Gefahr einer neuen Blasenbildung und entsprechend gefährlichen Gegenbewegungen. Es wird wohl nicht wieder 10 Jahre oder mehr dauern, bis entsprechende Korrekturen auftreten. Was notwendig wäre, ist eine Anpassung der Produktionsstrukturen an die geänderten Rahmendaten.

#### 4. Herausforderungen für die Währungsunion

Die Währungsunion hat in ihrem 10-jährigen Bestehen gut funktioniert. Die technischen Herausforderungen an die Einführung des Euro wurden besser gemeistert, als von vielen erwartet wurde. Die Integration der Finanzmärkte machte gute Fortschritte, Preisstabilität wurde von der EZB weitgehend erreicht, und nach 2005 beschleunigte sich das Wachstum und der Beschäftigungsstand stieg.

Der Euro hat die teilnehmenden Länder von Währungsturbulenzen verschont. Die weltweiten Schocks der letzten 10 Jahre, angefangen von dem Platzen der Dot-com Blase, der 11. September sowie die jetzige Finanzkrise hätte in Europa zweifellos zu Wechselkurskrisen geführt. Die Auswirkungen derartiger Verwerfungen wären gravierend gewesen, und der Ruf nach einer einheitlichen Währungspolitik wäre sicherlich das Thema der wirtschaftlichen Koordination gewesen.

Allerdings ergeben sich aus dem Zusammenspiel der Auswirkungen der Wirtschaftskrise und den Erfahrungen der Funktionsweise der Währungsunion Auswirkungen für die künftige Koordinierung der Wirtschaftspolitik.

Der Jahreswirtschaftsbericht der Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen im Jahre 2006 hat die systemischen Herausforderungen der Wirtschafts- und Währungsunion beschrieben. Im Konjunkturzyklus erhält man von der monetären Seite in der Regel ein falsches Signal: Überhitzende Volkswirtschaften haben zu niedrige Zinssätze, zuweilen negative Realzinssätze. Volkswirtschaften, die über Lohnzurückhaltung Wettbewerbsfähigkeit zurückgewinnen müssen, gegenwärtigen relativ hohe Realzinssätze. Diese Effekte, obwohl dauerhaft, d.h. über mehrere Jahre wirksam, werden gleichwohl überlagert durch kumulativ wirkende reale Wechselkurseffekte.

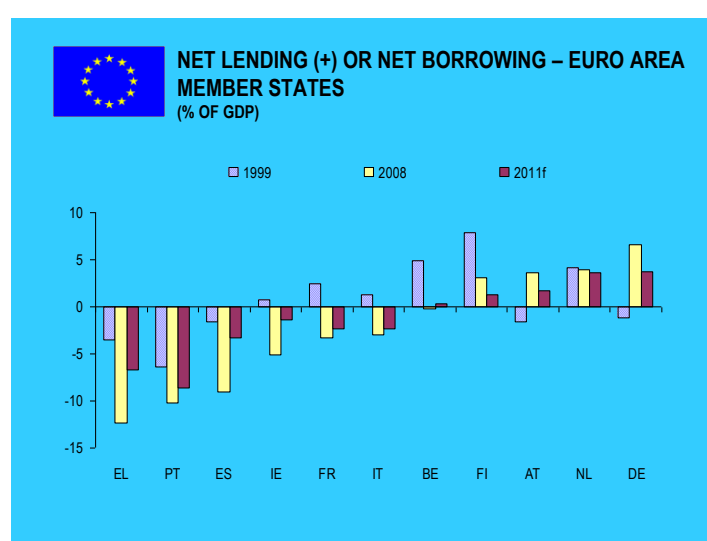
Eine Volkswirtschaft kann über ihre Verhältnisse leben, und zwar über mehrere Jahre, ohne gravierende Risikoprämien zu bekommen oder eine gegenläufige Wirtschaftspolitik in Form einer restriktiven Geldpolitik "befürchten" zu müssen. Relativ hohe Inflationsraten und niedrige Realzinsen stimulieren zwar die Binnennachfrage, die schleichende und kumulativ wirkende Erosion der Wettbewerbsfähigkeit wird zunächst verdrängt, letztendlich überwiegt sie jedoch.

Das "über seine Verhältnisse leben" manifestiert sich in hohen und zähen Leistungsbilanzdefiziten, deren Gegenposten nicht produktive Investitionen sind, sondern Konsumausgaben oder, wie in Spanien, einen Bauboom reflektieren. Die Leistungsbilanzdefizite werden zunächst im gemeinsamen Finanzmarkt problemlos finanziert. Ein Wechselkursrisiko besteht ja nicht. Erst wenn die Auslandsverschuldung zu hoch wird und deren Bedienung von den Märkten bezweifelt wird, kommt es zu höheren Risikoprämien. Das Wechselkursrisiko hat sich in ein Solvenzrisiko verwandelt.

Leistungsbilanzdefiziten stehen in der Währungsunion

Leistungsbilanzüberschüsse anderer Länder gegenüber. Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss war dabei zeitweise historisch hoch. Offensichtlich müssen diese Überschüsse über den Kapitalmarkt in die Defizitländer transferiert werden. Das bedeutet aber nichts anderes, als dass die Überschussländer mit höheren Risiken ihrer Anlagen konfrontiert sind, wenn die Außenverschuldung eines Landes als zu hoch eingeschätzt wird.

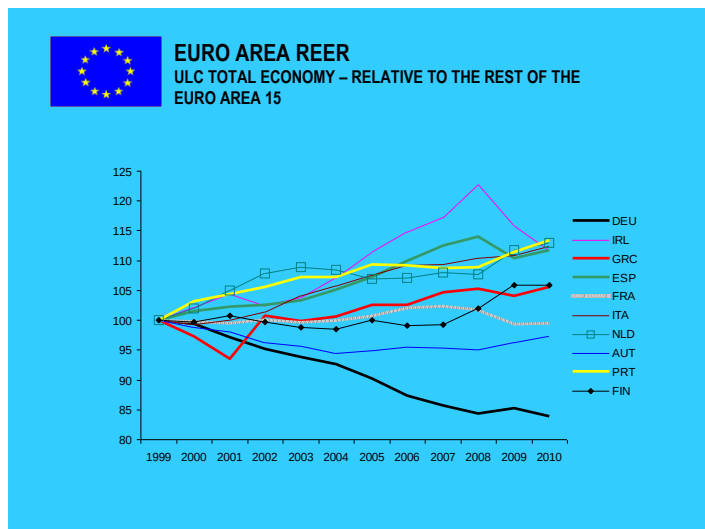
Die Krise dürfte auch nicht zu einer grundlegenden Verringerung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte beitragen, wenn auch der deutsche Leistungsbilanzüberschuss etwas abgebaut wird und der Einbruch der heimischen Nachfrage in Spanien die Leistungsbilanzdefizite dort verringert hat.



Quelle:

Hauptursache dieser Ungleichgewichte sind auseinanderlaufende Trends der relativen Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der Währungsunion. Eine Anpassung dieser Wettbewerbsverzerrungen ist dringend geboten, andernfalls werden die Leistungsbilanzungleichgewichte weiter wachsen. In jüngster Zeit ist das Thema der Leistungsbilanzungleichgewichte von der Eurogruppe verstärkt diskutiert worden. Die Ausweitung der wirtschaftlichen Überwachung auf makroökonomische Ungleichgewichte wurde auch von der Kommission in den vergangenen Jahren verstärkt angemahnt. Allerdings gestalten sich die Anpassungen schwierig, da es sich nicht um absolute Verbesserungen, wie z.B. bei der Verringerung von Budgetdefiziten, sondern um relative Anpassungen handelt, und zwar primär im Verhältnis zu anderen Euroländern.

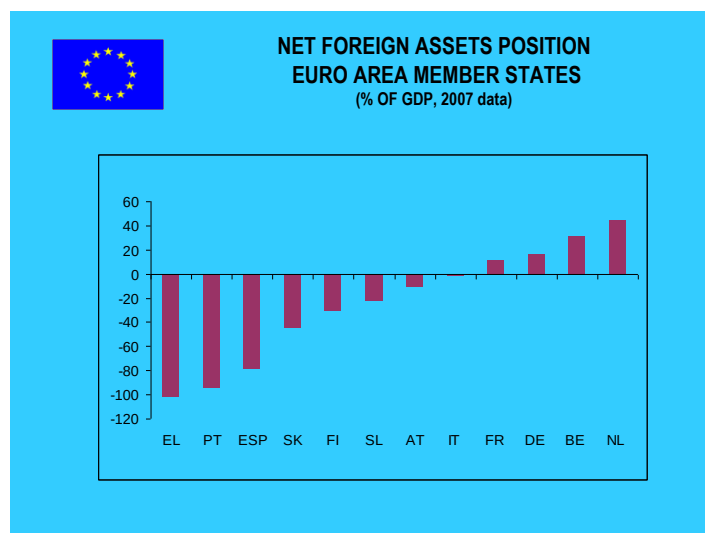
Die Anpassungen der realen Wettbewerbsfähigkeit zwischen den Ländern der Eurozone würden zusätzlich die krisenbedingten Einflüsse in den Ländern, die ihren realen Wechselkurs abwerten müssen, weiter erschweren. Kurzfristig würden die monetären Bedingungen nämlich restriktiver werden.



Quelle:...

Da die Lohn- und Preisentwicklung in einem Land, das Wettbewerbsfähigkeit zurückgewinnen muss, unter dem Durchschnitt der Eurozone verlaufen müsste, würden die realen Zinsen steigen. Beim gegenwärtigen Inflationsverlauf würde das sogar deflationäre Entwicklungen nicht ausschließen. Hinzu kommt, dass das entsprechende niedrige nominale BIP-Wachstum die Schuldenstandsdynamik beschleunigen würde. Darüber hinaus hat Deutschland im zweiten Konjunkturprogramm Maßnahmen angekündigt, die die Lohnkosten verringern. Die Konsistenz einer derartigen Maßnahme mit den Erfordernissen in der Eurozone ist nicht zu erkennen.

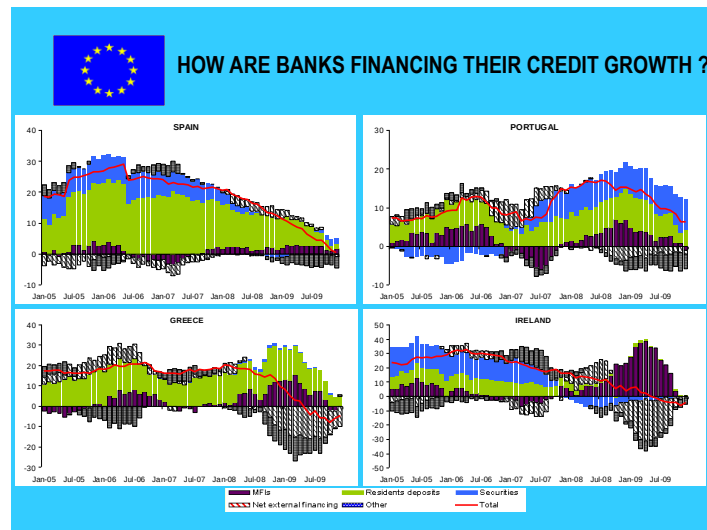
Die akkumulierten Leistungsbilanzungleichgewichte implizieren signifikant divergierende Auslandsverschuldungstrends, deren Bedienung zu permanenten Belastungen der inländisch verfügbaren Einkommen führen. Die Nettoauslandsverschuldung ist in einigen Ländern um bis zu 100% des BIP gestiegen, und sie steigt weiter. Die Bedienung dieser zusätzlichen Auslandschulden führt zu einem Abfluss von Einkommen um über 5% des BIP und das bei noch relativ niedrigen Zinssätzen.



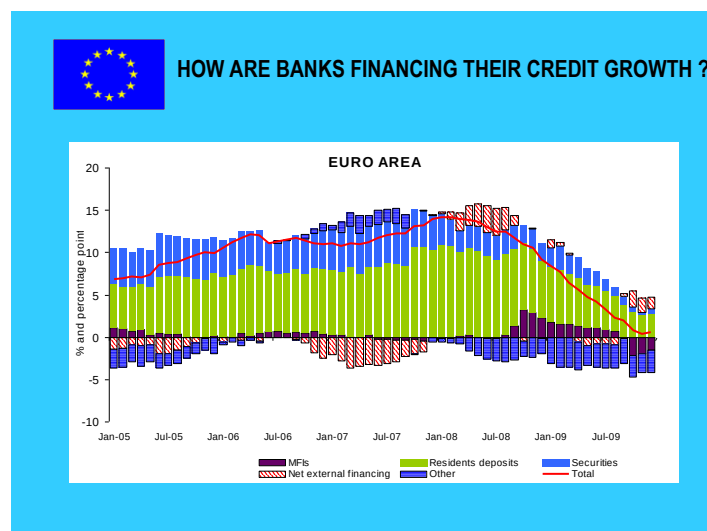
Quelle:...

Weiterhin ist auffallend, dass die Finanzierung der Banken in Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten in den letzten Monaten auffallend verstärkt von der EZB durchgeführt wird.

Das bedeutet, dass das Ausland immer weniger bereit ist, Leistungsbilanzdefizite bzw. Länderrisiken zu tragen.

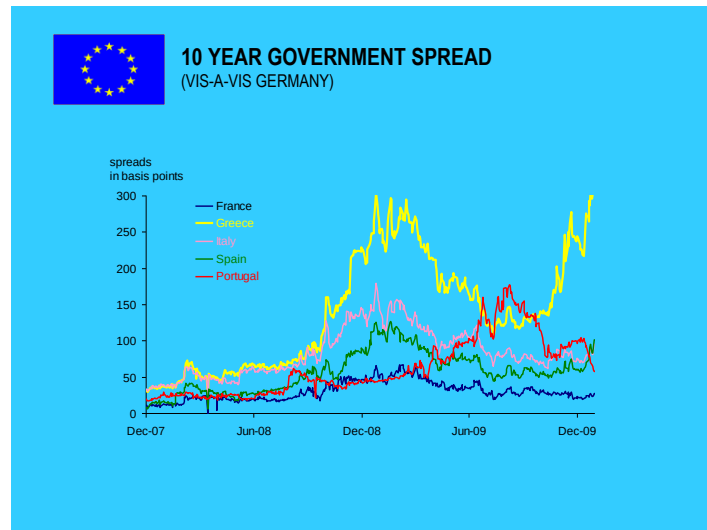


Quelle:...



Quelle:...

Es sieht so aus, dass einige Integrationserfolge der Währungsunion auf das Niveau von vor 10 Jahren zurückgefallen sind. Die Integration der grenzüberschreitenden Geldmärkte ist erheblich beeinträchtigt. Die Integration der Märkte für öffentliche Anleihen war weit fortgeschritten. Die Unterschiede von 20-30 Basispunkten spielten weitgehend Liquiditätsprämien wider. Nunmehr beobachten wir, dass diese spreads noch immer zwischen 50 und 150 Basispunkten liegen, in Griechenland noch viel höher. Es darf darüber spekuliert werden, was hinter diesen Zinsdifferenzen steht.



Quelle:...

Akzentuiert wird die Finanzierungsfrage vor dem Hintergrund der zu erwartenden Tsunami-Welle von bond Finanzierungen (bond Finanzierungsbedarf 200 bn in 2008, 800 bn in 2009) aufgrund der hohen zusätzlichen staatlichen Defizite, des Refinanzierungsbedarfes der Unternehmen zu höheren Zinsen sowie der Finanzierung von zwischenstaatlichen Defiziten. Eine Aufgabe, die ohne Einbeziehung der Zentralbanken incl. der EZB wohl kaum zu schaffen ist.

## 5. Schlussbemerkungen

Das Zusammenwirken der Wirtschafts- und Finanzkrise und der Anpassungsnotwendigkeiten in der Wirtschafts- und Währungsunion werden hohe Anforderungen an die Wirtschaftspolitik und deren Koordinierung in der EU und insbesondere in der Eurozone stellen.

Die Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzkrise werden systemische Auswirkungen haben. Ein neues Wachstumsgleichgewicht wird gefunden werden müssen. Der Lebensstandard wird lange Zeit nicht das Vorkrisenniveau erreichen. Der Ausstieg der Markopolitik aus einem nie gekannten und langfristig schädlichen expansiven Kurs, ist dabei wohl die größte Herausforderung. Die Frage nach dem Wie, Wann und Wer wird die Wirtschaftspolitik viele Jahre beschäftigen. Hinzu kommen strukturelle Anpassungen im privaten Bereich, nicht zuletzt im Finanzsektor.

Während die fiskalische Überwachung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes relativ erfolgreich war, hat die Wirtschafts- und Finanzkrise die Kohäsion der Währungsunion akzentuiert. Neben sehr hohen Budgetdefiziten und einer entsprechend rasant steigenden Verschuldung ist in Zukunft mit einem geringeren Wachstum zu rechnen. Es wird also nicht möglich sein, die Defizite nur mit wachstumsbedingten Mehreinnahmen zu verringern.

Hinzu kommt, dass andere makroökonomische Ungleichgewichte, wie z.B. hohe Leistungsbilanzungleichgewichte, insbesondere das Auseinanderdriften der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, weitere Korrekturmaßnahmen erfordern. Neben einer konsistenten Kostenentwicklung sind auch Wachstums- und produktivitätsfördernde Strukturmaßnahmen dringend notwendig. Die wirtschaftliche Koordinierung sollte dem schnellstmöglich Rechnung tragen.