

# Die systemische Krise des Euro – wahre Ursachen und effektive Therapien

Heiner Flassbeck und Costas Lapavitsas  
Genf und London, April 2013

Die Studie «The systemic crisis of the euro – true causes and effective therapies» von Heiner Flassbeck und Costas Lapavitsas wurde im Auftrag der Rosa-Luxemburg-Stiftung erstellt und im Mai 2013 veröffentlicht.

Übersetzung ins Deutsche durch den Sprachendienst des Deutschen Bundestages.

## Inhalt:

<b>Kapitel I: Die Gründe für eine Währungsunion und die Determinanten der Inflation</b> .....	<b>3</b>
1. Warum eine Währungsunion? .....	3
2. Was für eine Währungsunion notwendig ist .....	8
3. Die Lohnstückkosten bestimmen die Inflation .....	11
4. Das Lohnwachstum bestimmt den Wachstumspfad der Inlandsnachfrage ....	15
5. Gibt es ein Problem hinsichtlich des Lohnniveaus? .....	16
<b>Kapitel II: Was ist in der WWU schiefgelaufen?</b> .....	<b>18</b>
1. Inflation als monetäres Phänomen und die Überbewertung der Haushaltsziele .....	18
2. Eine riesige Kluft in der Wettbewerbsfähigkeit tut sich auf .....	21
3. Wettbewerb der Nationen? .....	24
4. War nicht Deutschland erfolgreich? .....	27
5. Asymmetrische Anpassung ist ein Muss .....	32
<b>Kapitel III: Die Rolle der Banken und der Zentralbank</b> .....	<b>35</b>
1. Die problematische Finanzstruktur der WWU .....	35
2. Bankinsolvenz und Liquiditätsengpässe .....	38
3. Zentrifugale Tendenzen bei den WWU-Banken .....	43
<b>Kapitel IV: Verfehlte Wirtschaftspolitik – das Dilemma zwischen Beständen und Flüssen und die entscheidende Rolle der Fiskalpolitik</b> .....	<b>49</b>
1. Flüsse sind wichtiger als Bestände .....	49
2. Eine allgemeine Deflation ist zu einer großen Gefahr für die WWU geworden .....	53
3. In einer Krise ist eine antizyklische Fiskalpolitik unerlässlich .....	56
4. Das Rätsel mit der Ersparnis .....	57
5. Externe Ungleichgewichte in einer offenen Volkswirtschaft .....	67
6. Außenbilanzen und die Rolle der Fiskalpolitik – der Fall Deutschland .....	69
<b>Kapitel V: Zusammenfassung</b> .....	<b>73</b>
1. Das Transferproblem und die Notwendigkeit tragfähiger Außenwirtschaftsbilanzen .....	73
2. Die Eurozone steht vor schwierigen Entscheidungen .....	77
3. Die Kosten-Nutzen-Bilanz einer Mitgliedschaft in der Europäischen Währungsunion verschiebt sich schnell .....	84
4. Geordneter Austritt aus der Europäischen Währungsunion und Verbleib in der EU .....	86
5. Eine politische Union oder eine Transferunion sind kein Ausweg .....	89
<b>Anhang: Kurze Geschichte der europäischen monetären Zusammenarbeit</b> .....	<b>91</b>
Die 1970er Jahre: Die ersten Schritte nach dem Ende der Vorherrschaft der USA – erneute Suche nach einer helfenden Hand in monetären Angelegenheiten) .....	91
1971 bis 1978: Die Schlange .....	92
1971 bis 1978: EWS und WKM .....	93
Die EWS-Krise von 1992 .....	100
<b>Bibliografie</b> .....	<b>105</b>

## **Kapitel I: Die Gründe für eine Währungsunion und die Determinanten der Inflation**

### 1. Warum eine Währungsunion?

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) ist in einer tiefen Krise, und immer mehr Beobachter fragen sich, ob die WWU diese Krise überleben kann. Was aber ist bisher schiefgelaufen? Sind die gängigen Diagnosen richtig? Warum wirken die verschriebenen Medikamente nicht? Könnte es tatsächlich sein, dass die europäische Politik auf höchster Ebene die Ursachen der Krise nicht versteht und ihr nicht mit einem umfassenden Konzept begegnet?

Um überzeugende Antworten auf diese Fragen zu finden, muss man zu den Ursprüngen der Währungsunion zurückgehen und die Konstruktionsfehler identifizieren, die ihre Existenz von Anfang an und bis zu dem kritischen Punkt, den sie nach der großen Finanzkrise und der tiefen Rezession der Jahre 2008 und 2009 erreicht hat, belastet haben.

War die Währungsunion von Anfang an eine schlechte Idee, und kommt in ihrem möglichen Scheitern ein Mangel an ökonomischer Vernunft hinter der politisch motivierten Entscheidung, die europäische Integration zu beschleunigen, zum Ausdruck, wie die meisten Kritiker behaupten? Andererseits: Könnte die WWU – nach langen Jahren, in denen die Mitglieder des Europäischen Währungssystems (EWS) kontrollierte Wechselkurssysteme anwandten – nicht als letzter Schritt auf dem Weg zu dauerhafter Wechselkursstabilität angesehen werden? Und was ist mit den Launen der Finanzmärkte, die die europäischen Behörden in den 1970er Jahren dazu brachten, ein System vollkommen flexibler Wechselkurse zugunsten von Währungsrelationen in der Region aufzugeben? Und gibt es nach 30 Jahren freien Floatens zwischen den wichtigen Währungen überzeugende Beweise, die den Glauben an die Effizienz der Märkte für das Herausfinden des gerechten Wertes einer Währung ohne Reibungsverluste stützen könnten?

Die monetäre Zusammenarbeit in Europa – die in der Geschichte der europäischen monetären Zusammenarbeit beschrieben ist – begann in den frühen 1970er Jahren, als das globale monetäre Bretton-Woods-System zusammenbrach. Für die meisten, insbesondere die kleineren europäischen Länder, gab es keine Alternative zur

monetären Zusammenarbeit. Diese Länder weigerten sich viel stärker als Deutschland, ein System flexibler Wechselkurse zu wählen, weil sie nicht glaubten, dass die monetäre Unabhängigkeit vorteilhaft für sie wäre. Sie hatten begriffen, dass es für kleine offene Volkswirtschaften in monetären Angelegenheiten die optimale Lösung sein kann, sich die Hände zu binden.

Alle akademischen Versuche seit den 1960er Jahren, die Kriterien für optimale Währungsräume (optimum currency areas, OCA) festzulegen, sind gescheitert. Der Fall der OCA-Theorie ist nur gültig, wenn eine gangbare Alternative in der Form freier Wechselkursbildung für kleine offene Volkswirtschaften besteht. Eine solche Alternative besteht jedoch in der Realität nicht. Die monetäre Autonomie, das Versprechen freier Wechselkurse, ist eine theoretische Fiktion, und das haben viele Länder in Europa gut verstanden. Vom Markt bestimmte Wechselkurse tendieren dazu, höher oder niedriger zu sein als die gerechten – oder gleichgewichtigen – Werte, wie sie sich aus der Kaufkraftparität oder der ungedeckten Zinsparität ergeben. Schlimmer noch, die vom Markt bestimmten Wechselkurse bewegen sich oft lange Zeit in die falsche Richtung (UNCTAD, TDR 2010) infolge von Währungsspekulation, dem sogenannten „Carry Trade“. Länder mit relativ hohen Inflationsraten und entsprechend relativ hohen Zinssätzen werden tendenziell von Zuflüssen kurzfristiger Gelder überschwemmt, die den Wechselkurs ihrer Währungen real in die Höhe treiben. Hierdurch werden absolute und komparative Vorteile im internationalen Handel zerstört und die Produktionsstruktur zwischen handelbaren und nicht handelbaren Gütern verzerrt. Wenn das geschieht, wird die formale monetäre Autonomie zu einer leeren Hülle.

Bei extrem volatilen Wechselkursen haben kleine und offene Volkswirtschaften keine monetäre Autonomie, weil ihre Währungsbehörden auf die Launen des Devisenmarkts reagieren müssen. In einem System freier Wechselkurse hat die formale Freiheit einer Zentralbank (keine Verpflichtung, zu intervenieren) keine materielle Basis<sup>1</sup>. Offensichtlich müssen Länder, die die Bestimmung des

---

<sup>1</sup> Trotzdem baut die akademische Literatur meist in der einen oder anderen Weise auf der OCA-Theorie auf.

<sup>2</sup> Dieser Abschnitt knüpft an Appendix 1 von Chapter I des Trade and Development Report 2006 der UNCTAD an, den Heiner Flassbeck verfasste.

<sup>3</sup> Dieser Abschnitt basiert auf einer Studie von Peter Bofinger und Heiner Flassbeck, die von der UNCTAD im Jahr 2000 gefördert wurde.

<sup>4</sup> Der Wert des Geldes in der Zeit und im Raum...Das erklärt, warum besonders Deutschland am WKM interessiert war. Vielen Ökonomen (siehe Melitz, 1987) sind die Gründe für die Teilnahme Deutschlands

Wechselkurses nicht dem Markt überlassen wollen, mit anderen Ländern zusammenarbeiten, um eine größere Wechselkursstabilität zu erreichen. Die Bewertung der Währungen ist zu wichtig für die internationalen Handelsbeziehungen, als dass sie den Entscheidungen einer einzigen Zentralbank, im Devisenmarkt zu intervenieren oder nicht, überlassen bleiben könnte. Außerdem ist ohne Zusammenarbeit der Konflikt unvermeidlich, da eine Änderung des Wechselkurses eines Landes sich immer auch auf ein anderes Land auswirkt. Für  $n$  Länder in der Welt insgesamt gibt es  $n-1$  Wechselkurse. Folglich ist die entscheidende Frage nicht so sehr, ob internationale Zusammenarbeit notwendig ist, denn das ist klar, sondern wie sie aussehen sollte. Wie in Anhang 1 gezeigt wird, entwickelte sich die europäische monetäre Zusammenarbeit in ziemlich kleinen Schritten über einen Zeitraum von 30 Jahren hinweg, bevor sie 1999 in der vollen Währungsunion gipfelte. Einige Beobachter argumentieren, dass der Prozess zunehmend verbindlicher Formen der monetären Zusammenarbeit hätte gestoppt werden können, bevor das Stadium der Währungsunion erreicht war, aber dieses Argument ist nicht überzeugend.

Alle traditionellen Formen internationaler monetärer Zusammenarbeit – außer einer vollen Währungsunion – machen es erforderlich, dass die Währung eines dieser Länder als Anker für das System dient, sodass die anderen Länder von dem Land der Ankerwährung abhängig werden. Eine monetäre Zusammenarbeit, die darauf abzielt, den Spielraum der Wirtschaftspolitik in der Region als Ganzes zu vergrößern, muss zumindest ein Land mit einschließen, das in Krisenzeiten als Kreditgeber letzter Instanz handeln kann. Dies ist in der Asymmetrie der Beziehungen zwischen Ländern, deren Währungen von einem Wertverlust bedroht sind, und Ländern, deren Währungen unter Aufwertungsdruck stehen, begründet. Länder, die einen Wertverlust der Währung vermeiden (oder den Wertverlust an einem bestimmten Punkt stoppen) wollen, müssen im Devisenmarkt intervenieren. Das bedeutet, dass ihre Zentralbanken die Nachfrage nach ihrem eigenen Geld erhöhen müssen, indem sie internationale Reserven verkaufen. Da diese Reserven immer begrenzt sind, sind die Länder anfällig gegenüber spekulativen Attacken auf ihre Währung. Der einzige Weg, solche Attacken abzuwehren, ist die Zusammenarbeit mit der anderen Seite,

d.h. dem Land mit der sich aufwertenden Währung, das durch den Verkauf seiner eigenen Währung, die in unbegrenzten Mengen verfügbar ist, intervenieren kann.

In Europa war Deutschland der klare Kandidat, zum Anker in der regionalen monetären Zusammenarbeit zu werden. Mehrere Jahrzehnte lang war Deutschland das Land mit der größten Preisstabilität, wie insbesondere die problemlose Absorption der inflationären Konsequenzen der zwei Ölpreisschocks bezeugt. Infolge der niedrigeren Inflation kam die deutsche Währung nie unter Abwertungsdruck, sondern tendierte immer zur Aufwertung. Also übernahm Deutschland aus guten Gründen die Rolle des europäischen monetären Ankers. Einige kleinere Länder konnten den deutschen Inflationserfolg kopieren und die Wechselkursstabilität ohne einen Verlust an allgemeiner Wettbewerbsfähigkeit aufrechterhalten. Österreich war in dieser Hinsicht der beeindruckendste Fall. Die meisten größeren europäischen Volkswirtschaften aber mussten als Ausgleich für ihre inflationären Anfälle immer wieder Wertverluste gegenüber der deutschen Währung hinnehmen. Das gilt besonders für Frankreich und Italien, zumindest bis in die Mitte der 1980er Jahre. Solange Wechselkursanpassungen eine Option zur Wiederherstellung von Wettbewerbspositionen waren, erwies sich die Ankerfunktion in Bezug auf den effektiven Druck auf die inländische Inflation als erfolgreich.

Während der Wechselfälle des Europäischen Währungssystems (EWS), das der WWU vorausging, gewann ein anderes, politisches, Argument, das einfacher war, an Boden. Es wurde argumentiert, dass in Europa feste Wechselkurse und letztlich eine Einheitswährung für die Schaffung eines Europäischen Binnenmarktes unerlässlich seien. Und es gab noch ein weiteres starkes Argument in der politischen Debatte, das jedoch nie von der akademischen Mehrheitsmeinung übernommen wurde. Deutschland mit seiner guten Wirtschaftsleistung und der starken dogmatischen Haltung bezüglich der Inflation überzeugte seine Nachbarländer mit der Zeit, dass die interne Stabilität des Geldwertes, d.h. die Stabilität des inländischen Preisniveaus, integraler und wahrhaftig zentraler Bestandteil des deutschen Erfolgs war. In der Tat konnte nach der großen Krise von 1992 das deutsche Argument, dass die Stabilität des Preisniveaus in allen Mitgliedstaaten des gemeinsamen Marktes für dieses Kernelement der europäischen Integration entscheidend sein würde, nicht mehr länger abgelehnt werden. Der politische Wille, eine

Wirtschaftspolitik und ein monetäres Modell zu übernehmen, die dem deutschen Beispiel ähnelten, formte sehr weitgehend die europäische Debatte.

Dagegen durchdrang das entscheidende wirtschaftliche Argument für die Krönung der regionalen monetären Zusammenarbeit durch die Schaffung einer Währungsunion nicht die politische Arena und ihren Entscheidungsfindungsprozess. In einem System vieler Währungen mit einer Ankerwährung ist eine Grundsatzvereinbarung über einen allgemeinen politischen Ansatz nicht gleichbedeutend mit einer optimalen Lösung für alle Mitgliedstaaten. Die Politik des Ankerlandes ist, selbst wenn sie unter den in dem Land selbst herrschenden Umständen perfekt wäre, nicht notwendigerweise die perfekte Politik für die ganze Gruppe, auch wenn zwischen den an der Zusammenarbeit beteiligten Ländern Einigkeit über das Inflationsziel besteht. Das war im Bretton-Woods-System in den 1950er und 1960er Jahren, als der US-Dollar als Ankerwährung des globalen Wechselkurssystems mit festen, aber anpassbaren Kursen diente, das Hauptproblem. Bei der Entscheidungsfindung im Federal Reserve System der USA (damals *de facto* die Weltzentralbank) wurden nur die ökonomischen Umstände der USA berücksichtigt, und nicht die Erfordernisse des Systems als Ganzes. In ähnlicher Weise akzeptierte Deutschland die Rolle des Ankers im Europäischen Währungssystem, aber die Entscheidungsfindung in der Geldpolitik, einschließlich der Festlegung von Zinssätzen, richtete sich nie nach den Erfordernissen des monetären Systems als Ganzes. Ein solcher politischer Ansatz ist ungeeignet.

Somit ist die einzige langfristige Option für die regionale monetäre Stabilität eine Währungsunion. Nur in einem wirklich multilateralen Währungssystem können alle Länder voll an dem Entscheidungsfindungsprozess über eine Geldpolitik, die die ökonomischen Bedingungen des gesamten Gebiets berücksichtigt, teilhaben. Etwas, das weniger ist als eine Währungsunion, kann nicht zur Vermeidung systemischer Fehlsteuerung in der Geldpolitik in einer Region beitragen, in der ein Konsens der Länder darüber herrscht, dass die Stabilität sowohl des internen als auch des externen Geldwertes für ihren gemeinsamen Wohlstand entscheidend ist. Folglich war in Europa der Schritt der Schaffung der WWU viel mehr als nur das Ergebnis eines Versuchs der französischen Regierung, die politische Vorherrschaft Deutschlands zu verhindern, wie oft argumentiert wird. Dieser Schritt war aus

ökonomischer Sicht vollkommen gerechtfertigt, da Deutschland allein als der Anker des EWS nicht die Voraussetzungen für eine wahres europäisches nichtinflationäres Umfeld schaffen konnte.

Für sehr kleine, extrem offene Volkswirtschaften kann der Ankeransatz eine ganze Zeitlang funktionieren, selbst wenn die Wirtschaftspolitik des Ankerlandes die Existenz der Satelliten im System mit wohlwollender Gleichgültigkeit behandelt, solange vernünftige Grundsätze eingehalten werden. Für jede größere Gruppe und für Länder ähnlicher Größe und Wirtschaftsmacht sollte der Ankeransatz nur als Übergangsstadium auf dem Weg zu einer vollkommenen Währungsunion angesehen werden. Die einzige Möglichkeit, eine konsistente Geldpolitik für die ganze Gruppe sicherzustellen, besteht in einer gemeinsamen Zentralbank. Die Übergangsphase kann jedoch sehr lange dauern: Von den ersten bis zu den letzten Schritten in Richtung monetäre Zusammenarbeit brauchte Europa 30 Jahre, um diese logische und konsequente Idee zu verwirklichen.

Aus globaler Perspektive haben die konsequenten, von einem starken politischen Willen getragenen Maßnahmen in Richtung auf die Währungsunion Europa ein enormes Maß an Unabhängigkeit gegenüber dem Rest der Welt, den internationalen Finanzmärkten und den internationalen Finanzorganisationen verschafft. Mit einem Anker, der stark und stabil genug war, um auch große internationale Stürme zu überstehen, war die Gruppe dazu in der Lage, starke externe Schocks zu verhindern; nicht ein einziges Land musste den IWF zu Hilfe rufen, um Probleme nicht gerechtfertigter Wechselkurse und/oder mangelnder internationaler Liquidität zu überwinden.

## 2. Was für eine Währungsunion notwendig ist

Im Vertrag von Maastricht ist eine Reihe von Kriterien dafür festgelegt, dass Länder der WWU als Vollmitglied beitreten dürfen. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt ergänzt den Vertrag und verfeinert die Bedingungen für die Mitgliedschaft im Club weiter. Dieser Pakt wurde von den Ansichten zur Inflation und wirtschaftlichen Stabilität im Allgemeineren in der Zeit, als der Vertrag entworfen wurde, geformt. Für einen kritischen Rückblick auf die Entwicklungen, die zu der gegenwärtigen Krise führten, ist es jedoch nicht hilfreich, auf diese Ansichten und Bedingungen einzugehen, die aus der politischen Perspektive gebildet wurden. Wir müssen die

zugrundeliegenden ökonomischen Mechanismen von einem unparteiischen Standpunkt aus betrachten. Die Tatsache, dass zu Beginn der 1990er Jahre viele politischen Entscheidungsträger die Harmonisierung und niedrige Staatshaushaltsdefizite als für den Erfolg der WWU entscheidend ansahen, ist für die Ereignisse, die die Existenz der WWU heute bedrohen, irrelevant.

Eine Währungsunion ist zunächst und vor allem eine Union von Ländern, die bereit sind, ihre eigene nationale Währung für die Schaffung einer gemeinsamen Währung aufzugeben. Das Aufgeben einer nationalen Währung bedeutet den Verzicht auf das Recht der nationalen Behörden, das nationale Papiergeld (Fiatgeld) zu drucken und zu benutzen, und die Entscheidung in dieser Hinsicht an eine unabhängige supranationale Institution zu delegieren. In den Entscheidungsorganen dieser Institution hat keine einzelne Währung einen mehrheitlichen Einfluss. Nationale Zentralbanken existieren innerhalb der WWU noch, aber die Befugnis, die Geldpolitik und alle damit verbundenen Entscheidungen festzulegen, liegt ausschließlich bei der EZB und ihrem Direktorium.

Der Beitritt zu einer Währungsunion bedeutet auch das Aufgeben nationaler Inflationsziele und die Zustimmung zu einem gemeinsamen Inflationsziel für die gesamte Union. Das bedeutet, dass alle Faktoren, die die Inflationsrate beeinflussen, direkt von der Entscheidung zum Beitritt zu einer Währungsunion betroffen sind. In der etablierten Geldtheorie (hauptsächlich im Monetarismus, der Theorie, die auf der sogenannten Geldmengentheorie basiert und in den Schriften Milton Friedmans und anderer ihren Ursprung hat) wird die Fähigkeit der gemeinsamen Zentralbank, die Geldvolumen zu steuern, als ausreichend für die Bestimmung der Inflationsrate angesehen. Auf eine Währungsunion angewandt, bedeutet diese Theorie, dass die gemeinsame Zentralbank die Inflation in der ganzen Union eingrenzen kann, und dass es zwischen den Mitgliedstaaten keine Inflationsunterschiede geben wird. Dies wurde zur theoretischen Basis der WWU, als die Deutsche Bundesbank, der Anker des EWS (siehe Anhang 1), in den Jahren vor dem Start der WWU den Monetarismus als führende Doktrin etabliert hatte.

Es ist bemerkenswert, dass sogar in dieser Sicht öffentliche Haushaltsdefizite, die sich zum meistbeachteten Thema der wirtschaftspolitischen Debatte entwickelt haben, die Inflationsentwicklung der Union nicht beeinflussen, da es keinen

systematischen Bezug zwischen der Größe dieser Defizite und der Inflationsrate gibt. Nach der monetaristischen Theorie kann die Geldpolitik unabhängig von der Größe des Haushaltsdefizits immer ihr Inflationsziel erreichen, indem sie sich an die „objektiven“ Regeln für die Ausweitung der Geldmenge hält.

Die monetaristische Theorie basierte jedoch von Anfang an auf einer schwachen Empirie. Seit den 1930er Jahren verließ sich das monetaristische Dogma hauptsächlich auf ein Art Trugschluss der Art *post-hoc ergo propter-hoc*. Die Monetaristen bestanden darauf, dass ohne mehr Geld eine Beschleunigung der Inflation unmöglich sei. Nun ist es zwar wahr, dass ohne eine Beschleunigung der Geldmenge eine Beschleunigung der Inflation nicht möglich ist, d.h. das erste ist eine *notwendige Voraussetzung* für das zweite, woraus aber nicht folgt, dass jegliche monetäre Beschleunigung eine inflationäre Beschleunigung hervorruft. Mit anderen Worten, Geld ist zwar notwendig, um eine Wirtschaft zu inflationieren, aber es reicht keineswegs aus, die Geldmenge auszuweiten oder „mehr Geld zu drucken“, um eine Wirtschaft zu inflationieren.

Zu Beginn der 1990er Jahre wurde viel über die Kriterien debattiert, die von den Ländern erfüllt werden mussten, damit sie WWU-Mitglieder werden konnten, sowie darüber, wie man die Leistung der Kandidaten messen sollte, aber das wichtigste Thema, nämlich die Fähigkeit der gemeinsamen Zentralbank, die Inflation unter Kontrolle zu halten, wurde keiner kritischen Analyse unterzogen. Trotz einer gewissen Kontroverse hinsichtlich des notwendigen Maßes an Unabhängigkeit der gemeinsamen Zentralbank vertrauten praktisch alle darauf, dass ihre Geldmengensteuerung ausreichen würde, um die Inflation unter Kontrolle zu halten und das zu wiederholen, was als die glänzende Leistung der Bundesbank während der zwanzig vorangegangenen Jahre angesehen wurde.

Mit der Zeit jedoch kehrte die akademische Diskussion, in vielerlei Hinsicht beeinflusst von den Erfolgen der US-Zentralbank, dem Monetarismus den Rücken zu und übernahm einen neuen Zentralbankansatz. Dies geschah nicht ohne den Einfluss der EZB, eines sehr viel offeneren und multikulturelleren Systems als die Bundesbank. Da keine überzeugenden Beweise für eine starke Beziehung zwischen den traditionellen Maßnahmen der Geldversorgung – als zweite Säule bezeichnet – erbracht wurden, ging die EZB allmählich von der Doktrin ab, die sie von der

Bundesbank geerbt hatte, und wandte sich einem monetären Modell zu, in dem die Zentralbank durch Festlegung des kurzfristigen Zinssatzes unter Beachtung der makroökonomischen Entwicklungen handelt. In diesem Ansatz baut das Betriebsregime der Zentralbank auf mehrere Kanäle, über die die Anreize, die es liefert, das System durchdringen, sodass es schließlich sein eigentliches Ziel erreichen kann.

Im Prinzip ist ein solcher Ansatz offener gegenüber Anzeichen über den traditionellen Geldversorgungs kanal hinaus. In der Praxis wurde er jedoch von anderen Doktrinen blockiert, die sich als zu stark erwiesen, um schnell überwunden zu werden. Sowohl die EZB als auch die Europäische Kommission waren bis 2008 von neoliberalen und neoklassischem Denken beherrscht. Das ist der Hauptgrund dafür, dass die EZB sowie die anderen zur Regulierung und zum Schutz der WWU gegründeten Institutionen versagten, als die globale Finanzkrise die internationalen Investoren hinsichtlich der Fähigkeit der WWU-Mitglieder an der Peripherie, ihre in den ersten zehn Jahren der WWU angehäuften Schulden zurückzuzahlen, aufweckte.

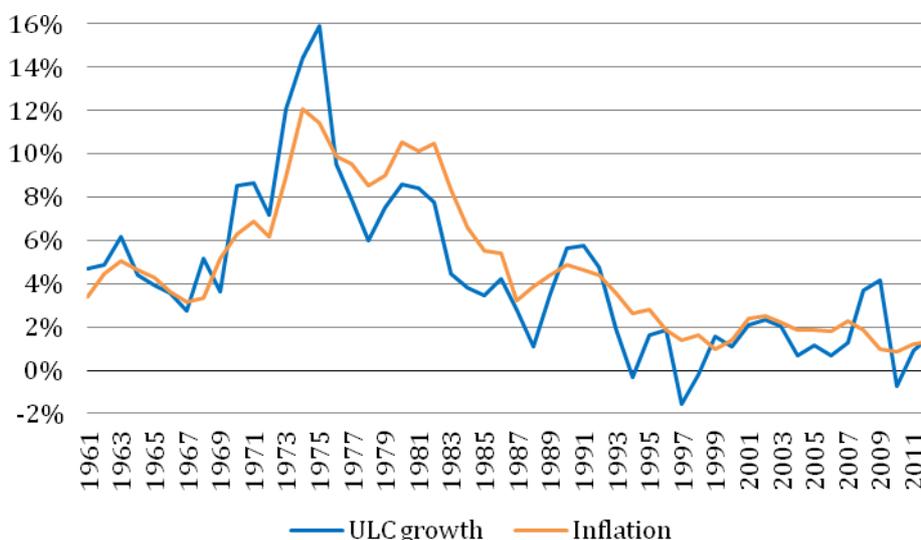
### 3. Die Lohnstückkosten bestimmen die Inflation

In der Theorie, die die Jahre der Vorbereitung auf die WWU und die ersten zehn Jahre der WWU dominierte, war die neoklassische Arbeitsmarkttheorie die zweitwichtigste Säule des doktrinellen Rahmenwerks und wurde von der Europäischen Kommission und der EZB als grundlegend für das Funktionieren des gemeinsamen Marktes und der EU als Ganzes angesehen. Im sogenannten Lissabonner Prozess sowie in vielen anderen Entscheidungen des Europäischen Rates waren die meisten politischen Entscheidungen klar von neoliberalen Denken (das normalerweise auf der neoklassischen Theorie beruht) bestimmt. „Flexibilität des Arbeitsmarktes“ und „verbesserte Wettbewerbsfähigkeit“ waren (und sind noch immer) die Schlagworte der europäischen Institutionen, insbesondere der Kommission, bei ihrem Versuch, einen gemeinsamen Markt zu schaffen, der effizienter ist als der Rest der Welt, und der das interne Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen beschleunigen soll.

Es gibt jedoch keine empirischen Belege, die den Glauben an die Bedeutung des Geldes und einer unabhängigen Zentralbank für die Preisstabilität rechtfertigen würden. Und auch für die Vorstellung, dass ein flexibler Arbeitsmarkt automatisch genug Arbeitsplätze für alle Arbeitswilligen bereitstellt, gibt es keine Beweisbasis. Diese Vorstellungen entspringen der liberalen Doktrin, die Brüssel und Frankfurt so komplett erobert hatte „wie die heilige Inquisition Spanien“, um mit den Worten von J. M. Keynes zu sprechen. Wären ein paar klare Beweise anerkannt worden, so wäre es einfach gewesen, zu verhindern, dass die WWU und die EU zu Opfern der Finanzmärkte werden und in die Sackgasse geraten, in der sie heute gefangen sind. Der wichtigste Beweis ist die hohe und stabile Korrelation zwischen der Zunahme der Lohnstückkosten und der Inflationsrate.

Die Lohnstückkosten sind entscheidend für die allgemeinen Preisbewegungen in einer Volkswirtschaft. Die Lohnkosten sind eindeutig die wichtigste Komponente der Gesamtproduktionskosten in der Wirtschaft insgesamt, weil in einem vertikal integrierten Produktionsprozess nicht nur die Endverbrauchsgüter, sondern auch Zwischengüter und Kapitalgüter durch die Beschäftigung von Arbeitnehmern produziert werden. Die Lohnstückkosten können als perfektes Instrument für die Vorhersage und die Steuerung der Inflation angesehen werden (Grafik 1). Wenn das Wachstum der Nominallöhne höher oder niedriger ist als das nationale Produktivitätswachstum plus das gemeinsame Inflationsziel, wird normalerweise eine Abweichung von dieser Zielrate hervorgerufen.

Grafik 1: Zunahme der Lohnstückkosten<sup>1</sup> und Inflation in der WWU<sup>2</sup>



Anmerkungen:

- 1 Lohnstückkosten definiert als Bruttoeinkommen pro Kopf der abhängig Beschäftigten in ECU/Euro, geteilt durch das reale BIP aller Beschäftigten
  - 2 12 Länder: Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal, Spanien
- Quelle: AMECO-Datenbank (per Nov. 12); eigene Berechnungen

Der doktrinäre Ansatz hinsichtlich der Substanz der makroökonomischen Politik in der WWU war in ideologischer Blindheit begründet, die dazu führte, dass die Bedeutung der Löhne bzw. der Lohnstückkosten als bestimmender Faktor der Inflation in der WWU als Ganzes und in den wichtigsten nationalen Unternehmen zu oft ignoriert wurde, obwohl es unbestreitbare Beweise für diese Beziehung gibt. Wenn die zentrale Bedeutung der Löhne für die Inflation einmal anerkannt ist, hat die Entscheidung, der Zentralbank ein enormes Maß an Unabhängigkeit zu geben und die öffentlichen Defizite und die öffentlichen Schulden zu begrenzen, einen sehr geringen Einfluss auf das Haupterfordernis für das Funktionieren einer Währungsunion, nämlich die Konvergenz der Inflation zwischen den Mitgliedstaaten.

In der Vergangenheit haben umfangreiche Belege und Literatur gezeigt, dass ein System fester Wechselkurse nur ordnungsgemäß funktionieren kann, wenn die Lohnstückkosten konvergieren und somit die Notwendigkeit der Wechselkursflexibilität entfällt. In einem System fester Wechselkurse und in einer Währungsunion können Unterschiede zwischen dem inländischen Kostenniveau (was im Wesentlichen das Lohnniveau bedeutet) und dem internationalen Kostenniveau nicht durch eine Änderung des Wertes der Inlandswährung gegenüber ausländischen Währungen korrigiert werden. In einer Währungsunion ist die richtige Anpassung von Löhnen und Preisen in jedem Mitgliedsland sogar noch wichtiger, weil es keinen leichten Ausweg und keine Notoption wie in einem System fester, aber anpassbarer Wechselkurse, wie Bretton Woods oder das EWS, gibt. In diesen Systemen konnten die nationalen Währungen immer wieder abgewertet werden, ohne dass es größere Störungen in den Volkswirtschaften der Länder und im internationalen Handel gab.

Die EZB hat das gemeinsame Inflationsziel für die WWU bei einer Rate von etwa 2 Prozent festgelegt. Deshalb erscheint die Regel für das Lohnwachstum in den einzelnen Volkswirtschaften einfach: Die Nominallöhne sollten nicht stärker steigen als die nationale Wachstumsrate der Produktivität in den einzelnen Mitgliedstaaten

plus dieses gemeinsame Inflationsziel. Mittel- und langfristig bedeutet diese Regel, dass die Lohnstückkosten und die nationalen Inflationsraten in Richtung auf das Inflationsziel konvergieren und große Diskrepanzen zwischen den Mitgliedstaaten hinsichtlich Zunahmen der Lohnstückkosten nicht vorkommen können. Damit wären auch große Unterschiede bezüglich der nationalen Wettbewerbsfähigkeit ausgeschlossen. Die Reallöhne würden nach dieser Regel parallel zur nationalen Produktivität zunehmen, und den Volkswirtschaften der Mitgliedstaaten würde das wichtigste neoklassische Instrument zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit, nämlich die Kürzung der Reallöhne oder das erzwungene Zurückbleiben der Reallöhne hinter dem Produktivitätsfortschritt, vorenthalten.

#### 4. Das Lohnwachstum bestimmt den Wachstumspfad der Inlandsnachfrage

Ein Lohnpfad gemäß obiger Beschreibung als Voraussetzung zur Stabilisierung des Preisniveaus und zur Erlangung der Konvergenz der Inflationsraten hat auch den Vorteil, dass er die Inlandsnachfrage in allen WWU-Mitgliedstaaten stabilisiert. Da das Wachstum der Reallöhne der wichtigste Bestimmungsfaktor für das Wachstum des Inlandskonsums ist, sind systematische Anpassungen der Nominallöhne mit einer Rate, die dem nationalen Produktivitätswachstum und dem Inflationsziel entspricht, entscheidend dafür, dass die Inlandsnachfrage in jedem Land ausreichend expandiert und die Union als Ganzes den negativen Effekt neuer Technologie auf die Zahl der Arbeitsplätze ausgleichen kann. Folglich kann in einer theoretischen Szenerie auf der Basis der modernen (keynesianischen) Geldtheorie die Währungsunion sehr gut funktionieren – in einer theoretischen Szenerie auf der Basis des Monetarismus mit der neoklassischen Beschäftigungstheorie kann sie es nicht.

Zur Glättung der Auswirkungen unerwarteter und unvorhersehbarer zyklischer Bewegungen in der Produktivität ist es ratsam, die Nominallöhne (für ein oder zwei Jahre) dem Trendwachstum der Produktivität anzupassen. Die Berücksichtigung des Inflationsziels (anstatt der tatsächlichen Inflationsrate) trägt auch dazu bei, das Wachstum der Löhne und der Nachfrage zu stabilisieren, da es dauerhafte Inflationswirkungen kurzfristiger und einmaliger Preisschocks (wie abrupte Preiserhöhungen bei Öl oder anderen wichtigen Rohstoffen) verhindern hilft. Wenn sich solche Schocks in der Lohnanpassung niederschlagen würden, wie es bei rückwärtsgerichteten Indexierungsmechanismen (beispielsweise die in Italien in den 1970er Jahren praktizierte *scala mobile*) der Fall ist, würde der Anstieg der Nominallöhne eine Erhöhung sowohl der Lohnstückkosten als auch der Inflationsrate verursachen und letztendlich eine Straffung der Geldpolitik, d.h. höhere Zinssätze, die die realen Investitionen dämpfen, erforderlich machen.

Wenn systematische Lohnanpassungen nach der beschriebenen Regel erfolgen, können sowohl die einzelnen Volkswirtschaften innerhalb der WWU als auch die Wirtschaft der Union als Ganzes sich auf einem stabilen Pfad bewegen, der von einem eher stabilen Wachstum des privaten Verbrauchs auf der Basis stabiler und positiver Einkommenserwartungen der Haushalte bestimmt wird (zumindest, solange

erwartet werden kann, dass das Produktivitätswachstum positiv ist). Unter solchen Bedingungen wird auch der Außenhandel ausgeglichen, weil die Parallelentwicklung von Lohnstückkosten und Inflationsziel in allen Ländern unabhängig von ihren nationalen Produktivitätspfaden auch die Stabilität der realen Wechselkurse und der Wettbewerbsfähigkeit bedeutet.

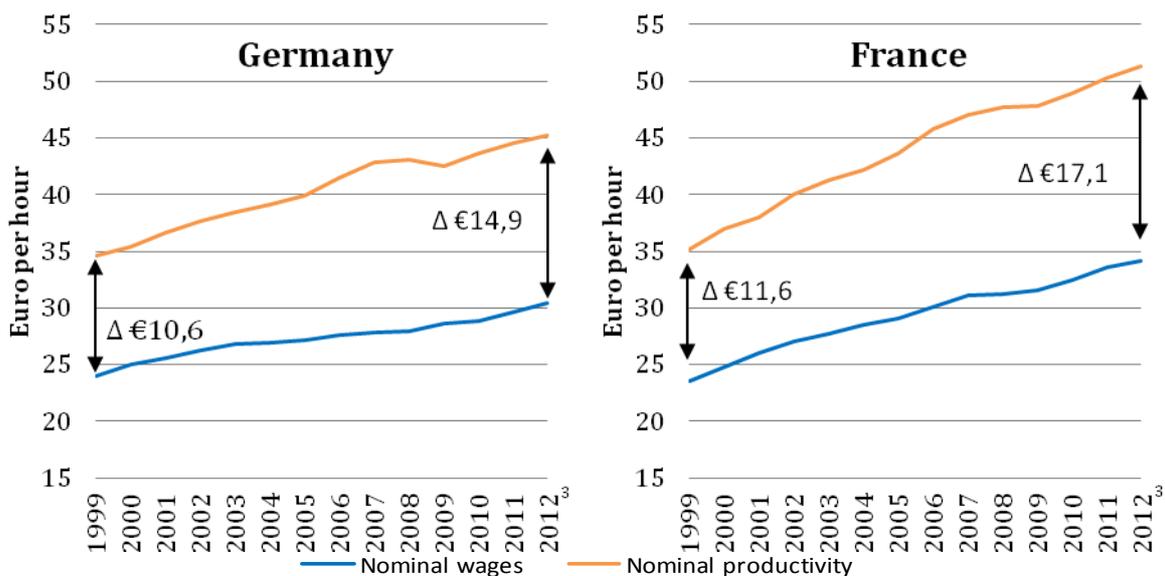
Auch hier ist es wichtig anzumerken, dass die Stabilität des Wachstums der Reallöhne parallel zum Produktivitätswachstum in scharfem Gegensatz zu dem Vorschlag superflexibler und jederzeit anpassbarer Löhne steht, wie er in der neoklassischen Doktrin vorgesehen ist. Nach dieser Doktrin kann hohe und zunehmende Arbeitslosigkeit (idiosynkratische Schocks) nicht behoben werden, wenn die Löhne nicht flexibel genug sind, um längere Zeit hinter der Produktivität zurückzubleiben. Dagegen besteht auf der Basis schlüssiger Beweise bei stabilem Wachstum des Inlandseinkommens (das durch die Anpassung des Reallohnwachstums an das Produktivitätswachstum sichergestellt wird), und wenn externe Schocks aufgrund eines Rückgangs der Wettbewerbsfähigkeit ausbleiben, überhaupt keine Notwendigkeit zur Kürzung der Reallöhne.

##### 5. Gibt es ein Problem hinsichtlich des Lohnniveaus?

Oft wird argumentiert, dass Länder mit sehr unterschiedlichem Wohlstandsniveau keine Währungsunion bilden sollten. Ärmere Länder werden von vielen Beobachtern für unfähig gehalten, mit reicheren Nationen zu konkurrieren, sodass sie sich nicht auf einen Wettlauf um Wettbewerbsfähigkeit mit ihnen einlassen sollten. Abgesehen von der Tatsache, dass das Argument heutzutage sehr oft umgedreht wird (reichere Nationen werden von ärmeren und konkurrenzfähigeren Nationen, in denen die Lohnkosten viel niedriger sind, bedroht), ist das Argument ganz und gar nicht überzeugend. In allen Ländern müssen alle Gruppen von Akteuren eine Budgetbeschränkung in ihren Forderungen gegenüber dem Gesamteinkommen, das in diesem Land produziert wird, respektieren. Kein Land kann langfristig mehr konsumieren, als es produziert. Deshalb sind in einer normal funktionierenden Volkswirtschaft bei einem bestimmten Niveau des Gesamteinkommens die Forderungen der verschiedenen Gruppen, einschließlich der Arbeitnehmer, gegenüber den Forderungen der anderen Gruppen ausbalanciert.

In einer Volkswirtschaft, in der diese Gleichgewichtsbildung nicht funktioniert, führt der Konflikt über die Einkommensverteilung schließlich zu Inflationserhöhungen und Preisspiralen. Wird dies vermieden, so spiegeln das Lohnniveau und die Gewinne exakt das Reichtums- oder Wohlstandsniveau dieser Volkswirtschaft wider, und in dem Lohnniveau kommt die nationale Produktivität zum Ausdruck: niedrige Löhne in den ärmeren Ländern sind der Ausdruck niedriger Produktivität, und umgekehrt in den reichen Ländern. Das Niveau der Lohnstückkosten wird in einem armen und in einem reichen Land dasselbe sein, sofern in beiden Ländern ein größerer Konflikt hinsichtlich der Einkommensverteilung und Inflation vermieden werden kann. Folglich besteht kein Risiko großer Handelsungleichgewichte infolge eines unterschiedlichen Wohlstandsniveaus, solange Mindestanforderungen hinsichtlich der Handelsstruktur und der Produktstruktur für beide Länder erfüllt sind, was eine Überlappung der Struktur der in beiden Ländern produzierten Güter bedeutet. Das ist beim Handel zwischen den europäischen Ländern, die langwährende und offene Handelsbeziehungen hatten, bevor sie die Währungsunion bildeten, eindeutig der Fall. Insgesamt besteht kein Grund, warum es nicht möglich sein sollte – sowohl für arme als auch für Reiche Länder –, das Wachstum der Lohnstückkosten in der Volkswirtschaft als Ganzes so zu steuern, dass es dem betreffenden Inflationsziel entspricht. Zwar sind für viele Länder keine Daten für einen solchen Vergleich vorhanden, aber im Falle Frankreichs und Deutschlands wird die zugrundeliegende Logik sichtbar (Grafik 2). Zu Beginn der WWU waren in beiden Ländern das Lohnniveau und das Produktivitätsniveau ungefähr gleich (um die absolute Produktivität mit den absoluten Nominallöhnen vergleichbar zu machen, wird sie hier als Produktivität auf der Basis des nominalen BIP berechnet). Auch die Bewegung der Löhne im Verhältnis zur Produktivität war in beiden Ländern kein Problem. Da jedoch sowohl die Nominallöhne als auch die nominale Produktivität in Frankreich schneller zunahm als in Deutschland, tat sich eine Lücke in der Wettbewerbsfähigkeit auf.

Grafik 2: Nominallohne<sup>1</sup> und nominale Produktivität<sup>2</sup>



Anmerkungen:

- 1 Definiert als die gesamte nominale Bezahlung abhängig Beschäftigter, geteilt durch die Arbeitsstunden der abhängig Beschäftigten, mal die Anzahl der abhängig Beschäftigten
- 2 Definiert als das nominale BIP, geteilt durch die Arbeitsstunden der gesamten beschäftigten Personen, mal die Anzahl der beschäftigten Personen
- 3 Die Zahlen der Arbeitsstunden aller Beschäftigten und der abhängig Beschäftigten für 2012 sind Prognosen auf der Basis von Destatis- und AMECO-Daten

Quelle: AMECO-Datenbank (per Nov. 12); Eurostat; eigene Berechnungen

Es gibt keinen Zweifel: Die Logik einer Währungsunion verlangt, dass die Mitgliedstaaten nominal strikt das gemeinsame Inflationsziel respektieren, um jederzeit das externe Gleichgewicht zu erhalten. Hieraus folgt, dass jedes Land sich real strikt an seinen eigenen Produktivitätspfad und sein wirtschaftliches Potenzial anpassen muss, damit beides ausgeschlossen ist: sowohl ein Land, das „über seine Verhältnisse lebt“, als auch ein Land, das „unter seinen Verhältnissen lebt“.

## Kapitel II: Was ist in der WWU schiefgelaufen?

### 1. Inflation als monetäres Phänomen und die Überbewertung der Haushaltsziele

Anstatt die Auswirkungen einer Währungsunion im Einzelnen zu diskutieren und die notwendigen Institutionen für das erfolgreiche Bestehen einer solchen Union zu schaffen, konzentrierte sich der politische Prozess vor 1997, dem Jahr, in dem die Kriterien erfüllt sein mussten, auf die Fiskalpolitik. Besonderer Wert wurde auf die Begrenzung der öffentlichen Haushaltsdefizite auf 3 Prozent des BIP gelegt, während die Notwendigkeit, Inflationsunterschiede zu vermeiden, und die Fähigkeit

der Mitgliedstaaten, sich über einen langen Zeitraum an das gemeinsame Inflationsziel zu halten, als weitaus weniger wichtig für das reibungslose Funktionieren der WWU angesehen wurden. Die übertriebene Konzentration auf Haushaltsziele war das direkte Ergebnis des großen Kampfes zwischen Regierungen und Märkten, der die ideologische Debatte in den 30 Jahren nach dem Ende des Bretton-Woods-Systems weitgehend beherrscht hatte.

Es gibt jedoch keine direkte Beziehung zwischen Haushaltszielen und dem Inflationsziel, und die indirekten Verbindungen, die man sich vorstellen könnte, sind sehr schwach. Weder das laufende Haushaltsdefizit noch die Größe der öffentlichen Schuld hat einen Einfluss auf die Inflationsentwicklung einer Volkswirtschaft. Wenn eine Verbindung vorstellbar ist, so ist es – gemäß einem alten Vorurteil – die, dass eine hochverschuldete Regierung versucht sein kann, die Inflation zur Reduzierung des realen Wertes ihrer Schuld zu einzusetzen. Hier kann der Fall Japans als Beispiel dienen. Mit einer öffentlichen Schuld von mehr als 200 Prozent des BIP hat Japan das höchste Staatsschuldenniveau aller Industrieländer. Trotzdem konnte das Land nicht aus seiner Deflationsfalle herauskommen. Die japanischen Politiker träumen davon, ein tragbares Inflationsniveau zu erreichen; ihr Alptraum ist die Deflation.

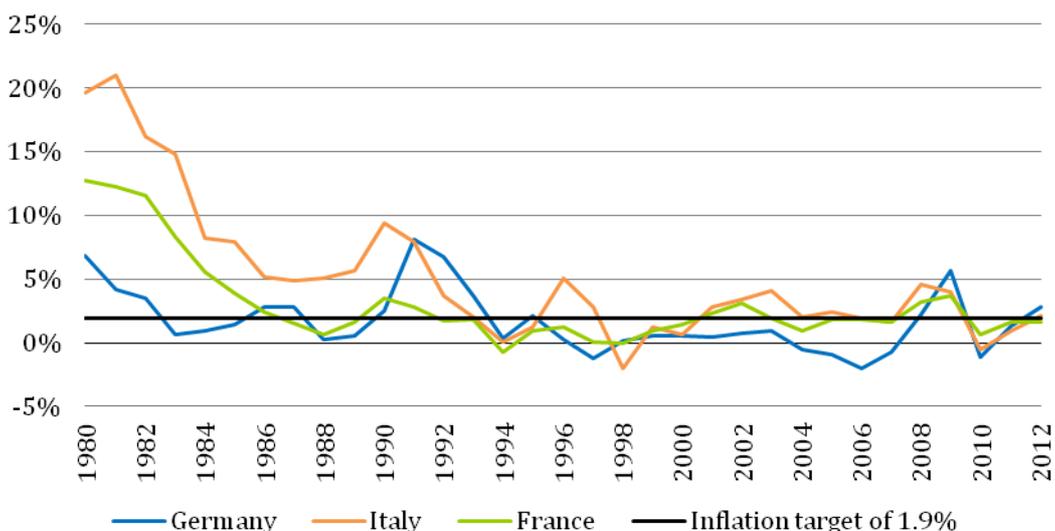
In der hitzigen, in Deutschland vor Beginn der WWU geführten Debatte über die Gefahren der Inflationsbeschleunigung wurden die Löhne oder Lohnstückkosten noch nicht einmal erwähnt. Die Arbeitskosten wurden als Ausdruck des Marktpreises für Arbeit angesehen. Die „flexible Doktrin“ fand breite Zustimmung (OECD 1994) sowohl in der Politik als auch in der Wirtschaftslehre. Folglich beschloss Deutschland, das größte Land und jahrzehntelang die europäische Festung der externen Stabilität, seit dem Start der Währungsunion im Jahr 1999, einen neuen Weg in der Bekämpfung seiner hohen Arbeitslosigkeit auszuprobieren. Die Regierung begann damit, Druck auf die Gewerkschaften auszuüben, womit sie das Wachstum der Nominal- und der Reallöhne begrenzen wollte.

Wohlgemerkt, der massive Versuch Deutschlands, seine hartnäckig hohe Arbeitslosenrate zu bekämpfen, zielte nicht auf die WWU ab, sondern gründete sich auf die neoklassische Überzeugung, dass niedrigere Löhne zu einer stärker arbeitsintensiven Produktionsweise führen würden. Nachdem Regelungen zur

Verringerung der Arbeitszeit nicht die erhofften Ergebnisse gebracht hatten, stimmten die Gewerkschaftsführer 1999 in einer Dreiparteienvereinbarung zu, die bis dahin verwendete Formel zur Bestimmung des Lohnwachstums aufzugeben. Diese Formel hatte eine gleichberechtigte Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivitätswachstum sichergestellt; nun aber stimmten die Gewerkschaften stattdessen zu, „das Produktivitätswachstum für die Beschäftigung zu reservieren“ (Flassbeck 1997, Spiecker/Flassbeck 2005).

Implizit bedeutete diese Vereinbarung auch einen grundlegenden Bruch mit der deutschen Tradition, eine niedrige und stabile Inflationsrate anzustreben. In der Vergangenheit waren in Deutschland moderate Lohnerhöhungen üblich gewesen. Aber mit diesen Erhöhungen war normalerweise sichergestellt, dass die Reallöhne (die inflationsbereinigten Nominallöhne) parallel zur Produktivität (BIP geteilt durch die Zahl der Arbeitsstunden) zunahmen. Mit anderen Worten, die Lohnstückkosten (Nominallöhne geteilt durch das BIP) stiegen in der Regel parallel zu einem Inflationsziel von etwa 2 Prozent an. Da jedoch der Monetarismus zur weithin akzeptierten Doktrin für die Erklärung der Inflation geworden war, wurde der deflationäre Aspekt der neuen Vereinbarung nicht hinterfragt.

Grafik 3: Anpassung der Zuwachsraten der Lohnstückkosten über 30 Jahre hinweg



Anmerkung:

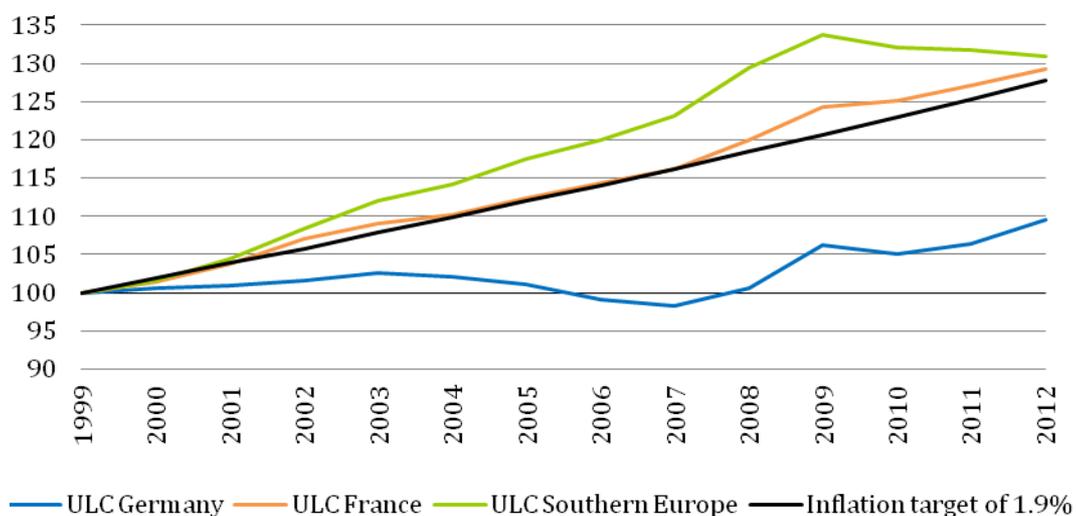
1 Lohnstückkosten definiert als Bruttoeinkommen pro Kopf der abhängig Beschäftigten in ECU/Euro, geteilt durch das reale BIP der gesamten Erwerbsbevölkerung

Quelle: AMECO-Datenbank (per Nov. 12); eigene Berechnungen

## 2. Eine riesige Kluft in der Wettbewerbsfähigkeit tut sich auf

Der neue deutsche Arbeitsmarktansatz fiel zeitlich mit dem Beginn der Währungsunion zusammen und trug zur Entstehung enormer Abweichungen in der Entwicklung der Lohnstückkosten der einzelnen Mitglieder der neuen Währungsunion bei. Seit dem Start der WWU sind die deutschen Lohnstückkosten, die wichtigste Determinante von Preisen und Wettbewerbsfähigkeit, unverändert geblieben (Grafik 4).

Grafik 4: Lohnstückkosten<sup>1</sup> in Deutschland, Frankreich und Südeuropa<sup>2</sup> (1999 = 100)



Anmerkungen:

1 Lohnstückkosten definiert als Bruttoeinkommen pro Kopf der abhängig Beschäftigten in ECU/Euro, geteilt durch das reale BIP aller Beschäftigten

2 Spanien, Italien, Griechenland und Portugal

Quelle: AMECO-Datenbank (per Nov. 12); eigene Berechnungen

Dagegen überstieg das Wachstum der Nominallöhne in den meisten südeuropäischen Ländern das nationale Produktivitätswachstum und das gemeinsam vereinbarte Inflationsziel von 2 Prozent um eine kleine, aber ziemlich stabile Marge. Frankreich war das einzige Land, das den vereinbarten Pfad für das Wachstum der Nominallöhne exakt einhielt: letzteres entsprach der nationalen Produktivitätsentwicklung und dem EZB-Inflationsziel von 2 Prozent.

Obwohl die jährliche Abweichung des Wachstum der Lohnstückkosten relativ klein war, entstehen durch die Dynamik solcher „kleiner“ jährlicher Abweichungen mit der Zeit riesige Lücken. Am Ende des ersten Jahrzehnts der WWU belief sich die Kosten- und Preislücke zwischen Deutschland und Südeuropa auf etwa 25 Prozent

und zwischen Deutschland auf Frankreich auf 15 Prozent. Mit anderen Worten, der reale Wechselkurs Deutschlands hatte sich beträchtlich abgewertet, obwohl keine nationalen Währungen mehr existierten. Das unterschiedliche Wachstum der Lohnstückkosten schlug sich in ähnlichen Preisunterschieden nieder. Während die Union als Ganzes ihr Inflationsziel von 2 Prozent fast genau erreichte, waren die nationalen Unterschiede erheblich. Wiederum schnitt Frankreich, das seine Inflationsrate genau an das europäische Ziel anpasste, am besten ab. Deutschland blieb darunter, und die südeuropäischen Länder überschritten das Ziel so deutlich, dass das Ergebnis eine riesige Kluft in der Wettbewerbsfähigkeit war.

Infolge der akkumulierten Lücken hat Deutschland einen absoluten Vorteil im internationalen Handel gewonnen, während die anderen Länder einen absoluten Nachteil erleiden mussten. Zur Veranschaulichung: ein vergleichbares Produkt, das 1999 in allen WWU-Mitgliedstaaten zu demselben Preis verkauft wurde, konnte in Deutschland im Jahr 2010 zu einem Preis verkauft werden, der im Durchschnitt um 25 Prozent niedriger war als in anderen WWU-Ländern, ohne dass sich an der Gewinnmarge der deutschen Hersteller irgendetwas geändert hätte.

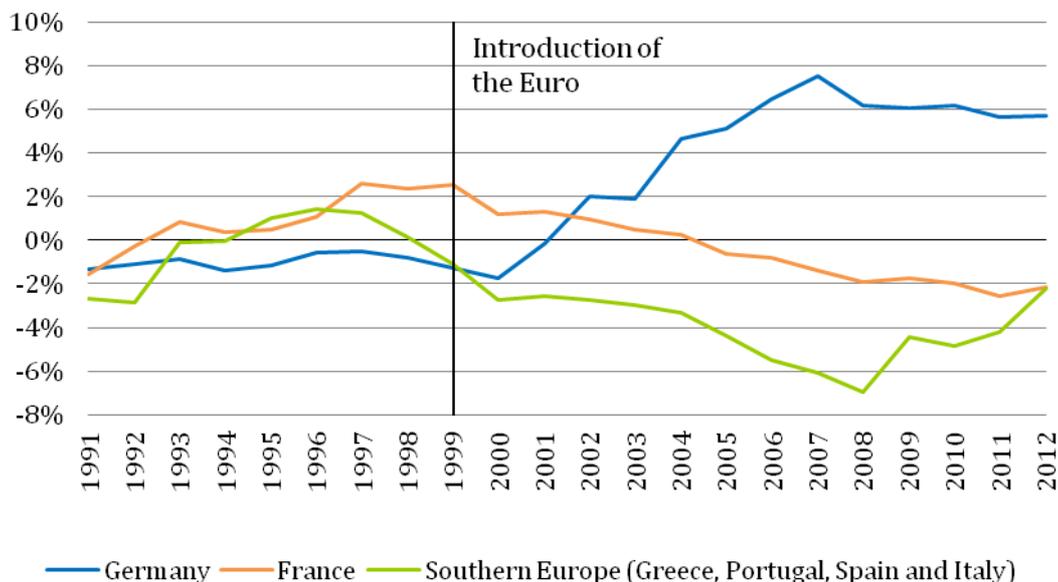
Angesichts dieser Größenordnung fällt der Schluss über Missetäter und Fehlverhalten nicht schwer: Bei der engen und stabilen Beziehung der Lohnstückkosten ist ein Inflationsziel von 2 Prozent nur mit einer Erhöhung der Lohnstückkosten um 2 Prozent vereinbar; eine Zunahme um 2,7 Prozent wie in Griechenland bedeutet, dass diese Volkswirtschaft „über ihre Verhältnisse“ lebt. Das Land hat aber die Regel quantitativ weitaus weniger verletzt als Deutschland, das bei einem Lohnstückkostenwachstum von nur 0,4 Prozent „unter seinen Verhältnissen“ lebt. Paradoxiertweise hat Deutschland ausdrücklich dem Ziel von nahe 2 Prozent zugestimmt, weil das vor der WWU sein eigenes Inflationsziel war. In Anbetracht dieses Ziels und der überragenden Wichtigkeit der Lohnstückkosten für die Inflation bewegte sich Deutschland, sobald seine Regierung begann, massiven Druck auf die Lohnverhandlungen auszuüben, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Landes innerhalb und außerhalb der WWU zu verbessern, auf eine klare Verletzung des gemeinsamen Ziels zu.

Die Ansammlung der riesigen Lücke in den Lohnstückkosten und Preisen hatte enorme Auswirkungen auf die Handelsströme. Da die deutschen Lohnstückkosten

immer weiter hinter denen der anderen Länder zurückblieben, florierte der deutsche Export, während sich der Import verlangsamte. Die Länder im Süden Europas und Frankreich verzeichneten wachsende Handels- und Leistungsbilanzdefizite (Grafik 5). Nachdem der Handel zu Beginn der Währungsunion und während vieler Jahre davor weitgehend ausgeglichen war, begann mit dem WWU-Start eine Zeit zunehmender Ungleichgewichte. Selbst nach dem Schock der Finanzkrise und ihrer verheerenden Auswirkungen auf den Welthandel, die in der deutschen Bilanz sichtbar werden, setzte sich der Trend unverändert fort. Die deutsche Leistungsbilanz aktivierte sich nach 2010 weiter und erreichte 2012 einen neuen Rekordüberschuss.

Andererseits reduzieren in den Defizitländern die tiefe Rezession und der fiskalische Sparkurs tendenziell die sichtbaren Defizite. Aber ohne eine grundlegende Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit ist eine schnelle Erholung sehr unwahrscheinlich, und eine etwaige Belebung der Inlandsnachfrage würde die Leistungsbilanzdefizite schnell wieder in den Vordergrund bringen.

Grafik 5: Wachsende Handelsungleichgewichte kennzeichnen den Beginn der WWU  
– Leistungsbilanzdefizite in Prozent des BIP



Anmerkung: Negative Werte stellen ein Leistungsbilanzdefizit dar  
Quelle: AMECO-Datenbank (per Nov. 12); eigene Berechnungen

Absolute und zunehmende Vorteile eines Landes oder einer Gruppe von Ländern gegenüber einem ähnlichen Land oder einer ähnlichen Gruppe von Ländern sind

eindeutig untragbar. Eine gewaltige Kluft in der Wettbewerbsfähigkeit und das sich daraus ergebende Leistungsbilanzdefizit müssen irgendwann beseitigt werden, weil sonst das Land oder die Region in eine Lage kommt, in der es/sie seine/ihre Kreditgeber nicht mehr davon überzeugen kann, dass es/sie in der Lage ist, seine/ihre Schulden an einem zukünftigen Zeitpunkt zurückzuzahlen. Da die letztliche Rückzahlung jeglicher internationalen Schuld in Sachleistungen erfolgen muss, erfordert sie einen Leistungsbilanzüberschuss in dem Schuldnerland und ein Defizit auf Gläubigerseite (Keynes, 1929). Ein verschuldetes Land kann seine Schuld nur bedienen und zurückzahlen, wenn der Überschuss es dem Defizitland erlaubt, mittels Veränderungen in der Wettbewerbsfähigkeit durch Preisanpassungen, die sich aus Lohnanpassungen und/oder Wechselkursänderungen ergeben, früher oder später zu einem Überschussland zu werden.

Im Unterschied zu Unternehmen können Länder nicht in Konkurs gehen oder verschwinden. Sie müssen Wege finden, um mit einer Situation fertigzuwerden, in der fast alle ihre Unternehmen absolute Nachteile gegenüber ihren ausländischen Konkurrenten haben. Der einfachste Weg, mit übermäßigen Lohnstückkosten ( in internationaler Währung) umzugehen, ist die Reduzierung der Löhne. Wenn es möglich ist, die Nominallöhne nur in den Teilen der Volkswirtschaft zu reduzieren, die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind, können viele negative Nebeneffekte vermieden werden. Ein Abwertung der Währung würde genau dies bewirken: sie reduziert die in internationaler Währung ausgedrückten Löhne, aber nicht generell in allen Sektoren der Volkswirtschaft. Auf diese Weise sinken die Reallöhne, aber der Import wird teurer und tendenziell durch im Inland produzierte Produkte ersetzt, während der Export für internationale Kunden billiger wird und tendenziell wächst.

### 3. Wettbewerb der Nationen?

Eine der interessantesten Diskussionen der letzten Jahrzehnte drehte sich um den Wettbewerb zwischen Nationen oder die Schlacht der Nationen auf dem Gebiet des Handels. Das Zeitalter der Globalisierung wurde mehr als jedes andere davor so interpretiert, dass es die Nationen zu einem ähnlichen Wettbewerb zwingt wie Unternehmen. Der Reichtum der Nationen galt als von der Fähigkeit der Nationen abhängig, sich den von offenen Märkten für Güter und Kapital geschaffenen Herausforderungen anzupassen. Nationen mit hohen Standards in ihrer

Kapitalausstattung würden unter Wettbewerbsdruck von den Handelspartnern mit niedrigen Löhnen und Arbeitsstandards kommen. Insbesondere die Entstehung riesiger Mengen an freier Arbeitskraft in großen Entwicklungsländern wie China und Indien würde das Verhältnis Kapital/Arbeit für die gesamte Welt zugunsten des Kapitals verschieben und zu einem neuen globalen Lohngleichgewicht führen.

Die Realität hat offenbar diese Erwartung bestätigt: In vielen Hochlohnländern des Nordens kamen die Löhne unter Druck, und die Arbeit konnte sich nicht mehr denselben Anteil am Produktivitätswachstum aneignen wie das Kapital, was vorher viele Jahrzehnte lang der Fall war. Die Lohnanteile fallen, und das Vertrauen in die Fähigkeit der Marktwirtschaftsländer, die volle Beteiligung aller am Fortschritt der Gesellschaft insgesamt schwindet. Die Tatsache, dass die Lohnanteile zurückgehen, bedeutet jedoch nicht, dass die Kräfte, die diese Veränderung bewirken, diejenigen sind, auf die im neoklassischen Arbeitsmarktmodell – der Grundlage des Gedankens, dass der Druck aus den aufstrebenden Volkswirtschaften zwangsläufig zu niedrigeren Löhnen in vielen industrialisierten Volkswirtschaften führt – Bezug genommen wird.

Ein genaueres Hinsehen enthüllt die Grenzen und Schwächen dieses Modells. Darin wird angenommen, dass der Wettbewerb zwischen ganzen Volkswirtschaften genauso funktioniert wie der Wettbewerb zwischen Unternehmen. Aber diese Analogie ist nicht gegeben: Das Modell, das den Wettbewerb zwischen Unternehmen beschreibt, ist auf Länder nicht anwendbar, insbesondere nicht auf Länder mit unabhängigen Währungen. In dem dynamischen Umfeld einer Marktwirtschaft konkurrieren die Unternehmen durch die Differenzierung der Produktivität. Angebotsseitige Bedingungen, besonders die Preise von Zwischengütern, Arbeit und Kapital, sind normalerweise ähnlich und für alle Unternehmen innerhalb eines Landes gegeben. Folglich wird der Erfolg oder das Scheitern eines einzelnen Unternehmens von dem spezifischen Wert bestimmt, der auf Ebene des Unternehmens den allgemein gehandelten Gütern und Dienstleistungen hinzugefügt wird. Unternehmen als Preisnehmer müssen die bestehenden Preise der Arbeit für unterschiedliche Qualifikationen akzeptieren, genauso wie sie den Preis des Kapitals akzeptieren müssen. Unternehmen, die durch Innovation und neue Produkte eine höhere Produktivität generieren können, operieren mit niedrigeren Lohnstückkosten

als ihre Konkurrenten; deshalb können sie ihre Güter zu niedrigeren Preisen anbieten oder bei gegebenen Preisen höhere Gewinne erzielen. Ersteres bedeutet den Gewinn von Marktanteilen, letzteres kann strategische langfristige Vorteile über höhere Investitionsquoten bedeuten. Solange die Preise für Arbeit und Zwischengüter gegeben sind, passen sich die Konkurrenten an, indem sie dieselbe oder eine ähnliche Technologie einsetzen oder aus dem Markt ausscheiden, weil ihre Produktion nicht mehr rentabel ist.

Dieser Mechanismus gilt auf Länderebene nicht, weil die Lohntarife normalerweise auf nationaler Ebene festgesetzt werden. Entweder über die Mobilität der Arbeit innerhalb eines Landes oder über Lohnverhandlungen in einem nationalen Kontext sind Länder im Unterschied zu Unternehmen diejenigen, die die Löhne festsetzen, und nicht diejenigen, die die Löhne akzeptieren müssen. Wenn die Löhne zentral auf Landesebene ausgehandelt werden oder die Arbeit geografisch mobil ist, muss das sogenannte „Gesetz des einheitlichen Preises“, gleiche Bezahlung für gleiche Arbeit, angewandt werden, und das bedeutet, dass alle Firmen unabhängig von ihrer Rentabilität oder Effizienz, denselben Lohn zahlen müssen. Folglich erhöht ein stärkeres Produktivitätswachstum auf Ebene einer ganzen nationalen Volkswirtschaft nicht die Wettbewerbsfähigkeit aller Unternehmen gegenüber dem Rest der Welt. Der Produktivitätsfortschritt einer ganzen Volkswirtschaft schlägt sich normalerweise in höheren Nominallöhnen (und Reallöhnen) und unverändertem Wachstum der Lohnstückkosten nieder.

Aber selbst wenn dieser Mechanismus, aus welchem Grund auch immer, nicht funktionieren sollte, würde ein Land mit ziemlich hoher Produktivität, aber extrem niedrigen Löhnen und sehr niedrigen Lohnstückkosten nicht automatisch seine internationale Wettbewerbsfähigkeit bzw. die Wettbewerbsfähigkeit aller seiner Unternehmen steigern. In internationaler Währung ausgedrückt, wären die Preise in einem Land, das konsequentes Lohndumping anwendet, um seine internationale Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern, nicht notwendigerweise niedriger als im Rest der Welt. In einer Welt nationaler Währungen und nationaler Währungspolitik würde ein Land, das seine Güter zu deutlich niedrigeren Preisen liefert, Marktanteile gewinnen und große Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse anhäufen. Gleichzeitig aber würde der politische Druck, die Löhne und Preise in internationaler

Währung anzupassen, steigen, und früher oder später wäre das Land gezwungen, seine in internationaler Währung gemessenen Löhne durch eine Aufwertung seiner Währung anzupassen.

Die Nationen können ihre Grenzen für Handels- und Kapitalströme öffnen, wenn sichergestellt ist, dass ihre Unternehmen in der internationalen Arbeitsteilung eine faire Chance haben und nicht in der Gefahr sind, ständig gegenüber dem Rest der Welt den Kürzeren zu ziehen. Das ist das einfache Vorhaben, das allen internationalen Handelsvereinbarungen in der WHO und in anderen Organisationen zugrunde liegt. Wenn auf der Ebene der nationalen Wirtschaft die nominale Bezahlung des immobilien Faktors Arbeit die Effektivität seiner Nutzung (Arbeitsproduktivität) dauerhaft um eine größere Spanne übersteigt als in den konkurrierenden Ländern, gerät das Land in Schwierigkeiten, weil die meisten seiner Unternehmen in Schwierigkeiten sind. Sie müssen höhere Preise verlangen und einen permanenten Verlust von Marktanteilen hinnehmen oder niedrigere Gewinne akzeptieren, um den Verlust von Marktanteilen zu verhindern.

Eine solche Situation, die das Ergebnis einer Aufwertung oder Überbewertung des realen Wechselkurses ist, ist nicht tragbar, und wenn die akkumulierte Überbewertung eine Größenordnung von beispielsweise 20 Prozent erreicht, ist eine Krise unvermeidlich. Ein Defizit in der Leistungsbilanz ist der deutlichste Indikator des Krankheitsbildes, aber nicht sein Kern. In Europa waren Italien und das Vereinigte Königreich als Mitglieder des EWS 1992 mit einem solchen Problem konfrontiert; Italien entschied sich, im System zu verbleiben, das Vereinigten Königreich schied aus, aber beide werteten ihre Währung ab. In Systemen anpassbarer Wechselkurse ist der Weg aus einer Zahlungsbilanzkrise recht einfach: Die Währung des in Schwierigkeiten befindlichen Landes muss abgewertet werden, sodass, gemessen in internationaler Währung, ein konkurrenzfähiges Niveau der Nominallöhne und nominalen Lohnstückkosten wiederhergestellt wird. Zwar führt eine Abwertung zu einem relativen Rückgang der Reallöhne, aber das ist kein wichtiger Aspekt der Analyse.

#### 4. War nicht Deutschland erfolgreich?

Trotz der oben präsentierten Beweise tendieren viele Beobachter des europäischen Szenarios zu dem Schluss, dass das einzige Land innerhalb der WWU, das alles richtig gemacht hat, Deutschland ist. Es ist politisch stark, seine Wirtschaftsleistung ist beeindruckend und es diktiert als das Hauptgläubigerland die Bedingungen, zu denen die Schuldnerländer finanzielle Unterstützung erhalten können. Von dem in dieser Studie bezogenen Standpunkt aus fällt das Urteil über Missetäter und Verletzer des Vertrags von Maastricht allerdings anders aus. Wir haben schon gezeigt, dass die deutsche Lohnmäßigung das gemeinsam vereinbarte Inflationsziel verletzt hat. Dieser Schluss ist unvermeidlich, sobald einmal die unbestreitbare Tatsache eingestanden ist, dass die Lohnstückkosten mehr als die Geldmengenaggregate die Hauptdeterminante der Inflation innerhalb der Länder und für die Währungsunion als Ganzes ist.

Darüber hinaus aber ist es für die Abgabe eines Urteils darüber, ob der deutsche Ansatz wirklich erfolgreich war, notwendig zu berücksichtigen, dass Deutschland während der ersten zehn Jahre der WWU aus einer historisch einmaligen Situation und der Naivität seiner Partnerländer Vorteile ziehen konnte. Wie war es möglich, dass die Lohnmäßigung, bei der die Reallöhne weit hinter der Produktivität herhinkte, zu einem derart mächtigen Instrument werden konnte? Ist das der letzte Beweis für die Gültigkeit der neoklassischen Arbeitsmarkttheorie?

Zur Beantwortung dieser Fragen muss man zwischen dem Effekt der Lohnmäßigung auf die Exportentwicklung einerseits und ihrem Effekt auf die Binnenwirtschaft andererseits unterscheiden. Diese Unterscheidung ist notwendig, weil ein großes Land mit intensiven Handelsbeziehungen zu seinen Nachbarn außerordentlich gewinnen kann, wenn es diese Nachbarn über lange Zeit hinweg „arm macht“, indem es ihnen bedeutende Marktanteile im regionalen und globalen Handel raubt. So explodierte in Deutschland der Anteil des Exports am BIP, der vor der Schaffung der WWU mehrere Jahrzehnte lang eher stabil bei 30 Prozent gelegen hatte, in der recht kurzen Zeitspanne von 1999 bis 2012 auf einen Höchststand von mehr als 50 Prozent.

Ein integraler Bestandteil der keynesianischen Theorie (behandelt besonders in dem berühmten Chapter 19 von Keynes 1936), dass das Armmachen seiner Nachbarn

eine erfolgreiche Strategie sein kann, solange die Handelspartner diesen ökonomischen Imperialismus akzeptieren und keine Gegenmaßnahmen ergreifen. Die WWU als impliziter Teil der Freihandelsvereinbarung in der EU konnte dieses Problem aus zwei Gründen nicht behandeln: Erstens, weil seine makroökonomischen Auswirkungen aus den oben erwähnten doktrinären Gründen ignoriert wurden, und zweitens, weil die anderen Länder der Union den aggressiven deutschen Ansatz wegen der strikten Freihandelsvereinbarungen des gemeinsamen Marktes nicht mit handelspolitischen Maßnahmen vergelten konnten. Nur unter diesen einzigartigen Umständen konnte die deutsche Strategie an der externen Front vorübergehend außerordentlich erfolgreich sein.

Binnenwirtschaftlich war sie jedoch ein totaler Misserfolg. Mit der Lohnmäßigungsstrategie sollte über eine Änderung der relativen Faktorpreise und eine Umstrukturierung des Produktionsapparats in Richtung einer stärker arbeitsintensiven Produktionsweise die Schaffung zahlreicher neuer Arbeitsplätze angeregt werden. Diese Strategie, die auf der neoklassischen Arbeitsmarkttheorie aufbaut, funktionierte nie, weil diese Theorie eine Achillesferse hat: Sie schließt die zeitliche Dimension und die Tatsache aus, dass eine Lohnkürzung, bzw. eine Verlangsamung des Lohnwachstums, in der Realität eine Serie von Auswirkungen zur Folge hat, nicht aber die im neoklassischen Modell angenommene Rückkehr zum Gleichgewicht (UNCTAD, TDR 2012 und Flassbeck 2013).

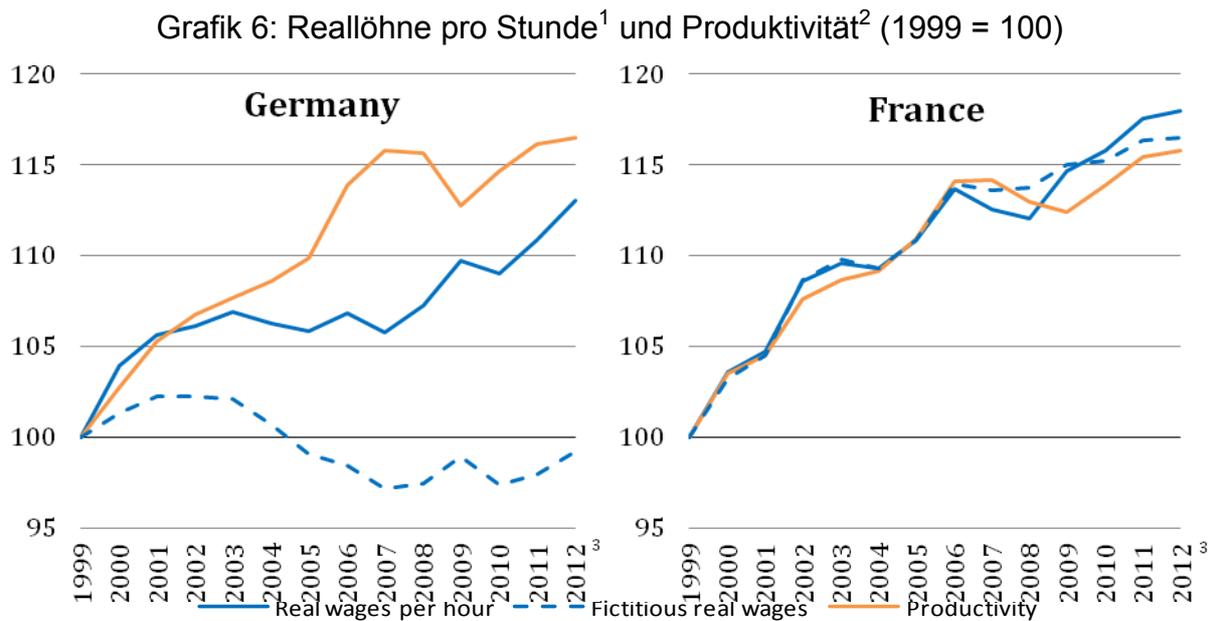
Die Mängel der neoklassischen Verbindung werden offensichtlich, wenn die Echtzeit und die Serie von Ereignissen in dem Prozess in Betracht gezogen werden. Lohnkürzungen bewirken die sofortige Verringerung der Nachfrage der Arbeitnehmerhaushalte. Diese Verringerung kann sogar schon vor dem exakten Datum der Lohnkürzung eintreten, wenn letztere zu erwarten ist. Bei einem gleichzeitigen Rückgang der Löhne und der Nachfrage der Lohnempfänger werden die Firmen nicht bereit sein, zu investieren. Neue Investitionen wären jedoch für eine Umstrukturierung des Produktionsapparats gemäß den neuen relativen Preisen von Arbeit und Kapital erforderlich. Bei sinkender Nachfrage und sinkender Kapazitätsauslastung des bestehenden Kapitalstocks werden auch die Investitionen in Anlagekapital zurückgehen und die Inlandsnachfrage weiter schwächen.

Die neoklassische Verbindung zwischen Löhnen und Beschäftigung, nach der eine Lohnreduzierung eine Änderung im Produktionsprozess hervorruft, geht davon aus, dass sich die Gesamtnachfrage nach einer Lohnreduzierung nicht verändert. Mit anderen Worten, nach der neoklassischen Theorie wird etwas angenommen, was in der realen Welt nicht angenommen werden muss: die Unabhängigkeit des Angebots und der Nachfrage vom Arbeitsmarkt (Schumpeter, 1954, S. 991). In einer geschlossenen Volkswirtschaft oder in einer Volkswirtschaft mit einem kleinen externen Sektor kann ein Rückgang der Gesamtlohnsumme, und damit der Gesamtnachfrage der Arbeitnehmerhaushalte nur vermieden werden, wenn die Beschäftigung genau mit derselben Rate zunimmt, mit der die Löhne sinken. Außerdem müsste dies sofort geschehen, in einer „theoretischen Sekunde“. Bei der geringsten Reibung in der Umstrukturierung des Produktionsprozesses oder Verzögerung in der Anpassung der Beschäftigung bricht die von der neoklassischen Theorie angenommene Verbindung zwischen Löhnen und Beschäftigung zusammen.

Im Falle Deutschlands ist diese Ereigniskette deutlich zu erkennen. Die Lohnmäßigung führte über 10 bis 15 Jahre hinweg zu weitgehend konstanten Reallöhnen pro Kopf der Arbeitnehmer, während die Produktivität kontinuierlich zunahm. Folglich hätte, wenn die Regierung die Gewerkschaften nicht dazu gebracht hätte, die Lohnmäßigung zu akzeptieren, das normale Wachstum der Reallöhne etwa 1,2 Prozent betragen und Ende 2012 bei 117 anstatt 113 gestanden (1999 = 100; Grafik 6). Wenn angenommen wird, dass die Inflationsrate während aller Jahre des Bestehens der WWU in allen Ländern dem Inflationsziel entsprochen hätte, so zeigen die fiktiven Kurven der Grafik die riesige Diskrepanz zwischen der Entwicklung in Deutschland einerseits und in Frankreich andererseits.

Unter der Annahme einer unveränderten Sparquote der Arbeitnehmerhaushalte hätte die Zunahme der Reallöhne zu einer Zunahme der Nachfrage dieser Haushalte von rund 1,7 Prozent pro Jahr geführt und eine Expansion der deutschen Konsumnachfrage mit ähnlichen Raten wie in vergleichbaren Ländern wie Frankreich bewirkt. In Wirklichkeit jedoch war die Zunahme weit geringer. Selbst unter Einschluss der Haushalte der restlichen Gesellschaft (deren Einkommen aufgrund der erzeugten Exportnachfrage stiegen) war die jährliche Zunahme des privaten Konsums in Deutschland seit der Mitte der 1990er Jahre real weitaus geringer als in

Frankreich. Nimmt man das langsame Wachstum der Inlandsnachfrage und das kräftige Wachstum des Exports zusammen, so ergibt sich die Frage, ob angesichts des hohen anfänglichen Anteils des Konsums am BIP eine ausgewogene Strategie für Deutschland nicht besser gewesen wäre. In Anbetracht der von der Eurokrise ausgelösten Ängste, des politischen Schadens für Deutschland und der Gefahr eines Auseinanderbrechens der Eurozone kann das Urteil nur negativ ausfallen.



Anmerkungen:

- 1 Definiert als die gesamte reale Bezahlung abhängig Beschäftigter, geteilt durch die Arbeitsstunden der abhängig Beschäftigten, mal die Anzahl der abhängig Beschäftigten
- 2 Definiert als das reale BIP, geteilt durch die Arbeitsstunden der gesamten beschäftigten Personen, mal die Anzahl der beschäftigten Personen
- 3 Die Zahlen der Arbeitsstunden aller Beschäftigten und der abhängig Beschäftigten für 2012 sind Prognosen auf der Basis von Destatis- und AMECO-Daten
- 4 Die gesamte nominale Bezahlung der abhängig Beschäftigten wird mit einer konstanten Inflationsrate von 1,9% preisbereinigt, durch die Arbeitsstunden der abhängig Beschäftigten geteilt und mit der Anzahl der abhängig Beschäftigten malgenommen

Quelle: AMECO-Datenbank (per Nov. 12); OECD-Datenbank (per Apr. 13); eigene Berechnungen

Trotzdem sind viele von dem deutschen Experiment beeindruckt, weil das Land in den Jahren unmittelbar vor der Finanzkrise von seiner Strategie, seine Nachbarn armzumachen, gewaltig profitiert hat. Die absoluten Wettbewerbsfähigkeitsvorteile, wie Deutschland sie erreicht hat, häufen sich nämlich im Zeitverlauf an. Je größer der absolute Vorteil ist, desto umfangreicher sind die Gewinne von Marktanteilen in einer schnell wachsenden Weltwirtschaft. Die enorme Zunahme des deutschen Exportanteils und Exportüberschusses ist Ausdruck einer nie dagewesenen und nicht wiederholbaren Explosion des Exports. Für viele Beobachter ist der deutsche Gewinn an politischer Stärke nach der Krise sogar noch beeindruckender als die ökonomische Entwicklung an sich. Dies ist aber auf die einfache Tatsache

zurückzuführen, dass während der Finanzkrise (wenn alle risikoavers sind und Risiken meiden) ein Schuldnerland aufgrund seiner Abhängigkeit von Auslandskapital normalerweise in der Defensive ist und der Gläubiger die Oberhand gewinnt.

Es gibt jedoch keine Zweifel daran, dass der außerordentliche Erfolg Deutschlands an der externen Front nur aufgrund der Benommenheit seiner Nachbarn und des Wegschauens der zur Lenkung und Beaufsichtigung des ordnungsgemäßen Funktionierens der Eurozone geschaffenen Institutionen, insbesondere der EZB und der europäischen Kommission, möglich war. Wäre die Zentralbank wachsamer oder die EU-Kommission achtsamere gewesen, so hätten sie schon früh interveniert, indem sie Deutschland vor den Risiken seiner Strategie gewarnt und seine Nachbarn alarmiert hätten. Dass dies nicht geschehen ist, ist das direkte Ergebnis der ideologischen Säulen, auf denen die WWU ruht. In den frühen 1980er Jahren übernahm die Kommission den Neoliberalismus als ihre Religion, die seitdem die meisten ihrer Entscheidungen und Handlungen bestimmt. Die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit wurde zum Ziel der EU als Ganzes erklärt. Wie hätte die Kommission unter diesen Umständen Deutschland daran hindern können, das zu tun, was von allen erwartet wurde?

Im Falle der EZB ist das Versagen als Institution noch schwerwiegender. Mit offenen Augen und ohne ideologische Barrieren hätte die EZB sehr früh gemerkt, dass die Lohnstückkosten und nicht die Geldversorgung die Hauptdeterminante der Inflation für eine Union als Ganzes ebenso wie für ihre nationalen Einheiten sind. Die EZB versagte in der Behandlung der makroökonomischen Entwicklungen und der Entstehung größerer Ungleichgewichte. Und sie sah auch nicht das Ergebnis in Form des Deflationsdrucks nach einer möglichen Krise voraus. Die EZB als unabhängige Institution hätte die Katastrophe größtenteils verhindern können, wenn sie von ihrem politischen Einfluss Gebrauch gemacht oder öffentliche Warnungen ausgegeben hätte, dass die Union auf einem gefährlichen Weg sei.

##### 5. Asymmetrische Anpassung ist ein Muss

Nun werden viele Beobachter, auch wenn sie mit den hier ausgedrückten Ansichten einverstanden sind, argumentieren, dass die Strategie, das inländische

Lohnwachstum zu dämpfen, in erster Linie nicht durch den Wettbewerb innerhalb der WWU, sondern hauptsächlich durch den zunehmenden industriellen Wettbewerb mit den aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere China, motiviert war. Weiter werden sie sagen, dass, wie schon erwähnt, diese Strategie voll auf der Linie der allgemeinen Orientierung war, die die Europäische Union einige Jahre zuvor schon hatte, als sie alle ihre Mitglieder drängte, ihre Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern.

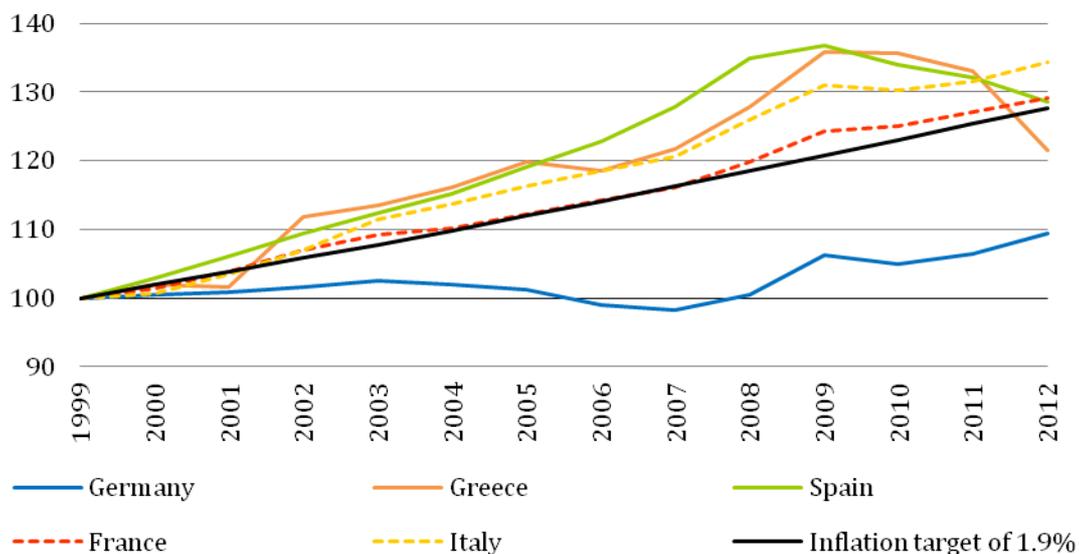
Obwohl diese Argumente für viele spontan attraktiv sind, sind sie vollkommen falsch, weil sie einmal mehr die entscheidende Bedeutung der engen und stabilen Beziehung zwischen der Wachstumsrate der Lohnstückkosten und der Inflationsrate übersehen. Eine Währungsunion, die eine Inflationsrate von 2 Prozent erreichen will, darf nicht einem ihrer Mitgliedsländer (und besonders nicht dem größten) erlauben, in Bezug auf die Entwicklung der Lohnstückkosten und die Inflation eigene Wege zu gehen. Wäre Europa überzeugt gewesen, dass da eine Herausforderung aus den aufstrebenden Volkswirtschaften besteht, der auf makroökonomischer Ebene begegnet werden muss, so hätte es eine niedrigere Inflationsrate (oder sogar eine Deflation) als Ziel der gemeinsamen Geldpolitik wählen können. In diesem Fall jedoch hätte sich die niedrigere Inflation in Europa früher oder später im Wechselkurs des Euro gegenüber dem chinesischen Yuan oder dem US-Dollar niedergeschlagen und den Vorteil, den Europa mit der Verfolgung eines niedrigeren Inflationsziels zu erlangen suchte, zerstört.

Die Botschaft ist einfach: In einer Welt flexibler oder anpassbarer Wechselkurse kann kein Land einen permanenten Vorteil gegenüber einem anderen Land erzielen, das die Möglichkeit hat, seinen Wechselkurs gemäß den Inflationsunterschieden anzupassen. Das bedeutet, dass alle Versuche, die Wettbewerbsfähigkeit durch Kürzung oder Mäßigung der Löhne für die WWU als Ganzes zu verbessern, nutzlos sind. Aber genau das ist der Ansatz, der nach der Krise als weiterer Weg ausgesucht wurde. Dieser Ansatz ist auch deswegen verfehlt, weil in den meisten europäischen Schuldnerländern Lohnkürzungen böse Folgen haben werden, da dort die Inlandsnachfrage wichtiger ist als die Auslandsnachfrage. In Volkswirtschaften mit einem Exportanteil von weit weniger als 50 Prozent am BIP sind Lohnmäßigungsstrategien kontraproduktiv, wenn nicht die Aussicht besteht, über einen ausgedehnten Zeitraum hinweg einen riesigen Leistungsbilanzüberschuss zu

erzielen und in der Lage zu sein, den Exportanteil auf über 50 Prozent zu steigern, ohne dass die Handelspartner Vergeltungsmaßnahmen ergreifen. Unter normalen Umständen ist es deshalb unmöglich, die während der ersten zehn Jahre der WWU von Deutschland verfolgte Strategie nachzuahmen.

Ein Land in einer Währungsunion, das einen geringen Exportanteil, aber ein hohes Leistungsbilanzdefizit und Finanzierungsprobleme aufgrund einer indirekt überbewerteten Währung hat, sitzt in der Falle. Eine Lohnanpassung nach unten, manchmal irrtümlicherweise „interne Abwertung“ genannt, ist kein Ausweg, da sie die Inlandsnachfrage und die Produktion insgesamt zerstört, bevor sie durch steigenden Export Erleichterung bringen kann. Insbesondere Länder mit einer großen Kluft in der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland müssen eine Zeit des Aufholens in Bezug auf konkurrenzfähige Preise durchstehen. Dieser Prozess führt nicht zu schnellen Gewinnen internationaler Marktanteile oder einer dauerhaften Verbesserung der Leistungsbilanzposition, weil der absolute Vorteil Deutschlands bestehen bleibt, solange die Kluft in der Wettbewerbsfähigkeit nicht ins Gegenteil, als einen absoluten Vorteil der Defizitländer, verwandelt wird. Grafik 7 zeigt, dass die Länder für lange Zeit unter den deutschen Lohnstückkostenpfad tauchen müssen, um einen Teil der Verluste, die sie in den ersten zehn Jahren der WWU erfahren haben, wiederzugewinnen.

Grafik 7: Lohnstückkosten<sup>1</sup> einer Auswahl von WWU-Ländern von 1999 bis 2012 (1999 = 100)



Anmerkung:

1 Lohnstückkosten definiert als Bruttoeinkommen pro Kopf der abhängig Beschäftigten in ECU/Euro, geteilt durch das reale BIP aller Beschäftigten

Die Achillesferse des Anpassungsprozesses ist seine Länge. Ein demokratisches Land kann möglicherweise keine fünf oder zehn Jahre sinkenden Lebensstandards und steigender Arbeitslosigkeit durchstehen, weder wirtschaftlich noch politisch. Der Prozess würde unweigerlich zu sozialen Unruhen und verzweifelten Versuchen der Menschen führen, durch Wahlen zu verhindern, was in ihren Augen eine leichtfertige Attacke auf ihr Wohlergehen ist. Deswegen muss der Anpassungsprozess zumindest symmetrisch sein. Das bedeutet, dass das Land, das indirekt unterbewertet ist, eine Anstrengung einer Anpassung nach oben unternehmen muss, d.h. schnellere Lohnerhöhungen, die ebenso stark ist wie die Anstrengung der anderen Länder bezüglich einer Anpassung nach unten. Die zuverlässigste Messlatte für den Erfolg der Anpassungsanstrengungen auf beiden Seiten ist das Inflationsziel. Wenn das gemeinsame Inflationsziel als solches nicht in Frage gestellt wird, müssen für eine Wiederherstellung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Defizitländer die Lohnstückkosten und die Inflation in dem Überschussland so weit steigen, bis das externe Gleichgewicht auf beiden Seiten über die gesamte Lebensdauer der Währungsunion hinweg (die ersten zehn Jahre eingeschlossen) erreicht ist.

### **Kapitel III: Die Rolle der Banken und der Zentralbank**

#### 1. Die problematische Finanzstruktur der WWU

Eine Währungsunion wie die WWU, die darauf abzielt, sowohl ein gemeinsames internationales Geld als auch ein gemeinsames inländisches Geld für seine Mitgliedstaaten zu schaffen, hat besondere Anforderungen an die Institutionen, denen das Finanzsystem untersteht. Insoweit, als die gemeinsame Währung in den internationalen Märkten benutzt werden soll, muss die Union eine Währungsbehörde haben, die die Devisenreserven (einschließlich Gold) verwaltet und, falls notwendig, im Devisenmarkt interveniert. Insoweit, als die gemeinsame Währung im Inland benutzt werden soll, muss die Union eine Währungsbehörde haben, die dafür sorgt, dass die Inflationsraten der Mitgliedstaaten konvergieren, und die die Emission und den Umlauf des gesetzlichen Zahlungsmittels überwacht. Beide Aufgaben erfordern eine effektive und mächtige Zentralbank.

In nationalen Finanzsystemen finden die regelmäßigen Operationen einer Zentralbank täglich im Interbankenmarkt statt, womit sie Liquidität zur Verfügung stellt und stabile Bedingungen für die kurzfristigen Operationen der Geschäftsbanken gewährleistet. Deswegen war die fundamentalste institutionelle Unterstützung des Funktionierens der WWU der Aufbau der Europäischen Zentralbank (EZB), die in einem homogenen Interbankenmarkt operiert, in dem die Geschäftsbanken der Mitgliedstaaten Liquidität zu gleichen Konditionen erhalten konnten. Die Tätigkeit sowohl der EZB als auch des Interbankenmarktes offenbarte jedoch die widersprüchliche Natur der WWU und die ihr innewohnende Instabilität.

Die EZB wurde als die „privateste“ aller großen Zentralbanken aufgebaut, und zwar in dem Sinne, dass es ihr nicht erlaubt war, die Schulden der Mitgliedstaaten im Primär- und im Sekundärmarkt zu erwerben. Zu verhindern, dass öffentliche Schuld in die Bilanz der EZB eingeht, ist konsistent mit dem Leitprinzip der WWU, nämlich dass ein Mitgliedstaat nicht die Verbindlichkeiten eines anderen auf sich nehmen sollte. Die Staaten sollten ihre Defizite nicht durch den Verkauf von Schuldtiteln an die EZB finanzieren können, und sie sollten auch nicht das mit ihrer Schuld verbundene Kreditrisiko an die EZB – und damit letztlich an die anderen Mitgliedstaaten – weitergeben können.

Es war also ursprünglich vorgesehen, dass die EZB ihre Verbindlichkeiten mit dem Ziel emittiert, nur private Schuldtitel höchster Qualität und nach strengen Auswahlkriterien zu erwerben. Sie war auch mit umfangreichen Goldreserven, den größten unter den führenden Zentralbanken, ausgestattet. Ihr Auftrag war, die Konvergenz der Inflationsraten in Richtung auf ein Ziel von 2 Prozent sicherzustellen. Im Unterschied zum Federal Reserve System der USA hatte die EZB nie eine Verpflichtung, die Entwicklung des realen Sektors, einschließlich Wachstum und Arbeitslosigkeit, zu berücksichtigen. Die Art, wie die EZB operierte, spielte eine wichtige Rolle in der Entstehung der Krise, die die Instabilität der Union offenbarte und die EZB in gewissem Maße zur Änderung ihrer Praxis veranlasste.

Anfänglich war die EZB erfolgreich bei der Errichtung eines homogenen Interbankenmarktes für die WWU. Durch die von der EZB verlangten strikten Konditionen für Sicherheiten (private Finanzvermögenswerte) wurde für die

Geschäftsbanken der Mitgliedstaaten ein gemeinsamer Bereich geschaffen, in dem sie sowohl Liquidität von der Zentralbank erhalten als auch Liquidität untereinander handeln konnten. Auf dieser Basis konnte sich ein einheitlicher Zinssatz unter den Mitgliedstaaten herausbilden, und es war zu erwarten, dass das Funktionieren des Euro sowohl intern als auch international unterstützt würde.

Gleichwohl wurde der homogene Interbankenmarkt auf Banksystemen aufgebaut, die national geblieben sind. Somit ist das Verhalten von Geschäftsbanken im Handel mit Liquidität stark von nationalen institutionellen Merkmalen geprägt. Des Weiteren kommt in der Struktur der EZB selbst das Fortbestehen der nationalen Finanzsysteme zum Ausdruck. Die nationalen Zentralbanken operieren weiterhin innerhalb des Rahmens, den das Eurosystem der Zentralbanken bildet, und ihre Rolle ist im Laufe der Krise wichtiger geworden.

Kurz gesagt, ist die WWU zwar mit einer Zentralbank ausgestattet, die in einem homogenen Interbankenmarkt operiert, hat aber kein ähnlich homogenes Geschäftsbankensystem. Das ist ein zentraler Widerspruch in der WWU und untergräbt das Funktionieren der Union. Die folgenden Punkte sind zu bedenken.

In einem nationalen Geldsystem wird die Bereitstellung von Liquidität durch die Zentralbank durch Aufsichts- oder Überwachungsbefugnisse gegenüber den Geschäftsbanken erleichtert. In der WWU jedoch ist die Überwachung der Geschäftsbanken grundsätzlich national geblieben. Noch wichtiger ist aber der Einfluss der nationalen Institutionen auf die Bonität der Geschäftsbanken. Die Fähigkeit der Geschäftsbanken, im Interbankenmarkt Liquidität zu erhalten und zu handeln, hängt letztlich von ihrer Kreditwürdigkeit ab, die wiederum von der Qualität der Bankbilanzen und insbesondere der Bankaktiva abhängt. In einem nationalen Geldsystem bilden institutionelle Richtgrößen einen Rückhalt für die Kreditwürdigkeit von Geschäftsbanken und unterstützen damit das normale Funktionieren der Interbankenmärkte. Dagegen fehlen in der WWU entsprechende institutionelle Richtgrößen, wie im Laufe der Krise offenbar wurde. Folglich wurde die Bereitstellung von Liquidität und damit das Funktionieren des Euro als Währungsunion gestört.

Konkreter gesagt, in einem nationalen Geldsystem werden die Geschäftsbanken normalerweise von einem Versicherungssystem unterstützt, das die Einlagen – die wichtigste Komponente der Bankverbindlichkeiten – schützt. Gleichermaßen haben die Geschäftsbanken Zugang zu ausdrücklichen oder stillschweigenden Garantien des Staates gegen das Konkursrisiko. Das von den Geschäftsbanken in ihre Bilanzen aufgenommene Kreditrisiko wird letztlich von öffentlichen „Lösungs“-Mechanismen gehandhabt. Im Wesentlichen sind das verschiedene (stillschweigende oder ausdrückliche) Arten der Verteilung der Last der Bankverluste auf Steuerzahler, Aktionäre und Anleihehaber. Diese Mechanismen umfassen unterschiedliche Methoden mit spezifischen institutionellen Merkmalen, die normalerweise von Land zu Land verschieden sind.

Der Kontrast zur WWU ist scharf. Für das Bankgeschäft in der WWU fehlen sowohl ein einheitliches Einlagensicherungssystem als auch ein einheitlicher Lösungsmechanismus, da die Geschäftsbanken sowohl in der einen als auch in der anderen Hinsicht mit Entschiedenheit national bleiben. Somit erhalten WWU-Banken Liquidität in einem Interbankenmarkt, der grundsätzlich übernational ist, stützen aber ihre Kreditwürdigkeit mithilfe von institutionellen Mechanismen, die national und länderspezifisch sind. Dieser Widerspruch hat den Verlauf der Krise geprägt, indem er die Funktionsfähigkeit des Interbankenmarktes und damit der WWU selbst störte.

## 2. Bankinsolvenz und Liquiditätsengpässe

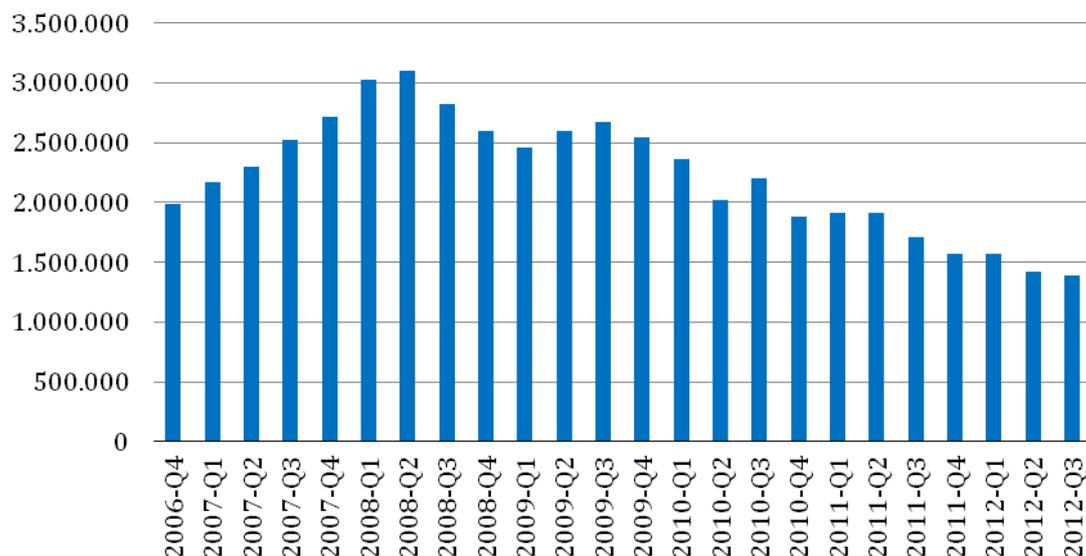
Das Geschäftsbankwesen in der WWU wurde von dem schnellen Kreditwachstum nach dem Jahr 2000 beeinträchtigt. Die direkte Ursache des Kreditwachstums war derselbe Faktor, der auch die Homogenität des Interbankenmarktes sicherte, nämlich der von der EZB gesteuerte gemeinsame Zinssatz. Die Zinsen gingen in der gesamten WWU zurück, und der Rückgang war in den peripheren Ländern besonders bemerkenswert. Auch die Inflationsraten konvergierten, wenn auch nicht so deutlich wie die Zinssätze. Das Ergebnis war, dass die Realzinsen in mehreren Peripherieländern kollabierten und sogar negativ wurden. Als Folge erhöhte sich das inländische Kreditwachstum rapide.

Das inländische Kreditwachstum verschleierte auf eine effektive Art und Weise die negativen Ergebnisse des Verlusts an Wettbewerbsfähigkeit der peripheren

Volkswirtschaften. Die Kredite trugen zur Aufrechterhaltung des Konsums bei und unterstützten die Investitionen in bestimmten Bereichen, insbesondere im Immobiliensektor. Je nach dem institutionellen Hintergrund und den Wohnpraktiken der einzelnen Länder war das Ergebnis ein Anstieg der Immobilienpreise in mehreren dieser Länder, wobei im Falle Irlands und Spaniens riesige Blasen entstanden. Die inländischen Banken waren stark daran beteiligt und übernahmen somit das entsprechende Kreditrisiko in ihre Bilanzen.

Außerdem erlaubten niedrige Zinssätze in der gesamten WWU es den Ländern, die aus dem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit resultierenden Leistungsbilanzdefizite zu günstigen Bedingungen zu finanzieren. Die steigende internationale Schuld wurde von Banken aus Überschussländern, typischerweise Deutschland und Frankreich, bereitgestellt.

Grafik 8: Bankkreditvergabe aus Kernländern in die Peripherie – Bruttoforderungen Kern - Peripherie (Mio. \$)



Anmerkungen:

1 Deutschland, Niederlande und Frankreich

2 Spanien, Portugal und Irland

Quelle: BIZ; eigene Berechnungen

In den 2000er Jahren waren die Banken der Kernländer mehrere Jahre lang gern bereit, Kreditrisiken in ihre Bilanzen zu nehmen, indem sie Kredite sowohl an die Staaten als auch an die privaten Unternehmen der Peripherie vergaben (Grafik 8). Der Grund hierfür war im Prinzip, dass diese Schuld auf Euro lautete und zu der falschen Annahme veranlasste, dass sie ähnlich wie Inlandschuld zu sehen war. Im

Laufe der Krise ist klargeworden, dass diese Schuld tatsächlich Auslandsschuld ist, soweit es sich um Peripherieländer handelt, selbst wenn sie auf Euro lautet. Somit sahen sich die Kreditgeber schließlich in Staats- und Privatschulden in der Peripherie engagiert, die sie wahrscheinlich nicht erworben hätten, wenn die Geldsysteme der Peripherieländer national geblieben wären.

Die Krise der Eurozone ist zuallererst eine Krise, die sich auf Staats- und Privatschulden bezieht. Das ist angesichts des zugrundeliegenden Verlusts der peripheren Länder an Wettbewerbsfähigkeit, was zwangsläufig die Anhäufung von Auslands- und Inlandsschulden bedeutet, klar. Da die Schulden stiegen, wurde es für die staatlichen Kreditnehmer nach 2009 schwierig, an den internationalen Märkten Kredite zu bekommen. Der fundamentale Grund dafür ist, dass es den Kreditgebern klar wurde, dass nicht alle auf Euro lautenden Schulden dieselbe Qualität hatten: ein Euro der deutschen öffentlichen Schuld beispielsweise bekam einen viel höheren Wert als ein Euro der griechischen öffentlichen Schuld. Allmählich verstanden die Marktteilnehmer, dass der deutsche Staat die Schulden der Schuldnerländer nicht bedienen würde. Somit wurden immer mehr Schuldnerländer und ihre Regierungen von den internationalen Märkten ausgeschlossen.

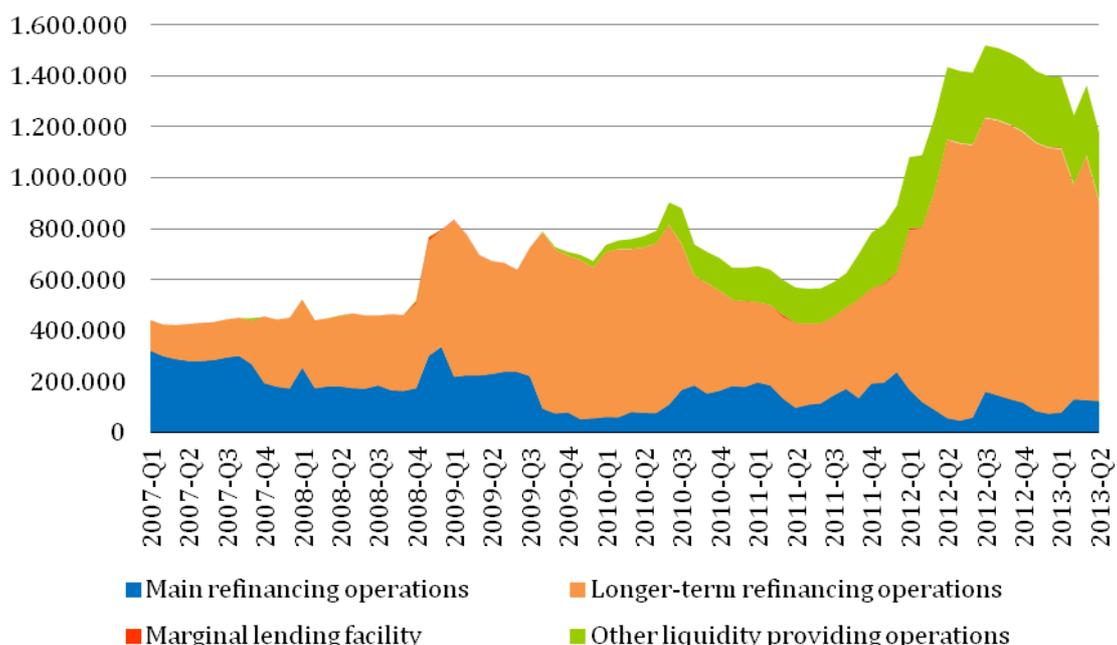
Die Gefahr für die staatlichen Schuldner wurde sofort zu einer Gefahr für die Banken, die Gläubiger dieser Staaten waren. Das waren in erster Linie Banken aus Kernländern, die öffentliche Schuld in der Peripherie finanziert hatten. Außerdem gab es auch eine Gefahr für Banken, die die Überexpansion der privaten Inlandskredite, oft in Verbindung mit Immobilien, unterstützt hatten. Das waren zunächst inländische Banken, aber auch ausländische Banken, die Kredite entweder an inländische Banken oder direkt an den überschuldeten Privatsektor vergeben hatten. Als sich die Krise verschärfte und der fiskalische Sparkurs die Schrumpfung der peripheren Volkswirtschaften verstärkte, bekamen die Banken zusätzliche Probleme mit notleidenden Krediten, meistens in der Peripherie, aber auch in Kernländern.

Also war die Krise der Eurozone von Anfang an eine Bankenkrise, d.h. eine Solvenzkrise der Banken, weil sie mit der globalen Finanzkrise zusammenfiel. Beginnende Bankensolvenzkrisen führen normalerweise zu einem Vertrauensverlust der Banken untereinander und werden deshalb zuerst in Liquiditätsengpässen im

Interbankenmarkt sichtbar. In solchen Umständen besteht die Standardreaktion der Zentralbank darin, dass sie den Geschäftsbanken Liquidität bereitstellt. Die Operationen der EZB waren folglich von Anfang an fundamental für die Konfrontation mit der Krise der Eurozone. Die Bereitstellung von Liquidität durch die EZB sowohl für Geschäftsbanken als auch für nationale Zentralbanken hat enorm zugenommen, und die Konditionen für die Sicherheiten wurden systematisch gelockert. Die Politik der EZB läuft auf eine umfangreiche öffentliche Subvention für die Geschäftsbanken hinaus, da Liquidität zu sehr niedrigen Zinssätzen für feste Zeiträume zur Verfügung gestellt wurde.

Im Unterschied zur Federal Reserve und zur Bank of England seit 2007 griff die EZB nicht zur direkten quantitativen Lockerung, also zum Erwerb öffentlicher Anleihen zur Stärkung der Bankreserven in der Hoffnung, das Angebot von Kreditgeldern zu erhöhen. Trotzdem bestand die Reaktion der privaten Banken auf die Bereitstellung von Liquidität durch die EZB hauptsächlich in der Erhöhung der Reservebestände beim Eurosystem (Grafik 9). Die Geschäftsbanken waren aus Gründen, die oben beschrieben wurden, tief besorgt über die Qualität ihrer Bilanzen und zogen es deshalb vor, die von der EZB bereitgestellte Liquidität zu horten, anstatt sich in der Kreditexpansion zu engagieren (Grafik 10).

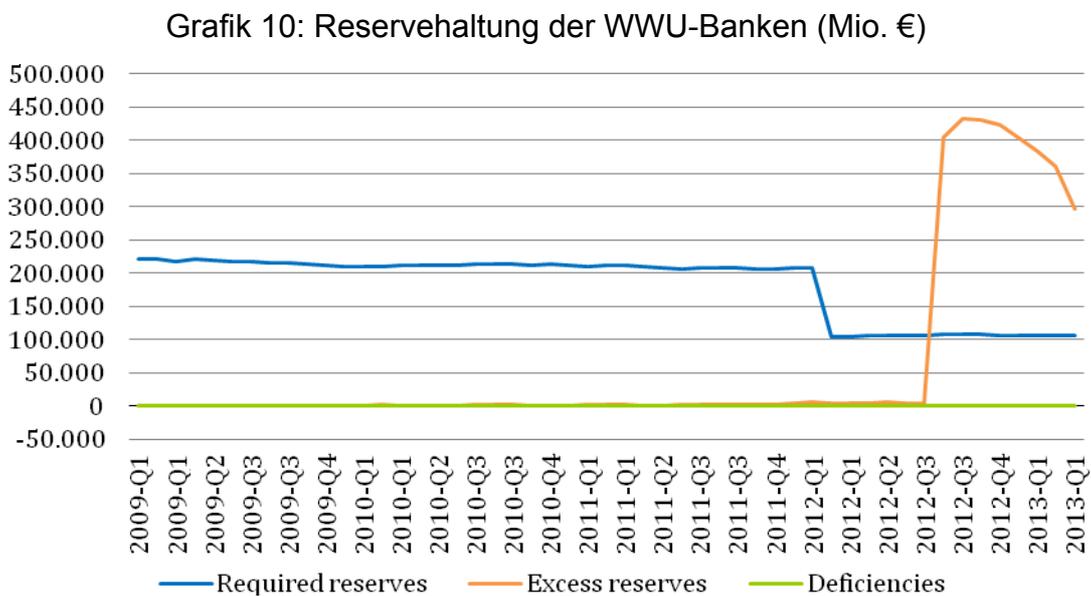
Grafik 9: Bereitstellung von Liquidität durch die EZB<sup>1</sup> nach Instrumenten (Mio. €)



Anmerkungen:

1 Nur Liquiditätsbereitstellung durch die EZB (keine Abschöpfung)

Quelle: EZB; eigene Berechnungen



Quelle: EZB; eigene Berechnungen

Die Bereitstellung von Liquidität hat auch zwischen Zentralbanken enorm zugenommen und zur Ausweitung der sogenannten Target-2-Konten geführt. Diese Liquiditätsströme haben einen großen Teil der privaten Kapitalflüsse zwischen den WWU-Ländern ersetzt, insbesondere Flüsse aus Kernländern in Peripherieländer, als die Krise sich verschärfte. Die Liquiditätsbereitstellung durch Kernzentralbanken an periphere Zentralbanken erlaubte es den letzteren, ihre eigenen Bankensysteme und den Privatsektor zu unterstützen. Angesichts der Größe der Insolvenzprobleme der Geschäftsbanken war jedoch selbst die umfangreiche Liquiditätsbereitstellung unzureichend, um die Interbankenmärkte aus der Krise zu hieven. Deswegen griffen die Währungsbehörden der WWU zu zwei weiteren Maßnahmen, die beide die zunehmende Zerrüttung der Union anzeigen.

Die erste bestand in der Bereitstellung von Liquidität durch nationale Zentralbanken innerhalb des Eurosystems unter dem Deckmantel der Bereitstellung von Liquiditätshilfe in Notfällen (Emergency Liquidity Assistance, ELA). Die Schaffung dieser Form von Liquidität erfordert die Zustimmung des EZB-Rats, aber für die Verbindlichkeit sind die einzelnen nationalen Zentralbanken verantwortlich. ELA läuft faktisch auf die Schaffung von Euro unter lokalen Bedingungen hinaus und hat teilweise den Charakter nationalen Geldes, insbesondere deswegen, weil die Sicherheitenbedingungen von der nationalen Zentralbank festgelegt werden. ELA war ein wichtiger Teil der Liquiditätsbereitstellung in der Peripherie, meist begleitet von einer wesentlichen Lockerung der Sicherheitenbedingungen.

Die zweite war die Änderung der EZB-Praxis hinsichtlich der öffentlichen Schuld. Die Schwierigkeit oder vollkommene Unfähigkeit staatlicher Schuldner, Zugang zu Geldern auf den internationalen Finanzmärkten zu erhalten, und die entsprechende Verschlechterung der Qualität von Staatsschuldtiteln waren fundamental für die Verknappung von Liquidität im Interbankenmarkt. Folglich war die EZB gezwungen, ihre absolute Weigerung, Staatsschuldtitel zu kaufen, aufzuweichen. Tatsächlich begann sie mit dem Erwerb solcher Schuldtitel im Sekundärmarkt schon 2011. Noch wichtiger war aber die 2012 abgegebene Erklärung der EZB, sie stehe zum Kauf der Schuldtitel der in Schwierigkeiten befindlichen Länder bereit, sofern diese die Umsetzung von Austeritätsprogrammen akzeptierten. Diese Ankündigung ist in der Praxis nicht ausprobiert worden, bedeutete aber trotzdem eine grundlegende Veränderung. Sie beruhigte die Finanzmärkte, weil sie signalisierte, dass die EZB bereit ist, das Kreditrisiko von Staatsschulden zu übernehmen. Für Kernländer, insbesondere Deutschland, ist das möglicherweise problematisch, weil es der Logik widerspricht, nach der die WWU errichtet wurde.

### 3. Zentrifugale Tendenzen bei den WWU-Banken

Die Bereitstellung von Liquidität direkt durch die EZB oder über ELA war ein wichtiger Hebel zur Milderung der Konditionen auf den Finanzmärkten. Allerdings kann, wie schon angedeutet, die Liquiditätsbereitstellung nicht das grundlegende Problem lösen, dem sich die Banken in der Eurozone gegenübersehen, nämlich die potenzielle Insolvenz aufgrund der problematischen Qualität der Vermögenswerte. Deswegen hat das Nichtvorhandensein von zweckmäßigen institutionellen

Mechanismen einer Einlagensicherung, von Lösungsmechanismen und Bankenüberwachung die Störung der Eurozone verschlimmert. Die Behandlung von Insolvenzproblemen erfordert normalerweise, dass den Aktionären und Anleihehabern Verluste auferlegt werden, und dass die Banken frische Kapital, oft aus öffentlichen Quellen, erhalten. Diese Mechanismen bedeuten, dass das eine Land der Eurozone öffentliche Mittel bereitstellen müsste, um die Banken eines anderen Mitgliedslandes zu retten.

Faktisch ist das Problem aufgetreten, weil die Eurozone ein in einem homogenen Geldmarkt operierende Zentralbank hat, die sich mit einer Konstellation von Banken befassen muss, die zu siebzehn verschiedenen Staaten gehören. Das Wohl jeder einzelnen Bank ist von nationalen Finanzpraktiken, einschließlich der fiskalischen Aussichten des Staates, betroffen; darüber hinaus bestehen auch für die Bedingungen, nach denen die Insolvenz gehandhabt wird, nationale Aussichten. Angesichts der prekären Lage der öffentlichen Finanzen in mehreren Peripheriestaaten ist eine Reihe von Geschäftsbanken in der Eurozone mit dem Insolvenzrisiko konfrontiert, das auf ihre nationalen öffentlichen Finanzen zurückzuführen ist, von ihren eigenen nationalen Behörden aber nicht effektiv behandelt werden kann.

Daraus ergaben sich in einigen Ländern höhere Kreditaufnahmekosten für die Banken, und damit höhere Kreditzinssätze, als in anderen Ländern. Unternehmen mit demselben Kreditrisiko, die aber in verschiedenen Mitgliedstaaten der Eurozone ansässig sind, sind gezwungen, mit verschiedenen Zinssätzen zu operieren. Das ist grundsätzlich schädlich sowohl für die Eurozone als auch für die EU selbst und ein weiteres Anzeichen für die Zerrüttung der Währungsunion. Die Bereitstellung von Liquidität durch die EZB, einschließlich über ELA, kann diese Diskrepanzen mildern, aber sie kann sie nicht ganz beseitigen, da sie sich aus Insolvenzproblemen sowohl der Banken als auch der Staaten ergeben.

Noch schlimmer für die Eurozone ist, dass mit der Verschärfung der Krise jeder Mitgliedstaat enger an sein eigenes Bankensystem gebunden wurde, d.h. das Bankwesen in der Eurozone ist noch stärker national geworden. Oder anders ausgedrückt, die Krise hat die Verbindungen zwischen den Mitgliedstaaten und den

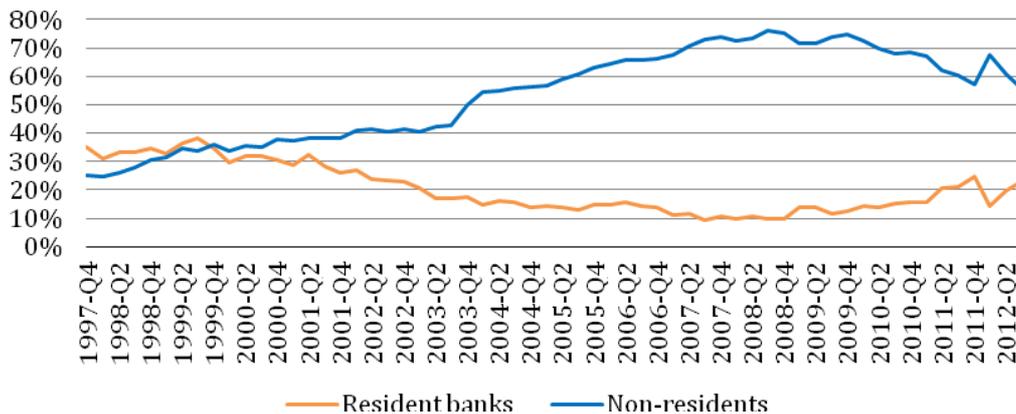
supranationalen Finanzmechanismen der Eurozone geschwächt. Dieser Trend ist sichtbar geworden, da die Banken ihre Bestände an Regierungsanleihen erhöht und gleichzeitig auf das Halten von Inlandsanleihen umgeschaltet haben (Grafik 11 -16).

Grafik 11: Anteil der von Banken gehaltenen staatlichen Wertpapiere an den gesamten Aktiva



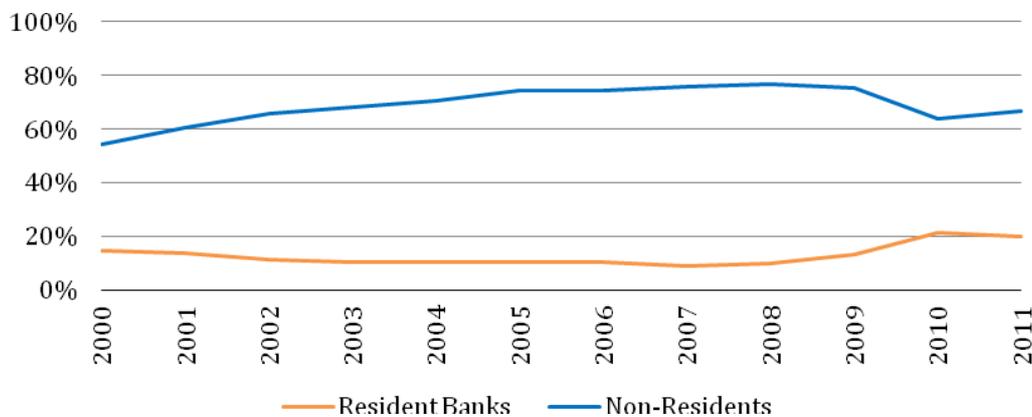
Quelle: EZB; eigene Berechnungen

Grafik 12: Auslandsanleihebestände inländischer Banken und Nichtansässiger in Prozent der gesamten MFI-Aktiva – Griechenland



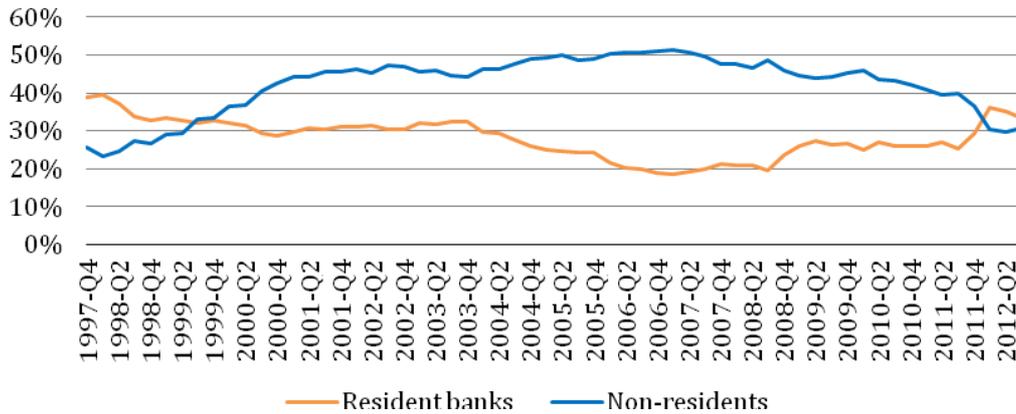
Quelle: Brueghel database of sovereign bond holdings developed in Merler and Pisani-Ferry (2012)

Grafik 13: Auslandsanleihebestände inländischer Banken und Nichtansässiger in Prozent der gesamten MFI-Aktiva – Portugal



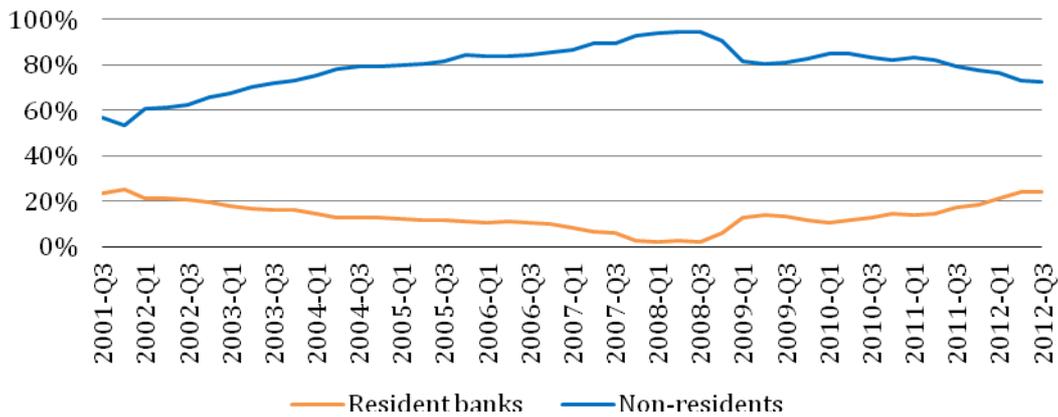
Quelle: Brueghel database of sovereign bond holdings developed in Merler and Pisani-Ferry (2012)

Grafik 14: Auslandsanleihebestände inländischer Banken und Nichtansässiger in Prozent der gesamten MFI-Aktiva – Spanien



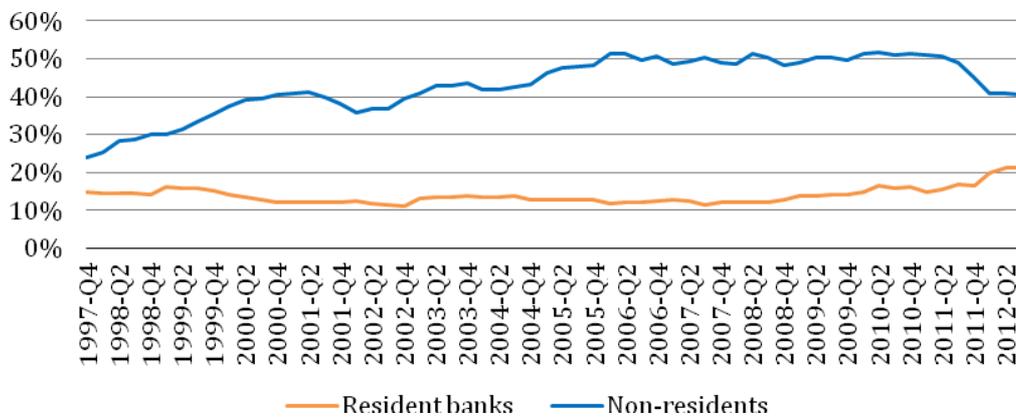
Quelle: Brueghel database of sovereign bond holdings developed in Merler and Pisani-Ferry (2012)

Grafik 15: Auslandsanleihebestände inländischer Banken und Nichtansässiger in Prozent der gesamten MFI-Aktiva – Irland



Quelle: Brueghel database of sovereign bond holdings developed in Merler and Pisani-Ferry (2012)

Grafik 16: Auslandsanleihebestände inländischer Banken und Nichtansässiger in Prozent der gesamten MFI-Aktiva – Italien



Quelle: Brueghel database of sovereign bond holdings developed in Merler and Pisani-Ferry (2012)

Es gibt drei Gründe für diesen Trend, die allesamt mit der widersprüchlichen Natur der Finanzinstitute der Eurozone zu tun haben. Erstens bevorzugen die Banken normalerweise die Schuldtitel ihres eigenen Staates, da letzterer als Steuereinnahmer und letztlich Garant der Zahlungsmittel innerhalb des ursprünglich Territoriums der Bank begriffen wird. Zweitens waren Inlandsbanken in mehrfacher Hinsicht dem Druck der Regierung, Anleihen zu erwerben, ausgesetzt. Drittens waren die Mitgliedstaaten der Eurozone gezwungen, sich mehr auf ihre inländischen Bankensysteme zu verlassen, da die Banken der Kernländer sich aus Regierungsanleihen schwächerer Mitgliedstaaten zurückgezogen haben.

Außerdem haben die Regierungen und nationalen Zentralbanken ihre nationalen Bankensysteme in verschiedenerlei Hinsicht unterstützt. Die Regierungen haben den nationalen Banken Garantien gewährt, die es ihnen erlauben, Sicherheiten für EZB-Liquidität zu stellen. Die nationalen Zentralbanken haben ELA gegen Sicherheiten niedriger Qualität zur Verfügung gestellt. Die Regierungen haben auch Teile der Aktiva- und Passiva-Strukturen der Banken garantiert. Diese nationalen Unterstützungsmechanismen stellen tatsächlich eine Subvention für Inlandsbanken dar, da sie die Mittelaufnahmekosten senken und es ihnen erlauben, dem Insolvenzrisiko zu begegnen.

Alles in allem bleibt das Geschäftsbankwesen innerhalb der Eurozone wegen der bestehenden Probleme mit der Qualität der Aktiva und somit der Solvenz in einem sehr beunruhigenden Zustand. Die Bereitstellung von Liquidität durch die Behörden der Eurozone hat die Schwierigkeiten gemildert, kann sie aber nicht beseitigen. Der Grund hierfür ist im Prinzip das Fehlen effektiver Mechanismen zur Bekämpfung von Bankkrisen in der ganzen Eurozone, worin die nationale Zusammensetzung der Geschäftsbanken zum Ausdruck kommt, und die Unfähigkeit, eine Verschlimmerung der Krise zu vermeiden. Die Spannung zwischen der übernationalen Bereitstellung von Liquidität und der nationalen Lösung von Banksolvenzproblemen hat im Laufe der Krise zugenommen, da der nationale Charakter des Geschäftsbankwesens gestärkt wurde. 2013 wurde die Spannung bei der Behandlung der Probleme des zypriotischen Bankensystems weiter vergrößert, da die Eurozone selbst den Einlegern Verluste auferlegte. Das Vertrauen in das Bankwesen in der Eurozone wird

zweifelloos stark darunter leiden, was zu weiteren Solvenzproblemen führen wird. Keine dieser Entwicklungen lässt für die Zukunft der Eurozone Gutes erwarten.

## **Kapitel IV: Verfehlte Wirtschaftspolitik – das Dilemma zwischen Beständen und Flüssen und die entscheidende Rolle der Fiskalpolitik**

### 1. Flüsse sind wichtiger als Bestände

In den letzten Jahren wurde in der Eurozone der Behandlung von Bestandsproblemen, seien es nun Problemkredite, scheinbar untragbare öffentliche Schulden oder Spareinlagen, viel politische Energie gewidmet. In die Umkehrung der Flüsse, nämlich Einkommen (Wachstum), Investitionen und Konsum, wurde viel weniger politischer Enthusiasmus investiert. Das ist genau der falsche Weg. Da künftige Bestände das Ergebnis der heutigen Flüsse sind, muss der Wiederherstellung der Flüsse Priorität eingeräumt werden, auch wenn dies für die Halter der heutigen Bestände schmerzlich ist.

In einer Volkswirtschaft, die von einer untragbar hohen, in vielen Jahren infolge eines Verlusts an Wettbewerbsfähigkeit und sinkender Marktanteile angehäuften Auslandsschuld gekennzeichnet ist, scheint das Schuldenproblem das dringendste zu sein. Wenn beispielsweise die Importfinanzierung durch den Kapitalmarkt gefährdet ist oder extrem teuer wird und die Devisenreserven nahezu erschöpft sind, braucht das Land Soforthilfe, weil die Export- und Importströme nicht von heute auf morgen angepasst werden können. Aber selbst die unmittelbare Importfinanzierung ist ein Element der Wiederherstellung von Flüssen, und nicht der Behandlung von Beständen. In früheren Währungskrisen, beispielsweise in Asien und Lateinamerika, musste der IWF eingreifen, weil die Länder nicht den Mittelabfluss und den Wertverlust ihrer Währungen stoppen konnten. Als der IWF eingriff – wenn auch mit unnötigen und sogar nutzlosen Bedingungen – bezog sich der Haupteffekt auf die kurzfristige Importfinanzierung. Da die Wettbewerbsfähigkeit infolge der Abwertung der nationalen Währungen sich mit der Zeit verbesserte, kam die Wende für die Volkswirtschaft über höheren Export und geringeren Import. Letzteres war machbar, da höhere Importpreise die Substitution vieler Importe durch inländische Güter förderte, sodass der Importfinanzierungsbedarf abnahm. Als die Leistungsbilanz

nach einiger Zeit aktiv wurde, verschwanden der Finanzierungsbedarf und damit die Notwendigkeit, IWF-Hilfe in Anspruch zu nehmen.

In der WWU sollte die Finanzierung für Länder mit Leistungsbilanzdefiziten wesentlich einfacher sein, während das Umschalten von Importen auf inländische Produkte und die Anregung des Exports sehr viel schwieriger ist. In einer voll funktionsfähigen Währungsunion sollte es keine Schwierigkeiten für ein Land geben, seine Importe zu finanzieren, und in der Tat bestehen sie nicht in der Form, wie sie in einem System mit flexiblen Wechselkursen bestehen. In einer Währungsunion werden Leistungsbilanzdefizite, die untragbar geworden zu sein scheinen, von den Märkten bestraft, indem für Staatsanleihen weitaus höhere Zinssätze verlangt werden. Das ist sogar dann der Fall, wenn die Regierung selbst nicht das Hauptproblem ist, und zwar einfach deshalb, weil die Regierung die einzige Rechtsperson ist, die klar als „national“ identifiziert werden kann, und die deshalb als für die Schwierigkeiten, in denen sich die betreffende Volkswirtschaft befindet, verantwortlich betrachtet wird.

Außerdem besteht in einer Welt mit nationalen Währungen die traditionelle Sanktion der Märkte in einer Krisensituation darin, dass sie als Ausgleich für das steigende Risiko einer Währungsabwertung, des Hauptrisikos für das Halten von Staatsanleihen durch Ausländer, höhere Zinssätze „verlangen“, obwohl Regierungen nicht zahlungsunfähig werden wie Unternehmen. Da die Zinssätze für Staatsschuldtitel nach dem Beginn der Krise in der Eurozone ebenfalls gestiegen sind, obwohl in diesem Fall kein Risiko einer Währungsabwertung bestand, tendierten viele Beobachter dazu, die Lage des Landes mit der Lage der Regierung zu verwechseln. Die darauffolgende Reaktion der Politik bestand darin, dass sie zuerst das Bestandsproblem der öffentlichen Schuld behandelte und die Flussprobleme des Landes lange Zeit ignorierte.

Selbst bei flexiblem Wechselkursen besteht oft ein strenger Konflikt zwischen Bestands- und Flussanpassungen. Sobald Menschen oder Institutionen in einem Land, in dem eine Abwertung droht, in ausländischer Währung Positionen halten oder verschuldet sind, kann die Schärfe des Konflikts kaum überschätzt werden. Vor der Argentinienkrise von 2001 z. B. waren viele normale Menschen und die

Regierung in US-Dollar verschuldet, und die Gefahr einer großen Abwertung des Peso (der zu diesem Zeitpunkt seit fast zehn Jahren zu einem Kurs von 1:1 an den Dollar gekoppelt war) führte zu einer Explosion der in nationaler Währung ausgedrückten privaten und staatlichen Schuld. Folglich versuchte die Regierung mit allen Mitteln, die Parität zum Dollar zu verteidigen. Aber ein in tiefer Rezession befindliches Land mit einer überbewerteten Währung braucht eine Anregung der Nachfrage und eine Währungsabwertung, was auch immer mit den Beständen geschieht. Damals konnte der totale Zusammenbruch des argentinischen Currency-Board-Systems (mit einem festen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar) nicht vermieden werden.

In der WWU ist das Ganze etwas komplizierter, aber die zugrundeliegende Logik ist ähnlich. Wenn ein Land zu einer „internen Abwertung“, d.h. zu Lohnkürzungen, gezwungen ist, um seine internationale Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern, erhöht der deflationäre Effekt dieser Lohnkürzungen den realen Wert sowohl der Inlands- als auch der Auslandsschuld, weil der nominale Wert dieser Schuld unverändert bleibt, während alle Einkommensströme reduziert werden. Sollte ein Land zum Verlassen der Währungsunion und zur Abwertung seiner neuen Währung gezwungen sein, würde die gleiche Logik gelten wie bei flexiblen Wechselkursen. Überschussländer andererseits profitieren von niedrigeren Zinssätzen für die Staatsschulden, und in diesen Ländern sinkt der reale Wert aller Schulden einschließlich der Staatsschulden, wenn die Anpassung die Form einer „internen Aufwertung“, also höherer Löhne und Lohnstückkosten, und im Laufe der Zeit höherer Inflation, annimmt.

Aus einer anderen Perspektive wird die Notwendigkeit, sich vorrangig mit den Flüssen zu befassen, noch offensichtlicher. Wenn der Weg aus einer untragbaren Schuldensituation heraus über eine Anpassung der Bestände ohne Verstärkung der Flüsse gesucht wird, kann das keinen Erfolg haben. In Griechenland beispielsweise wurde durch den 2011 vorgenommenen Haircut (Abschlag) auf die Staatsschuld die wirtschaftliche Lage insgesamt ganz und gar nicht verbessert, noch wurde die Staatsschuld deutlich verringert, weil die wirtschaftliche Lage sich tatsächlich weiter verschlechterte. Aber selbst wenn es möglich wäre, die Staatsschuld durch Nichtbedienung deutlich zu verringern, ist es wichtig zu bedenken, dass die Inhaber

der Staatsschuldtitel Vermögensverluste in exakt der gleichen Höhe wie die Gewinne der Regierung erleiden, sodass wahrscheinlich die Inlandsnachfrage beeinträchtigt wird. In dieser Situation könnten Kürzungen der privaten Ausgaben nur begrenzt (oder Erhöhungen der privaten Ausgaben nur erreicht) werden, wenn die Konsum- oder Investitionsneigung deutlich zunehmen würde. Aber selbst wenn die Inhaber von Staatsschuldtiteln überwiegend in anderen Ländern ansässig sind, ist es schwer vorstellbar, dass eine Regierung nach einer derart brutalen Maßnahme ihre eigene Konjunktur sofort und spürbar anregen kann, indem sie höhere Defizite in Kauf nimmt, ohne noch einmal von den Finanzmärkten bestraft zu werden. Im Falle Griechenlands waren von dem Haircut hauptsächlich und schwer die zyprischen Banken betroffen, was dort eine neue Krise auslöste.

Die meisten der erwähnten Effekte sind symmetrisch zwischen dem Defizit- und Überschussland beziehungsweise zwischen dem abwertenden und dem aufwertenden Land. Auf der Aufwertungsseite werden die Bestände höher bewertet, aber die Flüsse leiden, da die Exporte in internationaler Währung teurer wird und die Importe in nationaler Währung billiger werden. Eine Währungsaufwertung erfolgt normalerweise in einer sehr kurzen Zeitspanne als Ergebnis einer erzwungenen und chaotischen Anpassung. In einer Währungsunion kann die Beseitigung einer Lücke in der Wettbewerbsfähigkeit durch stärkere Lohnerhöhungen in den Überschussländern und schwächere Lohnerhöhungen (oder den totalen Verzicht auf Lohnerhöhungen) in den Defizitländern über einen längeren Zeitraum gestreckt werden und wäre wesentlich weniger schmerzlich. Wenn Deutschland bereit wäre, einem solchen Plan koordinierter Lohnpolitik zuzustimmen, würde die damit verbundene strukturelle Veränderung die Anpassungsfähigkeit der Menschen und Firmen nicht überstrapazieren. Das Lohnwachstum in Deutschland sollte beschleunigt werden bis zu einem Punkt, an dem die Reallöhne sich im Einklang mit der Produktivität bewegen und die Inflation dem gemeinsamen Ziel entspricht. Das hätte positive Auswirkungen auf die Reallöhne und würde die Kaufkraft der Verbraucher erhöhen, auch in Bezug auf Importe. Noch stärkere Nominallohnerhöhungen (d.h. höher als das Produktivitätswachstum plus das gemeinsame Inflationsziel) würden die für den europäischen Anpassungsprozess benötigte Zeit verkürzen. In einem solchen Falle würden die Preise in Deutschland

schneller steigen als in den Defizitländern, was eine reale Aufwertung der deutschen Volkswirtschaft bedeuten würde.

In beiden Fällen könnte eine langsame, aber stetige Lösung des Problems der Lücke in der Wettbewerbsfähigkeit erreicht werden, während die steigende deutsche Nachfrage die anderen Volkswirtschaften anregen würde. Natürlich braucht eine solche Lösung viel Zeit, um den Riss zu heilen, der in den ersten zehn Jahren der WWU entstanden ist. Ein Zeitraum von 10 bis 20 Jahren sollte als Minimum für eine Rückkehr zu einem Muster angesehen werden, in dem alle Länder in der Lage sind, ein Einkommenswachstum zu erzielen, das auf ihrer eigenen Stärke beruht und nicht von Zwängen der Importfinanzierung behindert wird.

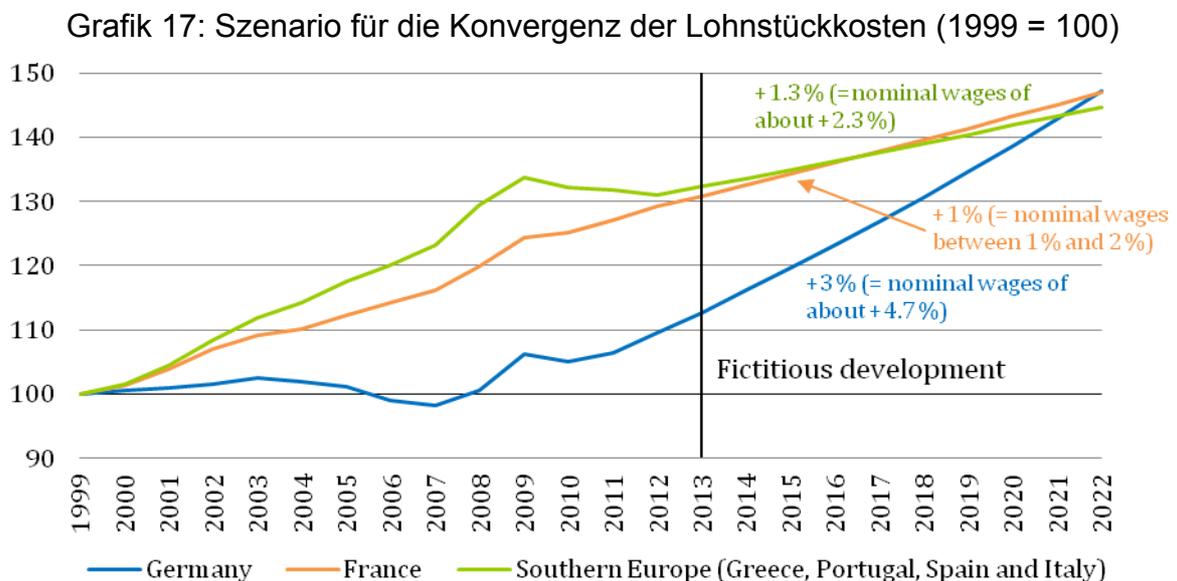
Der entscheidende Punkt ist in der Natur einer Währungsunion selbst zu finden. Die Vereinheitlichung des Geldes in einem Fiatgeldsystem ruht auf dem einen Pfeiler des Vertrauens in die Institutionen, die das Papiergeld einführen und versprechen, seinen Wert zu garantieren. Das Vertrauen kann jedoch nicht in regionale Einheiten mit verschiedenen Vertrauensgraden in eine Währungsunion aufgespalten werden. Vertrauen ist entweder überall oder nirgends. Insofern war der Fall Zyperns ein schlechter Präzedenzfall für das künftige Management länderspezifischer Krisen. In einer Währungsunion sollte sich der Glaube an die Behörden einer Währungsunion nicht nur auf ihr Versprechen gründen, den Wert des Geldes zu stabilisieren. Er hängt auch von ihrer Fähigkeit ab, Ungleichgewichte zwischen den Mitgliedsländern, die sich aus Verlusten oder Gewinnen von Wettbewerbsfähigkeit ergeben können, zu verhindern, sowie von der Bereitschaft und der Fähigkeit dieser Behörden, stabiles Wachstum und hohe Beschäftigung zu sichern, während die Volkswirtschaften der einzelnen Mitglieder „auf ihren eigenen Füßen stehen“.

## 2. Eine allgemeine Deflation ist zu einer großen Gefahr für die WWU geworden

Der Prozess, der gegenwärtig in der WWU im Gange ist und von der „Troika“ (EZB, EU-Kommission und IWF) vorgeschlagen wurde und durchgesetzt wird, geht exakt in die entgegengesetzte Richtung. Die Troika ging von der Annahme aus, dass Deutschland, das Hauptgläubigerland, die richtige Politik verfolgt hat, während die Schuldnerländer alles falsch gemacht haben. Nun ist es aber, wie oben gezeigt, im Falle der WWU eindeutig ungerechtfertigt, die Schuldner zu tadeln und den

Gläubiger zu schonen. Asymmetrische Anpassung – Lohnkürzungen und Deflation in Defizitländern, aber unveränderte Politik in Deutschland – müssen ins Unglück führen. Wettbewerbsfähigkeit ist ein relatives Konzept, und wenn alle versuchen, ihre Wettbewerbsfähigkeit durch Lohnkürzungen zu verbessern, ergibt sich daraus ein Wettlauf nach unten. In diesem Wettlauf kann kein Land seine Lage verbessern, aber alle werden verlieren, weil die Inlandsnachfrage in der Union als Ganzes zurückgehen wird.

Wie oben gesagt, muss das Beurteilungskriterium für die Politik in den verschiedenen Mitgliedsländern das gemeinsame Inflationsziel sein. Wenn die Behörden entschlossen sind, sich an das vereinbarte Inflationsziel von 2 Prozent für die Union als Ganzes zu halten, dann muss Deutschland jetzt nach oben vom Ziel abweichen, und zwar mit Lohnerhöhungen, die seinen Produktivitätspfad übersteigen, und einem Anstieg der Lohnstückkosten über das gemeinsame Inflationsziel hinaus, während in den anderen Ländern das Wachstum der Lohnstückkosten unter der Rate bleiben muss, die es in der Vergangenheit hatte (Grafik 17).



Quelle: AMECO-Datenbank (per Nov. 12); eigene Berechnungen

Aber selbst in einem solchen Szenario kann die WWU in eine Deflationsfalle geraten. Wenn es Deutschland nicht gelingt, unter dem Eindruck von Rezession und Konjunkturschwäche Lohnerhöhungen von deutlich über 4 % zu erreichen (und die im ersten Halbjahr 2013 abgeschlossenen Tarifverträge liegen weit unter dieser

Marke), müssen die Löhne in anderen Ländern, besonders in Frankreich und Italien, in absoluter Hinsicht fallen. Das wird, wie oben gezeigt, ihre Volkswirtschaften schwer treffen, und es wird für die Regierungen sehr schwierig sein, ihre Wählerschaft von der Notwendigkeit solcher Lohnkürzungen zu überzeugen.

### 3. In einer Krise ist eine antizyklische Fiskalpolitik unerlässlich

Seit dem Start der WWU ist die Kürzung der öffentlichen Ausgaben, d.h. Anstrengungen zur Senkung öffentlicher Defizite und öffentlicher Schulden, unter der Bezeichnung „gesunde makroökonomische Politik“ das Motto einer gewissen volkswirtschaftlichen Schule. Dieser wirtschaftspolitische Kurs wird als äußerst wichtig zur Befreiung des Geistes der Märkte und des Unternehmertums angesehen. In Wirklichkeit hatte er jedoch nie diese Wichtigkeit. Markt und Staat können sehr gut koexistieren. Mehr noch, sie müssen einander zu ihrem gegenseitigen Nutzen ergänzen. Außerdem sind Haushaltsziele für eine Währungsunion von zweit- oder dritrangiger Bedeutung. Wie oben hergeleitet, wird die Inflation hauptsächlich von der Größe der nominalen Lohnerhöhungen beziehungsweise dem Anstieg der Lohnstückkosten und von der Geldpolitik in der Behandlung der technischen Aspekte der Geldmärkte und zwischengeschalteten Finanzinstitute. In normalen Zeiten besteht somit die Rolle der öffentlichen Finanzen hauptsächlich darin, genug Ressourcen zur Bereitstellung öffentlicher Güter zuzuweisen, eine gerechte und effiziente Besteuerung sicherzustellen und denjenigen Teil des verfügbaren Kapitals, der nicht vom Privatsektor absorbiert wird, produktiv zu verwenden. Die öffentlichen Finanzen haben keinen direkten Einfluss auf die Inflation oder auf die Außenbilanz.

Aber die Zeiten sind selten normal. In einem Umfeld ungewisser Konjunkturaussichten, hoher und steigender Arbeitslosigkeit und wirtschaftspolitischer Doktrinen, die auf die Minimierung der Rolle der Regierung und des Staates im Allgemeinen ausgerichtet sind, wurden die öffentlichen Haushalte zunehmend zum Scharnier zwischen Staat und Markt. Sie haben wohl oder übel einen Einfluss auf die Integration der Volkswirtschaften in das internationale Konzert.

Richard Koo zeigte in einem bedeutenden Buch (Koo 2008), dass die Finanzkrisen tendenziell in „Bilanzrezessionen“ enden. In solchen Situationen ist es unerlässlich, dass die Regierungen intervenieren. Wenn die Unternehmen, und auch die privaten Haushalte, nach einer Finanzkrise unbedingt ihre Bilanzen reparieren wollen, werden sie eifrig Ausgaben kürzen und nicht in der normalen und weithin erwarteten Art mit erhöhten kreditfinanzierten Ausgaben auf monetäre Anreize reagieren. Da die privaten Haushalte normalerweise Nettosparer sind, sind nur Länder, die sich auf andere Länder als ihre Hauptschuldner verlassen können (das ist bei Deutschland

der Fall, wie oben gezeigt), in der Lage, Bilanzrezessionen zu entkommen, ohne die Haushaltsdefizite stark auszuweiten. Die Regierung muss eingreifen, weil Spareinlagen auf Bankkonten sich nicht automatisch in Investitionen verwandeln, sondern tendenziell die ganze Volkswirtschaft bremsen und somit die öffentlichen Defizite erhöhen. Dann muss die Regierung die im Privatsektor fehlenden Kreditnehmer und Investoren aktiv ersetzen.

Dasselbe gilt für Volkswirtschaften, die unter dem Druck hoher Arbeitslosigkeit und sehr ungleicher Einkommensverteilung mit stagnierenden Löhnen und sehr hohen und steigenden Gewinnen stehen. Aber bevor wir die entscheidende Rolle der Regierung genauer erklären können, müssen wir einige der vielen theoretischen Missverständnisse, die einer vernünftigen Behandlung des Themas im Wege stehen, ausräumen.

#### 4. Das Rätsel mit der Ersparnis<sup>2</sup>

Trotz jahrzehntelanger intensiver Forschung sind die Kräfte, die hinter dem Wachstum und dem strukturellen Wandel stehen, immer noch relativ geheimnisvoll (McKinnon 2012). Nur wenige Tatsachen können als gesichert gelten. Eine davon ist die zentrale Rolle von Kapitalakkumulation und technologischen Verbesserungen. Die enge Korrelation zwischen dem Gesamtwachstum und dem Investitionswachstum ist offensichtlich, ebenso wie die einfache Tatsache, dass ohne eine breite Expansion von Innovation und Investitionen in keinem Land jemals der Sprung von einem von der Landwirtschaft getragenen Wachstum zu einem von der Industrie getragenen Wachstum gelang. Bezüglich der Hauptdeterminanten von Investitionen ist man sich noch nicht einig, und an den akademischen Fronten sind die Positionen noch weit voneinander entfernt.

Es wurde viel über die Voraussetzungen gesagt, die erfüllt sein müssen, damit eine deutliche Zunahme der Investitionen in die Produktionskapazität erfolgt. Es ist sicherlich wahr, dass in primitiven Gesellschaften niemand investieren konnte (hauptsächlich in der Form von Viehzucht und der Lagerung von Ernteerzeugnissen, um die Versorgung mit Nahrungsmitteln und Futter für die Tiere in der Zukunft

---

<sup>2</sup> Dieser Abschnitt knüpft an Appendix 1 von Chapter I des Trade and Development Report 2006 der UNCTAD an, den Heiner Flassbeck verfasste.

sicherzustellen), ohne vorher den Verbrauch von Nahrungsmitteln und Wasser zu reduzieren. Bedeutet dies aber, dass in höher entwickelten Gesellschaften (in denen die Investitionen die Form steigender Kapazitäten in der Industrie und im Dienstleistungssektor annehmen) die Menschen zuerst sparen müssen, d.h. die Ausgaben für den laufenden Verbrauch reduzieren müssen, damit Investitionen möglich werden? Und wenn das so wäre, warum gedeihen dann einige relativ verschwenderische Gesellschaften, während andere mit einer wesentlich geringeren Sparneigung dahinter zurückbleiben?

Das Bruttoinlandsprodukt einer geschlossenen Volkswirtschaft (oder der Welt) kann offensichtlich in einen Teil, der sofort verbraucht wird (in demselben Zeitraum, in dem er produziert wird), und einen Teil, der gespart wird und später zu verbrauchen ist, unterteilt werden. Also wird für eine geschlossene Volkswirtschaft das, was angenommen wird, bestätigt, nämlich, dass Ersparnisbildung und Investitionen gleich sind. Bei einer einzelnen offenen Volkswirtschaft mit sowohl inländischer als auch ausländischer Ersparnisbildung (wobei positive ausländische Ersparnisse die logische Entsprechung eines Leistungsbilanzdefizits sind) ist die Identität von Ersparnisbildung und Investitionen erfüllt, wenn „nationale Ersparnisbildung“ so definiert ist, dass sie inländische und ausländische Ersparnisse umfasst.

Formaler ausgedrückt, ist die Theorie von Investitionen und Ersparnissen extrem einfach. Angenommen,  $Y$  ist das Bruttoinlandsprodukt einer geschlossenen Volkswirtschaft (oder der Welt), dann kann das ganze Produkt offensichtlich aufgeteilt werden in einen Teil ( $C$ ), der sofort verbraucht wird (in dem Zeitraum der Produktion) und einen Teil ( $S$ ), der gespart wird, um später verbraucht zu werden, oder um investiert ( $I$ ) zu werden, damit er das Produkt  $Y$  in einem späteren Zeitraum erhöht. Das Produkt kann geschrieben werden als:

$$Y = C + I \text{ oder } Y = C + S,$$

was bedeutet, dass für die geschlossene Volkswirtschaft „bestätigt“ wird, was angenommen wurde, nämlich, dass:

$$S = I$$

Bei einer einzelnen offenen Volkswirtschaft bestehen die Ersparnisse *ex post* aus den inländischen Ersparnissen ( $S_d$ ) und den ausländischen Ersparnissen ( $S_f$ ), wobei

letztere die Entsprechung des Leistungsbilanzdefizits sind, wenn ihr Wert positiv ist mit:

$$S_d + S_f = I$$

Die jüngere akademische Debatte versuchte nicht, unser Verständnis der Dynamik und der Kausalitäten hinter der Identität, d.h. der verschiedenen Determinanten von S und I, zu verbessern. Sie hat diese Identität kritiklos als axiomatische Basis makroökonomischer Analysen übernommen und damit den Fehler der ökonomischen Diskussion der zwanziger Jahre des letzten Jahrhunderts wiederholt. In der jüngsten und gegenwärtigen Debatte wird ignoriert, dass Keynes vor rund 70 Jahren in seinen „fundamentalen Gleichungen“ in der Pure Theory of Money, die den ersten Band seiner „Treatise on Money“ bildet, die inhärente Logik dieses klassischen Ansatzes erklärte. Die berühmte Gleichheit von Ersparnis und Investition gilt rückblickend, bzw. wenn die betrachtete Volkswirtschaft in einem Zustand vollkommenen Gleichgewichts ist. Letzteres beschreibt eine stationäre Volkswirtschaft, eine Volkswirtschaft, in der das Realeinkommen konstant ist und in der keine Anreize für Unternehmer bestehen, das bestehende Aktivitätsniveau zu ändern, da das Gewinnniveau exakt null ist. In allen anderen Fällen wird der Lauf der Ereignisse nicht von  $S = I$  bestimmt, sondern von einer Gleichung wie:

$$Q = I - S,$$

wobei Q die Gewinne oder Verluste der Unternehmer darstellt (Keynes 1930, S. 136). In dieser Welt reduziert jede individuelle Spartätigkeit – von Unternehmen, privaten Haushalten oder dem Rest der Welt – die Gewinne, die Ersparnis der Unternehmen, weil sie die effektive Nachfrage im Unternehmenssektor als Ganzes verringert.

Der Unterschied zwischen den zwei Modellen ist bemerkenswert, und er wird leider sehr oft nicht ausreichend beachtet, auch nicht in der ökonomischen Theorie und in der Wirtschaftspolitik. Mit den Gewinnen Q als ausgleichender Kraft zwischen Ersparnis und Investition ändert sich das Weltbild grundlegend und in einer Weise, dass es von dem traditionellen Modell eines vollkommenen Kapitalmarktes nicht mehr beschrieben werden kann. Um Keynes zu umschreiben: Die euklidische Geometrie gilt nicht für eine nicht-euklidische Welt (Keynes 1936, S. 16). Und in der Tat ähnelt das Problem mit der gängigen Wirtschaftstheorie, wie sie in der WWU angewandt wird, dem Problem, gegen das Keynes in seiner Zeit ankämpfte. In seiner

General Theory kam er zu folgendem Schluss: die klassische Theorie ist „fehlerhaft, weil sie die unabhängigen Variablen des Systems nicht korrekt isoliert hat. Ersparnis und Investition sind die Determinierten des Systems, nicht die Determinanten“ (S. 183).

Die Schwäche des orthodoxen Ansatzes wird sichtbar, wenn es um die konkreten Änderungen im Verhalten der Wirtschaftsteilnehmer in einer Volkswirtschaft geht, die einer objektiven Unsicherheit unterliegt. Beispielsweise werden, wenn die Ersparnisse des öffentlichen Sektors unter den von der Troika auferlegten Konditionen plötzlich steigen, die mit sinkender Nachfrage und sinkenden Gewinnen konfrontierten Unternehmen reagieren, indem sie weniger investieren. Für die Unternehmen sind nur Informationen über den Rückgang der Nachfrage verfügbar, nicht aber über die systemischen Gründe, die hinter dieser Veränderung stehen.

In der beschriebenen Situation nimmt der Zweig „rationale Erwartungen“ der neoklassischen Theorie an, dass die Unternehmen erwarten können, dass sich das Wachstum infolge des Anstiegs der Ersparnisse beschleunigt. Eine solche Überlegung enthält jedoch einen Zirkelschluss. In einer Welt, in der die Unternehmen ihre Investitionsausgaben erhöhen würden, *weil* die Nachfrage sinkt, würden sie einfach die Finanzierung des höheren Investitionsbetrags von eigenem Kapital (Cashflow, Gewinne) auf verzinsliche Kredite umstellen. Der Mechanismus hinter dieser bemerkenswerten Umstellung in dieser Theorie ist ein Rückgang der Zinssätze infolge höherer Ersparnisse oder niedrigerer Staatsschulden.

Die Folgerung aus diesem Ansatz ist verblüffend und absurd: Es wird erwartet, dass die Unternehmen nach der Zunahme der staatlichen Sparrate (oder der Abnahme der Schuld durch niedrigere Ausgaben oder höhere Steuern) dasselbe Gewinnniveau erreichen wie in einer Situation unveränderter staatlicher Nachfrage. Die Unternehmen müssen ihre Investitionen genau um den Betrag erhöhen, der jetzt gespart wird, anstatt für Konsumausgaben benutzt zu werden. Das wird von den Unternehmen erwartet, obwohl die Nachfrage nach ihren Produkten gefallen ist. Die Folgerung ist, dass sie verzinsliche Kredite nachfragen, um die durch den Rückgang des Verbrauchs entstandene Gewinnlücke genau zu füllen. Mit anderen Worten, die investierenden Unternehmen erhöhen ihre Kreditaufnahme im Kapitalmarkt exakt um

denselben Betrag, den sie „umsonst“ erworben hätten, wenn die Haushalte genau so viel ausgegeben hätten wie vorher. Selbst wenn die Zinssätze gegen null gehen, ist klar, dass die Gelder, die die Unternehmen zur Erhaltung ihrer Gewinnquote benötigen, jetzt teurer sind als vorher. Damit nimmt die traditionelle Theorie an, dass die Unternehmen mehr investieren als vorher, obwohl sie unverkaufte Warenbestände anhäufen oder ihre Kapazitätsauslastung senken müssen, und obwohl die Finanzierung dieser Investitionen teurer geworden ist.

Wenn die Annahme, dass die Gewinne konstant oder gleich null sind, *a priori* akzeptiert würde, könnte die Dynamik des Systems damit erklärt werden, dass der private Verbrauch sich mit der Zeit einpendelt. Das bedeutet, dass sich die Unternehmen passiv an jede Entscheidung der Haushalte anpassen, ohne dass die Gleichgewichtswerte des Modells oder seine inhärente Stabilität gefährdet werden. Eine solche Volkswirtschaft wäre ausschließlich von autonomen Verbraucherentscheidungen bestimmt, da das Modell total reaktive Unternehmer voraussetzt, die niemals die bestehenden Geschäftsbedingungen berücksichtigen, wenn sie über eine Investition entscheiden. Stattdessen wird in der Regel die Verschlechterung ihres Geschäfts in der Gegenwart als Beweis für eine gesicherte (erwartete) Verbesserung in der Zukunft genommen. Die ganze Idee ist nicht weit von der Absurdität entfernt, aber in ihr spiegelt sich genau das, was die Gläubigerländer in der Eurozone unter der Führung Deutschlands predigen (Schäuble 2011).

Die Politiker, die sich auf dieses Modell verlassen, verstehen nicht, dass es bestimmte Schlüsselfaktoren, die das Wirtschaftsleben in Wirklichkeit formen, nicht erfassen kann: den Zeitfaktor und, eng damit verbunden, die Verfügbarkeit von Informationen, die die Abfolge der von den Wirtschaftsteilnehmern bei objektiver Unsicherheit hinsichtlich der Zukunft getroffenen Entscheidungen beeinflussen. In einer Welt des Geldes und der Unsicherheit hat die Entscheidung, mehr zu sparen und weniger zu verbrauchen, schwerwiegende Auswirkungen auf den Gütermarkt, bevor sie den Kapitalmarkt beeinflussen kann. Aber selbst wenn man die mögliche Reaktion des Kapitalmarkts in Betracht zieht, gilt, dass die Entscheidung, „heute kein Essen einzunehmen, das Geschäft der Zubereitung des Essens heute niederdrückt,

ohne sofort irgendein anderes Geschäft anzuregen“ (Keynes 1936, S. 210 und Davidson 2013).

In einer Welt der Unsicherheit und flexibler Gewinne kann die Absicht von Privatpersonen oder der Regierung, eine absolut höhere Summe zu sparen als vorher, komplett fehlschlagen, weil das künftige Einkommen, das sie am Ende des Zeitraums realisieren, niedriger sein kann als das Einkommen, das sie am Anfang des Zeitraums erwartet haben. Selbst wenn es den Haushalten gelingt, den *Anteil* der Ersparnisse an ihrem tatsächlichen Einkommen (die Sparquote) zu erhöhen, oder die Regierung die Verschuldung verringert, kann die *absolute* Höhe des gesparten (und investierten) Einkommens niedriger sein, da der Nenner der Sparquote, das reale Einkommen, aufgrund des Rückgangs der Nachfrage und der Gewinne und eines dadurch ausgelösten Rückgangs der Investitionen kleiner geworden sein kann.

Die Bedeutung des Unterschieds zwischen der keynesianischen und der neoklassischen Theorie für die Wirtschaftspolitik ist gewaltig. Wenn die Höhe oder die Wachstumsrate des Realeinkommens nicht gegeben und konstant ist, so sind die Auswirkungen der Globalisierung, der Öffnung der Märkte und der wirtschaftspolitischen Interventionen von großer Wichtigkeit. Das neoklassische Modell der festen Gewinne erfordert nicht viel Handlungsspielraum für die Wirtschaftspolitik, und wenn es sich mit Optionen für die Wirtschaftspolitik beschäftigt, sind sie das direkte Gegenteil derer, die nach dem keynesianischen Modell der flexiblen Gewinne vorgeschlagen werden. Für die politischen Entscheidungsträger ist es entscheidend zu wissen, auf welchem Modell die politischen Empfehlungen beruhen, die sie erhalten. Oft haben die in Washington ansässigen internationalen Finanzinstitutionen, die den sogenannten Washington Consensus bildeten, argumentiert, dass es eine sinnvolle Wahl zwischen den zwei Modellen gibt, und dass die Wirtschaftspolitik sich für die Flexibilität der Zinssätze anstatt für die Flexibilität der der Gewinne und des Realeinkommens entscheiden kann: *„In einer Sichtweise werden Ersparnisse als das Ergebnis einer Wahl zwischen gegenwärtigem und künftigem Verbrauch angesehen. Privatpersonen vergleichen ihre Zeitpräferenzrate mit dem Zinssatz und gleichen ihren Verbrauch im Zeitverlauf aus, um ihren Nutzen zu maximieren. Der Zinssatz ist der Schlüsselmechanismus,*

*durch den Ersparnisse und Investitionen ins Gleichgewicht gebracht werden. Die andere Sichtweise geht von einer engen Verbindung zwischen dem laufenden Einkommen und dem Verbrauch, wobei der Rest die Ersparnisse sind. Nach dieser Sichtweise werden Ersparnisse und Investitionen hauptsächlich durch Einkommensänderungen ins Gleichgewicht gebracht, während der Zinssatz einen kleineren Effekt hat.“ (IWF, World Economic Outlook, Spring 1995) (S. 73)*

Es ist wichtig zu beachten, dass „Maximierung des Nutzens“ in dem Modell der festen Gewinne ein vollkommen anderes Ziel für die betrachtete Gesellschaft beschreibt als die „Generierung von Einkommen“ in dem Modell der flexiblen Gewinne. Der Ausgleich des Verbrauchs im Zeitverlauf kann in einer Welt ohne unternehmerisches Verhalten, also in eine Volkswirtschaft, die sich einfach entlang der Verbrauchsgrenze oder entlang eines in Voraus festgelegten Wachstumspfad bewegt, den Nutzen in einem sehr engen und statischen Sinn maximieren. Die Maximierung des Einkommens in einem dynamischen Umfeld ist ein vollkommen anderes Ziel. Durch die Zulassung vorübergehender Monopole werden neue technologische Lösungen und Investitionen die Produktionsmöglichkeitenkurve (und damit die Verbrauchsmöglichkeiten) durch zunehmendes Potenzial nach außen verschieben – und in einer Geldwirtschaft über die finanziellen Ressourcen hinaus, die durch die geplante Ersparnis der Haushalte zur Verfügung stehen.

In dem Ansatz des IWF wird angenommen, dass Einkommensänderungen genauso gut sind wie Zinssatzänderungen, um Ersparnisse und Investitionen ins Gleichgewicht zu bringen. Das ist nur wahr in einer Welt, in der die Wirtschaftspolitik kein wie auch immer geartetes Mittel besitzt, um das wirtschaftliche Gesamtergebnis zu beeinflussen. In der Realität ist jedoch ein höheres Realeinkommen (oder schnelleres Einkommenswachstum) das Hauptziel der Wirtschaftspolitik in allen Ländern der Welt, besonders in den ärmeren Ländern. Die „Instrumente“ für eine Änderung des Realeinkommens und eine Änderung des Zinssatzes können nur dann als Alternativen gelten, wenn angenommen wird, dass die Wachstumsrate des Realeinkommens gegeben (exogen) ist und von unternehmerischer Tätigkeit oder von der Wirtschaftspolitik nicht beeinflusst werden kann. Dann aber ist die ganze Diskussion von Anfang an nutzlos.

Folglich müssen die Regierungen entscheiden, ob ihr wirtschaftspolitischer Ansatz auf dem Gedanken der durch „Ersparnisse aus Sparsamkeit“ ausgelösten Investitionen oder auf dem Gedanken der durch „Ersparnisse aus Gewinnen“ ausgelösten Investitionen beruhen soll. Es ist klar, dass je nach dem von den politischen Entscheidungsträgern benutzten Modell die politischen Strategien vollkommen unterschiedlich sein werden. In dem orthodoxen Modell der festen Gewinne ist die Anpassung der Investitionen an die Ersparnisse ein automatischer Prozess, der das optimale Ergebnis hinsichtlich Wachstum und Arbeitsplätzen hervorbringt, ohne dass die Regierung oder die Zentralbank eingreift. In dem anderen Modell, in dem die Gewinne flexibel sind, ist die Wirtschaft grundsätzlich instabil. In diesem Fall ist das Eingreifen der Regierung und/oder der Zentralbank erforderlich, um Investitionen anzuregen, da die Flexibilität der Zinsen möglicherweise nicht ausreicht, um die Wirtschaft zu stabilisieren.

Wenn Einkommenswachstum das Hauptziel der Wirtschaftspolitik ist, dann sollte sich die Wirtschaftspolitik klar auf einen Prozess konzentrieren, in dem die Investitionspläne aufgrund der Flexibilität der Gewinne regelmäßig die Sparpläne übersteigen. In einer solchen Welt kann die Volkswirtschaft als Ganzes auch dann kräftig expandieren, wenn die private Initiative zum „Sparen“ unverändert bleibt. Die „Ersparnisse“, die den höheren Investitionen entsprechen, werden genau durch diese Investitionen generiert, die wiederum „finanziert“ werden durch Liquidität, die durch auf expansiver Geldpolitik beruhende Bankkredite geschaffen wird. Höhere Investitionen regen höhere Gewinne an, da im Unternehmenssektor Einkünfte aus vorübergehenden Monopolen anfallen. Diese Gewinne liefern die makroökonomischen Ersparnisse, die aus nachträglicher Sicht erforderlich sind, um die zusätzlichen Investitionen zu „finanzieren“. In dem Ansatz der flexiblen Gewinn „...das Ende der Nullgewinne ist die Triebfeder der Veränderung in der ... modernen Welt... Durch die Veränderung der Gewinnraten in bestimmten Richtungen können die Unternehmer angeregt werden, dies zu produzieren anstatt jenes, und durch die Veränderung der Gewinnraten im Allgemeinen können sie angeregt werden, den Durchschnitt ihrer Bezahlungsangebote an die Produktionsfaktoren zu ändern.“ (Keynes 1936, S. 140)

In einer Welt der Unsicherheit und permanenter Abweichung von der Fiktion des vollkommenen Wettbewerbs führen also Schocks am Güter- und am Kapitalmarkt zu Anpassungen von Mengen und Gewinnen, nicht zu Preisanpassungen. Bezüglich des Arbeitsmarktes erfordert der richtige Anreiz zur Änderung eine hohe Mobilität der Arbeitskräfte oder zentrale Lohnverhandlungen. Die WWU steuert mit dem von der Troika verordneten Flexibilitätsansatz das genaue Gegenteil an. Wenn jedoch das Gesetz des einheitlichen Preises den Arbeitsmarkt bestimmt, und wenn die Löhne unterschiedlicher Qualifikationsgruppen für jedes einzelne Unternehmen gegeben sind, konkurrieren die Unternehmen durch unterschiedliche Produktivitätsleistungen, wie in Abschnitt II.4 oben erörtert. Eine Innovation oder ein neues Produkt löst einen relativen Rückgang der Lohnstückkosten für die Firma aus, die die Neuerung vornimmt. Das niedrigere Kostenniveau kann in Form niedrigerer Preise weitergegeben werden, wodurch sich der Marktanteil des Unternehmens erhöht, oder es kann, sofern die Preise unverändert bleiben, die Gewinne des Unternehmens direkt erhöhen. In einer solchen Welt kommt in der flexiblen Reaktion von Mengen und Gewinnen keine pathologische „Inflexibilität“ von Preisen und Löhnen zum Ausdruck. Es handelt sich vielmehr um das Hauptelement von Marktsystemen in der realen Welt, nämlich der Kampf um absolute Wettbewerbsvorteile auf Unternehmensebene. Dieser Kampf dreht in seiner intertemporalen Dimension darum, eine höhere Produktivität bei gegebenen Löhnen zu erreichen. In seiner internationalen Dimension dreht er sich um die Kombination niedrigerer Löhne mit einer gegebenen hohen Produktivität.

In einer Welt unterschiedlicher Produktivitätsleistungen der Unternehmen sind die Preise rigide, die Gewinne aber flexibel. Oder umgekehrt, wenn Preise und Löhne flexibel auf Änderungen in der Leistung einzelner Unternehmen reagieren würden, wären die Gewinne rigide. In einem dynamischen Umfeld, in dem Preise und Löhne für ein einzelnes Unternehmen gegeben sind, stellt die Flexibilität der einzelnen Gewinne das Steuer dar, und die Investitionen sind das Fahrzeug, mit dem die Volkswirtschaft durch die Zeit gefahren wird. In dieser Welt sind der Industriezweig, eine bestimmte Region oder ein Staat nicht die Hauptakteure, und jede Analyse, die sich auf diese Gebilde konzentriert, ohne Raum für die Rolle der Gewinne und des Unternehmertums zu lassen, geht an der Erfassung der Natur des Prozesses dynamischer wirtschaftlicher Entwicklung vorbei.

Im Grunde wird bei dem ersparnisbasierten Ansatz genau andersherum argumentiert. In diesem Modell wird erwartet, dass Schocks im Handel oder in der Technologie durch eine flexible Reaktion von Preisen und/oder Löhnen gedämpft werden, während die Mengen weniger reagieren und sogar konstant bleiben können. Die Gewinne reagieren nicht auf Schocks, da das Modell des vollkommenen Wettbewerbs – laut Annahme – so funktioniert, dass Änderungen bei den Gewinnen nicht vorkommen. In diesem Ansatz wird beispielsweise der Rückgang der Löhne und der Lohnstückkosten im Norden durch den steigenden Import billigerer Produkte aus den Entwicklungsländern erzwungen, und folglich passen sich die Preise der Inlandsprodukte an die der billigeren Importe an. Ein Anstieg der Arbeitslosigkeit kann nur vermieden werden, indem die Lohnstruktur zwischen Arbeitnehmern verschiedener Qualifikation sowie zwischen denjenigen Sektoren und Firmen, die dem neuen Wettbewerb aus dem Ausland ausgesetzt sind, und denjenigen, die ihm nicht ausgesetzt sind, ausgedehnt werden. Dieses Modell ist jedoch durch den Anstieg der Arbeitslosigkeit nach der Krise von 2008 empirisch klar widerlegt worden.

Abschließend lässt sich sagen: Wenn die Wachstumsrate des Realeinkommens nicht als von vornherein gegeben angenommen wird, sind Versuche der Wirtschaftspolitik, die Wachstumsleistung zu verbessern, nützlich. Der von der Haupttrichtung der Wirtschaftswissenschaft und der Troika bevorzugte ersparnisbasierte Ansatz ist deshalb irreführend. Wenn die Märkte nicht automatisch positive und stabile Wachstumsraten für das Realeinkommen liefern, dann ist die dynamische Sichtweise – mit der Betonung des Anreizes der vorübergehenden Monopoleinkünfte für pionierhafte Investoren – das einzige relevante Modell für die Entwicklung des Systems als Ganzes. Der orthodoxe Ansatz, der sich in erster Linie auf die Entscheidung der Verbraucher konzentriert, bei vollkommener Voraussicht „den Verbrauch im Zeitverlauf auszugleichen“, bietet eine elegante Version der Auffassung Leon Walras' von der Marktträumung, erfasst aber überhaupt nicht die Schlüsselmerkmale moderner Volkswirtschaften.

Außerdem wird in dem theoretischen Disput zwischen den Befürwortern der zwei Modelle oft vergessen, dass die Anpassung der Ersparnisse an die Investitionen in der realen Welt von verschiedenen Arten exogener Schocks überdeckt wird.

Beispielsweise ist es möglich, dass die Zinssätze nicht fallen, wenn die Geldpolitik ein höheres Preisniveau bekämpft, das von einem negativen Angebotsschock verursacht wurde, wie es während der Explosion des Ölpreises in der industrialisierten Welt in den 1970er Jahren der Fall war. Die Zinsen können schon extrem niedrig sein und doch keine ausreichenden Investitionen auslösen, wie es in der ganzen industrialisierten Welt gegenwärtig der Fall ist, sodass der Zinssatzkanal nicht dazu beitragen kann, zusätzliche Ersparnisse zu produktiver Nutzung in Form von Investitionen zu bringen. Die negativen Effekte sinkender privater Nachfrage auf die Gewinne können durch eine prozyklische Fiskalpolitik verschlimmert werden, wenn „Austerität“ irrtümlicherweise als die Lösung angesehen wird. Eine Überbewertung des realen Wechselkurses kann den Anpassungsprozess stören, indem sie die Geldpolitik zwingt, prozyklisch zu reagieren, oder indem sie die Prozyklizität der geldpolitischen Bedingungen direkt erzwingt.

Insgesamt endet in der etablierten Wirtschaftstheorie die Suche nach Variablen, die Ersparnisse und Investitionen reibungslos „ausgleichen“, damit, dass das Problem durch Hinwegdenken „gelöst“ wird. Eine Behauptung wie „Im Gleichgewicht jedoch gleicht der Weltzinssatz die globalen Ersparnisse an die globalen Investitionen an“, die Obstfeld und Rogoff (1996, S. 31) aufstellten, ist schlicht falsch. Da Ersparnisse und Investitionen im Nachhinein immer identisch sind, ist der Begriff „Gleichgewicht“, wie auch die damit verbundene Aussage, dass die Zinssätze eine ausbalancierende Rolle spielen, eindeutig irreführend. Modelle, die sich ausschließlich mit Volkswirtschaften befassen, die unter „stationären“ Bedingungen wachsen, sind nutzlos. In diesen Modellen wird die Offenheit der Gesellschaft, die sich in der objektiven Unsicherheit (Davidson 2013) niederschlägt, hinwegdefiniert, da angenommen wird, dass die Wirtschaftsteilnehmer die vollkommene Voraussicht auf die Zukunft und vollständige Informationen über ihr wirtschaftliches Umfeld haben.

##### 5. Externe Ungleichgewichte in einer offenen Volkswirtschaft

Nach der orthodoxen Sichtweise, die das ökonomische Denken während der zwei letzten Jahrzehnte beherrschte, gilt in einer offenen Volkswirtschaft „wenn die Ersparnisse geringer sind als die erwünschten Investitionen, ... müssen Ausländer den Ausgleich übernehmen, indem sie im Ergebnis Forderungen an das inländische Einkommen oder die inländische Produktion erwerben.“ (Obstfeld/Rogoff 1996, S.

1734). Oder wie Krugman es einmal ausdrückte: „Ein externes Defizit *muss* [Kursivschrift im Original] als Gegenstück einen Überschuss der Inlandsinvestitionen über die Inlandsersparnisse haben, wodurch es natürlich wird, in einer autonomen Änderung der nationalen Sparquote nach Quellen eines Defizits zu suchen“ (Krugman 1992, S. 5). Zu suggerieren, dass die Identität Kausalität bedeutet, und „Ersparnissen“ eine spezifische, nämlich führende Rolle dabei zu geben, ist jedoch nicht gerechtfertigt, wie oben gezeigt.

Die Tatsache, dass – in einer Ex-post-Betrachtung – in einem Land eine Lücke zwischen Ersparnissen und Investitionen entstanden ist, deutet nicht auf eine „autonome“ Entscheidung eines Wirtschaftsteilnehmers in einem der beteiligten Länder hin. Die Pläne einer Gruppe von Akteuren können nicht realisiert werden ohne Berücksichtigung einer hochkomplexen Interaktion dieser Pläne mit denen anderer Akteure, sowie von Preis- und Mengenänderungen unter den Bedingungen objektiver Unsicherheit hinsichtlich der Zukunft. Um der Identität von Ersparnissen und Investitionen Informationsinhalte zu geben, ist es notwendig, die Variablen zu identifizieren, von denen die Veränderungen sowohl bei den Ersparnissen als auch im Verbrauch und bei den Investitionen, und folglich im Nationaleinkommen des Landes, ebenso wie im Nationaleinkommen jedes einzelnen seiner Handelspartner, bestimmt werden. Außerdem gibt die Bilanzgleichung von Ersparnissen und Investitionen keinen Hinweis hinsichtlich der Effizienz des Prozesses, der zur Ex-post-Gleichheit von Ersparnissen und Investitionen führt, und kann deshalb nicht als Bedingung für das Gleichgewicht behandelt werden. Die Identität sagt nichts über die ausgleichenden Faktoren und ihre Rolle im Anpassungsprozess aus.

In einem nicht-stationären Umfeld erhöht jede Zunahme bei den Ausgaben (Zunahme einer Nettoschuldenposition eines Sektors) die Gewinne, und jede Zunahme bei den Ersparnissen (Nettogläubigerposition) reduziert die Gewinne. Ob sich die Ersparnisse oder Investitionen hier oder dort ändern, ob die Begünstigten (oder Verlierer) des Anpassungsprozesses in einem Land ansässig sind, von dem der Schock ausging, oder in anderen Ländern – der Lauf der Ereignisse wird dadurch nicht geändert. Die Entscheidung einer bestimmten Gruppe von Wirtschaftsteilnehmern (privaten oder öffentlichen, inländischen oder ausländischen), weniger von ihrem laufenden Einkommen auszugeben, verringert die Gewinne. Ein

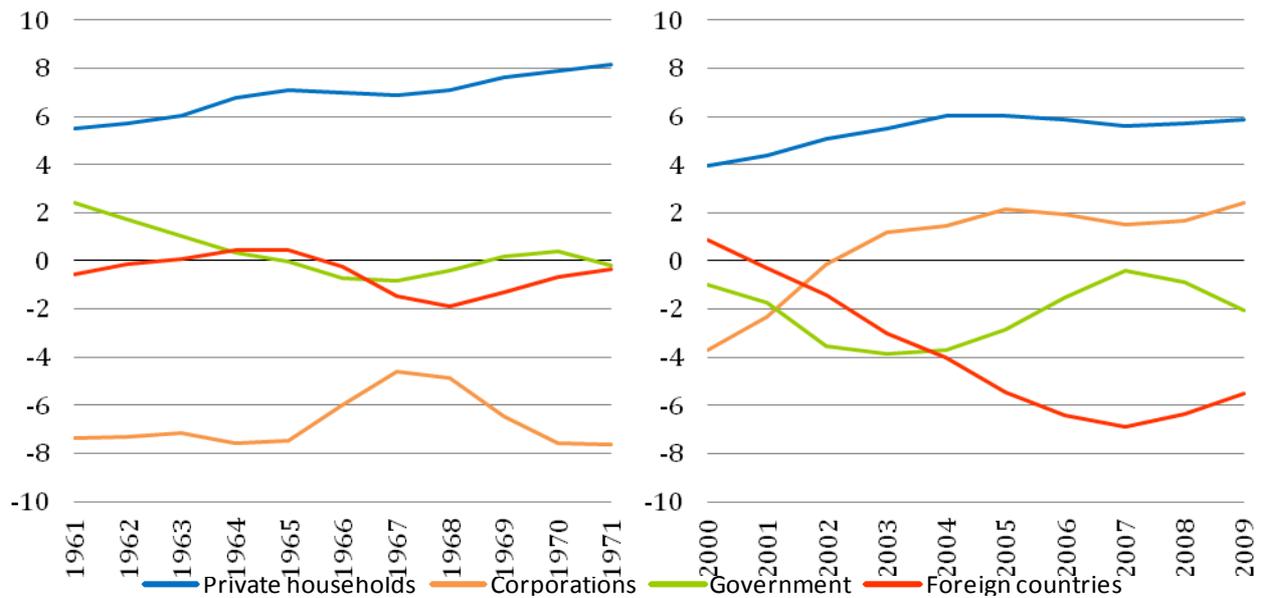
Rückgang der ausländischen Ersparnisse kann tatsächlich höhere inländische Gewinne und mehr Investitionen anstatt einen Investitionsrückgang bedeuten.

Ein Leistungsbilanzdefizit, beziehungsweise ein wachsender „Zufluss ausländischer Ersparnisse“, ergibt sich sehr oft nach negativen Schocks auf dem Gütermarkt, z. B. rückläufigen Terms of Trade oder einer dauerhaften realen Wertzunahme der Währung. Eine reale Wertzunahme verringert direkt die Einnahmen der Unternehmen, wenn die Marktanteile von einer Pricing-to-Market-Strategie geschützt sind. Wenn die Unternehmen versuchen, ihre Gewinnmargen zu verteidigen, ist ein Rückgang der Marktanteile, und in der Regel ein Umschwung in der Leistungsbilanz in Richtung Defizit, unvermeidlich. Höhere Nettozuflüsse ausländischer Ersparnisse, die logischerweise mit einer Zunahme des Nettoimports (höherer Import und/oder niedrigerer Export) einhergehen, können den Rückgang der Gewinne insgesamt keinesfalls ausgleichen oder sogar die Unternehmen in dem betreffenden Land dazu anregen, mehr zu investieren als vorher. Unter normalen Bedingungen reduziert der Prozess, der zu einer Verschlechterung der Leistungsbilanz führt, das Realeinkommen der betrachteten Volkswirtschaft (durch Verringerung der Gewinne oder sonstiger Einkommensarten mit negativen Rückwirkungen auf die Gewinne). Also bedeutet der einfache Blick auf die isolierten Kapitalströme nicht, dass die Situation vor und nach dem Umschwung verglichen wird. In den meisten Fällen zeigt ein höherer Nettokapitalzufluss einen negativen Schock an, nicht einen positiven, wie in der neoklassischen Theorie angenommen.

## 6. Außenbilanzen und die Rolle der Fiskalpolitik – der Fall Deutschland

Das Zusammenspiel von Ersparnissen und Investitionen kann bis zu einem gewissen Grad durch die Betrachtung des Nettofinanzstroms unter den verschiedenen Sektoren der Volkswirtschaft analysiert werden. Deutschland ist ein wichtiger Fall in diesem Kontext, da es anscheinend das Problem der Anregung der Nachfrage gelöst hat, ohne seine fiskalische Sparsamkeit aufzugeben. Grafik 18 zeigt das Muster der Nettofinanzströme in Deutschland während der letzten 50 Jahre.

Grifik 18: Nettofinanzströme<sup>1</sup> in Deutschland<sup>2</sup>



Anmerkung:

1 Nettoschuldenposition eines Geschäftssektors im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt; gleitende Dreijahresdurchschnitte

2 Westdeutschland bis 1991; Deutschland ab 1991

Quelle: Deutsches Bundesfinanzministerium; AMECO-Datenbank (per Mai 2011); eigene Berechnungen

In den 1960er Jahren war das Muster der Kapitalbilanzen in Deutschland so, dass die Nettokreditaufnahme des Unternehmenssektors das wesentliche Gegenstück zu den Nettoersparnissen der Haushalte war. In diesem Zeitraum trugen weder die Regierung noch andere Länder wesentlich zu der Absorption privater Ersparnisse bei. Mit dem Start der WWU entfernt sich der deutsche Unternehmenssektor seit der Mitte des ersten Jahrzehnts dieses Jahrhunderts zunehmend von seiner traditionellen Defizitposition und übernimmt eine Rolle als Nettosparer. Während zu Beginn des ersten Jahrzehnts der WWU die Regierung noch im Defizit war, beschloss sie im Jahr 2009, die Nettokreditaufnahme praktisch zu stoppen, indem sie eine „Schuldenbremse“ in die deutsche Verfassung aufnahm, die künftig nur noch sehr kleine Beträge für die Nettokreditaufnahme durch den Staat erlauben würde.

Das Gegenstück der zunehmenden Versuche auf allen Seiten der deutschen Volkswirtschaft, zum Nettosparer zu werden, war eine wachsende Verschuldung anderer Länder gegenüber deutschen Kreditgebern. Der Mechanismus hierfür, nämlich eine reale Abwertung über Lohndumping, ausgelöst durch Druck der Regierung auf die Gewerkschaften, ist in Kapitel II ausführlich beschrieben. Das Ergebnis für die WWU ist katastrophal, während das Ergebnis für die deutsche

Wirtschaft ein nicht nachhaltiger Wachstumspfad und eine enorme Herausforderung für die Wirtschaftspolitik ist.

Die Herausforderung für Deutschland besteht darin, seine Unternehmen in eine Situation zurückzudrängen, in der sie viel weniger verdienen, aber mehr investieren. Die unglaubliche Zunahme der deutschen Gewinne in der zweiten Hälfte des ersten Jahrzehnts der WWU war dem gewaltigen Erfolg der deutschen Firmen in der ganzen Welt auf Kosten ihrer europäischen Nachbarn zu verdanken. Wie wir schon gezeigt haben, wäre das deutsche Experiment der Lohnmäßigung ohne den Exportkanal ein kompletter Fehlschlag gewesen, da es zur Verlangsamung des Wachstum der Inlandsnachfrage diente. Und auch die Anhäufung von Gewinnen wäre ohne das von der realen Abwertung erzeugte Exportwachstum nicht möglich gewesen. Da aber der Exportkanal weit offenstand, nutzten die auf handelbare Güter spezialisierten deutschen Unternehmen die goldene Gelegenheit und vergrößerten ihre Marktanteile und ihre Gewinnanteile zur gleichen Zeit. Die sekundäre Einkommensverteilung änderte sich auch zu ihren Gunsten, was nicht nur auf die Lohnkomprimierung, sondern auch auf eine deutliche Senkung der Körperschaftsteuersätze zurückzuführen war.

Da jetzt die meisten der früheren Importeure deutscher Güter in einer schweren Notlage und nicht mehr bereit sind, die Schuldnerrolle zu übernehmen, muss das Modell radikal geändert werden. Die Mechanismen, die den politischen Entscheidungsträgern hierfür zur Verfügung stehen, basieren auf Löhnen und Steuern. Eine Umstrukturierung der Gesamtnachfrage mit mehr Inlandsnachfrage und weniger Auslandsnachfrage kann nur erreicht werden, wenn die Lohnmäßigung umgekehrt und darauf gedrängt wird, dass das Lohnwachstum während eines ausgedehnten Zeitraums den Mäßigungspfad weit übersteigt, und sogar die Linie des Produktivitätstrends zuzüglich des Inflationsziels übersteigt. Es wird darauf ankommen, dass die Regierung energisch interveniert, damit der erforderliche Umschwung im Kräfteverhältnis auf dem Arbeitsmarkt zugunsten der Arbeitskräfte erreicht wird. Höhere Löhne würden eine Zunahme der Inlandsnachfrage hervorrufen, die in Deutschland seit mehr als einem Jahrzehnt stagniert. Gleichzeitig muss die Regierung Körperschaftsteuersätze in normaler Höhe wiederherstellen und die Erlöse für Infrastrukturinvestitionen verwenden, womit sie Unternehmen

unterstützt, die auf Inlandsinvestitionen und die Befriedigung der Inlandsnachfrage spezialisiert sind.

Die vor Deutschland liegende Aufgabe ist umso herausfordernder, als die Philosophie hinter dem ganzen Gebäude seiner Wirtschaftspolitik auf der Erreichung von Exportüberschüssen beruht. „Exportorientierung“ wird in der Politik und in den Medien mit Zähnen und Klauen verteidigt und als der einzige Weg dahin beschrieben, dass die Wirtschaft florieren und Arbeitsplätze schaffen kann. Die deutschen Politiker (und Unternehmen) müssen jetzt die Lektion lernen, dass man andere Nationen nicht systematisch als Schuldner benutzen und dann als „lasch“ und „faul“ und in ihrem ökonomischen Verhalten nicht solide genug abtun kann, ohne die Grundlagen seines eigenen ökonomischen Modells in Frage zu stellen. Das ist besonders schwierig, wenn der Prozess der Neuorientierung in der Wirtschaftspolitik nicht von einem externen Ereignis wie einer Aufwertung ausgelöst wird. In dem Kontext der Währungsunion muss dieser Prozess intern eingeleitet werden, durch das Anerkenntnis, dass das von einer riesigen Mehrheit gewählte Modell sich als unhaltbar herausgestellt hat. Angesichts der begrenzten Fähigkeit menschlicher Wesen, einen persönlichen Fehler zuzugeben, wäre es fast unvernünftig zu erwarten, dass ein solcher Prozess stattfinden wird.

Deswegen tendieren wir zu der Ansicht, dass eine kooperative Lösung sehr schwer zu erreichen ist. Entweder wird die deutsche Position durch politischen Druck der südeuropäischen Länder einschließlich Frankreichs in Bewegung gebracht, oder durch den Verfall der Mauern in einem Land nach dem andern und/oder eine drohende Panik in vielen Ländern gleichzeitig. Unter der Voraussetzung, dass sie ihre individuelle Schwäche und ihre kollektive Macht erkennen, ist möglicherweise eine Koalition der Schuldnerländer, die mit dem Ende der WWU droht, der beste Weg, Deutschland zu einem Wechsel seines ökonomischen Modells zu zwingen. Sollte die WWU enden, so würden die neuen (alten) Währungen dieser Länder sich gegenüber dem Euro und gegenüber dem, was auch immer die neue deutsche Währung wäre, stark abwerten und von heute auf morgen einen riesigen Teil der deutschen Exportmärkte zerstören.

## **Kapitel V: Zusammenfassung**

### 1. Das Transferproblem und die Notwendigkeit tragfähiger Außenwirtschaftsbilanzen

Für ungestörte Handels- und Kapitalströme und zur Vermeidung von untragbaren Ungleichgewichten zwischen den Ländern ist eine wirksame und schnelle Anpassung der Währungsbewertungen gemäß den zugrunde liegenden Preisen oder Lohnkosten entscheidend. Das ist die Schlussfolgerung, die man nach 40 Jahren Erfahrung mit den verschiedenen Wechselkurssystemen, die es seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems gegeben hat, ziehen kann. Ob freies Floating, Managed Floating, Dirty Floating, Anbindung oder unbefristete Fixierung: in all diesen Systemen sind hohe und steigende Leistungsbilanzdefizite bei gleichzeitigem Rückgang der Wettbewerbsfähigkeit für Volkswirtschaften als Ganzes auf Dauer nicht tragbar. Das Gleiche gilt für Währungsunionen zwischen unabhängigen Staaten. Eine Über- oder Unterbewertung (Aufwertung oder Abwertung des realen Wechselkurses) innerhalb einer Währungsunion infolge von Lohndumping durch ein Land oder von anderen Formen des Wettbewerbs zwischen Nationen, wie z. B. Steuerwettbewerb, ist jedoch sehr viel schwieriger zu handhaben, da die Möglichkeit der Wechselkursanpassung nicht gegeben ist.

Eine ähnliches Problem besteht auf globaler Ebene. In den Jahren vor der globalen Finanzkrise hatten sich riesige Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft aufgebaut, und es wurde klar, dass „die Märkte“ dieses Problem nicht lösen konnten. Der Ausbruch der Finanzkrise von 2008 – und ihre weltweiten Auswirkungen danach – rückten dann die Gruppe der 20 Industrie- und Entwicklungsländer in den Mittelpunkt. Die Gruppe sollte eine koordinierte internationale wirtschaftspolitische Antwort sowohl auf die Finanzkrise als auch auf die globalen Ungleichgewichte finden. Die G-20-Finanzminister unterstrichen die Notwendigkeit einer Ursachenbewertung der fortbestehenden großen globalen Ungleichgewichte und der Vorbedingungen für ihren Abbau. Mit der Zeit hat sich das Interesse zunehmend auf die internen strukturellen Haushaltssalden, die Fiskalpolitik und die Währungsanpassung als Teile einer gemeinsamen Politik zur Bewältigung der nächsten Phase der Krise konzentriert.

Die Debatte in der G 20 hat neue Wege zur Lösung des Problems der globalen wirtschaftlichen Ordnungspolitik eröffnet. Sie hat bestätigt, dass das Motto „Währungen dem Markt überlassen“ seine Überzeugungskraft verloren hat. Der Widerspruch zwischen der Erwartung, dass die Marktkräfte ihre Arbeit erledigen, und der Hoffnung auf eine Anpassung der Währungen in Übereinstimmung mit den grundlegenden Determinanten der Wettbewerbsfähigkeit ist nur allzu offensichtlich geworden. Das hat sich auch in den letzten Jahren wieder gezeigt, als eine der großen aufstrebenden Volkswirtschaften, Brasilien, gegen gewaltige Kapitalzuflüsse ankämpfen musste, die eine nicht tragfähige Aufwertung seiner Währung verursachten. Der Widerspruch sollte aber keine Überraschung sein, denn die Weltwirtschaft war auch früher schon in ähnlichen Situationen. 1985 beispielsweise wurde die Unfähigkeit des Marktes, seit langem bestehende Handelsungleichgewichte zwischen Japan und den USA zu beseitigen, schließlich von dem historischen Plaza-Abkommen abgelöst. Nachdem alle anderen Versuche gescheitert waren, wurde schließlich mit der koordinierten Intervention der Mitglieder der G 5 eine 50-prozentige Abwertung des US-Dollars erreicht.

Der neuerliche Schwung für die multilaterale Zusammenarbeit zur Lösung des Problems anhaltender Ungleichgewichte auf globaler Ebene und die Tatsache, dass konkrete Vorschläge für Mechanismen zur Verringerung der weltweiten monetären und finanziellen Volatilität vorgelegt wurden, sollten auch als ein Weckruf für die Europäische Währungsunion dienen. Die Ungleichgewichte, die innerhalb der Währungsunion aufgetreten sind, sind Teil eines weiter gefassten Problems nicht gerechtfertigter Wechselkurse und müssen letztendlich global angepackt werden.

Schlussfolgerungen für die reale Welt, die nur auf einer Bilanzgleichung beruhen, sind generell fragwürdig. Zwischen einem Leistungsbilanzdefizit und Ersparnistrends („Spardefizit“) bestimmter Sektoren einer Volkswirtschaft besteht keine direkte kausale Verbindung. Nach den Regeln der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung kann ein Land kein Leistungsbilanzdefizit haben, wenn dies nicht von anderen Ländern (durch deren Netto-„Ersparnisse“) finanziert wird. Das „Spardefizit“ ist das sichtbare Ergebnis eines makroökonomischen Prozesses, aber nicht notwendigerweise das Ergebnis fehlender Ersparnisse am Beginn dieses Prozesses. Die Gleichung sagt nichts über die ökonomischen Mechanismen aus, die zu einem

solchen Ergebnis führen. Die Annahme der neoklassischen Theorie ist, dass Ersparnisse immer makroökonomische Anpassungsprozesse anführen, und dass Investitionen nachfolgen. Diese Annahme ist jedoch nicht haltbar. Aus der Perspektive dieser Theorie erscheint es paradox, dass die Leistungsbilanz vieler Entwicklungsländer heutzutage überschüssig ist. Ist dies das Ergebnis eines Sparüberschusses im tatsächlichen Sinn des Wortes? Oder handelt es sich eher um das Ergebnis einer Politik, mit der verhindert werden soll, dass nach der schmerzlichen Erfahrung vieler Entwicklungsländer mit Finanzkrisen und einer von den Gläubigern auferlegten wirtschaftspolitischen Konditionalität neue Leistungsbilanzdefizite entstehen?

Die Leistungsbilanzungleichgewichte als solche sollten angesichts der Schwierigkeiten, für jedes Land eine angemessene Bandbreite zu bestimmen, außerhalb welcher ein Ungleichgewicht wirklich untragbar wird, nicht im Mittelpunkt der Wirtschaftspolitik stehen. Die wichtigste Frage ist, wie solche Ungleichgewichte entstehen. Es gibt viele gute Gründe dafür, dass eine Leistungsbilanz zu einem bestimmten Zeitpunkt defizitär bzw. überschüssig ist. Ein Grund kann sein, dass eine Volkswirtschaft schneller wächst als die ihrer Handelspartner, sodass die Importe schneller ansteigen als die Exporte (z. B. die USA in den 1990er Jahren). Ein weiterer Grund wäre, dass ein Land große Mengen eines Primärrohstoffs importiert, dessen Preis tendenziell immer weiter ansteigt, was die Importrechnung erhöht, ohne dass es hierfür einen Ausgleich durch steigende Exporteinnahmen gäbe (z. B. die Gruppe der Länder mit niedrigem Pro-Kopf-Einkommen und Nahrungsmittelfiziten [„low-income, food deficit countries“]). Noch ein weiterer Grund kann sein, dass ein Land für Auslandsunternehmen als Zentrum zur Produktion von Industriegütern in großem Umfang dient, aber noch kein Pro-Kopf-Einkommen erreicht hat, das so hoch ist, dass die Bevölkerung importierte Güter in einer Menge verbrauchen würde, die die Exporte ausgleicht (z. B. China).

In all diesen Fällen werden Nettokapitalzuflüsse oder -abflüsse als kurzfristiger Puffer gebraucht, damit das internationale Handelssystem problemlos funktionieren kann. Mit anderen Worten: Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz sind an sich noch kein Anzeichen für ein systemisches Problem, das eine koordinierte Intervention erfordert. Außerdem ist die Leistungsbilanzposition eines Landes nicht so wichtig – einige

Rohstoffexportländer können sich auf die unbefristete Beibehaltung ihrer Überschüsse verlassen (z. B. Saudi-Arabien). Worum es vielmehr geht, sind Leistungsbilanzdefizite, die durch einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit im gesamten Industriesektor (und/oder Dienstleistungssektor) eines Landes verursacht werden, und Leistungsbilanzüberschüsse, die durch Steigerungen der Wettbewerbsfähigkeit entstehen. Das ist die Art von Leistungsbilanzungleichgewichten, die eindeutig untragbar ist.

Die Tatsache, dass Wechselkurse eine zentrale Rolle für die Außenwirtschaftsbilanzen – und somit für die inländischen makroökonomischen Entwicklungen – spielen, wird von empirischen Daten belegt. Bei der Analyse der Faktoren, die Leistungsbilanzanpassungen bewirken, zeigte der von der UNCTAD veröffentlichte Handels- und Entwicklungsbericht 2008, dass eine Leistungsbilanzanpassung tendenziell ihren Ursprung eher in externen Schocks sowohl aus den Warenmärkten als auch aus den Finanzmärkten hat als in autonomen Spar- und Investitionsentscheidungen in- und ausländischer Wirtschaftsakteure. Insbesondere waren Verbesserungen in der Leistungsbilanz normalerweise entweder von positiven Terms-of-Trade-Schocks, von einer Abwertung des realen Wechselkurses oder von Panik an den internationalen Kapitalmärkten mit dem plötzlichen Erliegen von Kapitalflüssen begleitet.

Der tiefere Grund dafür, dass Leistungsbilanzungleichgewichte untragbar sind, liegt in einem Fehlschluss von einem Teil auf das Ganze. Länder, die sich über längere Zeiträume gegenüber ihren Handelspartnern verschulden, geraten früher oder später in eine Situation, in der Fragen hinsichtlich der Tragbarkeit ihrer angehäuften Auslandsschuld, d.h. ihrer Fähigkeit, diese Schuld zu bedienen und zurückzuzahlen, auftauchen. Eine Nettoschuldentilgung durch ein Schuldnerland ist jedoch nur möglich, wenn es einen Leistungsbilanzüberschuss erzielt. Das bedeutet, dass das Gläubigerland bereit sein muss, seine Überschussposition in eine Defizitposition zu verwandeln. Einzelne Unternehmen oder Haushalte mögen in der Lage sein, ihre ausstehenden Schulden zu reduzieren, indem sie „den Gürtel enger schnallen“ oder ihre Einkommensströme erhöhen; das hat keine Auswirkung auf das laufende Einkommen des Gläubigers. Bei den meisten Gläubiger-Schuldner-Beziehungen zwischen Ländern ist dies jedoch nicht möglich. Wenn ein Gläubigerland mit allen

Mitteln seinen Leistungsbilanzüberschuss verteidigt, wird es für das Schuldnerland sehr schwierig oder sogar unmöglich, ein Leistungsbilanzdefizit in einen Leistungsbilanzüberschuss zu verwandeln, der für eine Nettotilgung seiner Auslandsschuld erforderlich ist. Dieses Problem wird als das „Transferproblem“ bezeichnet. Es wurde von Keynes (1929) in Verbindung mit den Reparationszahlungen, die Deutschland im Vertrag von Versailles nach dem Ersten Weltkrieg auferlegt worden waren, analysiert. Er kam zu dem verblüffenden Schluss, dass Deutschland, das gezwungen war, die Reparationen in Sachleistungen zu zahlen, während eines längeren Zeitraums Leistungsbilanzüberschüsse erzielen und Marktanteile auf Kosten der Alliierten, also der Begünstigten der Reparationen, gewinnen müsste. Würden diese Länder sich weigern, Deutschland diesen Spielraum zu geben, so wäre die Zahlung von Reparationen unmöglich.

Es ist tragisch, dass Deutschland, das damalige Opfer der alliierten Konditionalität, heutzutage die Natur seines Verhältnisses zu den südeuropäischen Mitgliedern der Europäischen Währungsunion nicht versteht. Deutschland besteht weiterhin darauf, dass „jeder seine Wettbewerbsfähigkeit verbessern muss“ (Merkel, 2013 und Schäuble, 2011), und verteidigt dabei gleichzeitig seine internationalen Marktanteile. Diese Haltung verhindert direkt eine Lösung der Eurokrise, indem sie ein Transferproblem erzeugt. Da Wettbewerbsfähigkeit ein relativer Begriff ist und die Leistungsbilanzen für die Eurozone als Ganzes ausgeglichen sein müssen (weil die übrige Welt Leistungsbilanzüberschüsse eines so großen Blocks nicht akzeptieren wird und dies durch Wechselkursmanipulation erzwingen kann), verletzt der deutsche Ansatz die fundamentale Logik.

## 2. Die Eurozone steht vor schwierigen Entscheidungen

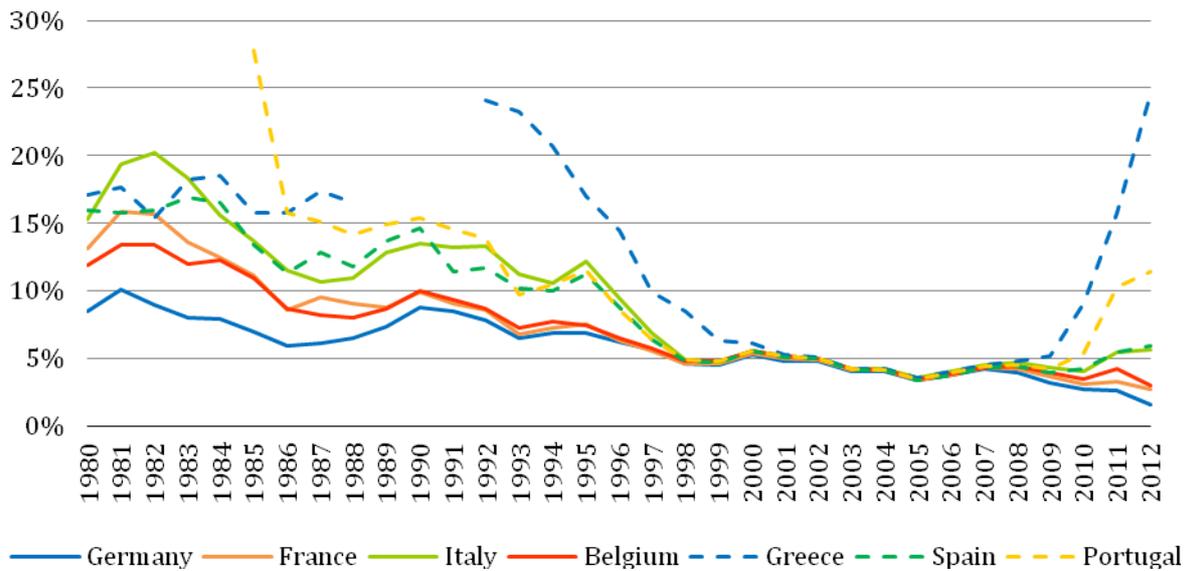
Zu Beginn des Jahres 2013 liegt die Arbeitslosenrate in der EU bei über 12 Prozent. In einigen südeuropäischen Ländern übersteigt die Arbeitslosigkeit 25 Prozent, und die Jugendarbeitslosigkeit hat irrsinnige 55 oder gar 60 Prozent erreicht. Diese Zahlen zeigen deutlicher als alles andere, dass die Eurozone unfähig ist, mit dem als „Eurokrise“ entstandenen Problem fertigzuwerden. Der dramatische Rückgang des Wachstums und der Beschäftigung wurde von den Nachwirkungen der Weltfinanzkrise der Jahre 2008 und 2009 ausgelöst. Während jedoch Deutschland und die meisten größeren Länder relativ schnell wieder zu positivem Wachstum

zurückfanden, fehlten den Schuldnerländern die Mittel zum Kampf gegen die Rezession, und sie waren zu einer prozyklischen Politik in einem Ausmaß gezwungen, wie es zuletzt in den 1930er Jahren zu beobachten war.

Der deutsche Leitspruch „Austerität als die einzige Lösung“ (Schäuble, 2011) wurde ausnahmslos allen Ländern auferlegt, die um Finanzhilfe bitten mussten, als ihr Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten nicht mehr gegeben oder durch sehr hohe Zinssätze *de facto* blockiert war. Die Debatte wird von einer Besessenheit hinsichtlich scheinbarer Haushaltprobleme beherrscht. Die von der Eurogruppe für den Zugang zu Finanzhilfe von den Gläubigerländern vereinbarten Bedingungen konzentrieren sich auf die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte um jeden Preis und so schnell wie möglich.

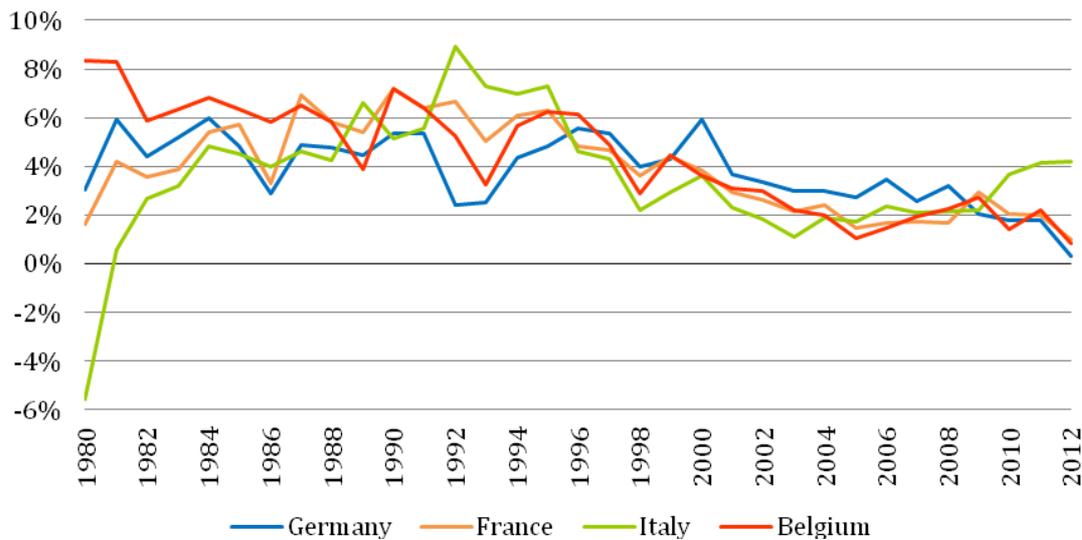
Unterschiede in den Renditen der Staatsanleihen zwischen Gläubiger- und Schuldnerländern waren eindeutig das erste Signal der Finanzmärkte, das einen Riss zwischen den „soliden“ und den „verschwenderischen Nationen“ der Eurozone anzeigte. Aber die Anleiherenditen zeigen entgegen einer verbreiteten Meinung nicht unbedingt ein Problem mit einem laufenden Haushaltsdefizit oder der Höhe der Staatsschuld in dem betreffenden Land an. Ein Blick zurück in die Zeit vor der Schaffung der Europäischen Währungsunion offenbart, dass Länder mit hoher Staatsverschuldung keineswegs systematisch durch entsprechend höhere Anleiherenditen bestraft wurden. Die nominalen Anleiherenditen wichen weit voneinander ab, aber darin kamen hauptsächlich Unterschiede im allgemeinen Zinsniveau der einzelnen Länder zum Ausdruck. Real betrachtet, stellte sich die Situation jedoch ganz anders dar (Grafik 19). Die inflationsbereinigten Renditen waren bei italienischen oder belgischen Staatsanleihen nicht viel höher als bei deutschen Staatsanleihen – trotz der Tatsache, dass die italienische und die belgische Staatsverschuldung etwa dreimal so hoch waren wie die deutsche Staatsverschuldung.

Grafik 19: Nominale Renditen zehnjähriger Anleihen



Quelle: AMECO-Datenbank (per Nov. 12); eigene Berechnungen

Grafik 20: Reale Renditen zehnjähriger Anleihen<sup>1</sup>



Anmerkung:

<sup>1</sup> Die realen Anleiherenditen sind die nominalen Anleiherenditen abzüglich der BIP-Inflationsrate

Quelle: AMECO-Datenbank (per Nov. 12); eigene Berechnungen

Das zeigt, dass die Märkte in der Vergangenheit Staatsanleihen von EU-Ländern als nicht mit einem Ausfallrisiko verbunden ansahen. Eher kalkulierten sie das Risiko einer Abwertung der Währung ein, auf die die Staatsanleihe lautete. Die Tatsache, dass die Renditen im ersten Jahrzehnt der Europäischen Währungsunion auch komplett konvergierten, ist eine klare Bestätigung dafür: solange die Gefahr eines Auseinanderbrechens der Eurozone als vernachlässigbar angesehen wurde, war die Konvergenz der nominalen Anleiherenditen eindeutig sinnvoll. Als jedoch die

Eurokrise ausbrach, war der Austritt in Schwierigkeiten befindlicher Länder nicht mehr auszuschließen, sodass die Märkte ein zunehmendes Risiko erkannten, dass die Anleihen dieser Länder möglicherweise nicht in Euro zurückgezahlt würden, was zu einem Auseinanderlaufen der Anleiherenditen führte. Die EZB unternahm mehrere massive Versuche, die Renditeunterschiede zu begrenzen, beispielsweise mit den langfristigen Refinanzierungsgeschäften (Long-Term Refinancing Operation, LTRO) und dem Signal des EZB-Präsidenten an die Finanzmärkte, dass die EZB „alles zur Rettung des Euro Notwendige“ tun würde. Dank dieser Versuche wurden die Renditeunterschiede kleiner, aber ganz verschwanden sie nicht.

Wegen des offensichtlichen Scheiterns der Anpassungsprogramme, die nicht die Erwartungen erfüllten, nämlich eine „Anpassung“ in Form einer Reduzierung sowohl der öffentlichen Haushaltsdefizite als auch der Staatsverschuldung, bleibt die Unsicherheit bezüglich der Zukunft des Euro groß. Gegenwärtig ist die Lage stabil dank der enormen Möglichkeit der EZB, einzugreifen und die Anleiherenditen zu deckeln. Das bedeutet aber nicht mehr, als dass das Feuer momentan unter Kontrolle ist; gelöscht ist es noch lange nicht.

Um die richtigen Schlüsse für die Zukunft des Euro ziehen zu können, ist es wichtig zu verstehen, was bisher in den in Schwierigkeiten befindlichen Ländern passierte. Die von der „Troika“ verordneten Anpassungsprogramme bestehen aus zwei Hauptelementen. Das erste ist die Haushaltsanpassung und bedeutet Kürzungen in den Staatsausgaben und höhere Steuersätze. In einem stark rezessiven Umfeld führt eine derartige restriktive Fiskalpolitik unweigerlich zu einer weiteren Verschlechterung der Lage. Ihre negativen Auswirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität bringen in der Regel einen Rückgang der staatlichen Steuereinnahmen und Erhöhungen der öffentlichen Ausgaben aufgrund feststehender Verpflichtungen in der Sozialversicherung und in der Arbeitslosenunterstützung mit sich.

Der von Teilen der Troika und der deutschen Regierung ausgedrückte Gedanke, dass der Privatsektor positiv auf diese restriktive Fiskalpolitik reagieren könnte, ist beinahe absurd. Die sogenannten nicht-keynesianischen Effekte, die auf dem „Ricardianischen Äquivalenztheorem“ und der Theorie rationaler Erwartungen beruhen, sind eine theoretische Fiktion, die jeder vernünftige Bürger als vollkommen

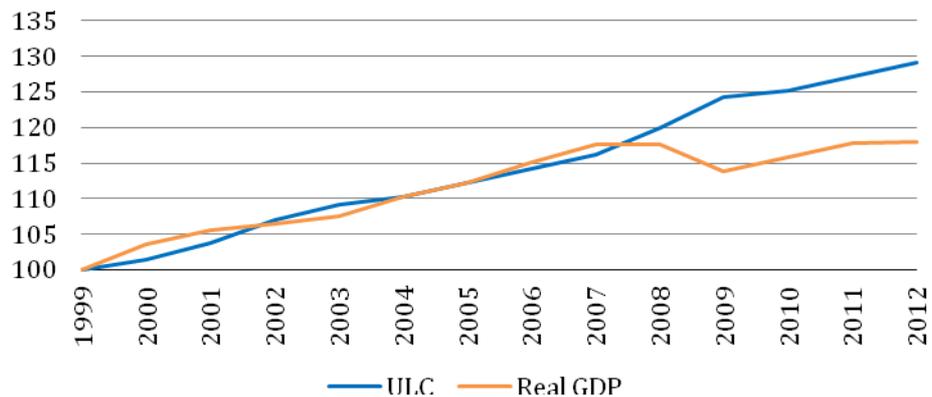
unsinnig ansehen würde. Kürzungen der öffentlichen Ausgaben in einer Zeit, in der die Unsicherheit in den Unternehmen hinsichtlich der Nachfrage und in den Haushalten hinsichtlich ihrer Einkommen schon groß ist und den Privatsektor zu einer Reduzierung seiner Ausgaben veranlasst hat, führen nur dazu, dass die Unsicherheit noch größer wird. Die Annahme, dass der durchschnittliche Haushalt eine vollkommene Voraussicht auf seine künftigen Einkommensströme und Steuerlasten besitzt, bedeutet, dass das Problem hinweggedacht wird, bevor eine ernsthafte Analyse überhaupt begonnen hat. Die Unsicherheit im Privatsektor sollte für die Regierungen ein Grund sein, *mehr* auszugeben oder die Steuern zu *senken*, um die Sichtweise im Privatsektor umzukehren und den privaten Konsum und die privaten Investitionen anzuregen. Regierungen, die das genaue Gegenteil tun, zeigen, dass ihre Politik auf einem absurden Wirtschaftsmodell basiert, das die politischen Entscheidungsträger in die Denkweise der meisten Bürger einimpfen wollen.

Das zweite Element der Anpassungsstrategie sind „Strukturreformen“, womit hauptsächlich Arbeitsmarktreformen – oder im Klartext Lohnkürzungen – gemeint sind. Nach dem deutschen Finanzminister (Schäuble, 2013) besteht der Weg aus der Krise darin, die Wettbewerbsfähigkeit aller Eurozoneländer zu verbessern. In dieser Denkweise kann eine Erneuerung der EU und eine bessere Zukunft für alle erreicht werden, wenn alle Länder, die sich jetzt in der Krise befinden, das deutsche Modell kopieren. Auch dieser Ansatz muss scheitern: abgesehen von den vorerwähnten Problemen mit dem Begriff der Wettbewerbsfähigkeit müssen „Strukturreformen“, die auf niedrigere Löhne abzielen, zwangsläufig scheitern. Wenn Lohnkürzungen in vielen Ländern gleichzeitig erfolgen, führen sie zu einem dramatischen Rückgang der Inlandsnachfrage in allen diesen Ländern und zu einem Zusammenbruch der Handelsströme zwischen ihnen. Wie oben für Deutschland gezeigt, verringern Lohnkürzungen direkt die Inlandsnachfrage, die in allen europäischen Ländern der weitaus größte Teil der Gesamtnachfrage ist, und verursachen somit einen weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit (Grafik 21 – 26).

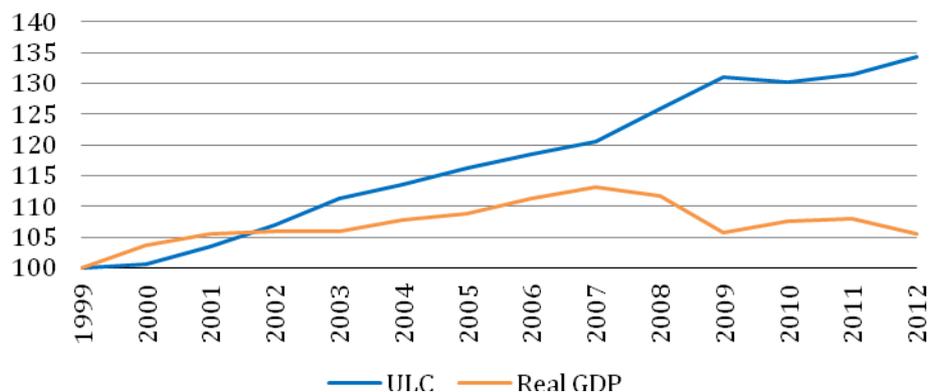
Es gibt keinen Zweifel: Die Verschlimmerung der Krise in Südeuropa ist eng verbunden mit der von der Troika verordneten Anwendung deflationärer Anpassungsmaßnahmen (fiskalische Austerität und Lohnkürzungen). Während

Frankreich und Italien selbst bei unverändertem Lohnwachstum (bzw. unveränderten Lohnstückkosten) eine starke Verlangsamung des Wachstum hinnehmen mussten, ist der Rückgang der Wachstumsraten in all jenen Ländern, die auf die eine oder die andere Weise „die Troika-Behandlung“ anwenden, gewaltig.

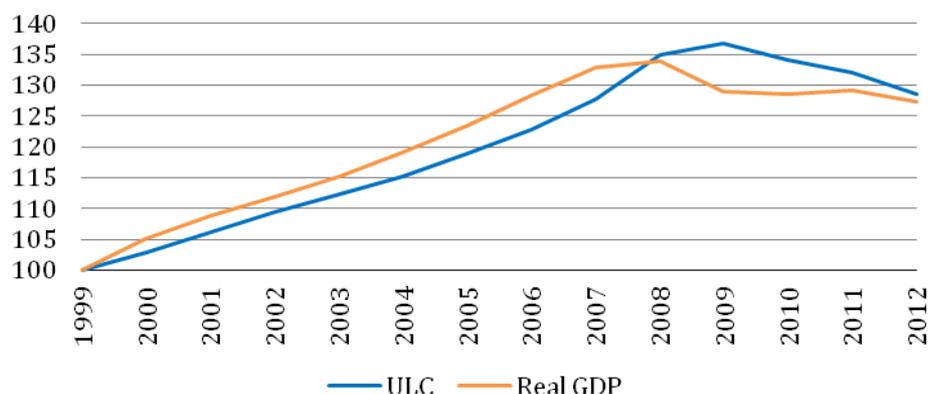
Grafik 21: Lohnstückkosten<sup>1</sup> und reales BIP – Frankreich (1999 = 100)



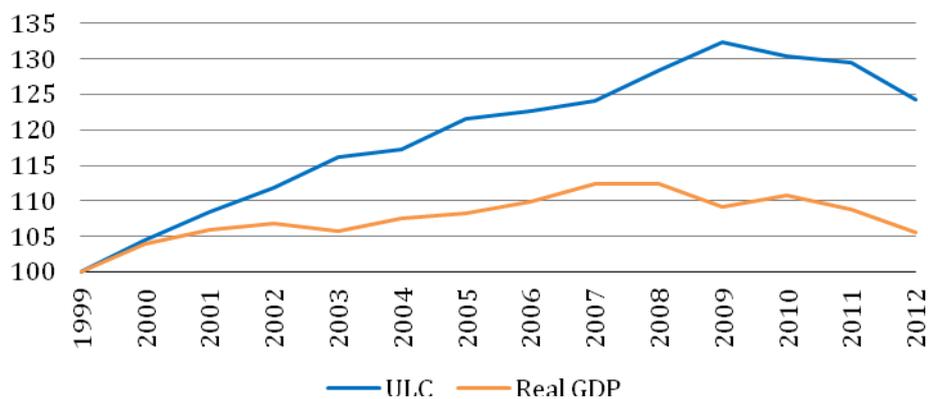
Grafik 22: Lohnstückkosten<sup>1</sup> und reales BIP – Italien (1999 = 100)



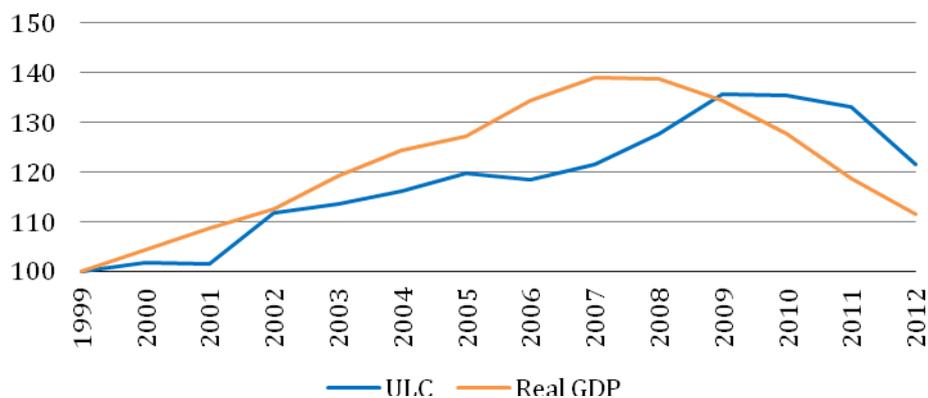
Grafik 23: Lohnstückkosten<sup>1</sup> und reales BIP – Spanien (1999 = 100)



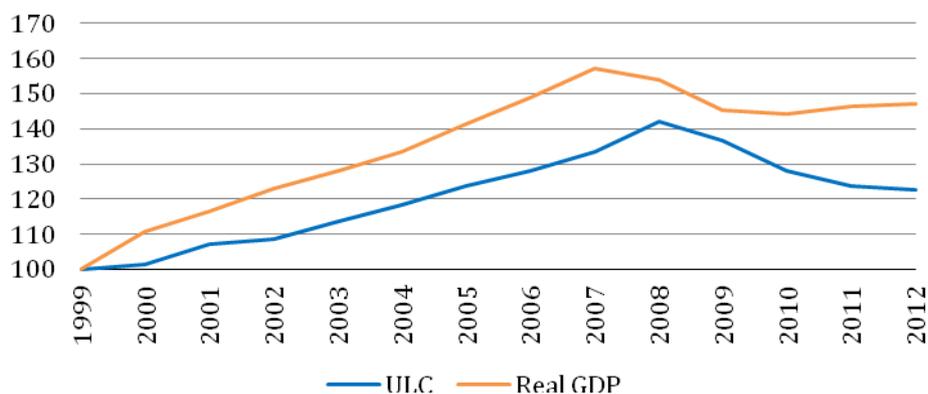
Grafik 24: Lohnstückkosten<sup>1</sup> und reales BIP – Portugal (1999 = 100)



Grafik 25: Lohnstückkosten<sup>1</sup> und reales BIP – Griechenland (1999 = 100)



Grafik 26: Lohnstückkosten<sup>1</sup> und reales BIP – Irland (1999 = 100)



Anmerkung zu Grafiken 21 bis 26:

1 Lohnstückkosten definiert als Bruttoeinkommen pro Kopf der abhängig Beschäftigten in ECU/Euro, geteilt durch das reale BIP aller Beschäftigten

Quelle: AMECO-Datenbank (per Nov. 12); eigene Berechnungen

Griechenland, das Land, das die Lohnstückkosten stärker gesenkt hat als irgendein anderes Land, befindet sich in einer Depression, und der Rückgang seines BIP gegenüber 2009 beträgt rund 30 Prozent. Und trotz dieser „Erfolge“ hat es in der Wettbewerbsfähigkeit kein Niveau erreicht, das es zulassen würde, irgendeinen Nutzen in Form höherer Exporte aus der extrem schmerzlichen Anpassung zu ziehen

(siehe Grafik 7). Unter Berücksichtigung der Entwicklungen im Laufe der ganzen Geschichte der Europäischen Währungsunion reicht die Anpassung der griechischen Wirtschaft noch nicht einmal aus, um ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen.

Paradoxe Weise beweisen diejenigen Länder, die ein gutes Stück bei der Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit vorangekommen sind, dass dies für alle anderen der falsche Weg ist. Wenn Frankreich und Italien ähnliche Anpassungen verfolgen würden wie die kleineren europäischen Länder an der Peripherie, wäre das Ergebnis eine Depression und eine tiefe und langanhaltende Deflation im gesamten Eurogebiet. Eine solche Entwicklung würde wahrscheinlich radikale politische Bewegungen stärken und die Demokratie gefährden. Sie würde außerdem eine Verschiebung der öffentlichen Meinung gegen die Währungsunion und die Idee der europäischen Integration im weiteren Sinn bewirken. Auf der anderen Seite würden Frankreich und Italien ohne Anpassung weiter an Wettbewerbsfähigkeit einbüßen, sodass eine Wiederherstellung des Gleichgewichts in ihrem Außenhandel unmöglich würde. Beides ist nicht machbar. Das zeigt, dass eine Lösung der europäischen Krise nur in einer internationalen kooperativen Anstrengung liegen kann, die eine umfassende Anpassung in den Überschussländern, insbesondere in Deutschland, mit einschließt.

### 3. Die Kosten-Nutzen-Bilanz einer Mitgliedschaft in der Europäischen Währungsunion verschiebt sich schnell

Die Vorherrschaft Deutschlands in den Exportmärkten und seine fehlende Bereitschaft, sein wirtschaftspolitisches Modell zu ändern, die Art der Konditionalität, die mit den Anpassungsprogrammen in den Krisenländern verbunden ist, und die falsche Anpassung an sich bewirken einen schnellen Anstieg der Kosten eines Verbleibens in der Europäischen Währungsunion. Im Vergleich dazu ist der zu Beginn dieser Studie beschriebene Nutzen einer Mitgliedschaft gering und rückläufig.

Der Auseinanderbrechen der Kapitalmärkte in der Europäischen Währungsunion nach der Finanzkrise verringerte schnell den Nutzen, der für ein Land damit verbunden ist, dass es Mitglied der Währungsunion und der gemeinsamen Geldpolitik unterworfen ist. Die EZB bemühte sich, das Auseinandertriften der langfristigen Zinssätze zu bremsen, indem sie das LTRO-Programm einführte, und

durch die im letzten Abschnitt erwähnte verbale Intervention. Das trug zwar eine Zeitlang zur Stabilisierung der Lage bei, aber die Zinsunterschiede von Land zu Land blieben bestehen, wodurch das ungünstige Muster der externen Wettbewerbsfähigkeit noch verstärkt wurde. Das Ergebnis sind monetäre Bedingungen (Zinssätze und reale Wechselkurse), die in den Defizitländern, wo die wirtschaftliche Lage eine viel stärkere Anregung erfordert als in den Überschussländern, in absoluter Sicht schlechter sind. Gleichzeitig machen rekordniedrige Zinssätze bei den Staatsanleihen in den Überschussländern eine problemlose Haushaltskonsolidierung möglich, da dort günstige monetäre Bedingungen die Konjunktur insgesamt anregen.

Das bedeutet, dass die ursprüngliche Abweichung und die generelle Ausrichtung der Anpassungsprogramme die Währungsunion so stark destabilisieren, dass ein Überleben der Union selbst ernsthaft in Frage gestellt ist. Die politischen Entscheidungsträger in Europa scheinen jedoch weder diese Tatsache zu erkennen, noch sind sie bereit, eine politische Anstrengung zu unternehmen, um eine Wende in der Gesamtwirtschaft herbeizuführen und ein weiteres Auseinanderdriften zu verhindern. Deswegen müssen ein Zerfall und schließlich der Zusammenbruch der Union ernsthaft in die Überlegungen mit einbezogen werden.

Insbesondere die EZB müsste viel konsequenter einen geldpolitischen Ansatz verfolgen, der das Auseinanderdriften der langfristigen Zinssätze beendet. Bisher hat sie jedoch nur halbherzig gehandelt. Auf der einen Seite weist die EZB auf die Möglichkeit hin, rigorose und zentrale Maßnahmen zu ergreifen („alles Notwendige...“). Andererseits scheut sie davor zurück, solche Maßnahmen auch tatsächlich einzuführen. Schlimmer noch, während der Verhandlungen mit Zypern zwang die EZB die Regierung Zyperns direkt, die von der Eurogruppe auferlegte Konditionalität zu akzeptieren, indem sie ihr mit der Einstellung der Liquiditätsversorgung derjenigen Banken des Landes drohte, die für den Fall, dass diese Konditionalität nicht erfüllt worden wäre, am anfälligsten gewesen wären. Das war ein schwerer Fehler und eine Verletzung der Rolle der Zentralbank in einer Währungsunion. Die Zentralbank muss für jedes Land in absolut unparteiischer Weise Zentralbank sein und sollte sich nicht mit der Erpressung von Regierungen befassen. Die eine Sache ist die wirtschaftspolitische Konditionalität, die mit den von

anderen europäischen Ländern zur Verfügung gestellten Rettungsgeldern verbunden ist, und sie ist das Ergebnis von Verhandlungen souveräner Staaten, zumindest im formellen Sinn des Wortes „souverän“. Aber die Bereitstellung von Liquidität durch die Zentralbank ist etwas anderes.

Wenn das Geschäftsmodell einzelner Banken sich als nicht mehr tragfähig herausstellt, müssen diese Banken von den Aufsichtsbehörden in einer geordneten Art und Weise abgewickelt werden; dazu gehört auch der Schutz der Einleger, der in den europäischen Regeln und Bestimmungen festgelegt ist. Wenn aber die Geschäftsmodelle der betroffenen Banken zum Gegenstand von Verhandlungen zwischen Regierungen werden und die Zentralbank auf der Seite dieser Regierungen steht und auf die Banken zusätzlichen Druck dahingehend ausübt, dass sie innerhalb sehr kurzer Zeit eine Umstrukturierung vornehmen oder schließen, dann stellt dies einen sehr schlechten Präzedenzfall dar und zerstört das Vertrauen der Einleger in die gemeinsame Währung. Gleiche Behandlung der Bankkunden, ob Sparer oder Investoren, in der ganzen Währungsunion ist eine Vorbedingung für eine funktionierende Währungsordnung. Diese Vorbedingung wurde im Falle Zyperns verletzt.

#### 4. Geordneter Austritt aus der Europäischen Währungsunion und Verbleib in der EU

Zypern ist das erste Land, das von der generell vereinbarten Konvertibilität in der Eurozone ausgenommen wird. Die Beschränkungen des Kapitalverkehrs wurden von den zypriotischen Behörden verordnet, aber vereinbart wurden diese Beschränkungen von der Troika. Das bedeutet, dass die Währungsunion in Wirklichkeit als Einheitseinrichtung nicht mehr besteht, da sie ihre Verpflichtungen nicht vollumfänglich honoriert. Darüber hinaus haben der Schock, der Zypern versetzt wurde, und die dem Land auferlegte Verpflichtung, seine nationale Wirtschaftsstrategie praktische über Nacht aufzugeben, starke Bedenken hinsichtlich der Zukunft Zyperns in der Eurozone hervorgerufen. Erstmals in der Geschichte der europäischen Krise wurden die Bürger so sehr geschockt, dass es jetzt kein Tabu mehr ist, über einen Austritt aus der Währungsunion zu reden.

Da die wirtschaftlichen Kosten der Mitgliedschaft zunehmen und der Nutzen abnimmt, müssen tatsächlich einige Länder einen Austritt erwägen. Einen einfachen

Weg aus einer Währungsunion wie der Europäischen Währungsunion heraus gibt es jedoch nicht. Ein Währung, die schon im Umlauf ist, abzuwerten, und ihre festgesetzte Konvertibilität in eine andere Währung aufzuheben, wie 2002 in Argentinien, ist einfach im Vergleich zu den immensen logistischen und politischen Herausforderungen der Einführung einer neuen Währung.

Das bei Weitem größte Problem ist die Vorbereitung der Bevölkerung. Es wäre extrem schwierig, einen derart wichtigen Schritt geheimzuhalten oder ihn über Nacht zu vollziehen, auch wenn einige Aktionen schnell vonstatten gehen müssten. Aber im Falle des Euro würde die Angst, einen Teil ihrer Ersparnisse zu verlieren, die Einleger veranlassen, Einlagen von Inlandsbanken abzuziehen und sie ins Ausland zu transferieren. Ein Bankansturm wäre die Folge, und der Zusammenbruch des Bankensystems würde drohen. Um einen Zusammenbruch des Bankensystems zu verhindern, müssten strenge administrative Kontrollen der Banken sowie der Kapitalflüsse eingeführt werden. Im Falle Zyperns jedoch hat die Troika den Einlegern der zwei größten Banken schon enorme Verluste auferlegt. Außerdem haben die Troika und die zypriotischen Behörden schon Beschränkungen der Banktransaktionen und der Kapitalflüsse verordnet. Der Schock für die Bevölkerung ist schon fast so groß wie bei einem kompletten Austritt aus der Eurozone.

Neben dem unmittelbaren Schock und der Notwendigkeit, Kontrollen auf Bankgeschäfte und Kapitalflüsse einzuführen, würde ein Austritt aus dem Euro auch Probleme beim Geldumlauf verursachen, insbesondere weil das Drucken von Banknoten Zeit erfordert. Elektronisches Geld könnte schnell konvertiert werden, je nach dem Recht, dem einzelne Verträge unterliegen. Aber wahrscheinlich wäre es notwendig, dass der Staat Fiatgeld einführt – Schuldscheine verschiedener Art, oft von lokalen Behörden ausgegeben –, um den Liquiditätsbedarf zu decken, bis die neue Währung fest etabliert wäre. Eine Zeitlang würden monetäre Turbulenzen mit Parallelpreissystemen herrschen.

Das größte technische Problem bei der Rückkehr zu einer nationalen Währung wäre es jedoch, ein tragfähiges neues Wechselkurssystem zu finden. Die neue Währung könnte mit einem administrativen Wechselkurs von 1:1 zum Euro eingeführt werden, würde aber zweifellos an den Devisenmärkten schnell an Wert verlieren. Für ein

kleines Land wie Zypern, das vom Import abhängig ist, wäre das Ausmaß des Wertverlusts der neuen nationalen Währung entscheidend. Wenn die neue Währung ganz dem Markt überlassen würde, wäre das Risiko groß, dass ihr Wert weit mehr zurückgehen würde, als notwendig wäre, um die Wettbewerbsfähigkeit der Exporte des Landes wiederherzustellen. Eine derart hohe Abwertung würde Engpässe auf der Importseite verursachen, die kaum tragbar wären. Die Aussicht, den IWF um Hilfe bitten zu müssen, schon bald nachdem die Troika nicht mehr über das Land zu bestimmen hätte, wäre ein Alptraum. Aber diese Aussicht könnte nicht ausgeschlossen werden, da die Unwägbarkeiten eines Austritts und die Unsicherheit hinsichtlich der Zukunft des Landes die Nachfrage nach seiner Währung kurzfristig stark verringern kann. Um ein derart schlechtes Ergebnis auszuschließen, wäre es sogar angebracht, ein von den anderen EU-Ländern bereitgestelltes Sicherheitsnetz in Erwägung zu ziehen.

Länder, die in einer ähnlichen Situation wie Zypern einen Austritt aus der Europäischen Währungsunion erwägen, müssten sich gut überlegen, ob sie auch aus der EU austreten sollten. Eine fortbestehende Mitgliedschaft in der EU könnte sich als zur Aufrechterhaltung der Verbindungen zum gemeinsamen europäischen Markt wichtig erweisen, und die Länder könnten so von dem Zugang zu Exportmärkten profitieren, sobald die Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt wäre. Die EU ist moralisch und praktisch verpflichtet, sich auf eine solche Situation vorzubereiten und den Ländern, die diesen großen Schritt wagen wollen, einen sicheren Austritt anzubieten. Die EU könnte problemlos ein Sicherheitsnetz in Form eines mit der Europäischen Währungsunion verbundenen monetären Mechanismus bereitstellen. Es wäre sogar möglich, Aspekte des vor der Schaffung der Europäischen Währungsunion praktizierten EWS, das formal noch existiert, wiederzubeleben. Das neue EWS könnte erlauben, dass die Länder ihre neuen Währungen zu einem angemessenen Kurs an den Euro binden und so das Risiko vermindern, zu einem Spielball an den internationalen Finanzmärkten zu werden. Ein solcher „geordneter Austritt“ würde einige Errungenschaften und den Geist europäischer Partnerschaft bewahren helfen, ohne dass die Länder in der Zwangsjacke der Europäischen Währungsunion verbleiben müssten. Die Krise hat gezeigt, dass letztere tendenziell die freundschaftlichen Beziehungen zerstört, die in

den letzten fünf Jahrzehnten zwischen den europäischen Nationen aufgebaut wurden.

#### 5. Eine politische Union oder eine Transferunion sind kein Ausweg

Viele träumen noch von einem politisch vollständig vereinigten Europa, das bei der Überwindung der gegenwärtigen Schwierigkeiten der Europäischen Währungsunion helfen würde. Nach unserer Ansicht sollte die Politik nicht von diesem Traum geleitet werden. Angesichts der offensichtlichen Unfähigkeit der europäischen Institutionen, die Währungsunion in geeigneter Weise zu führen, müssen realistische Beobachter zugeben, dass die Währungsunion ein zu ehrgeiziges Ziel war. Der Versuch, auf dem Weg zur politischen Union mithilfe einer Währungsunion schneller voranzukommen, war nicht erfolgreich. Jetzt muss Europa paradoxerweise zurückweichen, wenn es wieder vorankommen will.

Zentrale Elemente des Scheiterns der Europäischen Währungsunion sind das merkantilistische ökonomische Modell Deutschlands und die Unfähigkeit der anderen europäischen Länder, dieses Modell offen in Frage zu stellen und Deutschland zu überzeugen, dass es noch nicht einmal im eigenen Interesse dieses Landes ist, sich für den Wettbewerb anstatt für die Kooperation der Nationen zu entscheiden, insbesondere zwischen den Mitgliedern der Währungsunion. Das Anerkenntnis, dass fehlender Kooperationsgeist für die nächste Zukunft eine gegebene Tatsache sein wird, muss bei der Gestaltung einer Reform der institutionellen Vereinbarungen für eine friedliche Arbeitsteilung in Europa entscheidend sein. Dazu ist nicht unbedingt eine Währungsunion notwendig. Ohne eine solche Währungsunion wäre es wieder möglich, die Abwertung der Währung als ein Instrument der Wirtschaftspolitik einzusetzen und die Versuche einiger Länder, andere wirtschaftlich zu erobern, abzuwehren. Die Abwertung ist nämlich in der modernen Geschichte der meistbenutzte Mechanismus, um auf die Angriffe aggressiver Handelspartner zu reagieren, ohne direkten Protektionismus anzuwenden. Ein System geordneter Abwertung (und Aufwertung auf der anderen Seite) könnte viel besser als die gegenwärtigen Vereinbarungen die zentrale Idee bewahren, auf der die wirtschaftliche Integration in Europa basiert, nämlich freien Handel (UNCTAD, TDR 2010).

Eine Transferunion, die gelegentlich auch als Ausweg angesehen wird, ist zwischen unabhängigen und souveränen Nationen nicht möglich. Kein Mitglied der EU möchte von einem Land, nämlich Deutschland, abhängig werden, das Geld an seine Nachbarn transferieren würde, damit sie seine Produkte kaufen können, was aber auf ein deutsches Diktat der alltäglichen Lebensbedingungen in Europa hinauslaufen würde.

## **Anhang: Kurze Geschichte der europäischen monetären Zusammenarbeit<sup>3</sup>**

Die 1970er Jahre: Die ersten Schritte nach dem Ende der Vorherrschaft der USA – erneute Suche nach einer helfenden Hand in monetären Angelegenheiten)

Nach dem Ende von Bretton Woods stand die Wechselkursstabilität auf der europäischen Agenda weit oben. Die erste größere politische Initiative für eine Europäische Währungsunion wurde schon 1969 gestartet, als ein Niedergang des Bretton-Woods-Systems vorhersehbar, aber noch nicht endgültig war. Viele kleiner europäische Länder entschieden sich dazu, in monetären Angelegenheiten freiwillig ‚ihre eigenen Hände zu binden‘. Die ‚Schlange‘ und die ‚Schlange im Tunnel‘, d.h. die Bandbreiten der festen Wechselkurse um die schwankende D-Mark, waren die erste systemische und regionale Antwort auf das Ende des globalen Systems geregelter Wechselkursrelationen im Jahr 1973.

Diese Länder opferten der Gruppe als Ganzes beziehungsweise Deutschland einen Teil ihrer wirtschaftspolitischen Befugnisse, gewannen aber gleichzeitig Autonomie gegenüber der Macht der Märkte und dem Einfluss multilateraler internationaler Organisation wie dem IWF. Die deutsche Zentralbank fungierte de facto als letztinstanzlicher Kreditgeber für das System als Ganzes, obwohl ihr diese Rolle nie ausdrücklich zugewiesen wurde, und, was noch wichtiger war, sie akzeptierte in einem kritischen Stadium des Systems symmetrische Verpflichtungen sowohl der Überschuss- als auch der Defizitländer.

Für ein Land mag die Entscheidung, seinen nominalen sowie seinen realen Wechselkurs zu stabilisieren, eine autonome nationale Frage sein. Aber de facto ist es zumindest eine bilaterale Angelegenheit. Das Land, das seine Währung bindet, braucht die Währung eines anderen Landes, an die sie sie binden kann, und die damit den ‚Anker‘ des Systems bildet. Der natürliche Anker für viele europäische Länder war zu Beginn der 1970er Jahre die D-Mark. Die D-Mark war nach dem Zweiten Weltkrieg durchgängig die stabilste Währung gewesen, und die Volkswirtschaft Deutschlands als Markt für die Produkte seiner Nachbarländer war

---

<sup>3</sup> Dieser Abschnitt basiert auf einer Studie von Peter Bofinger und Heiner Flassbeck, die von der UNCTAD im Jahr 2000 gefördert wurde.

groß genug, damit die Nachbarländer von einem stabilen Wert ihrer Währung gegenüber der D-Mark profitieren konnten.

Da der politische Wille aller teilnehmenden Länder in Europa zu einer weiteren Vereinigung in vielen Bereichen von Wirtschaft und Politik vorhanden war, schaute Deutschland von Anfang an diesem Verhalten der kleineren Länder nicht nur mit wohlwollender Gleichgültigkeit zu, sondern nahm aktiv an den ersten Schritten zur Bildung eines neuen europäischen Währungssystems teil, sobald die Turbulenzen des zusammenbrechenden alten Systems vorüber waren. Die monetäre Zusammenarbeit ebnete sogar den Weg für viele andere Formen der Zusammenarbeit, und diese Art der Zusammenarbeit blieb während der ganzen Zeit bis zur vollen Währungsunion und einer europäischen Einheitswährung bestehen.

#### 1971 bis 1978: Die Schlange

Angesichts hochintegrierter Märkte hatten die meisten EU-Mitglieder ein starkes Interesse daran, die kurzfristige Instabilität zwischen ihren Währungen zu verhindern.<sup>4</sup> Selbst zwischen dem Beginn der Erosion des Bretton-Woods-Systems im August 1971 und seinem endgültigen Zusammenbruch im März 1973 erbrachten die ersten europäischen Versuche, ein echtes europäisches Währungssystem zu errichten, ein ziemlich hohes Maß an Wechselkursstabilität. Nach der Erweiterung der Bandbreiten gegenüber der Dollarparität auf  $\pm 2,25\%$  im Dezember 1971, womit das Wechselkursband zwischen den Nicht-Dollar-Währungen auf  $\pm 4,5\%$  erweitert wurde, errichteten die europäischen Länder fast sofort (mit Wirkung vom April 1972) ein Rahmenwerk, in dem diese Schwankungen auf  $\pm 2,25\%$  begrenzt wurden. Dieses Arrangement, die „Schlange“ genannt, war der Vorreiter des berühmten Wechselkursmechanismus (WKM) des Europäischen Währungssystems (EWS), dessen institutionellen Rahmen sie größtenteils vorwegnahm. Die „Schlange“ begann mit den sechs Gründungsmitgliedern der EWG. Das Vereinigte Königreich und Dänemark kamen schnell hinzu, verließen die „Schlange“ aber bald darauf wieder. Norwegen und Schweden wurden assoziierte Mitglieder. Italien trat schon 1972 aus, und Frankreich entzog seine Mitgliedschaft zweimal, 1974 und 1976. Als Schweden

---

<sup>4</sup> Der Wert des Geldes in der Zeit und im Raum...Das erklärt, warum besonders Deutschland am WKM interessiert war. Vielen Ökonomen (siehe Melitz, 1987) sind die Gründe für die Teilnahme Deutschlands nicht klar.

1977 austrat, umfasste die Schlange nur Deutschland, die Benelux-Länder und Norwegen.

In diesem Stadium, bei zunehmender realer Integration und sich andeutenden Initiativen für mehr politische Zusammenarbeit, ergriffen Helmut Schmidt und Valéry Giscard d'Estaing, die politischen Schwergewichte Frankreichs und Deutschlands in jener Zeit, die Initiative für einen wesentlich umfassenderen Ansatz zur monetären Integration Europas.

### 1971 bis 1978: EWS und WKM

Auf dem Höhepunkt des Monetarismus und freier Wechselkurse, und unter viel öffentlicher und akademischer Kritik brachten der deutsche Kanzler und der französische Präsident 1978 ihre Idee voran, ein neues System fester Wechselkurse für die Mitgliedsländer der Europäischen Union zu errichten. Das System wurde im Prinzip von dem Europäischen Rat in Bremen am 6. und 7. Juli 1978 angenommen. Seine konkrete Form wurde vom Europäischen Rat im Dezember desselben Jahres beschlossen.

Das neue System, Europäisches Währungssystem (EWS) genannt, trat am 19. März 1979 in Kraft und wurde mit einigen Änderungen bis zum Beginn der Europäischen Währungsunion am 1. Januar 1999 in seiner ursprünglichen Form betrieben. Zweifellos stellte das EWS einen wichtigen Zwischenschritt auf dem Weg zur Europäischen Währungsunion dar.

Die allgemeinen Merkmale und die Leistung des EWS werden unter den folgenden Aspekten behandelt:

- Hauptmerkmale seiner Gründungsmitglieder im Jahr 1979
- Konzeption des institutionellen Rahmens des Wechselkursmechanismus (WKM)
- Haupterrungenschaften des WKM zwischen 1978 und 1999
- Die großen Krisen von 1992/93, und wie hätten sie vermieden werden können?

### *Die Gründungsmitglieder*

Im März 1979 nahmen alle (zehn) EU-Mitgliedsländer am EWS teil. Das Vereinigte Königreich und Griechenland wurden jedoch keine Mitglieder des WKM. Somit war ihre Mitgliedschaft rein formaler Art, außer hinsichtlich der Tatsache, dass ihre Währungen in den Korb der neuen europäischen Währungseinheit (ECU) aufgenommen wurden.

Zu Beginn waren die acht WKM-Teilnehmer in vielerlei Hinsicht sehr heterogen. Ihre Bevölkerungszahl variierte von 360.000 Einwohnern (Luxemburg) bis zu mehr als 60 Millionen Einwohnern in Deutschland. Das Pro-Kopf-Einkommen des ärmsten Landes (Irland) betrug nur 58% von dem des reichsten Landes (Niederlande). Die Inflationsrate in Italien war mit 15% mehr als drei Mal so hoch wie in Deutschland mit 4%. Und während in Deutschland mit einer Arbeitslosenrate von 3% noch fast Vollbeschäftigung herrschte, war Italien bei einer Rate von fast 8% mit einem ernstem Arbeitslosigkeitsproblem konfrontiert. Das Gleiche gilt auch für die Offenheit.<sup>5</sup> Während die drei Benelux-Länder extrem offen Volkswirtschaften (Öffnungsgrad von 50% und mehr) waren, war Frankreich mit 18% eine relativ geschlossene Volkswirtschaft. Die Quote des Handels mit anderen WKM-Mitgliedern (bezogen auf das BIP) variierte zwischen 31,5% in Belgien und nur 7,6% in Frankreich.

Trotz diese großen Unterschiede waren die meisten WKM-Mitgliedsländer überzeugt, dass stabile monetäre Bedingungen am besten mit monetärer Zusammenarbeit anstatt monetärer Desintegration zu erreichen waren. Damals, unmittelbar nach der zweiten Ölpreisexplosion, war Inflation für viele europäische Länder ein ernsthaftes Problem. Angesichts der Glaubwürdigkeit der Bundesbank und der außerordentlich niedrigen Inflationsrate Deutschlands nutzten die WKM-Mitglieder mit hoher Inflation einen stabilen nominalen Wechselkurs zur D-Mark als externen Anker, um die inländischen Inflationserwartungen zu senken.

Das zweitwichtigste Bindeglied zwischen diesen Ländern war ihre Mitgliedschaft in der Europäischen Gemeinschaft, wie die EU damals hieß. Die Bestimmungen des Vertrags von Rom, die bei der Errichtung des Vorgängers der EG, der Europäischen

---

<sup>5</sup> Definiert als der Durchschnitt von Exporten und Importen zum BIP.

Wirtschaftsgemeinschaft, galten, hatten zwei wichtige Auswirkungen auf die Wechselkurspolitik:

- Die EG-Mitglieder waren verpflichtet, den „*freien Warenverkehr*“ innerhalb der Gemeinschaft zu garantieren, indem sie auf alle Steuern und sonstigen Handelsbarrieren gegenüber den anderen Mitgliedsländern verzichteten (Artikel 23 bis 31 des Vertrags in seiner aktuellen Form). Der „Gemeinsame Markt“ für Güter war ein effizientes Integrationswerkzeug für die Länder, die in einem ziemlich konzentrierten regionalen Gebiet liegen. Innerhalb einer Entfernung von 1000 Kilometern rund um Frankfurt sind fast alle größeren europäischen Wirtschaftszentren konzentriert.
- Für die Landwirtschaft war im Vertrag von Rom ein System streng regulierter Preise in allen Mitgliedsländern vorgesehen, wodurch die sogenannte „*gemeinsame Agrarpolitik*“, eines der Hauptinstrumente für die Vereinigung der Interessen im kritischsten Sektor nach dem Krieg, eingeführt wurde.

Es bestand offensichtlich weitgehende Einigkeit darüber, dass die kurzfristige Instabilität des Wechselkurses verheerende Folgen für beide Bereiche haben kann. Die dahinterstehende Überlegung: In einem Gebiet ohne Handelsbeschränkungen und sehr niedrige Transportkosten wird die Effektivität des „Gesetzes des einheitlichen Preises“ in vergleichbaren Märkten dramatisch reduziert, weil volatile Wechselkurse immer wieder übertrieben auf die Fundamentaldaten reagieren. In einem zentral organisierten Agrarmarkt mit einheitlichen Preisen würden größere, von Wechselkursänderungen ausgelöste Abweichungen von dem „Gesetz des einheitlichen Preises“ ebenfalls größere Probleme verursachen. Die Organisation der gemeinsamen Agrarmarktes verließ sich ganz auf eine gemeinsame Preispolitik. Für viele Produkte mussten jährlich Interventionspreise in einer gemeinsamen Währung festgesetzt werden. Stark schwankende Wechselkurse hätten Arbitragemöglichkeiten geboten, wovon lokale Produzenten willkürlich negativ oder positiv betroffen gewesen wären. Zur Behandlung des Problems von Anpassungen der offiziellen Wechselkurse musste ein kompliziertes System mit „grünen Paritäten“ und Ausgleichszahlungen installiert werden.

## Der WKM

Kern der WKM-Konzeption war das sogenannte *Paritätengitter*, eine Matrix bilateraler Wechselkurse, in der für jedes Mitgliedsland eine Parität gegenüber allen anderen WKM-Währungen festgelegt war (der Belgische und der Luxemburgische Franken wurden als eine einzige Währung behandelt, da beide Länder schon Jahre früher eine Währungsunion eingerichtet hatten). Über und unter dieser Parität wurde ein Band von  $\pm 2,25\%$  (für die Lira von  $\pm 6\%$ ) festgesetzt, damit eine gewisse Bewegung möglich war. Nach dem WKM-Krisen von 1992/93 wurde das Band auf  $\pm 15\%$  ausgeweitet. Es stellte für alle Währungen einen oberen und einen unteren Interventionspunkt dar. Die Symmetrie der bilateralen Paritäten bedeutete, dass, wenn Währung A ihren *oberen* Interventionspunkt gegenüber Währung B erreichte, Währung B gleichzeitig ihren *unteren* Interventionspunkt gegenüber Währung A erreichen würde. Somit waren, wenn ein Währungspaar auf seine Bandgrenzen zutrieb, zwei Zentralbanken zur Intervention verpflichtet.

Die *formale* Symmetrie der Interventionsverpflichtungen im WKM hat einige Verwirrung hinsichtlich der Anpassungsprozesse für das gesamte System ausgelöst. Wie auch in dem alten Bretton-Woods-System, war die entscheidende Frage, ob das Land mit der schwachen Währung (traditioneller ausgedrückt, das „Defizitland“) oder das Land mit der starken Währung (das „Überschussland“) im Falle von Schocks die Hauptlast der Anpassung zu tragen hätte.

Die Logik des Systems wird jedoch in einer Reihe von Fällen aus den 1980er Jahren sichtbar. Beispielsweise kam der französische Franc unter Druck und verlor gegenüber der D-Mark an Wert, sodass beide ihre Interventionspunkte erreichten. Die Zentralbanken beider Länder, die Banque de France (BdF) und die Bundesbank, waren formal verpflichtet, im Devisenmarkt zu intervenieren. Also würde die *Banque de France* ihre eigene Währung kaufen und D-Mark in den Markt liefern. Hierfür könnte sie entweder ihre eigenen Reserven verwenden oder aber die Kreditlinien der „*sehr kurzfristigen Finanzierung*“ (very short-term financing, VSTF). Dieser Kreditmechanismus des WKM war kurzfristig *unbegrenzt*. Aber die in Anspruch genommenen Kredite mussten von der Schuldner-Zentralbank in anderen Vermögenswerten als ihrer eigenen Währung zurückgezahlt werden, und zwar im

Prinzip sechs Wochen nach dem Ende des Interventionsmonats.<sup>6</sup> Der Kredit konnte verlängert werden, war dann aber auf relativ kleine Quoten begrenzt.

Somit operierte die BdF bei ihren Interventionen unter strikter Budgetrestriktion, die ihre Fähigkeit, eine dauerhafte spekulative Attacke einfach durch (sterilisierte) Intervention abzuwehren, begrenzte. Mit anderen Worten, die Zentralbank der von einer Abwertung bedrohten Währung ist immer in einer schwachen Position. Sie hat die Option, die Zinsen zu erhöhen oder abzuwerten. Da die Bundesbank die Zentralbank mit der stabilsten Währung und der Anker des Systems war, hatte die BdF ohne die direkte Hilfe der Bundesbank keine andere Möglichkeit, als sich an den wirtschaftspolitischen Kurs der Bundesbank anzupassen.

Nun war ja auch die *Bundesbank* gleichzeitig verpflichtet, den Franc zu stützen, indem sie französische Vermögenswerte kaufte und D-Mark in den Devisenmarkt lieferte. Aber nach den Regeln des WKM wurden Interventionen der Zentralbank mit der starken Währung wie ein VSTF-Kredit an die Zentralbank mit der schwachen Währung behandelt. Mit anderen Worten, sobald die Bundesbank Franc-Einlagen erwarb, übertrug sie sie sofort an die BdF, deren VSTF-Konto damit belastet wurde. Entsprechend erhielt die Bundesbank eine Gutschrift auf ihrem VSTF-Konto. Da alle Konten auf ECU lauteten, hatte für die BdF die von der Bundesbank vorgenommene Intervention genau denselben Effekt wie ihre eigene Intervention, nämlich eine zunehmende Verschuldung in der VSTF zu erzeugen. Wie im ersten Fall war zur Vermeidung der Insolvenz eine wirtschaftspolitische Anpassungsmaßnahme (Abwertung oder Zinserhöhung) Frankreichs erforderlich, während die Zunahme der Reserven in Deutschland keine politische Reaktion erforderte. Der *Liquiditätseffekt* der Interventionen konnte von der Bundesbank immer problemlos sterilisiert werden. Folglich war der Anpassungsmechanismus asymmetrisch, da spekulative Attacken niemals den Kurs der Geld- und Währungspolitik des starken Landes änderten, sondern immer beträchtliche Erhöhungen der kurzfristigen Zinssätze der Länder mit schwachen Währungen erzwangen.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Nach September 1997 (Basel-Nyborg-Vereinbarung) wurde dieser Zeitraum auf zweieinhalb Monate ausgedehnt.

<sup>7</sup> Das bestätigen auch Gros und Thygesen, 1998, S. 174.

Trotz seiner formalen Symmetrie beinhaltete der WKM also eine Asymmetrie, mit der Deutschland gegen die hohen Inflationsraten geschützt wurde, die in einigen der anderen Länder beim Start des EWS herrschten. Der Kreditmechanismus wurde in der Absicht entworfen, unbegrenzte Mittel für vorübergehende spekulative Attacken zur Verfügung zu stellen, aber der Stützung eines unhaltbaren Wechselkursniveaus entgegenzuwirken.

Aber trotz ihrer Wichtigkeit in dem Anpassungsmechanismus war die Definition unhaltbarer Wechselkurse von Anfang an recht vage. Die Entschließung des Rates vom Dezember 1978 stellt nur Folgendes fest (Paragraph 3.2): „Leitkursanpassungen unterliegen der gegenseitigen Zustimmung in einem gemeinsamen Verfahren, das alle am Wechselkursmechanismus und an der Kommission teilnehmenden Länder umfasst. Über wichtige Entscheidungen, die die Wechselkurspolitik zwischen den teilnehmenden Ländern und nicht an dem System teilnehmenden Ländern betrifft, wird gegenseitige Konsultationen im Gemeinschaftsrahmen geben.“ In der Entschließung wurde im Unterschied zu den Bretton-Woods-Bestimmungen nicht versucht, konkrete Gründe für eine Neufestsetzung der Wechselkurse anzugeben.

### *Das EWS*

Insgesamt wurde das Ziel des Europäischen Rates, eine „Zone der Währungsstabilität“ in Europa zu schaffen, erreicht. Europa wurde zu einer Stabilitätszone des Geldwertes sowohl in Raum als auch in Zeit (Wicksell), d.h. es erreichte sowohl ein stabiles inländisches Preisniveau als auch stabile Wechselkurse.

Nach einem holprigen Start und infolge des zweiten Ölpreisschocks erhöhten sich in den ersten 1980er Jahren in mehreren Ländern die Inflationsunterschiede gegenüber Deutschland; in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre erfolgte eine bedeutende Verbesserung in der Konvergenz der Inflationsraten. Die monatliche Schwankungsbreite der bilateralen Wechselkurse ging gleich nach dem Start des WKM zurück und war wesentlich geringer als die Schwankungsbreite gegenüber den Nicht-WKM-Währungen der EU und gegenüber dem US-Dollar.

Die *nominalen* D-Mark-Wechselkurspfade, die die WKM-Mitglieder anstrebten, gingen jedoch mit sehr unterschiedlichen realen Wechselkurspfaden einher. Während Frankreich, Dänemark und die Benelux-Länder einen relativ stabilen realen Wechselkurs gegenüber der D-Mark beibehielten, erlebten Italien und Irland vor 1992/93 eine massive reale Wertzunahme. Die starke nominale Wertabnahme nach den Krisen von 1992/93 korrigierte dieses Ungleichgewicht teilweise, aber die Lira ist möglicherweise mit einem recht hohen realen Wechselkurs in die EWU eingetreten.

Die kurzfristige Stabilität der nominalen Wechselkurse war das Ergebnis einer intensiven Interventionstätigkeit. Innerhalb des WKM müssen zwei Interventionsformen unterschieden werden:

- *marginale Interventionen* wurden durchgeführt, wenn eine Währung ihren bilateralen Interventionspunkt erreichte, und
- *intramarginale Interventionen* wurden nach dem Ermessen der einzelnen Zentralbanken benutzt, wenn die Wechselkurse innerhalb der Interventionspunkte lagen. Die WKM-Zentralbanken nutzten diese Option, um Notsignale an die Märkte zu verhindern.

Die Interventionstätigkeit im WKM war während seines ganzen Bestehens recht intensiv. Die verfügbaren Daten zeigen, dass die intramarginalen Interventionen oft benutzt wurden, um den Pfad der nominalen Wechselkurse zu glätten. Während der 1980er Jahre blieben die marginalen Interventionen relativ begrenzt, worin die Notwendigkeit realer Wechselkursanpassungen zum Ausdruck kam. Während und nach der WKM-Krisen von 1992/93 erreichten die marginalen Interventionen einen sehr hohen Stand, was den Wunsch der WKM-Mitglieder anzeigte, die Wechselkursänderungen trotz des auf  $\pm 15\%$  erweiterten Bandes in Grenzen zu halten.

Insgesamt war der WKM in der Senkung der Inflation in einer Reihe von Mitgliedstaaten erfolgreich. Viele Ökonomen betrachteten den WKM von Anfang an hauptsächlich als eine Einrichtung zur Inflationssenkung mit recht niedrigen makroökonomischen Kosten. Giavazzi und Pagano (1998) betonten die Vorteile, die damit verbunden sind, sich durch eine glaubwürdige Verpflichtung zu einer Wechselkursanbindung gegenüber der D-Mark „die Hände zu binden“. Aber es gab

eine größere Schwierigkeit, das richtige Gleichgewicht zwischen der inländischen Stabilisierung und der Wechselkursstabilisierung zu finden, da die Ansteckungseffekte von Währungsturbulenzen zu spekulativen Attacken auf Länder mit gesunden volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten führen. Darüber hinaus wurden asymmetrische Interventionsregeln zu einer fatalen Last für das ganze System, als die Bundesbank ihre schon restriktive Geldpolitik – trotz klarer Anzeichen einer Rezession in ganz Europa – 1990/91 weiter straffte, um die mit der deutschen Wiedervereinigung verbundenen Inflationsrisiken zu begrenzen.

### Die EWS-Krise von 1992

Gegen Ende der 1980er Jahre breitete sich angesichts der Fortschritte in der Inflationskonvergenz und des am Horizont auftauchenden Gedankens einer Europäischen Währungsunion die Nervosität in ganz Europa aus. Selbst die drei großen Herausforderer Deutschlands, Frankreich, Italien und das Vereinigte Königreich, obwohl von Kopf bis Fuß verschieden, beschlossen, sich ein Stück von dem großen politischen Kuchen der Währungsunion zu sichern, indem sie ihre eigenen Hände banden. 1987 setzten sie ihre Wechselkurse fest und traten dem WKM bei.

Trotz recht hoher und vieldiskutierter Beitrittskurse schien die Zeit auf ihrer Seite zu sein. Nach dem Börsenkrach vom Herbst 1987 hatten die Zentralbanken in den USA und Deutschland ihre Zinssätze trotz der Tatsache, dass die Auswirkungen des Kurssturzes auf die Realwirtschaft recht begrenzt waren, auf historische Tiefstände gesenkt. Die starke geldpolitische Anregung in einer so späten Phase der Erholung löste eine neue Runde frenetischer kooperativer Investitionsausgaben. Die Wachstumsleistungen waren glänzend; alle größeren Volkswirtschaften erreichten Wachstumsraten von 4% und mehr.

Dagegen war die Inflationsentwicklung in diesem entscheidenden Zeitraum zwischen 1987 und 1992 weniger eindeutig. Während die traditionellen Niedriginflationsländer einschließlich der USA trotz erfreulichen Wachstums die Inflation auf 4% begrenzen, stieg die Inflation in Italien und im Vereinigten Königreich nach Maggie Thatcher auf 8% und mehr. Was die Wachstumsraten der Lohnstückkosten in nationaler Währung, die entscheidende Messgröße für die Wettbewerbsfähigkeit in einem Festkurssystem

(TDR 2004) anbelangt, fielen die zwei Länder sogar noch schneller zurück. Deutschland, Österreich und Frankreich erlebten eine sehr moderate Reaktion der Löhne auf die sinken Arbeitslosigkeit und steigende Wachstumsraten, der Anstieg der Lohnstückkosten blieb verhalten und unter der Inflation. In Italien und dem Vereinigten Königreich explodierte das Nominallohnwachstum und steigerte die Zunahme der Lohnstückkosten in den drei Jahren nach ihrem Beitritt von 4 auf fast 10%. Zwischen 1987 und 1991 erreichte der akkumulierte Verlust an Wettbewerbsfähigkeit schließlich 23% in Italien und 28% im Vereinigten Königreich, bezogen auf Deutschland und die anderen einschließlich Frankreich. Das schlug sich in beiden Ländern in einem gewaltigen Umschwung in der Leistungsbilanz von Überschuss auf Defizit nieder<sup>8</sup>.

Als sich das Blatt der Weltwirtschaft 1990 wendete, wurde die US-Geldpolitik schnell aktiv und senkte ihre Zinssätze. Die deutsche Konjunktur jedoch, angeregt von einem einzigartigen Anstieg der Nachfrage aus dem östlichen Teil des Landes, zeigte keinen Hinweis auf eine Verlangsamung. Die deutsche Zentralbank beschloss, die sich überhitzende Konjunktur mit allen Mitteln zu bremsen. Im Sommer 1992 erreichten die Leitzinsen in Deutschland einen Höchststand von 8%, was Schockwellen in der ganzen Welt auslöste und den unmissverständlichen Willen Deutschlands demonstrierte, einen hohen europäischen Preis für das Erreichen des eigenen Inflationsziels zu erreichen. Für alle europäischen Volkswirtschaften, die nicht direkt und in hohem Grad von dem Boom der deutschen Vereinigung profitierten, schien dieser wirtschaftspolitische Kurs unzumutbar.

Aus der Perspektive der Finanzmärkte waren die drei Neulinge im EWS in demselben Dilemma, nämlich, zwischen Skylla, der sich verschärfenden Rezession einerseits, und Charybdis, dem Verlassen des EWS andererseits, wählen zu müssen. So erwarteten die Märkte große Gewinne aus dem Halten von D-Mark-Vermögenswerten und die entsprechenden Verluste aus Vermögenswerten von den drei Neulingen. Bei steigendem Druck, ihre Währungen abzuwerten, waren Politiker

---

<sup>8</sup> Krugmans Beschreibung der europäischen Krise als „Modell der zweiten Generation“ eine Finanzkrise ist zumindest irreführend. Krugman (1998) misst der Haushaltsslage der Krisenländer großes Gewicht bei, berücksichtigt aber nicht, wie schnell sie alle nach der Abwertung ihrer Währungen trotz hoher Haushaltsdefizite den Umschwung schafften. Mehrere Generationen von Modellen hat es nicht gegeben, sondern nur Variationen eines Themas, nämlich der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und steigende Leistungsbilanzdefizite.

in allen drei Ländern auf der verzweifelten Suche nach Hilfe von dem System und der Bundesbank. Bezüglich Italien und dem Vereinigten Königreich wussten die Regierungen und Zentralbanken jedoch, dass es angesichts der dramatischen Verluste an Wettbewerbsfähigkeit und der Überbewertung dieser Währungen nichts zu gewinnen gab. Beide Währungen wurden nur halbherzig gestützt und mussten schließlich abgewertet werden. Das Vereinigte Königreich verließ das System und sein Finanzminister Lamont („wir werden niemals abwerten“) trat zurück.

Andererseits bestand Frankreich darauf, dass es sich an die Spielregeln gehalten hatte und die Art symmetrischer Behandlung verdiente, die die Buchstaben der europäischen Verträge versprochen. Schließlich erwies sich die Hartnäckigkeit Frankreichs als gerechtfertigt. Frankreich war im Unterschied zu Österreich und den Niederlanden dazu in der Lage gewesen, nach dem Beitritt zum EWS eine Wettbewerbsposition zu erhalten. Die Tatsache, dass Frankreich unter Druck von den Finanzmärkten gekommen war, war kein Beweis dafür, dass seine externe Lage unhaltbar war. Wohlgedacht, seine Wirtschaftslage insgesamt war damals im Vergleich zu Deutschland oder Österreich düster, und eine Abwertung wäre ein leichter Weg aus der Rezession heraus gewesen. Aber die Entscheidung der französischen Regierung, darauf zu bestehen, dass die „ungeschriebenen“ Spielregeln (Abwertung nur im Falle eines *externen* Ungleichgewichts) eingehalten werden, wurde schließlich bestätigt. Mit anderen Worten, die Märkte täuschten sich im Falle Frankreichs, während die Attacke bei dem Vereinigten Königreich und Italien gerechtfertigt war. Die kühne Aktion der französischen Behörden, die Weisheit des Marktes herauszufordern, erwies sich als richtig: Das Band wurde formal erweitert, aber der Leitkurs des französischen Franc änderte sich nie, bis er in die EWU einging.

Die Währungskrise der Jahre 1992/1993 in Europa zeigt die Rolle auf, die Regierungen und Zentralbanken in der Überwachung und Steuerung des Systems zu spielen haben. Die Kapitalflucht aus dem Pfund, der Lira und dem Franc zu mildern, war in jedem Fall gerechtfertigt. Eine gründliche Analyse der Fundamentaldaten der beteiligten Volkswirtschaften zeigte jedoch, dass ein gewisser Anpassungsbedarf beim Pfund und bei der Lira bestand, aber nicht beim Franc. Es gab keinen Grund, Panik oder einen totalen Zusammenbruch des EWS zu befürchten.

Was aus diesem Ereignis in Europa zu lernen ist, betrifft die makroökonomische Steuerung eines solchen Systems. Ein besseres „Frühwarnsystem“ innerhalb des EWS hätte die systemische Krise verhindert. Wenn die Behörden des EWS sowie die nationalen Behörden aller beteiligten Länder in einem viel früheren Stadium bemerkt hätten, dass die Situation von Lira und Pfund unhaltbar geworden ist, hätten sie viel früher reagieren und die Währungen der zwei Hochinflationenländer schon 1989 oder 1990 abwerten können; damit hätten sie die schlimmsten Probleme der Krise vermieden, und sie hätten vermieden, dass ein Land wie Frankreich zum Opfer von Ansteckungseffekten einer allgemeinen Spekulation gegen Währungen mit festen Wechselkursen wird.

Dass Krisenphänomene und Spekulationswellen in Systemen mit festen und halbfesten Wechselkursen häufig sind, könnte den Eindruck erwecken, dass ein Ankeransatz zur Stabilisierung des externen und des internen Geldwertes in den meisten Fällen kontraproduktiv ist. So einfach ist das aber nicht. Die Verankerung der Währung eines kleinen und sehr offenen Landes hat sich in mehreren Fällen als sehr effektive Stabilisierungsmethode für das inländische Preisniveau erwiesen. Das wirtschaftspolitische Hauptziel, das viele Länder bei der Verankerung ihrer Währung vor Augen hatten, war nicht der externe Geldwert, sondern der interne. Und in dieser Hinsicht hat sich der Ansatz immer wieder als nützlich erwiesen.

Das gilt für die kleinen Länder in Europa, die ihre Währungen verankerten, wie Österreich, die Niederlande und Belgien. In diesen Ländern ist die Inflation jetzt seit Jahren niedrig, ebenso wie in ihrem Ankerland Deutschland, und sie konnten sich effektiv an Schocks anpassen. Aber auch in einigen größeren Ländern, wie Frankreich und Italien, war der Ankeransatz erfolgreich. Obwohl Frankreich seinen Wechselkurs später als die kleineren Länder festsetzte und die Anpassung nicht immer so reibungslos erfolgte wie dort, gelang es Frankreich, die deutschen Erfolge in der Inflationsentwicklung voll und ganz aufzuholen. Aber selbst einem Land wie Italien, das Gegenstand vieler spekulativer Attacken und Rückschläge in seinem Anpassungsprozess war, gelang schließlich die Konvergenz hinsichtlich Wachstumsraten der Lohnstückkosten und Flexibilität bei Schocks. Die Wachstumsraten der Lohnstückkosten zeigen im Zeitverlauf die enorme

Konvergenzleistung der europäischen Länder in der Phase, die als die dritte Ölpreisexplosion von 1999 und 2000 bezeichnet werden könnte. Das Lohnwachstum in einem früheren Hochinflationsland wie Italien übersteigt die Produktivität nicht viel mehr als in dem Niedriginflationsgebiet, zu dem Frankreich, Deutschland und Österreich gehören. Die Lohnstückkosten in der gesamten Region erhöhen sich in Reaktion auf den Ölpreisanstieg überhaupt nicht.

In Anbetracht der Tatsache, dass kürzlich das Vereinigte Königreich und die USA, also Länder mit flexiblen Wechselkursen, ebenfalls bezüglich der Geschwindigkeit und Nachhaltigkeit der Schockanpassung erfolgreich waren, ist die Frage selbstverständlich, ob dieser Erfolg hauptsächlich dem Ankeransatz oder anderen Faktoren zuzuschreiben ist. Natürlich haben westliche Industrieländer verschiedenen institutionelle Regelungen für den Arbeitsmarkt und den Gütermarkt entwickelt, um den internen Geldwert zu stabilisieren, und ganz unterschiedliche Regelungen erweisen sich in der Erledigung dieser Aufgabe als erfolgreich. Für die Volkswirtschaften einiger Länder war der externe Druck (der Druck, der über den Import- und über den Exportkanal kommt) stärker als der inländische wirtschaftspolitische Druck allein. Italien ist das bekannteste Beispiel eines ziemlich großen Landes, in dem der inländische institutionelle Rahmen kaum jemals ausreichend war, um die monetären Bedingungen zu stabilisieren.

## Bibliografie

- Baldwin RE und Wyplosz C (2004). *The Economics of European Integration*. Berkshire und London, McGraw-Hill Education.
- Bayer N (2002). *Wurzeln der Europäischen Union: Visionäre Realpolitik bei Gründung der Montanunion*. St. Ingbert, Röhrig Universitätsverlag.
- Berens A (2002). *Der Weg der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft zur Politik des leeren Stuhls und zum Luxemburger Kompromiss*. Dissertation University Düsseldorf.
- Blanchard O and Wyplosz C (2004). *Deux thèses hétérodoxes sur l'économie européenne*. En Temps Réel, Cahier 14/15, Juin. Available at: <http://entempsreel.com/deux-theses-heterodoxes-sur-leconomie-europeenne>
- Blanchard O (2007). *Adjustment Within the Euro. The Difficult Case of Portugal*. Portuguese Economic Journal, 6 (1): 1-21.
- Brasche U (2003). *Europäische Integration: Wirtschaft, Erweiterung und regionale Effekte*. Munich, Ouldenbourg.
- Davidson P (2013). Unsicherheit und staatliche Sparpolitik. In: *Handelt jetzt! Das globale Manifest zur Rettung der Wirtschaft*. Frankfurt am Main, Westend Verlag.
- Dechamps E (2007a). *The Council of Europe*. European Navigator. Verfügbar unter: <http://www.ena.lu> (Zugang erfolgte am 3. März).
- Dechamps E (2007b). *The Customs Union Projects*. European Navigator. Verfügbar unter: <http://www.ena.lu> (Zugang erfolgte am 3. März).
- Deutsche Bundesbank (2007). *Monthly Report*, April. Verfügbar unter: [http://www.bundesbank.de/volkswirtschaft/vo\\_monatsbericht\\_2007.php](http://www.bundesbank.de/volkswirtschaft/vo_monatsbericht_2007.php).
- Deutsche Bundesbank (1997). *Europäische Organisationen und Gremien im Bereich von Währung und Wirtschaft*. Frankfurt am Main, Deutsche Bundesbank.
- Europäische Zentralbank (Januar 2013). *Monatsbericht Januar 2013*.
- Europäische Union (2007). *The history of the European Union*. Verfügbar unter: [http://europa.eu/abc/history/index\\_en.htm](http://europa.eu/abc/history/index_en.htm).
- Flassbeck H (1988). *Preise, Zins und Wechselkurs – Zur Theorie der offenen Volkswirtschaft bei flexiblen Wechselkursen*. Wirtschaftswissenschaftliche und wirtschaftsrechtliche Untersuchungen des Walter Eucken Instituts (23). Tübingen, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck).
- Flassbeck H (1997). *Und die Spielregeln für die Lohnpolitik in einer Währungsunion?* Frankfurter Rundschau (31/10/1997): 12.
- Flassbeck H and Spiecker F (2000). *Löhne und Arbeitslosigkeit im internationalen Vergleich*. Studie für die Hans-Böckler-Stiftung und den Bundesvorstand des DGB. Erhältlich in deutscher Sprache unter: <http://www.flassbeck.de/pdf/2000/LoehneundArbeit.pdf>.
- Flassbeck H and Spiecker F (2005). *Die deutsche Lohnpolitik sprengt die Europäische Währungsunion*. WSI-Mitteilungen, 58 (12): 707-713.
- Flassbeck H, Davidson P, Galbraith JK, Koo R and Ghosh J (2013). *Handelt jetzt! Das globale Manifest zur Rettung der Wirtschaft*. Frankfurt am Main, Westend Verlag.
- Gros D and Thygesen N (1998). *European Monetary Integration*. 2. Ausgabe, Harlow and Essex, Longman.

- Harbrecht W (1984). *Die Europäische Gemeinschaft*. 2. Ausgabe, Stuttgart, UTB für Wissenschaft.
- Holtfrerich (2007). *Post-1945 Western European Integration. The Foster Child of Vision, Crisis and Persistent Search for Compromise*. Mimeo.
- IMF (1995). *World Economic Outlook*. Washington, DC, International Monetary Fund, April.
- Issing O, et al. (2006). *Are German Workers killing Europe?*. *International Economy*, 20 (3): 37-45.
- Kalecki M (1944). Three Ways to Full Employment. In: *Collected Works of Michal Kalecki, Volume I*. Oxford, Oxford University Press.
- Keynes JM (1929). *The German Transfer Problem*. *Economic Journal*, 39: 1-7.
- Keynes JM (1930). A Treatise on Money-The Pure Theory of Money. In: *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume V*. London and Basingstoke, Macmillan 1973.
- Keynes JM (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money. In: *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume VII*. London and Basingstoke, Macmillan 1973.
- Koo R (2008). *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*. Singapore, Wiley.
- Krugman P (1991). *Has the Adjustment Process Worked?* Policy Analyses in International Economics 34. Washington, Institute for International Economics.
- Krugman P (1992). *Exchange Rates and the Balance of Payments*. In: *Currency and Crises*, Cambridge, MA, MIT Press.
- Krugman P (1998). *What happened to Asia?* Präsentation bei einer Konferenz in Japan. Erhältlich unter: <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>.
- McKinnon R (2012). *The Unloved Dollar Standard: From Bretton Woods to the Rise of China*. Oxford, Oxford University Press.
- Merkel A (2013). Vortrag am Weltwirtschaftsforum in Davos. Erhältlich unter: <http://www.bundeskanzlerin.de/Content/EN/Reden/2013/2013-01-24-merkel-davos.html>
- Melitz J (1987). *Monetary Discipline, Germany, and the European Monetary System*. IMF Working Paper No. 87/6.
- Milward AS (2003). *The Reconstruction of Western Europe, 1945-51*. Berkley, University of California Press.
- Milward AS und Sorensen V (1993). Interdependence or Integration? A National Choice. In: Milward AS, et al., eds., *The Frontier of National Sovereignty: History and Theory 1945-1992*. London and New York, Routledge, 1-32.
- Milward AS (2002). *The Rise and Fall of a National Strategy 1945-1963*. London, Frank Cass Publishers 2002.
- Monnet J (1978). *Erinnerungen eines Europäers*. Munich, Deutscher Taschenbuch-Verlag.
- Neuss B (2000). Geburtshelfer Europas? Die Rolle der Vereinigten Staaten im europäischen Integrationsprozess 1945-1958. Baden-Baden, Nomos Verlag.
- Obstfeld M and Rogoff K (1996). *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, MA, MIT Press.

OECD (1994). *The OECD Jobs Study*. Paris.

Potthoff H (1965). *Die Montanunion in der europäischen Gemeinschaft: Eine Zwischenbilanz*. Hannover, Verlag für Literatur und Zeitgeschehen.

Ricardian Equivalence Theorem (2013). *Wikipedia*. Erhältlich unter:  
[http://en.wikipedia.org/wiki/Ricardian\\_equivalence](http://en.wikipedia.org/wiki/Ricardian_equivalence).

Rieger E (1996). Agrarpolitik: Integration durch Gemeinschaftspolitik? In: Jachtenfuchs M and Kohler-Koch B, eds., *Europäische Integration*, Opladen, Leske & Budrich Verlag: 401-428.

Rogoff K (1996). *The Purchasing Power Parity Puzzle*. *Journal of Economic Literature*, XXXIV, June: 647-668.

Ros J (2000). *Development Theory and the Economics of Growth*. Ann Arbor Michigan, University of Michigan Press.

Schäuble W (2011). *Why austerity is the only cure for the eurozone*. *Financial Times* (05/09/2011).

Schumpeter JA (1912). *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig, Duncker&Humblot.

Schumpeter JA (1954). *History of Economic Analysis*. Oxford, Oxford University Press.

Thiel E (1998). *Die Europäische Union: Von der Integration der Märkte zu gemeinsamen Politiken*. Opladen, Leske & Budrich Verlag.

UNCTAD (various issues). *Trade and Development Report*. New York und Genf, eine Veröffentlichung der Vereinten Nationen.