

Paul Atkinson, Wolfgang Michalski, Leif Pagrotsky, Robert Raymond, Kumiharu Shigehara*

Wirtschaftspolitik für die Eurozone

Die Eurokrise hat ihren Ursprung nicht nur in einer Staatsschuldenkrise. Sie wurde ebenfalls durch eine Zahlungsbilanzkrise verursacht. Ein breit gefächerter Ansatz in der Wirtschaftspolitik ist daher erforderlich, um die Eurozone auf einen nachhaltigen stabilen und dynamischen Wachstumspfad zurückzubringen.

Die Krise der Eurozone ist von vielen Beobachtern als Staatsschuldenkrise bezeichnet worden. Und in der Tat ist sie durch einen plötzlichen Vertrauensverlust im Hinblick auf die längerfristige Solidität der griechischen Staatsfinanzen ausgelöst worden. Sehr schnell traten dann ähnlich begründete Befürchtungen auch in Bezug auf Portugal und Italien auf.

Bei anderen Ländern, die anschließend ebenfalls von der Krise betroffen waren, lag die Ursache hierfür in anhaltenden überdurchschnittlich hohen Inflationsraten, die durch wachsende Schulden des privaten Sektors bedingt waren. Dies galt insbesondere für Spanien und Irland, wo die Probleme durch eine Spekulationsblase auf dem Immobilienmarkt zusätzlich verstärkt wurden. Diese Entwicklung wurde durch Bankkredite finanziert, und der Bankensektor seinerseits refinanzierte sich weitgehend durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland.

Lokale Schwierigkeiten nahmen systemischen Charakter an, da der interdependente und unterkapitalisierte Bankensektor als internationaler Transmissionsmechanismus wirkte. Verstärkt wurden die negativen Tendenzen durch die Befürchtung der Finanzmärkte, dass die politischen Kosten der erforderlichen Anpassung zum Auseinanderbrechen der Eurozone führen könnten.

Statt Abwertung binnenwirtschaftliche Anpassung

Ohne die Möglichkeit einer Abwertung ihrer Währung sahen sich die Euroländer mit überdurchschnittlich hoher Lohn- und Preisinflation durch den Druck der Finanzmärkte gezwungen, ihre Zahlungsbilanzdefizite durch eine drastische Verringerung der Binnennachfrage auszugleichen.

Besonders in einigen jener Mitgliedsländer der Eurozone, die sich in der Vergangenheit an häufige Währungsabwertungen gegenüber der D-Mark gewöhnt hatten, hatte sich auch nach dem Beitritt zur Eurozone eine Inflationserwar-

tung gehalten, die wesentlich über dem lag, was die Europäische Zentralbank je zulassen würde.

Die Folge war eine überaus starke Verringerung der Realzinsen in diesen Ländern, was nicht nur die Nachfrage auf dem Immobilienmarkt anheizte, sondern auch zu starken Steigerungen des privaten Verbrauchs und der Ausgaben des Unternehmenssektors führte. Die Folge waren Preissteigerungen, die weit über dem Durchschnitt der Eurozone insgesamt lagen, was sodann den Verlust der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und unhaltbare Zahlungsbilanzdefizite mit sich brachte.

Die Länder sahen sich folglich durch den Druck der Finanzmärkte einerseits zu einem drastischen Schuldenabbau im Nicht-Finanzsektor und andererseits zu einer nachhaltigen Konsolidierung der Staatsfinanzen gezwungen. Vor allem in jenen Ländern, in denen die Flexibilität der Löhne gering war, war die zur Wiederherstellung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts erforderliche Deflationierung mit erheblichen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Kosten verbunden – und zwar sowohl durch den Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität als auch durch die daraus resultierende sozial unverträglich hohe Arbeitslosigkeit.

Ein breitgefächerter Ansatz in der Wirtschaftspolitik ist erforderlich, um eine Negativspirale zu vermeiden, in der Schuldenabbau sowohl im öffentlichen als auch im privaten Sektor zu einer maßgeblichen Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität führt, die ihrerseits wiederum eine zusätzliche Verschlechterung der Qualität der Aktiva des Bankensektors zur Folge hätte. Das Ergebnis einer solchen Entwicklung wäre eine weitere Einschränkung der Kreditvergabe, die dann den erstrebenswerten wirtschaftlichen Aufschwung weiter verzögern würde.

Vier Herausforderungen

Im Hinblick auf die Wirtschaftspolitik der Regierungen stehen die folgenden vier Herausforderungen im Vordergrund:

1. Ein für das Wirtschaftswachstum förderliches robustes und gesundes Bankensystem erfordert Transparenz im

* Der englische Originaltext ist von Wolfgang Michalski ins Deutsche übersetzt worden und erschien bei EconoMonitor, <http://www.economonitor.com/blog/2014/05/how-to-run-the-euro-area/> (12.6.2014).

Rechnungswesen, so dass Überraschungen, wie man sie kürzlich bei der italienischen Bank UniCredit gesehen hat, von vornherein ausgeschlossen sind. In Bezug auf die großen Banken bedarf es darüber hinaus einer im Vergleich zu heute stärkeren Eigenkapitalausstattung sowie einer klaren Trennung der mit hohem Risiko behafteten Derivatportfolios von den Depotgeschäften, die den eigentlichen Kern des Geldsystems ausmachen. Im Übrigen muss eine Bankenunion, der man Vertrauen schenken kann, zumindest alle Mitgliedsländer der Eurozone einschließen.

Paul Atkinson ist Executive Director und Senior Fellow der International Economic Policy Studies Association; ehemaliger stellvertretender Direktor des Direktorats für Wissenschaft, Technologie und Industrie der OECD; ehemaliger leitender Redakteur des OECD Economic Outlook.

Wolfgang Michalski ist geschäftsführender Direktor, WM International; HamburgAmbassador in Paris; ehemaliger Direktor für Zukunftsstudien und Chefberater des Generalsekretärs der OECD; und war Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Hamburg.

Leif Pagrotsky ist ehemaliges Kabinettsmitglied der schwedischen Regierung; ehemaliger Minister für Industrie und Handel; ehemaliger Minister für Erziehung, Forschung und Kultur; ehemaliger Stellvertretender Vorsitzender des General Council der Ryksbank.

Robert Raymond ist Berater der International Economic Policy Studies Association; ehemaliger Generaldirektor des European Monetary Institute; Ehren-Generaldirektor der Banque de France; ehemaliger Vorstandsvorsitzender der CPR Bank.

Kumiharu Shigehara ist Präsident der International Economic Policy Studies Association; ehemaliger Stellvertretender Generalsekretär und Chefvolkswirt der OECD; ehemaliger Chefvolkswirt der Bank of Japan.

2. In dem Maße, in dem die Krise auf unterschiedliche Entwicklungen in der Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen ist, müssen makroökonomische Politikansätze durch mikro-ökonomische Reformen ergänzt werden. Besonders im Lichte der Gefährdung der Eurozone als Ganzes durch divergierende Entwicklungen in Frankreich und Deutschland ist es erforderlich, dass die französische Regierung einen breiten politischen Konsens für die Notwendigkeit durchgreifender Strukturreformen herstellen kann. Abgesehen von den Finanzmärkten gilt dies insbesondere für solche Maßnahmen, die ein besseres Funktionieren der Waren-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkte zum Ziel haben. Nicht nur in Frankreich, sondern auch in anderen Ländern bedarf es darüber hinaus einer Umschichtung der Staatsausgaben von den konsumorientierten Transferzahlungen zu Investitionen, von denen positive Produktivitätseffekte ausgehen.
3. Nicht übersehen werden darf indessen, dass insbesondere für die Peripherieländer der Eurozone eine geringere effektive monetäre Gesamtnachfrage und spezielle Strukturreformen allein nicht ausreichen, um die Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen. Darüber hinaus müssen die Regierungen verlässliche gesetzliche und regulative Rahmenbedingungen sowie ein generelles wirtschaftliches und soziales Klima schaffen, das Investitionen, Innovation und Risikobereitschaft fördert. Schließlich muss auch dafür gesorgt werden, dass es – besonders auf den Arbeitsmärkten – Verhaltensnormen gibt, die wirksam verhindern können, dass es zu hohen Lohnsteigerungen und damit übermäßig divergierenden Entwicklungen in den verschiedenen Euroländern kommt, sobald der wirtschaftliche Aufschwung zurückkehrt.
4. Da die meisten Länder mit Zahlungsbilanzüberschüssen wie Deutschland im Vergleich zum Sozialprodukt nach wie vor hohe Staatsschulden haben, und darüber hinaus damit zu rechnen ist, dass die Anforderungen an die öffentlichen Haushalte in Zukunft weiter steigen werden, erscheint es nicht angebracht, diesen Ländern zu empfehlen, ihre Haushaltsdisziplin aufzugeben. Doch sollten diese Länder Vorreiter bei der Durchsetzung von Strukturreformen sein, – und zwar sowohl im nationalen Rahmen als auch auf europäischer Ebene, wo die Vertiefung und Erweiterung des gemeinsamen EU-Binnenmarktes nach wie vor nur langsam vorankommt.

Rolle der Europäischen Zentralbank

Auch die Europäische Zentralbank kann im Hinblick auf die Erleichterung der notwendigen Anpassungsprozesse

eine entscheidende Rolle spielen. Sie sollte ihren symmetrischen geldpolitischen Ansatz beibehalten und bei ihren Bemühungen, die Inflationsrate für die Eurozone als Ganzes bei oder um die 2% zu halten, allerdings darauf achten, dass es nicht zu deflationären Tendenzen kommt. Im Prinzip sollte diese Strategie hinreichend Raum für kurzfristige Divergenzen in der Lohn- und Preisinflation zwischen den einzelnen Euroländern schaffen, um die unterschiedlichen Wettbewerbspositionen innerhalb der Eurozone tragfähig zu erhalten.

Gleichzeitig würde eine solche Politik die Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank weiter stärken und dazu beitragen, dass die Unterschiede in den längerfristigen Inflationserwartungen in den verschiedenen Euroländern geringer werden. Dies hätte auch zur Folge, dass sich die länderspe-

zifischen Realzinsen dem Durchschnitt der Eurozone annäherten.

Schließlich sollte die Europäische Zentralbank grundsätzlich zu ihrem ursprünglichen Mandat der Geldpolitik zurückkehren und das „Bail-out“ von Regierungen, sofern dies notwendig ist, dem Europäischen Stabilitätsmechanismus und anderen europäischen Institutionen überlassen. Die Mitglieder der Eurozone müssen endlich einsehen, dass der Preis für nationale Souveränität darin liegt, dass die nationalen Regierungen und Parlamente die volle Verantwortung für die Haushalts- und Steuerpolitik tragen und dass es die nationalen Regierungen und politischen Entscheidungsträger sind, die die Ergebnisse ihrer Wirtschafts- und Sozialpolitik im Hinblick auf wirtschaftliches Wachstum, Beschäftigung und internationale Wettbewerbsfähigkeit zu vertreten haben.

Title: *How to Run the Euro Area*

Abstract: *A multi-faceted approach is required for the euro area to restore sustainable growth and prevent a vicious circle of public- and private-sector deleveraging leading to weaker economic activity which in turn results in a further deterioration in banks' asset quality. While avoiding discretionary fiscal expansion, creditor countries should work together with debtor countries to accelerate micro-economic reforms in product, services and labor markets to achieve greater macro-economic convergence in the euro area. This, with together the restoration of the health and resilience of the banking sector, is the key to the area's viability. The ECB's policy to avoid any deflationary bias while stabilizing inflation at or around 2 per cent for the euro-area as a whole should be another component of such an approach.*

JEL Classification: E44, E58, E65, F33, F34, G1