



15 | **2014**

67. Jg., 32.–33. KW, 14. August 2014

ifo Schnelldienst

Zur Diskussion gestellt

*Stefan Homburg, Carsten Hefeker, Christian Keuschnigg
und Klaus Weyerstraß, Markus Brunnermeier,
Wolfgang Quaisser, Lars Feld*

- Staatsschuldenkrise: Zeitbombe für die Währungsunion?

Kommentar

Charles B. Blankart und Dennis C. Mueller

- Wer soll die Bürger im Staat repräsentieren?

Forschungsergebnisse

Steffen Henzel und Klaus Wohlrabe

- Das ifo Beschäftigungsbarometer und der deutsche Arbeitsmarkt

Daten und Prognosen

Sebastian Benz, Joachim Karl und Erdal Yalcin

- Der UNCTAD World Investment Report 2014:
Die Entwicklung ausländischer Direktinvestitionen

Im Blickpunkt

Klaus Wohlrabe

- ifo Konjunkturtest Juli 2014

ifo Institut

Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung
an der Universität München e.V.

ifo Schnelldienst ISSN 0018-974 X (Druckversion)
ISSN 2199-4455 (elektronische Version)

Herausgeber: ifo Institut, Poschingerstraße 5, 81679 München, Postfach 86 04 60, 81631 München,
Telefon (089) 92 24-0, Telefax (089) 98 53 69, E-Mail: ifo@ifo.de.

Redaktion: Dr. Marga Jennewein.

Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hans-Werner Sinn, Dr. Christa Hainz, Annette Marquardt, Dr. Chang Woon Nam.

Vertrieb: ifo Institut.

Erscheinungsweise: zweimal monatlich.

Bezugspreis jährlich:

Institutionen EUR 225,-

Einzelpersonen EUR 96,-

Studenten EUR 48,-

Preis des Einzelheftes: EUR 10,-

jeweils zuzüglich Versandkosten.

Layout: Pro Design.

Satz: ifo Institut.

Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):

nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

Zur Diskussion gestellt

Staatsschuldenkrise: Zeitbombe für die Währungsunion?

3

Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise ist die Staatsverschuldung einiger Euro-länder so stark gestiegen wie nie zuvor, und eine glaubwürdige Konsolidierungsstrategie ist nicht in Sicht. Im Gegenteil, vermehrt wird sogar eine Lockerung der Sparpolitik gefordert, um so die Wirtschaft anzukurbeln. Kann die Europäische Währungsunion die Staatsschuldenkrise überleben? *Stefan Homburg*, Universität Hannover, ist skeptisch. Seiner Ansicht nach steckt die Eurozone in einer Zwickmühle. Etliche Mitgliedstaaten leben über ihre Verhältnisse, wollen das aber nicht wahrhaben und empfinden Änderungsvorschläge als Angriff und Einmischung von außen. Auf der anderen Seite wird die Fortführung der bisherigen Politik weitere Beistandszahlungen erfordern, deren Machbarkeit zweifelhaft ist. Somit verbleibe als einziger theoretischer Ausweg ein starkes und anhaltendes Wirtschaftswachstum in Südeuropa, das aber unrealistisch sei. Wer die Lage der Eurozone nüchtern betrachte, müsse angesichts der Zunahme der staatlichen Schuldenstandquoten besorgt sein und dürfte sich von der trügerischen Ruhe auf den Finanzmärkten nicht beeindrucken lassen. Schon bei der nächsten Staatsinsolvenz könnte die Stimmung umkippen. Ein guter Ausgang des Euro-Experiments sei unwahrscheinlicher denn je. *Carsten Hefeker*, Universität Siegen, sieht einen möglichen Weg in einer gemeinsamen Fiskalpolitik, die beschränkte Solidarität impliziert, wie das z.B. der Vorschlag einer gemeinsamen Verschuldung vorsehe. Weitere Maßnahmen könnten ein Schuldentilgungsfonds oder ein Insolvenzverfahren für europäische Staaten sein. Leider würden solche Maßnahmen weder in Europa noch in Deutschland ernsthaft als Alternative oder notwendige Weiterentwicklung der Europäischen Union diskutiert. *Christian Keuschnigg*, Universität St. Gallen und Institut für Höhere Studien, Wien, und *Klaus Weyerstraß*, Institut für Höhere Studien Wien, plädieren für einen Abbau der Staatsschulden für eine sichere Währungsunion. Es werde aber noch viele Jahre finanzpolitischer Disziplin brauchen, bis der Schuldenstand tatsächlich auf ein sicher tragbares Niveau gesunken sei. Dabei sei es notwendig, die Konsolidierung nachhaltig und wachstumsfreundlich zu gestalten, um aus der Krise schneller herauszuwachsen, anstatt sich herauszusparen. *Markus Brunnermeier*, Princeton University, New Jersey, schlägt eine sichere europäische Anleihe, aber keine Gesamthaftung vor. Somit sind klassische Eurobonds, die eine gemeinsame Haftung mit sich bringen würden, keine richtige Antwort. European Safe Bonds bieten eine Alternative, da sie keine Gesamthaftung voraussetzen. Nach Meinung von *Wolfgang Quaisser*, Akademie für Politische Bildung Tutzing, kann die Eurozone nur dauerhaft bestehen, wenn eine glaubhafte Entschuldungsstrategie implementiert werden könne. Hohe Verbindlichkeiten belasten das Wirtschaftswachstum sowie künftige Generationen und schränken den Gestaltungsspielraum der Staaten ein. Auch werde die Bekämpfung externer Schocks schwieriger. Zweifelhaft sei, ob mit Sparen und Wirtschaftswachstum allein ein nachhaltiger Schuldenabbau in den Krisenländern der Eurozone gelingen könne. Neben der finanziellen Repression sollten deshalb auch unkonventionelle Maßnahmen, wie Bail-in, Schuldenschnitte und Vermögensabgaben, zum Einsatz kommen. Verluste für die europäischen Gläubiger dürften nicht zu vermeiden sein. *Lars P. Feld*, Universität Freiburg, sieht als zwingend für die Bewältigung der Staatsschuldenkrise im Euroraum die Fortführung der Haushaltskonsolidierung an. Wenn die Staatsschuldenquote eines Landes sehr hoch ist, verpuffen expansive fiskalpolitische Maßnahmen relativ wirkungslos. Kontraktive fiskalpolitische Maßnahmen werden zwar zunächst keine wirtschaftliche Dynamik auslösen, nach einer gewissen Anpassungsphase, insbesondere begleitet von einer Flexibilisierung der Arbeits- und Produktmärkte, werden sich die Staaten wirtschaftlich erholen.

Kommentar

Wer soll die Bürger im Staat repräsentieren?

31

Charles B. Blankart und Dennis C. Mueller

Die Bürgerinnen und die Bürger können im Staat nicht alles selbst entscheiden. Sie brauchen Repräsentanten. *Charles B. Blankart*, Humboldt-Universität zu Berlin und Universität Luzern, und *Dennis C. Mueller*, Universität Wien, stellen in ihrem Kommentar fünf Regierungsmodelle vor und diskutieren, ob und wie sich sicherstellen lässt, dass die Repräsentanten nur repräsentieren und nicht selbst zu Herrschern werden.

Forschungsergebnisse

Das ifo Beschäftigungsbarometer und der deutsche Arbeitsmarkt

35

Steffen Henzel und Klaus Wohlrabe

Das ifo Beschäftigungsbarometer und das IAB-Arbeitsmarktbarometer, beides Indikatoren für den deutschen Arbeitsmarkt, weisen einen engen Zusammenhang zur deutschen Arbeitsmarktlage auf. Allerdings gibt es Unterschiede, wenn verschiedene Zielgrößen betrachtet werden. Das ifo Beschäftigungsbarometer bildet Änderungen der Beschäftigung am zuverlässigsten ab, das IAB-Arbeitsmarktbarometer die monatliche Dynamik der Zahl der registrierten Arbeitslosen. Insgesamt erweist sich das ifo Beschäftigungsbarometer als vorteilhaft, wenn ökonomische Entscheidungen im Vordergrund stehen. Schwächen zeigt es hingegen, wenn es um Änderungen in den rechtlichen Rahmenbedingungen oder der Erhebungspraxis geht. So stellt die Einführung von Hartz IV oder des Saisonkurzarbeitergeldes am Bau besondere Herausforderungen an Unternehmensbefragungen.

Daten und Prognosen

Der UNCTAD World Investment Report 2014: Die Entwicklung ausländischer Direktinvestitionen

41

Sebastian Benz, Joachim Karl und Erdal Yalcin

Die UNCTAD veröffentlicht im Rahmen des World Investment Reports detaillierte Daten und Analysen zu den neuesten Trends bei ausländischen Direktinvestitionen. Der Artikel fasst die wesentlichen Entwicklungen des letzten Jahres zusammen und geht auf das Schwerpunktthema des diesjährigen Reports »Investitionen und nachhaltige Entwicklungsziele« ein. Der Report zeigt, dass ausländische Direktinvestitionen 2013 erneut auf einen Wachstumspfad eingeschwenkt und die Aussichten für die kommenden Jahre verhalten optimistisch sind. Es sind jedoch weitere Anstrengungen von Seiten der Regierungen erforderlich, für ein günstiges Umfeld für Investitionen zu sorgen.

Im Blickpunkt

ifo Konjunkturtest Juli 2014 in Kürze: Die geopolitischen Spannungen belasten die deutsche Wirtschaft

50

Klaus Wohlrabe

Der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands ist im Juli gesunken. Dies ist der dritte Rückgang in Folge. Die aktuelle Geschäftslage wurde weniger gut beurteilt als im Juni. Auch der Ausblick auf den zukünftigen Geschäftsverlauf fiel erneut weniger optimistisch aus. Die geopolitischen Spannungen belasten die deutsche Wirtschaft.

Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise ist die Staatsverschuldung einiger Euroländer so stark gestiegen wie nie zuvor. Und eine glaubhafte Konsolidierungsstrategie ist nicht in Sicht. Im Gegenteil, vermehrt wird sogar eine Lockerung der Sparpolitik gefordert, um so die Wirtschaft anzukurbeln. Kann die Europäische Währungsunion die Staatsschuldenkrise überleben?

Die europäische Staatsschuldenkrise verschärft sich

Auf seinem jüngsten Gipfeltreffen am 26. und 27. Juni 2014 hat sich der Europäische Rat unter anderem mit der Wirtschaftslage der Eurozone befasst und hierzu folgendes festgestellt (EUCO 79/14, Tz. 15): »Dank der Anstrengungen der Mitgliedstaaten lassen sich bei der Korrektur der makroökonomischen Ungleichgewichte Fortschritte und bei den öffentlichen Finanzen eine weitere Verbesserung verzeichnen.«

Die beiden Einschätzungen des Gipfels beziehen sich einerseits auf makroökonomische Ungleichgewichte und andererseits auf die Lage der öffentlichen Finanzen. Dabei dürfte die erste Feststellung die Rückbildung früherer Leistungsbilanzdefizite meinen, da sich andere makroökonomische Indikatoren wie Wachstum oder Beschäftigung im Durchschnitt keineswegs günstig entwickelt haben. In der Tat waren die Leistungsbilanzdefizite bzw. die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsdefizite in mehreren Peripherieländern zuletzt rückläufig (vgl. Abb. 1). Im Fall Griechenlands, Italiens, Portugals und Spaniens haben die Finanzierungssalden im vergangenen Jahr das Vorzeichen gewechselt und sind jetzt positiv; allein Frankreich verzeichnet weiterhin negative Werte. In einem Binnenmarkt mit freiem Kapitalverkehr sind gesamtwirtschaftliche Finanzierungssalden allerdings keine politischen Steuerungsgrößen, sondern Ausdruck internationaler Kapitalbewegungen. Ihre Änderungen können nicht sinnvoll »Anstrengungen der Mitgliedstaaten« zugeschrieben werden. Vielmehr reflektieren sie den Rückzug des Kapitals aus den Peripheriestaaten (vgl. Sinn 2013, S. 15).

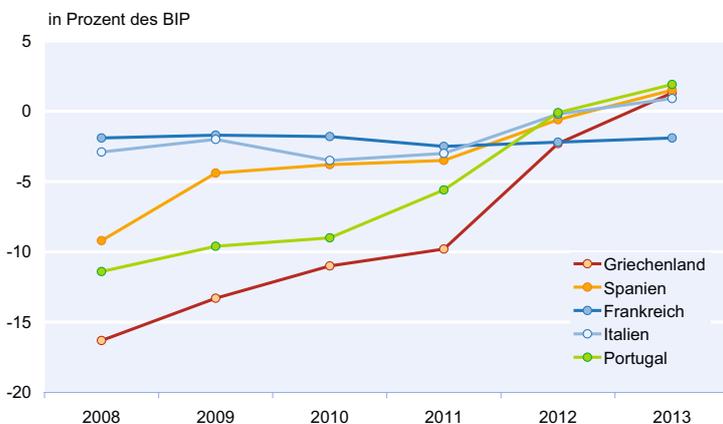
Was die öffentlichen Finanzen angeht, die im Unterschied zu gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssalden tatsächlich politisch steuerbar sind, erstaunt die Einschätzung der Staats- und Regierungschefs, wenn man sie mit den von Eurostat gelieferten Fakten kontrastiert. Abbildung 2 dokumentiert die Entwicklung der staatlichen Finanzierungssalden der fünf größten süd-europäischen Volkswirtschaften; in weiteren kleineren Ländern wie Irland, Slowenien oder Zypern zeigen sich durchaus vergleichbare Probleme. Die dargestellten Defizitquoten übersteigen seit 2009 durch-



Stefan Homburg*

Abb. 1

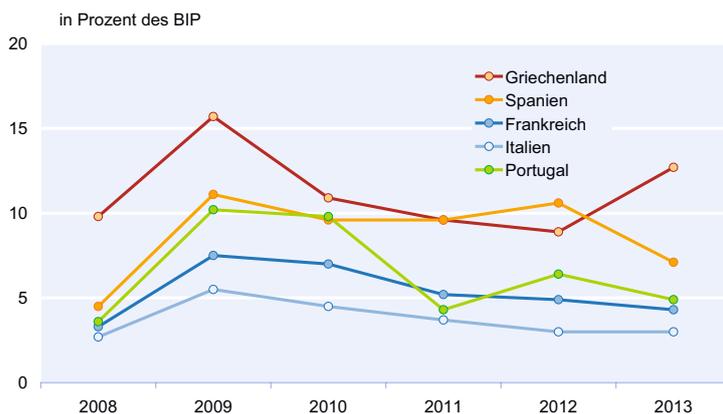
Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssalden



Quelle: Eurostat.

Abb. 2

Staatliche Defizitquoten



Quelle: Eurostat.

* Prof. Dr. Stefan Homburg ist Direktor des Instituts für Öffentliche Finanzen an der Universität Hannover.

weg den im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Referenzwert von 3%, der lediglich von Italien zwischen 2012 und 2013 soeben eingehalten wurde. In den übrigen Ländern lag die Defizitquote teilweise weit über dem Referenzwert: In Spanien pendelte sie ab 2009 nicht weniger als vier aufeinanderfolgende Jahre lang um 10% und sank 2013 auf immer noch stattliche 7,9%. Griechenland hat nur 2011 und 2012 eine einstellige Defizitquote erreicht; diese schnellte jedoch 2013 erneut hoch, und zwar auf 12,7%.

Dem Publikum ist die ungünstige Entwicklung speziell Griechenlands weitgehend verborgen geblieben, weil die Kommission den Budgetdefiziten in den letzten Jahren weniger Beachtung geschenkt hat. In den Fokus rückten Erfolgsmittelungen über primäre, strukturelle und um Sondereffekte bereinigte Defizite. Mit solchen Konstrukten mag man beliebig hantieren, doch kommt es hinsichtlich der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen keineswegs darauf an, ob Defizite als strukturell oder ihre Änderungen als Sondereffekte klassifiziert werden. Übermäßige Budgetdefizite führen auf Dauer in die Insolvenz, unabhängig davon, ob sie zur Finanzierung von Bankenrettungen oder anderen Maßnahmen dienen. Neben Griechenland, Irland und Spanien haben es auch Frankreich und Portugal ersichtlich nicht vermocht, ihre Budgetdefizite auf den erlaubten Referenzwert zurückzuführen. Während der Großen Rezession 2008/09 mag das einem akuten finanzpolitischen Anpassungsbedarf geschuldet gewesen sein. Fünf Jahre später drängt sich aber der Eindruck auf, dass dieses Finanzgebaren auf Dauer angelegt ist.

Welche Konsequenzen hat der Europäische Rat aus den vorstehenden Tatsachen gezogen? Er meint (ebd.), »Strukturereformen, die das Wachstum steigern und die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen verbessern, sollte besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden, auch durch eine geeignete Bewertung der fiskalischen Maßnahmen und Strukturereformen unter optimaler Nutzung der in den geltenden Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts enthaltenen Flexibilität.« Übersetzt bedeutet das eine noch stärkere Aufweichung der vereinbarten Spielregeln. Dieser Kurs ist bedenklich, weil die Kommission den Stabilitäts- und Wachstumspakt in den vergangenen Jahren ohnehin weitgehend ignorierte, Regelverletzer nicht zur Verantwortung zog und stets auf neue die gewünschten Fristverlängerungen bewilligte.

Das dadurch entstehende und sich kontinuierlich verschärfende Problem wird deutlich, wenn man sich kurz erinnert, auf welchen Überlegungen die vereinbarten Referenzwerte von 3% für die Defizitquote und 60% für die Schuldenstandquote beruhten. Bei kons-

tanter Schuldenstandquote sind die beiden Referenzwerte miteinander verträglich, wenn das nominale Bruttoinlandsprodukt (BIP) jährlich um 5% wächst. Denn mit D als Schuldenstand, ΔD als Defizit, Y als BIP und ΔY als dessen Änderung gilt

$$\Delta D/Y = D/Y \times \Delta Y/Y,$$

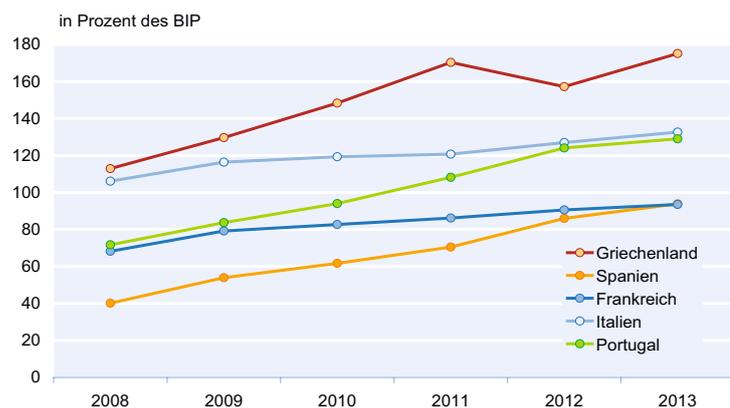
wenn Schuldenstand und BIP mit derselben Rate wachsen, die Schuldenstandquote also konstant bleibt. Wächst das nominale BIP, wie in den vergangenen Jahren, mit Raten unter 5%, dann reicht eine Defizitquote von 3% nicht aus, um die Schuldenstandquote bei 60% zu stabilisieren. Bei einer Wachstumsrate von 1% müsste die Defizitquote beispielsweise 0,6% betragen, wenn der Schuldenstand unterhalb des Referenzwerts verbleiben soll. Sinkt das nominale BIP, sind zur Stabilisierung der Schuldenstandquote sogar Budgetüberschüsse erforderlich.

Der in Abbildung 3 gezeigte enorme Anstieg der Schuldenstandquoten resultiert aus überhöhten Defiziten in Verbindung mit geringem Wachstum. Seit 2010 übertreffen die Schuldenstandquoten der Problemstaaten allesamt den Referenzwert von 60%. In Griechenland, Italien und Portugal betragen sie mehr als das Doppelte des Referenzwerts, während Frankreich und Spanien auf dreistellige Werte zusteigern.

In absoluten Zahlen summierten sich die konsolidierten Staatsschulden der fünf betrachteten Staaten Ende 2013 auf fast 5,5 Billionen Euro. Im Vergleich dazu nimmt sich das Volumen des Europäischen Stabilitätsmechanismus, der Beistandszahlungen an überschuldete Mitgliedstaaten finanzieren soll, mit 700 Mrd. Euro fast bescheiden aus. Auch eine Rettung durch die Europäische Zentralbank erscheint angesichts der geschilderten Größenordnungen fraglich, und zwar sowohl aus ökonomischen wie aus rechtlichen Gründen.

Abb. 3

Staatliche Schuldenstandquoten



Quelle: Eurostat.

Wichtiger als die ökonomischen Fakten ist aber ein psychologisch-propagandistisches Moment: Alle Staats- und Regierungschefs, die weitaus meisten Journalisten und sogar etliche Wissenschaftler interpretieren den vorstehend beschriebenen Marsch in die Insolvenz fälschlich als eine »Autoritätspolitik«, die den betroffenen Staaten viel abverlangt und bei der man den Bogen keinesfalls überspannen darf; vgl. Homburg (2013). Derartige Fehleinschätzungen dürften der Problembewältigung am stärksten entgegenstehen: So lange nämlich Meinungsführer verbreiten, die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts seien unzumutbar, die Defizite gar nicht so schlimm und die südeuropäischen Staaten infolge ihrer angeblichen Reformpolitiken auf einem guten Weg, werden die Schuldenstandquoten weiter steigen. Ein Konjunkturschub könnte diese fatale Entwicklung vorübergehend abschwächen. Umgekehrt dürfte die Eurozone eine weitere weltweite Rezession kaum noch verkraften.

Bis hier zusammengefasst steckt die Eurozone in einer Zwickmühle: Etliche Mitgliedstaaten leben über ihre Verhältnisse, wollen das aber nicht wahrhaben und empfinden Änderungsvorschläge als Angriff und Einmischung von außen. Auf der anderen Seite wird die Fortführung der bisherigen Politiken wahrscheinlich weitere Beistandszahlungen erfordern, deren Machbarkeit zweifelhaft ist.

Um die Lage aus einer anderen Perspektive zu beleuchten, stellt Abbildung 4 die Entwicklung der privaten und öffentlichen Konsumausgaben als Prozentsatz des verfügbaren Nettonationaleinkommens dar. Ein Wert von 100 bedeutet, dass das betreffende Land sein gesamtes verfügbares Einkommen konsumiert, weshalb bei ausgeglichener Leistungsbilanz nichts für Investitionen übrigbleibt. Dieses Szenario gilt in guter Näherung für Italien. Griechenland und Portugal konsumieren erheblich mehr als ihr verfügbares Einkommen, während die Konsumquoten Frankreichs und Spaniens zuletzt bei gut 96% lagen. Nennenswerte Investitionen setzen unter diesen Voraussetzungen Kapitalimporte

voraus. Weil die internationalen Kapitalanleger aber offenbar keine weiteren Leistungsbilanzdefizite finanzieren wollen, sind die Nettoinvestitionen der Problemländer nahe null bis stark negativ.

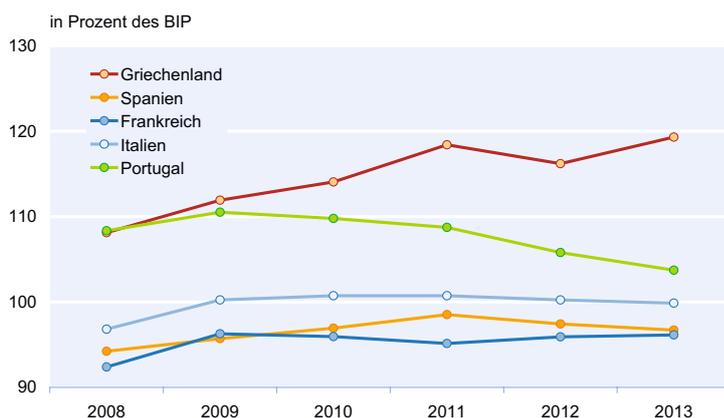
Eine isolierte Betrachtung der Leistungsbilanz- bzw. Finanzierungssalden ist folglich nicht aussagekräftig: Wenn die Kapitalimporte *und* der inländische Konsum zurückgehen, bleibt Spielraum für Investitionen und Wachstum. Sinken aber *nur* die Kapitalimporte bei unverändert hohem Konsum, geht das zu Lasten der Investitionen. In Griechenland ist die Konsumquote in den letzten Jahren gestiegen, weshalb die Nettoinvestitionen in den Jahren 2011 bis 2013 auf –3,2%, –10,3% bzw. –16,2% des verfügbaren Nettonationaleinkommens sanken. Ein derart scharfer Desinvestitionskurs schließt eine positive Wirtschaftsentwicklung aus. Allein in Portugal geht die Konsumquote allmählich zurück, doch ist die Investitionsquote auch in diesem Land nach wie vor negativ.

Wie wird es weitergehen? Rein logisch gibt es drei Möglichkeiten: Erstens könnten die genannten Staaten, insbesondere Griechenland, Italien und Portugal, den Konsum drastisch mindern, um auf einen nachhaltigen Pfad zu gelangen und Luft für private Investitionen zu schaffen. Hierzu müssten die defizitfinanzierten Ausgaben für öffentlichen Konsum und Transfers zurückgefahren werden. Zweitens könnte man die obigen Konsumniveaus verstetigen, was aber mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit neue Transfers seitens der noch stabilen Mitgliedstaaten der Eurozone erforderte. Drittens würde natürlich ein starkes Wirtschaftswachstum die Problemlage entschärfen.

Der ersten Lösung stehen politische Widerstände in den Nehmerländern entgegen, die ihren Wählern kaum weitere Einschnitte zumuten wollen. Analog ist die zweite Lösung durch absehbare politische Widerstände in den Geberländern versperrt, deren Bürger sich immer stärker gegen Beistandszahlungen wehren. Politiker wie Beppe Grillo oder Alexis Tsipras illustrieren das erstgenannte Hemmnis, Parteien wie AfD oder »Wahre Finnen« das letztgenannte.

Somit verbleibt als einziger theoretischer Ausweg ein starkes und anhaltendes Wirtschaftswachstum in Südeuropa. Eingedenk der niedrigen oder negativen Investitionsquoten, der desaströsen finanzwirtschaftlichen Kennzahlen und der damit verbundenen Unsicherheit ist diese Vorstellung aber unrealistisch – wer mag in Ländern investieren, die politisch zerfransen und von Insolvenz bedroht sind? Der Teufelskreis aus Überschuldung, Unsicherheit und Stagnation hat sich inzwischen verfestigt. Er lässt sich nicht durch neue staatliche Investitions-

Abb. 4
Gesamtwirtschaftliche Konsumquoten



Quelle: Eurostat.

und Schuldenfonds überwinden, wie sie das DIW (2014) vorgeschlagen hat. Fonds setzen die Saldenmechanik nicht außer Kraft und ändern nichts an der Tatsache, dass exzessiver Konsum immer weiter in die Verschuldung führt.

Fazit

Möglicherweise ist die volkswirtschaftliche Politikberatung im Hinblick auf die Probleme der Eurozone mit ihrem Latein am Ende. Falls ja, sollte man das unumwunden eingestehen, denn nach der Finanzkrise wurde den Volkswirten vorgeworfen, sie seien zu blauäugig gewesen und hätten nicht ausreichend vor Gefahren gewarnt. Bernankes Fehleinschätzung aus 2007, das vom Zusammenbruch des Hypothekenmarkts ausgehende Risiko sei »contained«, hat inzwischen sprichwörtliche Berühmtheit erlangt. Wer die Lage der Eurozone nüchtern betrachtet, muss angesichts der in Abbildung 3 gezeigten Zunahmen der Schuldenstandquoten besorgt sein und wird sich von der trügerischen Ruhe auf den Finanzmärkten nicht beeindrucken lassen. Momentan honorieren die Anleger den schleichend errichteten Haftungsverband, doch sitzen sie dabei einem »This Time is Different« im Sinne Reinharts und Rogoffs (2009) auf. Schon bei der nächsten Staatsinsolvenz könnte die Stimmung umkippen. Ein guter Ausgang des Euro-Experiments ist unwahrscheinlicher denn je.

Literatur

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (2014), *Wirtschaftliche Impulse für Europa, DIW Wochenbericht* 81(27), Berlin.

Homburg, S. (2013), »On European Austerity«, *CESifo Forum* 14(2), 38–40.

Reinhard, C.M. und K.S. Rogoff (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.

Sinn, H.-W. (2013), »Austerity, Growth and Inflation. Remarks on the Eurozone's Unresolved Competitiveness Problem«, *CESifo Working Paper* No. 4086.



Carsten Hefeker*

Ökonomische und politische Zusammenhänge zwischen Schuldenkrise und Währungsunion

Nach Meinung vieler Beobachter kann die Europäische Währungsunion (EWU) auf Dauer die Staatsschuldenkrise in vielen der Mitgliedsländer nicht überleben. Staaten, die ihre Finanzen auf einem nicht haltbaren Kurs haben, so das Argument, werden irgendwann insolvent werden und ihre Schulden nicht zurückzahlen. Wollen sie das vermeiden, können sie versuchen, das Problem mittels Geldpolitik zu lösen. Das, so die Meinung, ist in einer Währungsunion nicht machbar, weshalb sie an einer Schuldenkrise zerbrechen könnte. Ob das in der Tat so ist, hängt wesentlich vom Zusammenhang zwischen Geld- und Fiskalpolitik ab. Gibt es einen untrennbaren ökonomischen Zusammenhang, der das nahelegt, oder handelt es sich vielmehr um einen politischen Zusammenhang? Wenn das erste gilt, ist die EWU tatsächlich wohl nicht haltbar, gilt das zweite, handelt es sich vor allem um eine politische Frage, die auch politisch gelöst werden muss. Tatsächlich liegt das Problem eher darin, dass der Euro eine Währung ohne Staat ist (vgl. Aizenman 2014).

Wege mit Schulden umzugehen

Aus ökonomischer Sicht bestehen im Wesentlichen drei Möglichkeiten, mit extremer Verschuldung umzugehen. Ein Land kann erstens seine Ausgaben massiv kürzen, die Einnahmen erhöhen und versuchen, seine Schulden abzubauen. Das braucht Zeit und mag, je nach Grad der Verschuldung, nicht unmittelbar möglich sein, sei es wegen einer fehlenden Steuerbasis oder weil die Ausgaben nicht radikal gesenkt werden können. Beides ist mit weitreichenden institutionellen Veränderungen verbunden, die vielleicht durchsetzbar, in jedem Fall aber langwierig sind. In dem Fall kann das Land versuchen, mit seinen Gläubigern einen Zahlungs-

* Prof. Dr. Carsten Hefeker ist Inhaber des Lehrstuhls für Europäische Wirtschaftspolitik an der Universität Siegen.

aufschub oder eine freiwillige Reduktion der Schuld zu verhandeln. Eine zweite Möglichkeit ist die einseitige Erklärung, den Schuldendienst einzustellen oder auszusetzen, also ein vollständiger, teilweiser oder temporärer Zahlungsausfall. Dritte Möglichkeit ist, eine teilweise Reduktion der Staatsschuld durch die Geldpolitik zu erreichen. Zum einen kann direkt die Notenpresse genutzt werden, um Ausgaben zu finanzieren. Zum anderen kann die Geldpolitik expansive Fiskalpolitik alimentieren, da direkte Ankäufe von Staatspapieren durch die Zentralbank die Zinsen senken und so die Verschuldung erleichtern. Schließlich können alle drei Maßnahmen kombiniert werden.

Tatsächlich lassen sich hinreichend Beispiele für alle drei Maßnahmen finden. Zahlungsausfälle souveräner Staaten sind so alt wie die Geschichte der Staatsverschuldung und zu vielfältig, um hier aufgezählt zu werden (vgl. Reinhart und Rogoff 2009; Tomz und Wright 2010; Sturzenegger und Zettelmeyer 2007). Generell ist ein Zahlungsausfall auch in einer Währungsunion möglich und zumindest im Ansatz durch die Umschuldungs- und Entlastungsprogramme in Griechenland geschehen (vgl. dazu im Detail Zettelmeyer, Trebesch und Gulati 2013). Auch für die Nutzbarmachung der Geldpolitik gibt es historisch vielfach Beispiele. Zu den Zeiten des Goldstandards wurde in Krisen die Konvertibilität von Noten in Gold suspendiert und somit die Expansion der Papiergeldmenge möglich.¹ Zugleich zeigt der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems fester Wechselkurse exemplarisch allerdings auch die fundamentale Problematik, wenn die Ankerwährung manipulierbar ist. Die sehr expansive Fiskalpolitik der USA im Zuge des Vietnam-Kriegs und des ambitionierten Sozialprogramms der Johnson-Administration führte zu einer hohen Inflation in den USA, die Länder wie Deutschland nicht bereit waren über ihre Dollarbindung zu importieren. Die zunehmenden Spannungen und asymmetrischen Entwicklungen führten erst zur Suspendierung der Konvertibilität des Dollar in Gold und schließlich zur vollständigen Aufgabe des Festkurssystems im Jahr 1973.

Ein Nebeneffekt einer expansiven Geldpolitik ist in der Regel eine Abwertung, die ihrerseits positive Effekte auf die wirtschaftliche Entwicklung durch höhere Nettoexporte haben soll. Nicht zuletzt deshalb schlagen einige Autoren vor, dass Griechenland seine Mitgliedschaft in der EWU aufgeben oder mindestens für einige Zeit suspendieren sollte. Ob das wirklich den gewünschten Effekt haben würde, hängt in erster Linie davon ab, ob die Nachfrage- und Angebotselastizitäten hoch genug sind. Sicher würde eine Abwertung die Importe Griechenlands massiv einschränken. Ob hingegen die Exporte deutlich steigen würden, ist unklar, weil Grie-

chenland relativ exportschwach ist und die Basis für große Exportzuwächse fehlt.²

Die politische Basis des Problems

All dies zeigt, dass Schuldenkrisen grundsätzlich durch expansive Geldpolitik, die Anpassung der Fiskalpolitik und/oder einen Zahlungsausfall gelöst werden können. Alles von dem ist grundsätzlich auch in einer Währungsunion möglich, setzt aber voraus, dass sich die Mitgliedstaaten darauf einigen können. Damit liegen etwaige Spannungen in der gemeinsamen Geldpolitik vor allem in Präferenzunterschieden der Mitgliedstaaten begründet und sind politischer Natur. In einer Währungsunion mit unterschiedlichen nationalen Traditionen, Zielen und Vorstellungen über die angemessene Wirtschafts- und Fiskalpolitik wird es irgendwann zu Konflikten über die in der Union gemeinsam verfolgte Politik zur Lösung von Schuldenkrisen kommen. Man muss nicht wie Feldstein (1997) einen Krieg erwarten, aber die in Griechenland und Deutschland in der Hochphase der Schuldenkrise zu beobachtenden Schlagzeilen der populistischen Presse sind ein Beleg für massive politische Spannungen.

Tatsächlich zeigt sich im europäischen Fall, dass die fiskalische Solidarität und Umverteilung zwischen den Ländern, wie sie im großen Widerstand vor allem in Deutschland gegen die fiskalischen Maßnahmen seit Ausbruch der Krise zum Ausdruck kommt, nur eingeschränkt vorhanden ist und eine weitergehende politische und fiskalische Integration für die Mehrheit außer Frage steht. Das zeigen auch Umfragen über die Stimmung generell gegenüber der europäischen Integration, nach denen der politische Wille dazu bei der Mehrheit der EU-Bevölkerung nicht vorhanden ist. Zugleich zeigt sich, dass Deutschland und andere Länder nicht bereit sind, eine expansivere Geldpolitik zum Nutzen der fiskalischen Entlastung der Schuldenstaaten im Süden mitzutragen.³

In einer umfassenden Studie zu Erfahrungen mit geteilter Hoheit über Fiskalpolitik bei einer gemeinsamen Währung zeigen Bordo, Markiewicz und Jonung (2011) denn auch, dass dies am ehesten funktioniert, wenn eine wirksame »No-Bail-out«-Klausel Spannungen vermindert und den einzelnen Staaten weitgehende Einnahmen- und Ausgabenautonomie gewährt. Wenn keine politische Integration besteht, die eine gemeinsame Fiskalpolitik ermöglicht, sollte eben, wie eigent-

¹ Bordo und Rockoff (1996) interpretieren den Goldstandard als eine bedingte Bindung, die in außergewöhnlichen Zeiten suspendiert werden konnte, ohne negative Glaubwürdigkeitseffekte zu haben.

² Zudem würde eine Abwertung die Euroschulden drastisch multiplizieren und vermutlich den sofortigen Zahlungsausfall bedingen. Nicht berücksichtigt ist auch, dass die Einführung einer neuen Währung langwierig ist und bereits die Erwartung einen Kollaps des Bankensystems zur Folge hätte (vgl. Eichengreen 2010).

³ Tatsächlich kann man fragen, ob Deutschland und andere potenzielle Zahler überhaupt Kapazitäten für eine fiskalische Unterstützung besitzen. Die Krise hat nicht zuletzt auch in Deutschland zu einem deutlichen Anstieg der Staatsschuld geführt, und eine Ausweitung der Zahlungen an die Südländer würde diese vermutlich weiterhin erhöhen. Das erscheint zwar kurzfristig durchaus machbar, aber demographischer Wandel und Schuldenbremse lassen den langfristigen Spielraum eher gering erscheinen.

lich auch im Maastricht-Vertrag vorgesehen, eine klare fiskalische Trennung zwischen den Mitgliedstaaten bestehen. Desgleichen sollte das System einen Mechanismus besitzen, der auf große Schocks reagieren kann und, wenn nötig, im Krisenfall weitgehende Transfer- und Umverteilungszahlungen zulässt. Das System muss also anpassungs- und lernfähig sein.

Wenn man sich an diesen Erfahrungen orientiert, ist offensichtlich, dass eben genau die erste Regel nicht befolgt wurde. Zwar wurde eine No-Bail-out-Klausel geschaffen, diese aber nicht wirklich ernst genommen. Nachdem die Regel bereits zu Beginn der Währungsunion, mit tatkräftiger Unterstützung Deutschlands, weitgehend unwirksam gemacht wurde, muss man sich nicht wundern, dass sie jegliche Glaubwürdigkeit verloren hat. Spätere »Reformen« daran haben sie nur weiter aufgeweicht, so dass am Ende weder die Märkte noch die Regierungen der Mitgliedstaaten die Klausel ernst genommen haben. Wenn aber die No-Bail-out-Klausel politisch nicht durchgesetzt wird und die Geldpolitik nicht herangezogen werden soll, muss Europa notwendigerweise eine stärkere fiskalische Integration akzeptieren.

Ein möglicher Weg wäre zu sehen in einer gemeinsamen Fiskalpolitik, die beschränkte Solidarität impliziert, wie das z.B. der Vorschlag einer teilweise gemeinsamen Verschuldung vorsieht. Der Think Tank Bruegel hat vorgeschlagen (Delpla und von Weizsäcker 2010), dass für die nationale Staatsschuld bis zu 60% des BIP gemeinsam gehaftet wird (»blue bonds«), aber darüber hinaus gehende Verschuldung national verantwortet werden muss (»red bonds«). Das hätte mehrere positive Effekte: Die Verschuldung bis zu 60% unterliegt für die weniger glaubwürdigen Ländern einer Zinssubvention, wie das bereits im Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) der Fall ist. Ab 60% würde ein Risikoaufschlag fällig werden, der hoffentlich disziplinierende Wirkung entfalten würde. Ein durchaus wünschenswerter Nebeneffekt wäre die Schaffung eines tiefen und liquiden Marktes für europäische Staatspapiere, wie er bislang vor allem für amerikanische Staatspapiere besteht. Die höhere Liquidität würde vermutlich auch für Länder wie Deutschland einen Zinsvorteil realisieren lassen. Zudem sollte der liquidierbare Markt die Rolle des Euro als internationale Währung stärken, was mit weiteren Vorteilen für die Eurozone verbunden wäre. Eine dauerhafte und weitergehende fiskalische Solidarität kann jedoch nur funktionieren, wenn das entstehende moralische Risiko verhindert wird (vgl. Feld und Osterloh 2013).

In eine ähnliche Richtung, wenn auch mit Fokus auf die alten Schuldenbestände und nicht die Neuverschuldung, geht der Sachverständigenrat (2011) mit seinem Vorschlag eines Schuldentilgungsfonds für die Länder, die bereits aus dem ESM Unterstützung erhalten. Jene Länder, denen der Beitritt zu den europäischen Maßnahmen nicht gelingt, sollten hingegen einen geordneten Schuldenschnitt machen können.

Ein Insolvenzverfahren für europäische Staaten

Mindestens die Einführung des ESM lässt eine gewisse Anpassungsfähigkeit der europäischen Institutionen erkennen. Diese ist aber halbherzig und durchaus beschränkt. Tatsächlich ist die Option der Um- und Entschuldung durch geordnete Insolvenzverfahren für nicht zahlungsfähige Länder sinnvoll und überfällig für die Eurozone. Ernsthaft diskutiert auf internationaler Ebene im Zuge der Argentinien-Krise von 2002 (vgl. dazu Hefeker 2002), zeigt die aktuelle Situation Arginiens wie wichtig ein geordnetes Verfahren für eine Umschuldung oder teilweise Entschuldung wäre. In der Krise fanden lange und schwierige Verhandlungen über einen teilweisen Schuldenerlass und eine Umschuldung statt, ähnlich wie das bei Griechenland auch der Fall war. Ein großer Teil der Gläubiger arrangierte sich schließlich mit der argentinischen Regierung auf großzügige Abschreibungen und Umschuldungen. Einige wenige Anleger und Spekulanten taten dies nicht und klagten stattdessen auf volle Erstattung und bekamen nun Recht vor einem amerikanischen Gericht (vgl. *Financial Times*, 30. Juni 2014). Demnach muss das Land nun auch diese Schuldner voll entschädigen, wenn es seine umgeschuldeten Verpflichtungen bedienen will. Das kann das Land nicht leisten und wird damit vermutlich in die erneute Zahlungsunfähigkeit getrieben. Dies liegt vor allem darin begründet, dass die Schuldner kein geordnetes Verfahren nutzen können, das den nötigen Spielraum für Verhandlungen schafft und diese dann auch allgemeinverbindlichen Charakter haben. Arginiens Fall zeigt, dass eine nicht endgültige Lösung mit erheblicher Unsicherheit verbunden ist und das Schuldenproblem nicht dauerhaft lösen kann. Eine dauerhafte Lösung hingegen wäre ein souveränes Insolvenzverfahren, das eine Aussetzung der Zahlungen vorsieht während der Verhandlungen und dann für alle Schuldner verbindlich wäre, um zu verhindern, dass mehr als zehn Jahre nach der Zahlungsunfähigkeit Vereinbarungen zwischen Schuldner und Gläubigern defacto unwirksam werden.

Ein Insolvenzverfahren wäre auch für Europa eine konsequente und angemessene institutionelle Weiterentwicklung. Nicht nur würde es den betroffenen Staaten helfen, es würde auch Sicherheit in den Märkten schaffen und vermutlich die hohe Volatilität der Zinssätze reduzieren. Auch kann man davon ausgehen, dass die Glaubwürdigkeit der No-Bail-out-Klausel steigen würde, denn ein Grund für deren mangelnde Glaubwürdigkeit ist auch, dass eine Alternative fehlt zu unfreiwilliger fiskalischer Solidarität. Eine Insolvenz wäre eine solche Alternative, die auch den Druck von der Zentralbank nehmen würde als letzte Instanz intervenieren zu müssen, um die EWU vor dem Zusammenbrechen zu bewahren. Sicher würde, die Einführung eines solchen Mechanismus stark verschuldete Staaten mit höheren Zinsen konfrontieren, aber die damit verbundene Disziplinierung der Fiskalpolitik wäre durchaus erwünscht.

Leider wird ein solcher Mechanismus momentan, für den konkrete Vorschläge vorliegen (vgl. Sachverständigenrat 2011; Fuest, Heinemann und Schröder 2014), weder in Europa noch in Deutschland ernsthaft als Alternative oder notwendige Weiterentwicklung der Europäischen Union diskutiert. Mitglieder der Bundesregierung und andere hochrangige deutsche Politiker haben klar gemacht, dass sie weder den Tilgungsfonds noch gar Eurobonds wollen und eine stärkere Vergemeinschaftung der Fiskalpolitik ablehnen. Sie wollen auch keine verstärkte Intervention der Europäischen Zentralbank und die Ausweitung deren Aufkaufprogramms von Staatspapieren hoch verschuldeter Staaten. Da sie auch das Auseinanderbrechen der Eurozone nicht wollen, ist der Status quo die einzige Alternative: ein planloses und ungeordnetes Durchwursteln, wobei auch kleine Schocks die fragile Balance gefährden können.⁴ Hieraus mag dann ein nicht intendierter, ökonomisch desaströser und letztlich unnötiger und vermeidbarer Zusammenbruch der Eurozone folgen. Dabei kann auch eine Währungsunion mit Schuldenproblemen fertig werden, wenn der politische Wille für eine klare Entscheidung gegeben ist. Bricht die EWU hingegen auseinander, liegt es vor allem an dessen Fehlen und nicht an ökonomischen Gesetzmäßigkeiten.

Literatur

- Aizenman, J. (2014), »The Eurocrisis: Muddling Through, or on the Way to a More Perfect European Union?«, NBER Working Paper 20242.
- Bordo, M., A. Markiewicz und L. Jonung (2011), »A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History«, NBER Working Paper 17380.
- Bordo, M. und H. Rockoff (1996), »The Gold Standard as a »Good Housekeeping Seal of Approval«, *Journal of Economic History* 56, 389–428.
- Delpla, J. und J. von Weizsäcker (2010), »The Blue Bond Proposal«, *Bruegel Policy Brief* 2010/03.
- Eichengreen, B. (2010), »The Breakup of the Euro Area«, in: A. Alesina und F. Giavazzi (Hrsg.), *Europe and the Euro*, University of Chicago Press, Chicago, 11–51.
- Feld, L. und S. Osterloh (2013), »Is a Fiscal Capacity Really Necessary to Complete EMU?«, *Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik* 13/5.
- Feldstein, M. (1997), »The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability«, *Journal of Economic Perspectives* 11, 23–42.
- Fuest, C., F. Heinemann und C. Schröder (2014), *A Viable Insolvency Procedure for Sovereigns in the Euro Area*, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim.
- Hefeker, C. (2002), »Ein Insolvenzrecht für souveräne Staaten?«, *Wirtschaftsdienst* 82(11), 684–688.
- Reinhart, C. und K. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), *Jahresgutachten 2011/12: Verantwortung für Europa wahrnehmen*, Bundestagsdrucksache, Berlin.
- Sturzenegger, F. und J. Zettelmeyer (2007), *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Tomz, M. und M. Wright (2010), »Sovereign Theft: Theory and Evidence about Sovereign Default and Expropriation«, in: W. Hogan und F. Sturzenegger (Hrsg.), *The Natural Resources Trap*, MIT Press, Cambridge, MA., 69–110.
- Zettelmeyer, J., C. Trebesch und M. Gulati (2013), »The Greek Debt Restructuring: An Autopsy«, *Economic Policy* 28(75), 513–569.

⁴ Diese Fragilität zeigt sich sehr deutlich in der Entwicklung der Risikoauflagen einzelner Länder an den Finanzmärkten, die jederzeit wieder steigen können.



Christian Keuschnigg*



Klaus Weyerstraß**

Abbau der Staatsschulden für eine sichere Währungsunion

Seit dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise sind die öffentlichen Schulden in fast allen Ländern des Euroraums stark gestiegen (vgl. Abb. 1). Im Jahr 2013 wiesen 13 der 18 Mitgliedsländer der Währungsunion Schuldenquoten von über 60% auf, während dies im Jahr 2007 nur bei acht Ländern der Fall war. In mehreren Staaten hat die Verschuldung mit weit über 100% immer noch ein gefährlich hohes Ausmaß.

Die schwere Wirtschaftskrise nach 2008 hat die Krise der Eurozone ausgelöst, die aus drei, sich gegenseitig verstärkenden Ungleichgewichten resultierte, nämlich überbordende Staatsverschuldung, schwache Banken und instabile Finanzmärkte sowie divergierende Wettbewerbsfähigkeit mit Handelsungleichgewichten. Mangelnde Wettbewerbsfähigkeit führte zu einem Wachstumseinbruch, hoher Arbeitslosigkeit und hohen öffentlichen Defiziten, während die gleichzeitige Budgetkonsolidierung die Anpassungsrezession verschärft hat. Die Wertverluste auf Staatsanleihen haben Investoren und Banken beschädigt, umgekehrt hat die Notwendigkeit zur Bankenrettung manche Staaten zu hoher Neuverschuldung gezwungen. Die Krise der Banken erschwerte die Kreditversorgung und blockierte das Wachstum, während umgekehrt die schwere Anpassungsrezession zu hohen Kreditausfällen führte und die Banken in Schwierigkeiten brachte. Die Staatsverschuldung kann nicht losgelöst von den anderen Problemen der Eurozone verstanden werden.

Das Wirken der automatischen Stabilisatoren im Zuge der Wirtschaftskrise, umfangreiche Stabilisierungsmaßnahmen und nicht

* Prof. Dr. Christian Keuschnigg, Universität St. Gallen und Institut für Höhere Studien (IHS), Wien.

** Dr. Klaus Weyerstraß, Institut für Höhere Studien (IHS), Wien.

zuletzt die notwendige Rekapitalisierung des Bankensektors haben zum Teil sehr hohe Budgetdefizite entstehen lassen. Inzwischen konnten alle Länder ihre Budgetsalden deutlich verbessern. Wiesen im Jahr 2009 noch 15 der 18 heutigen Mitgliedsländer des Euroraums Budgetdefizite von mehr als 3% in Relation zur Wirtschaftsleistung auf, waren es im Jahr 2013 noch sieben Länder (vgl. Abb. 2). Nur in Slowenien ist das Budgetdefizit zuletzt aufgrund neuerlicher Bankenhilfen stark gestiegen. Die nach wie vor überhöhten Haushaltsfehlbeträge wie z.B. in Griechenland und Zypern sind nicht zuletzt auf die anhaltende Anpassungsrezession zurückzuführen. Aussagekräftiger im Hinblick auf die Konsolidierungsfortschritte ist daher ein Blick auf die strukturellen Budgetsalden, die auch im finanzpolitischen Regelwerk der EU besondere Beachtung finden. Hier zeigt sich im Vergleich der Jahre 2009 und 2013 in allen Ländern eine markante Verbesserung, wobei mit Griechenland, Portugal und Spanien drei Länder, die internationale Finanzhilfen erhalten haben, besonders hervorstechen.

Man darf nicht vergessen, dass andere notwendige Anpassungen in der Eurozone die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen massiv erschwerten: Die Deflation zur Anpassung der relativen Preise hat in einigen Krisenländern den Realwert der Schulden gesteigert; der Einbruch des BIP hat die Tragfähigkeit der Staatsschuld gemindert und die Schuldenquote steigen lassen; und der Anstieg der Zinsen um die Risikoprämien hat die Budgets zusätzlich belastet. Auch wenn die meisten Länder große Fortschritte beim Abbau der Budgetdefizite erzielt haben, bleibt ein weiter Weg zur Wiederherstellung der Tragfähigkeit der öffentlichen Schulden und der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen. Einige Länder weisen noch immer recht große strukturelle Fehlbeträge auf, was weitere Konsolidierungsschritte notwendig macht. Zudem sind die Staatsschulden auf einem hohen Niveau, so dass die öffentlichen Budgets noch für viele Jahre mit hohen Zinszahlungen belastet werden. Das schränkt den

Abb. 1 Staatsschuldenquoten Ende 2007 und Ende 2013 im Euroraum

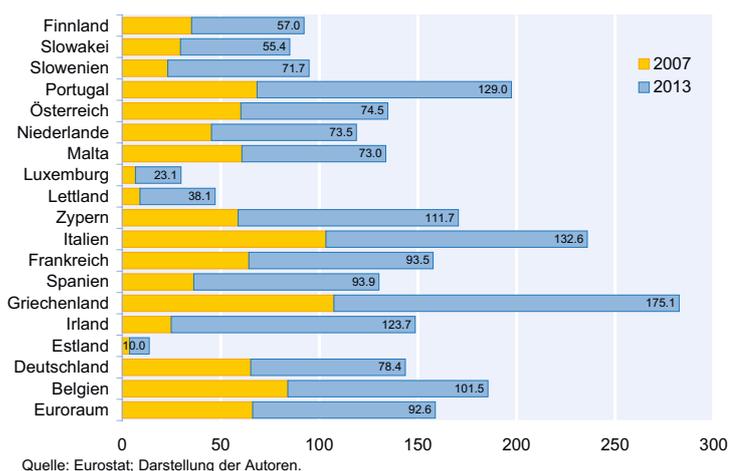
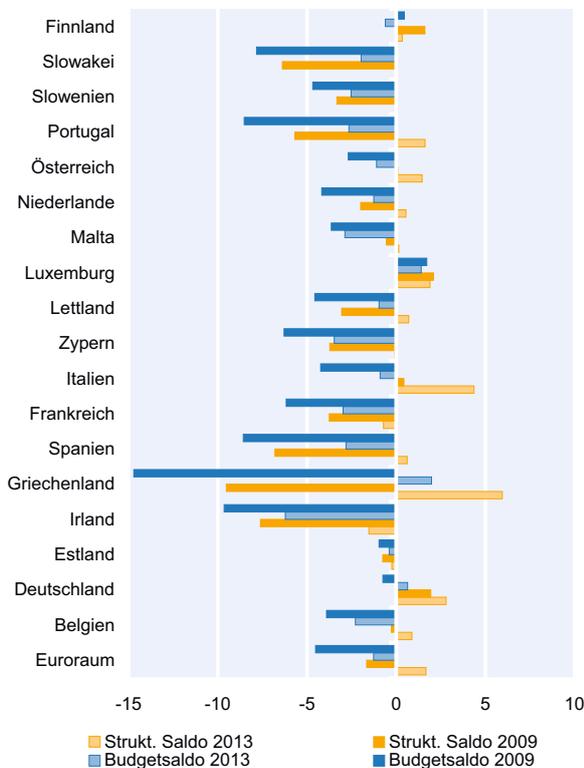


Abb. 2
Budgetsalden in Relation zum BIP 2009 und 2013



Quelle: Eurostat; Darstellung der Autoren.

finanziellen Spielraum für notwendige Investitionen in Forschung und Bildung, aber auch für Transferzahlungen zur Abfederung der sozialen Kosten der zum Teil sehr hohen Arbeitslosigkeit ein. Gleichzeitig würden wachstumsstärkende Maßnahmen die Konsolidierung nachhaltiger machen.

Abbau der Staatsschuld im nationalen Interesse

Die Mitgliedstaaten der EU sollen mittelfristig ein strukturell ausgeglichenes Budget erreichen. Gemäß den Vorgaben des Europäischen Fiskalpakts wird darunter ein gesamtstaatliches strukturelles Budgetdefizit von maximal 0,5% in Relation zum BIP verstanden. Österreich definierte im nationalen Stabilitätspakt 2012 ein strukturelles Defizit von maximal 0,45% der Wirtschaftsleistung als mittelfristiges Haushaltsziel. Gemäß den EU-Vorgaben soll dieses Budgetziel im Jahr 2017 erreicht werden. Laut Regierungsprogramm möchte die Bundesregierung das mittelfristige Haushaltsziel bereits im Jahr 2016 erreichen. Österreich, wie auch Deutschland, ist ein föderaler Staat, in dem nicht nur der Bund, sondern auch die Länder über einen gewissen finanzpolitischen Gestaltungsspielraum verfügen. Deshalb ist es wichtig, die Bundesländer in eine Budgetkonsolidierungsstrategie einzubeziehen. Dies wurde in Österreich im Rahmen des nationalen Stabilitätspakts umgesetzt. Solange das mittelfristige Bud-

getziel nicht erreicht ist, soll gemäß den EU-rechtlichen Vorgaben das strukturelle Budgetdefizit jährlich um 0,5% des BIP verringert werden. Neben der Betrachtung des Defizits wird in den EU-Regeln auch verstärktes Augenmerk auf den Schuldenstand gelegt. Solange der Referenzwert von 60% in Relation zur Wirtschaftsleistung überschritten wird, soll die Schuldenquote jedes Jahr um 1/20 des über 60% hinausgehenden Betrags abgebaut werden. Wenn das strukturelle Defizit beseitigt ist, bleibt bei normaler Konjunkturlage das Niveau der Staatsverschuldung konstant, der Anteil am BIP sinkt jedoch im Zeitverlauf, weil das Bruttoinlandsprodukt mit dem Wirtschaftswachstum steigt. Für die Länder mit hoher Staatsverschuldung erfordert bereits die Stabilisierung der Schuldenquoten enorme Konsolidierungsanstrengungen. Nach Berechnungen der OECD (2011) etwa würde Griechenland einen jährlichen Primärüberschuss von 5% des potenziellen BIP benötigen, um die Schuldenquote zu stabilisieren. Für die Eurozone insgesamt beträgt der erforderliche Primärüberschuss 1,7%.¹

Die Konsolidierung der Staatsfinanzen und letztlich der Abbau der Staatsschuld sollte nicht nur deshalb vorangetrieben werden, um EU-rechtliche Vorgaben zu erfüllen. Vielmehr liegt die Sicherstellung nachhaltiger öffentlicher Finanzen im ureigensten Interesse der Staaten selbst (vgl. Keuschnigg 2014). Erstens sollen nicht Lasten auf zukünftige Generationen abgewälzt werden. Defizit finanzierte, konsumtive Staatsausgaben für heutige Generationen belasten die nachfolgenden Generationen, die mit zusätzlichen Steuern eine höhere Staatsschuld bedienen müssen. Zweitens schafft eine niedrige Staatsschuld den notwendigen Spielraum, um in der nächsten Rezession die automatischen Stabilisatoren wirken zu lassen und die Einkommensverluste abzufedern, ohne die Tragfähigkeit der Staatsschuld und Bonität des Staates testen zu müssen. Es ist eine zentrale Aufgabe des Staates, die verfügbaren Einkommen über den Konjunkturzyklus zu glätten und damit private Haushalte und Unternehmen vor größeren Wohlstandsrisiken zu schützen. Drittens sichert eine niedrige Staatsverschuldung eine unzweifelhafte Bonität, so dass die Zinsen auf die Staatsanleihen niedrig bleiben und der Staat zum Stabilitätsanker und nicht zum Risiko für die Wirtschaft wird. Mit niedrigem Zinsendienst bleibt von den Steuereinnahmen mehr für wichtige Staatsausgaben übrig.

Empirische Studien zeigen, dass fiskalische Konsolidierungen in Form von Ausgabenkürzungen wirksamer sind als Steuererhöhungen (vgl. z.B. Alesina und Ardagna 2010). Das sollte vorwiegend für Hochsteuerländer gelten, da die Kosten der Besteuerung und ihre wachstumshemmenden Wirkungen progressiv mit der Steuerbelastung ansteigen. Nur in Ausnahmefällen, wenn die Staatsschuld bzw. das Budgetdefizit sehr groß ist, sollten Ausgabenkürzungen durch Steuererhöhungen unterstützt werden. Es kommt aber entschei-

¹ Annahmen: reale BIP-Wachstumsrate ab 2016: 2,4% (Griechenland) bzw. 1,8% (Eurozone), Inflation: jeweils 2% pro Jahr.

dend darauf an, welche Ausgaben reduziert werden. Wachstumsfördernde Ausgaben sollten jedenfalls von Kürzungen ausgenommen werden. Baldacci, Gupta und Mulas-Granados (2010) zeigen empirisch, dass fiskalische Konsolidierungen, die mit insgesamt niedrigeren Staatsausgaben und gleichzeitig einer Umschichtung von konsumtiven zu investiven Ausgaben verbunden sind, die Wahrscheinlichkeit für eine erfolgreiche, d.h. nachhaltige Budgetkonsolidierung erhöhen. Nachhaltig ist eine Konsolidierung dann, wenn sie gleichzeitig die Wachstumskräfte der Volkswirtschaft stärkt. Ein erstklassiges Rating für Staatsanleihen erfordert nicht nur eine niedrige Staatsschuld heute, sondern auch eine starke Wirtschaft und hohe Steuerkraft morgen, wenn die Anleihen fällig werden. Daher hängt das Rating auch von den staatlichen Investitionen heute ab, welche den Grundstein für eine starke Wirtschafts- und damit Steuerkraft in der Zukunft legen. Es ist wichtig, sämtliche Potenziale für Effizienzsteigerungen bei Ausgaben für Bildung, Forschung und Entwicklung, Gesundheit und Pensionen zu heben (vgl. OECD 2012; Carnot 2013). Es gilt eben, zu sparen und gleichzeitig zu investieren, um aus der Schuld heraus zu wachsen anstatt sich nur heraus zu sparen.

Hinsichtlich der Aufrechterhaltung der Ausgaben für Bildung geht es nicht nur um Wachstum. Bildungsausgaben und ihr effizienter Einsatz sind gleichzeitig die wichtigste Investition für einen sparsamen, aber leistungsfähigen Sozialstaat. Mangelnde Qualifikation und Ausbildung steigern das soziale Risiko, in Arbeitslosigkeit und Armut abzugleiten und mangels Beschäftigungschancen auf einen vorzeitigen Ruhestand angewiesen zu sein. Mangelnde Bildung zementiert Armut und Ungleichheit, statt den Kindern in benachteiligten Schichten den sozialen Aufstieg zu ermöglichen. Ein vorbeugender Sozialstaat setzt mit Bildungsinvestitionen an den Ursachen an, um soziale Risiken und Armut zu vermeiden, statt im Nachhinein die Langzeitfolgen der versäumten Ausbildung reparieren zu müssen.

Leider sprechen polit-ökonomische Gründe eher dafür, dass die Budgetkonsolidierung leichter über Steuererhöhungen oder eine Reduktion der Investitionen erfolgt, während Transfers und Staatskonsum oft nicht angetastet werden (vgl. Keuschnigg 2014). Politiker sind oft auf ihre Wiederwahlchancen fixiert und neigen daher zu eher kurzfristigem Handeln. Steuererhöhungen lösen das Budgetproblem scheinbar schnell, während die negativen Folgen für das Wachstum nur allmählich eintreten. Einsparungen bei den Sozialausgaben, auch wenn sie meist nur den Ausgabenanstieg mindern, sind sofort sichtbar und politisch äußerst kostspielig. Zudem sind sie wegen der gesetzlich geschützten Ansprüche häufig nur mit langer Vorlaufzeit möglich und führen dann erst nach Jahren zu einer spürbaren Budgetentlastung. So bleiben auf der Ausgabenseite nur Einschränkungen bei den investiven Ausgaben. Diese können sofort gekürzt werden, versprechen rasche Einsparungen, betref-

fen zumeist nur eine enge Klientel – etwa die Wenigen, die im Bereich der Grundlagenforschung beschäftigt sind – und ihre negativen Folgen werden erst nach Jahren erkennbar. Es bedarf offensichtlich entweder eines besonders hohen Leidensdrucks, wie im Fall Griechenlands, oder visionärer, tatsächlich am Gemeinwohl interessierter Politiker, um den Bürgern zunächst Opfer zuzumuten mit dem Versprechen auf wirtschaftliche Vorteile, die erst in fünf bis zehn Jahren wirklich spürbar werden.

Aus diesen Gründen ist es notwendig, die Politik stärker durch institutionelle Regeln wie nationale Schuldenbremsen und Fiskalpakt zu binden. Einige Länder innerhalb und außerhalb der EU haben bereits Schuldenbremsen eingeführt, um die Staatsverschuldung zu begrenzen und abzubauen. Dabei wäre die Bezeichnung Defizitbremse treffender, denn die Regelungen beziehen sich zumeist nicht auf den Schuldenstand, sondern auf das Budgetdefizit. In Deutschland sieht die im Jahr 2009 beschlossene Schuldenbremse vor, dass die strukturelle jährliche Nettokreditaufnahme des Bundes maximal 0,35% des Bruttoinlandsprodukts betragen darf. Für die Länder wird die Nettokreditaufnahme ganz verboten. Ausnahmen sind bei Naturkatastrophen oder schweren Rezessionen gestattet. Die Einhaltung der 0,35%-Grenze ist für den Bund ab dem Jahr 2016 vorgeschrieben, für die Bundesländer tritt das Verbot der Nettokreditaufnahme im Jahr 2020 in Kraft. In Österreich trat im Jahr 2011 eine – im Gegensatz zu Deutschland nicht in der Verfassung verankerte – Regelung in Kraft, wonach das gesamtstaatliche strukturelle Defizit ab 2017 grundsätzlich 0,45% nicht übersteigen soll. Ausnahmen sind bei Naturkatastrophen und »Notsituationen« möglich. Außerhalb der EU hat die Schweiz bereits im Jahr 2001 eine Schuldenbremse in Verfassungsrang eingeführt. Damit wird der Bund verpflichtet, Einnahmen und Ausgaben über den Konjunkturzyklus auszugleichen. Die Regel bezieht sich insbesondere auf die Ausgaben, weshalb eher von einer Ausgabenregel gesprochen werden kann.

Ob einnahmen- oder ausgabenseitig konsolidiert werden soll, ist ökonomisch nicht zuletzt eine Frage der Kosten der Staatsaufgaben, die sehr viel höher sind als die Steuereinnahmen im Budget. Eine zunehmende Steuerbelastung beeinträchtigt die Standortattraktivität, hemmt die Erwerbsbeteiligung, reduziert Ersparnisse und Investitionen, hemmt Bildungs- und Forschungsanreize und drängt in die Schattenwirtschaft ab. Diese Zusatzkosten nehmen progressiv mit den Steuersätzen zu. Damit werden die Steuerquellen immer weniger ergiebig und die Finanzierung der Staatsausgaben umso teurer, je höher die Belastung bereits ist. Internationale Erfahrungen zeigen, dass Einsparungen nachhaltiger den Haushalt entlasten als Steuererhöhungen, die neue Begehrlichkeiten wecken und über den zunehmenden Steuerwiderstand und die wachstumshemmenden Wirkungen das Aufkommen wieder schleichend aushöhlen. Einige Länder ha-

ben in der Vergangenheit erfolgreich ihre Budgets konsolidiert. Dabei hat sich gezeigt, dass bei Ausgabenkürzungen auf eine gerechte Verteilung der Einschnitte bedacht genommen werden sollte. Nettoverlierer wird es aber in jedem Fall geben. Eine möglichst breite Verteilung der Belastung aller gesellschaftlichen Gruppen fördert die Reformakzeptanz.

Abbau der Staatsschuld zur Stärkung der Eurozone

Auseinanderdriftende Wettbewerbsfähigkeit, instabile Banken und hohe Staatsverschuldung haben dazu geführt, dass die nationale Politik in einzelnen Staaten Schäden für andere Mitgliedsländer zeitigte. Die Stabilisierung der Krisenländer erforderte öffentliche Mittel und Garantien von anderen Ländern, z.B. in Form direkter Finanzhilfen und für die Errichtung des ESM. Die befürchtete Insolvenz einzelner Staaten hat die Kurse von Staatsanleihen abstürzen lassen und Vermögen bei Banken und Investoren in anderen Ländern vernichtet, und ebenso der Schuldenschnitt in Griechenland und die Beteiligung von Sparern durch eine nur teilweise Auszahlung von Guthaben über 100 000 Euro in Zypern. Die große Rezession in den Krisenländern hat auch Handel und Wachstum in anderen Ländern gebremst. Die Instabilität der Banken und die von Angst getriebenen Erwartungen des Kapitalmarkts über die Schuldenfähigkeit haben die Krise verschärft und zu erheblichen Ansteckungsgefahren geführt.

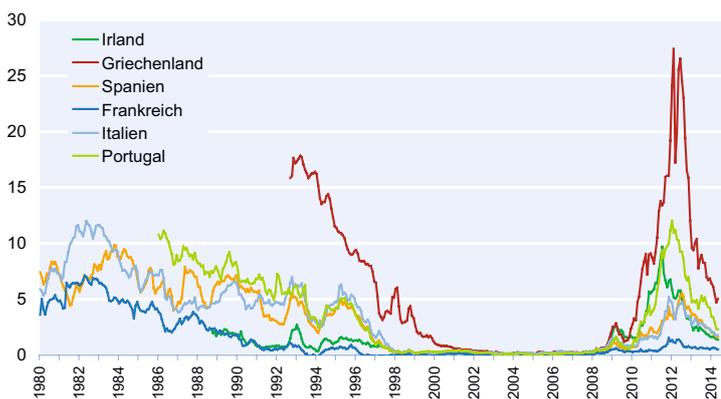
Nationale Reformen und institutionelle Änderungen sollten den Teufelskreis in der Eurozone zu einem Tugendkreis wenden, damit die nationale Politik eines Landes positive Auswirkungen auf andere Mitgliedsländer entfaltet und der Euro das gemeinsame Wachstum stärkt. Dazu gehört der Abbau der Staatsschuld auf ein sicheres Niveau. Im Unterschied zu den USA oder Japan haben in der Eurozone mit schmerzhaften nationalen Reformen die Eindämmung und der Abbau der Staatsverschuldung bereits begonnen. Folgende Entwicklungen haben die Gefahr für ähnlich krisenhafte Entwicklungen stark gemindert und lassen in Zukunft mehr finanzpolitische Disziplin erwarten.

Erstens wurde mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) ein wirksames Instrument geschaffen, um Länder zu unterstützen, die in finanzielle Schwierigkeiten geraten. ESM-Kredite werden nur Zug um Zug gegen die Erfüllung harter Auflagen hinsichtlich struktureller Reformen und Budgetdisziplin gegeben. Die Auflagen sollen die Schuldenfähigkeit wiederherstellen und die Rückzahlung garantieren. Erscheint eine vollständige Rückzahlung selbst unter strengs-

ten Auflagen als unwahrscheinlich, muss vor Kreditvergabe des ESM ein Schuldenschnitt zu Lasten privater Gläubiger erfolgen, bis die Tragfähigkeit der verbleibenden Schuld sicher ist. Die harten Auflagen des ESM haben eine abschreckende Wirkung und geben den Regierungen einen Anreiz, eine nachhaltige Finanzpolitik zu betreiben, um ESM-Finanzhilfen und die damit verbundene Beschneidung nationaler Souveränität von vornherein zu vermeiden.

Zweitens sollen die Errichtung der Bankenunion und die Implementierung von Basel III helfen, den Bankensektor krisenrobuster zu machen und den Teufelskreis zwischen Staatsverschuldung und Banken Krisen zu durchbrechen. Mit dem Abwicklungsmechanismus, der gemeinsamen Aufsicht und dem Abwicklungsfonds zum Zwecke der Selbstversicherung des Bankensektors sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass die Steuerzahler wieder mit einer Bankenrettung belastet werden. Die Stärkung des Eigenkapitals im Rahmen von »Basel III« macht die Banken krisenrobuster. Nachdem sie die Verluste selber tragen müssen, werden sie in Zukunft in der Finanzierung der Staaten vorsichtiger sein. Die größere Kapitalmarktdisziplin zeigt sich nun an den Risikoprämien für Staatsanleihen, deren Bonität nicht einwandfrei ist. Die Ankündigung der EZB, falls nötig, jedes Volumen an Staatsanleihen aufzukaufen, das erforderlich ist, um die Renditen auf einem angemessenen Niveau zu halten, verhindert spekulative, von Angst getriebene Attacken gegen bedrängte Länder und beugt vermeidbaren Insolvenzen vor, indem sie die Risikoprämien von Staatsanleihen auf ein ökonomisch gerechtfertigtes Niveau begrenzt. Abbildung 3 zeigt, wie die Wiederherstellung des Vertrauens auf dem Kapitalmarkt die überhöhten Zinsen reduziert hat. Die verbleibenden Risikoprämien zeigen eine stärkere Kapitalmarktdisziplin gegen überschuldete Länder an, die es vor der Krise nicht gegeben hat. Kritisch ist zu sehen, dass die Banken gemäß Basel III auch riskante Staatsanleihen weiterhin mit einem Risiko von null bewerten dürfen und somit nicht mit Eigenkapital unterlegen müssen. Banken bevorzugen daher ris-

Abb. 3
Risikoprämien auf zehnjährige Staatsanleihen
(Zinsdifferenz zu Deutschland in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat; darstellung der Autoren..

kante Staatsanleihen mit attraktiven Zinsen, anstatt mehr Kredite zu vergeben. Dies behindert nicht nur die Kreditvergabe an den Privatsektor und hemmt das Wachstum in den Krisenländern, sondern beeinträchtigt auch die Kapitalmarktdisziplin gegenüber überschuldeten Staaten.

Schließlich wurde in der Eurozone die fiskalpolitische und wirtschaftspolitische Überwachung und Kontrolle gestärkt, um ähnlich krisenhafte Entwicklungen in Zukunft zu vermeiden. Der Fiskalpakt verpflichtet zu einem strukturell ausgeglichenen Budget. Die Einhaltung soll mit Hilfe von Schuldenbremsen und verschärften Sanktionen bei Nichtbefolgung sichergestellt werden. Mit Hilfe des Verfahrens zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte wurde das gesamtwirtschaftliche Monitoring verbessert, um neuerlichen Krisen mit Wachstumseinbrüchen frühzeitig vorzubeugen, welche die Tragfähigkeit der Staatsschulden beeinträchtigen könnten.

Fazit

In den meisten Ländern des Euroraums ist eine Verringerung der hohen öffentlichen Verschuldung unumgänglich. Die institutionelle Entwicklung der Eurozone (ESM, Bankenunion), die Entflechtung von Banken und Staaten verbunden mit einer größeren Robustheit des Bankensektors, die verstärkte Kapitalmarktdisziplin und die strengere Überwachung der Mitgliedsländer durch die EU sollten die Eurozone besser denn je zuvor aufstellen. Es wird aber noch viele Jahre finanzpolitischer Disziplin brauchen, bis der Schuldenstand tatsächlich auf ein sicher tragbares Niveau gesunken ist. Dabei ist es notwendig, die Konsolidierung nachhaltig und wachstumsfreundlich zu gestalten, um aus der Krise schneller heraus zu wachsen anstatt sich heraus zu sparen. Das bestehende EU-Regelwerk ermöglicht die Berücksichtigung von investiven Ausgaben bei der Beurteilung der nationalen Finanzpolitik. Eine wiederholt geforderte, »flexiblere« Auslegung der Budget- und Schuldenregeln ist nicht notwendig und wäre eher kontraproduktiv, weil sie den Reformdruck verringern und das Vertrauen der internationalen Anleger in die Nachhaltigkeit der Finanzpolitik unterminieren würde. Eine konsequente Fortführung des Reformprogramms schafft die Chance, dass die reformierte Eurozone wieder eine Quelle gemeinsamen Wachstums wird und die wirtschaftliche Entwicklung in einem Land nicht Schäden verursacht, sondern Vorteile für andere Mitgliedsländer bringt.

Literatur

Alesina, A. und S. Ardagna (2010), »Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending«, *Tax Policy and the Economy* 24, 35–68.

Baldacci, E., S. Gupta und C. Mulas-Granados (2010), »Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix«, IMF Working Paper WP/10/232.

Carnot, N. (2013), »The composition of fiscal adjustments: some principles«, European Commission, *ECFIN Economic Brief*, Issue 23.

Keuschnigg, Chr. (2014), »Abbau der Staatsschuld: ein Programm für die Zukunft«, *IHS-Standpunkt* 23/2014.

OECD (2011), *OECD Economic Outlook* No. 89, Paris.

OECD (2012), »Fiscal Consolidation: How much, how fast, and by what means?«, *OECD Economic Policy Papers* N°1.



Markus Brunnermeier*

Überschuldung des Staates: Eine Gefahr für die Geldpolitik?

In den vergangenen Jahren ist die Staatsschuldenlast in vielen Peripheriestaaten der Eurozone rapide angestiegen. Kapitalströme aus dem Kern Europas finanzierten in Irland und Spanien Immobilienblasen und ließen die Privatverschuldung anschwellen. Als dann mit Beginn der weltweiten Finanzkrise diese Kapitalströme versiegteten, platzten auch die Immobilienblasen, und die damit einhergehende Krise führte zu einer Verlagerung der Schulden zulasten der Staatshaushalte. Zeitgleich waren auch in Griechenland und Portugal Privat- und Staatsverschuldung gefährlich angewachsen. Die Grundlage für den Beginn der Eurokrise war damit gelegt.

Seit 2010 haben etliche Beobachter vor den negativen Folgen solch drastischer Staatsverschuldung gewarnt. Mit dem berühmten Reinhart-Rogoff-Artikel erreichte die Debatte über das Für und Wider von Austerität auf der einen und großangelegten Ausgabenpaketen auf der anderen Seite ihren vorläufigen Höhepunkt. Weniger Aufmerksamkeit dagegen haben in den letzten Jahren die *geldpolitischen* Auswirkungen exzessiver Staatsverschuldung erhalten. In der Tat wurden Fiskal- und Preisstabilität lange Zeit als zwei vollkommen unabhängige Konzepte angesehen. Jedoch zeigen die Fiskaltheorie des Preisniveaus und die I-Theorie des Geldes auf, dass es sehr enge Verknüpfungen zwischen Geldpolitik und Staatsverschuldung gibt.

Staatsverschuldung und Preisstabilität

Die Fiskaltheorie des Preisniveaus geht unter anderem auf die Arbeiten von Leeper, Sims und Woodford zu Beginn der 1990er Jahre zurück. Die Grundidee ist eigentlich eine einfache: Jede Regierung muss irgendwann den Nominalwert ihrer Schulden zurückzahlen. Oder anders gesagt: Der nominale Wert der ausstehenden Schulden muss gleich dem

Gegenwartswert aller zukünftigen Budgetüberschüsse sein. Wenn die Schulden die zukünftigen Einnahmen übersteigen, dann muss die Regierung ihre Überschüsse anheben – und wenn sie nicht willens oder nicht im Stande ist, das zu tun, dann ist Inflation der einzige Ausweg. In diesem Sinne kann eine Zentralbank noch so sehr an Preisstabilität interessiert sein – wenn es keinen fiskalpolitischen Willen zur Korrektur gibt, dann bedeutet hohe Staatsverschuldung unweigerlich Inflation. Dieses Phänomen ist mittlerweile bekannt unter dem Begriff der »Fiskaldominanz«. Intuitiv kann man sich diese Idee der Fiskaldominanz wie folgt vorstellen: Nehmen wir an, dass die Zentralbank zur Stabilisierung des Preisniveaus den Leitzinssatz anheben müsste. Natürlich würden mit einer solchen Erhöhung auch die Zinsen auf Staatsanleihen steigen. Je höher die Staatsverschuldung, desto heftiger trifft ein solcher Zinsanstieg das betreffende Land. Zentralbanken wären deshalb sehr wahrscheinlich enormem Druck ausgesetzt, Zinsen niedrig zu halten – kurzum, ihre Unabhängigkeit ist angegriffen.

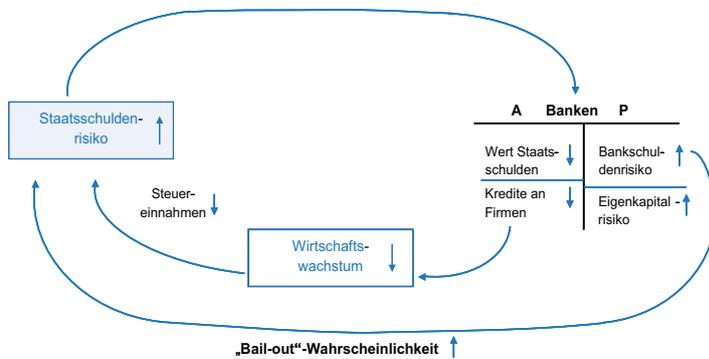
Natürlich hat die Fiskaltheorie des Preisniveaus auch ihre Kritiker. Insbesondere wird häufig auf die Erfahrung Japans verwiesen. Hier ist die Staatsverschuldung in den letzten Jahrzehnten deutlich gestiegen, während gleichzeitig das Preisniveau mehr oder weniger stagnierte (oder sogar fiel). Ein Blick in die Vergangenheit zeigt uns jedoch auch, dass hohe oder Hyperinflation (fast) immer mit exzessiver Staatsverschuldung einhergeht. Vor diesem Hintergrund scheint es unzweifelhaft, dass zumindest ab einem gewissen Grad Staatsverschuldung die Handlungsfreiheit von Zentralbanken einschränkt. Doch nicht nur das: Ein hoher Verschuldungsgrad untergräbt auch die *Effektivität* von Zentralbankinterventionen. Die I-Theorie des Geldes, die ich zusammen mit Yuliy Sannikov entwickelt habe, hilft uns, diesen Mechanismus zu verstehen.

Staatsverschuldung und Finanzstabilität

Das »I« in der I-Theorie des Geldes steht für »Intermediär«; kurz gesagt, in der I-Theorie nehmen Finanzmarktintermediäre eine ganz besondere Stellung ein. In Zeiten eines wirtschaftlichen Abschwungs schrumpfen Banken bewusst ihre Bilanz – sie vergeben weniger Kredite, verkaufen Anleihen und andere Aktiva und nehmen weniger Einlagen an. Dieses Verhalten der Banken setzt mehrere schädliche Preisspiralen in Gang, und mit diesen fällt die allgemeine Wirtschaftsaktivität immer weiter. Die Zentralbank kann hier eingreifen: Sie reduziert die kurzfristigen Zinsen und mit diesen den relativen Preis von kurzfristigen Verbindlichkeiten (insbesondere Geld) und langfristigen Schuldverschreibungen. Das Ergebnis ist eine Umverteilung von Sparern zu Schuldnern, insbesondere zum Finanzsystem. Banken können deshalb damit aufhören, ihre Bilanzmenge immer weiter schrumpfen zu lassen, und die Realwirtschaft erholt sich.

* Prof. Dr. Markus Brunnermeier lehrt am Department of Economics an der Princeton University, New Jersey.

Abb. 1

Schuldenrisiko: Teufelskreis zwischen Staaten und Banken

Quelle: Darstellung des Autors.

Mit einer Ausfallmöglichkeit der Staatsschulden wird dieser Mechanismus gestört. Ein Ansteigen der Ausfallwahrscheinlichkeit, hervorgebracht durch exzessive Staatsverschuldung ohne glaubhafte Aussicht auf zukünftige Überschüsse, reduziert den Wert der Staatsanleihen und schwächt die Kapitalisierung der Banken. Diese wiederum fahren ihre Kreditvergabe zurück, und der wohlbekannte Teufelskreis zwischen Staaten und Banken – illustriert in Abbildung 1 – beginnt.

Hohe Staatsverschuldung mindert jedoch nicht nur die *Effektivität* der Geldpolitik – sie schafft auch noch einen besonders großen *Bedarf* nach geldpolitischem Eingreifen. Wenn Banken angemessen kapitalisiert sind, dann sind die oben beschriebenen Preisspiralen und Teufelskreise vergleichsweise schwach. Bei exzessiver Staatsverschuldung kann der Staat jedoch die Banken nach einem negativen Schock nicht rekapitalisieren (ihm fehlt ja selber der fiskalische Spielraum), und deswegen wäre eine effektive geldmarktpolitische Intervention umso dringender erforderlich. Hohe Staatsverschuldung macht angemessene Geldpolitik also gleich im doppelten Sinne schwierig.

Die Erfahrungen der letzten Jahre in der Eurozone stützen diese Sicht der Dinge. Von besonderem Interesse ist hierbei Jeroen Dijsselbloems berühmtes »Blaupausen«-Interview aus dem Frühjahr 2013. In diesem bezeichnete er die Bail-in-Lösung für zypriotische Banken als Blaupause für den zukünftigen Umgang mit Bankkrisen in der Eurozone. In den Stunden nach seiner Ankündigung knickten die Aktienbewertungen europäischer Banken drastisch ein, während sich Zinssätze auf europäische Staatsanleihen stabilisierten – der Teufelskreis zwischen Banken und Staaten war, zumindest für den Moment, gebrochen.

Eine Sichere Anleihe – aber ohne Gesamthaftung

Die Fiskaltheorie des Preisniveaus und die I-Theorie des Geldes zeigen uns eines ganz klar: Exzessive Staatsver-

schuldung ist nicht nur rein fiskalpolitisch gesehen eine Gefahr, sondern sie schränkt auch die Handlungsfreiheit von Zentralbanken und die Effektivität ihrer geldpolitischen Instrumente ein. Diese Einsicht wiederum legt den Schluss nahe, dass Geldpolitik eine sichere Anleihe braucht.

Angewandt auf die Eurozone heißt das insbesondere, dass wir eine sichere *europäische* Anleihe brauchen. Klassische Eurobonds, die gemeinsame Haftung mit sich bringen und deswegen Anreize für verantwortungsbewusste Verschuldung verwässern, sind jedoch nicht die richtige Antwort. European Safe Bonds (ESBies) bieten einen alternativen Lösungsansatz, da sie keine Gesamthaftung voraussetzen. Die Grundidee der ESBies ist folgende:

Eine neu gegründete europäische Schuldenagentur kauft langfristig Staatsanleihen im Wert von 60% des Eurozonen-BIP auf, verteilt auf die einzelnen Mitgliedstaaten jeweils entsprechend ihrer Größe. Schulden über der 60%-Grenze werden frei gehandelt, und somit wird exzessiver Verschuldung weiterhin vorgebeugt. Die Schuldenagentur wiederum finanziert den Ankauf der Anleihen über Ausgabe von zwei neuen Anleihen – den sicheren und niedrigverzinsten ESBies, und einer zweiten, riskanteren Anleihe. Die EZB könnte dann die ESBies als Grundlage ihrer Offenermarktgeschäfte nehmen. Mit einer solchen sicheren Anleihe im Hintergrund kann die europäische Geldpolitik dann wieder so funktionieren, wie sie sollte.



Wolfgang Quaisser*

Der Euro und die (gemeinsamen) Schulden¹

Einführung: »... und vergib uns unsere Schul(en) ...«

Diese leicht abgewandelte Passage aus dem Vater Unser mag als Trost für und Hilferuf von Menschen dienen, die individuell und/oder als Kollektiv (Staat) in die Schuldenfalle geraten sind. Erhofft wird ein rascher und nachhaltiger Ausweg aus einer verzweifelten Lage, das heißt ein Schuldenerlass. Man erbittet ihn oder stellt einfach die Zahlungen ein. Das geschah häufiger, als man heutzutage glauben mag. Finanzkrisen und Staatspleiten und die damit verbundene Geldvernichtung sind gängige Erscheinungen in der Wirtschaftsgeschichte (vgl. Reinhardt und Rogoff 2011). Schon im antiken Mesopotamien griff man regelmäßig zum Schuldenerlass (vgl. Stelter und Rhodes 2011). Das Alte Testament forderte ihn im 5. Buch Moses alle sieben Jahre. Nach gewonnenen und verlorenen Kriegen war es die übliche Praxis der Regenten, Kredite nicht zurückzahlen. Man konnte oder wollte es einfach nicht (vgl. Graeber 2011). Überschuldung war immer wieder in der Geschichte der Ausgangspunkt von Revolten und Revolutionen, so auch der französischen von 1789. Es fällt auf, dass in der letzten Zeit vermehrt Schuldenschnitte und Vermögensabgaben gefordert werden. Ist die Zeit hierfür wieder reif? Trägt der Euro die Verantwortung für die wachsende Verschuldung in Europa? Werden diese Altlasten Zwietracht zwischen den Völkern Europas säen, oder wird ein erfolgreiches Schuldenmanagement wesentlicher Bestandteil zur Bildung der *Vereinigten Staaten von Europa* sein?

* Dr. Wolfgang Quaisser ist Dozent für Wirtschafts- und Sozialpolitik an der Akademie für Politische Bildung Tutzing.

¹ Auch erschienen als Akademie-Kurzanalyse 1/2014, Akademie für politische Bildung Tutzing.

Die Fehlbeträge steigen vor allem in den Industrienationen ...

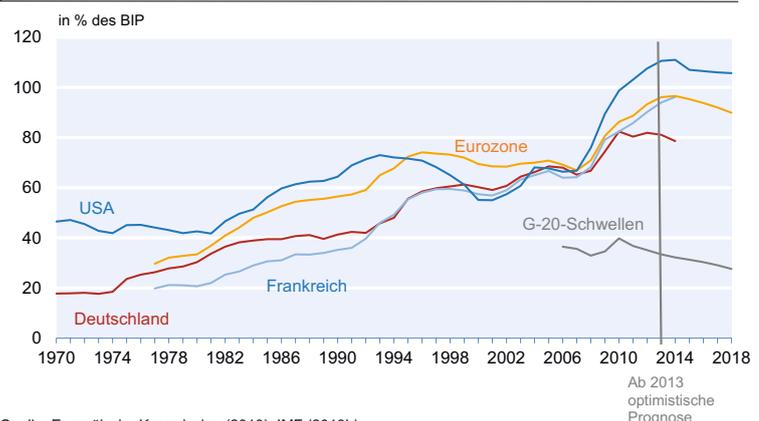
Staatsverschuldungskrisen werden nach dem 2. Weltkrieg meist mit Schwellenländern in Verbindung gebracht. Die 20 wichtigsten Schwellenländer haben jedoch im letzten Jahrzehnt ihre Schulden in Relation zum Sozialprodukt vor allem dank eines hohen Wirtschaftswachstums abgebaut (vgl. Abb. 1). Es sind nunmehr vorrangig die europäischen Industrienationen, aber auch die USA und Japan, die in den letzten Jahrzehnten staatliche Leistungen vermehrt auf Pump finanziert haben. So stiegen seit den 1970er Jahren die Verbindlichkeiten absolut sowie in Relation zur Wirtschaftsleistung markant. Konjunkturprogramme und Bankenrettungen lassen die Kreditforderungen in den Industrieländern vor allem nach der Finanzkrise 2008 in schwindelerregende Höhen klettern. Die staatlichen Schuldenquoten (brutto) stiegen von 2007 bis 2013 in der Eurozone von 67% auf 95% und in den USA von 64% auf 105% des BIP, das heißt, alle Bürger und Unternehmen müssten ein Jahr umsonst arbeiten, um die Kredite abzutragen. Für Industrieländer ist dies der größte Anstieg in Friedenszeiten.

... und die Schuldentragfähigkeit ist gefährdet

Viele stellen sich die Frage: Können die astronomischen Schulden der Staaten, der Unternehmen und der privaten Haushalte von 100 Billionen US-Dollar (März 2014: circa 73% des weltweiten BIP)² überhaupt noch bezahlt werden, oder droht früher oder später ein globaler Schuldenschnitt, ein Währungsverfall, eine globale Depression oder eine bisher unbekannt Kombination von allem? Dabei ist zunächst zu konstatieren, dass selbst in der jüngeren Wirt-

² Staatsschulden weltweit: 43 Billionen US-Dollar, circa 31 Billionen Euro und circa 59% des weltweiten BIP; Gesamtschulden Staat, Unternehmen, Haushalte und Banken: 100 Billionen US-Dollar, das heißt circa 73% des weltweiten BIP (vgl. BIZ 2014, S. 10 f.).

Abb. 1
Staatsverschuldung (brutto) von 1970 bis 2013,
von 2014 bis 2018: Projektion des IMF



Quelle: Europäische Kommission (2013); IMF (2013b).

schaftsgeschichte steigende Staatsverschuldung kein ehernes Gesetz ist, denn es gab immer wieder Perioden des Schuldenabbaus. So haben in den 1990er Jahren die USA unter Bill Clinton, die EU-Länder vor der Euroeinführung und die nordeuropäischen Staaten nach deren eigener Finanzkrise (Schweden 1990–1992) ihre Verbindlichkeiten in Relation zur Wirtschaftsleistung zurückgeführt. Zudem soll man sich nicht täuschen: Die Staatsschulden werden nie wie bei einem privaten »Häuslebauer«, der seinen Lebensabend im schuldenfreien Heim verbringen möchte, komplett zurückgezahlt. Im Kern geht es vielmehr um eine Schuldentragfähigkeit³, die rein technisch mit einem ausgeglichenen Haushalt zu erreichen wäre, und es geht um die Bereitschaft der Kapitalmärkte, weiter Geld zu geben, das heißt die Kredite zu revolvern.

Steigende staatliche Defizite sind das Ergebnis politischer Prozesse, ...

Der gegenwärtige Verschuldungszeitgeist beruft sich nicht mehr auf die klassischen Argumente, mit denen die staatliche Kreditaufnahme begründet wurde. Schulden werden überwiegend nicht mehr aufgenommen, um eine intertemporale Lastenverteilung (auch zwischen den Generationen) zu erreichen oder Naturkatastrophen zu bewältigen, es sei denn, man interpretiert die Finanzkrise als eine solche. Ein weiteres, allerdings umstrittenes Argument sind höhere Defizite zur Konjunkturglättung. Lässt man den alten Streit um die Wirksamkeit der *Ricardianischen Äquivalenz*⁴ beiseite, so müsste der temporären Schuldenaufnahme zur Konjunkturankurbelung nach der Logik der keynesianischen Politik ein Defizitabbau im Wirtschaftsaufschwung folgen. Dies ist aber nicht der Fall. Im Gegenteil: Vielfach werden mit dem Verweis auf die günstige Konjunktur zusätzlich Ausgaben eingefordert. Die eher konsumtiven Leistungsansprüche der Bürger werden dann nicht über politisch unbequeme und der Machterhaltung abträgliche Steuererhöhungen, sondern über eine höhere Kreditaufnahme bedient. Höhere Verschuldung ist demnach das Ergebnis politischer Prozesse (vgl. Anselmann 2012, S. 47 ff.). In der gegenwärtigen Krise wird sie zusätzlich als *Ultima Ratio* angesehen, um die gesamte Weltwirtschaft nicht in die Depression abgleiten zu lassen. Vor diesem Hintergrund wird auch die implizite Umgehung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung durch die Notenbank stillschweigend akzeptiert.

³ Technische Definition der Schuldentragfähigkeit:
 $\text{Primärüberschuss} \geq (\text{Zinssatz} - \text{Wachstumsrate}) \times \text{Schuldenstand}$.

⁴ Die *Ricardianischen Äquivalenz* besagt, dass die Bürger das Defizit von heute als die Steuern von morgen antizipieren (und dies klaglos akzeptieren). Dann würden die Schulden durch höhere Ersparnisse kompensiert, und deren positive konjunkturelle Wirkungen würden verpuffen. Dieses Theorem wird allerdings bezweifelt, da die Wähler einen begrenzten Zeithorizont haben, die Budgetrestriktionen des Staates nicht erkennen und hoffen, höhere Steuern künftig individuell umgehen zu können.

... aber auch Folge der Globalisierung und verfehlter Wachstumsmodelle

In den letzten zwei Dekaden bewirkte die Globalisierung eine unvergleichliche Dynamisierung des Handels und der Kapitalströme, die jedoch mit wachsenden Leistungsbilanzungleichgewichten einherging. Sie begünstigten die steigende Verschuldung in den Industrieländern. Die in Schwellenländern (vor allem in China) erwirtschafteten Devisenerlöse finanzierten insbesondere in den angelsächsischen Industrieländern ein konsumorientiertes, letztlich kreditfinanziertes Wachstumsmodell. Auf den zunehmenden Wettbewerbsdruck reagierte man dort – im Gegensatz zu Deutschland – nicht mit Strukturanpassungen, sondern mit Nachfrage stimulierenden Maßnahmen über die Fiskal- und Geldpolitik. Der Liquiditätszufluss ermöglichte diesen Ländern ein *Deficit Spending* ungeahnten Ausmaßes und im Privatsektor die Finanzierung eines Immobilienbooms. Aber auch die Kapitalmärkte haben insofern versagt, als sie die Risiken nicht richtig bewerteten. Dies gilt auch für den Euroraum, denn Geld wurde für den Süden zu billig, was die Kreditverschwendung förderte. Der zunächst zu beobachtende Konvergenzprozess zwischen dem europäischen Süden und Norden erwies sich in der Krise als nicht nachhaltig (vgl. Brunnermeier, Reis und Braunberger 2014).

Der Euro begünstigte die europäische Staatsschuldenkrise

Hat die Einführung der gemeinsamen europäischen Währung etwas mit der steigenden Staatsverschuldung in Europa zu tun? Vor Ausbruch der Krise hätte man diese Frage klar verneint. Zunächst wirkte die Perspektive zur Teilnahme am Währungsverbund sogar disziplinierend, denn man musste die monetären Konvergenzkriterien in der Fiskalpolitik von maximal 3% des Haushaltsdefizits sowie 60% des Schuldenstandes zum BIP erfüllen. Einige Länder konnten nur teilnehmen, weil Brüssel beide Augen zudrückte. Kein guter Start für eine gemeinsame Währung, die auf vertraglichen Regeln basieren sollte. Wie auch bei vielen späteren, nie gehandeten Regelverletzungen konnte sich das Primat der Politik durchsetzen. Einmal eingeführt, wirkten die Regeln kaum mehr disziplinierend, und die Zinskonvergenz im Euroraum bot den EU-Südstaaten enormen Anreiz, eine kreditfinanzierte Staats- und Privatfinanzierung voranzutreiben. Zunächst blieben die Auswirkungen auf die maßgeblichen Schuldenindikatoren gering, denn die Volkswirtschaften expandierten, angetrieben durch das billige Geld. Es begünstigte aber auch eine maßlose öffentliche und private Verschuldung, die Staats- und Konsumausgaben sowie Investitionen im Immobiliensektor aufblähten. Auf diese Weise hat der gemeinsame Währungsraum zumindest die europäische Schuldenkrise begünstigt. Viele der im Immobiliensektor aufgetürmten Schulden blieben nach dem Platzen der Blasen im Banken-

sektor hängen, oder sie wanderten in den öffentlichen Sektor. Diese Schuldenmigration verhinderte zwar Insolvenzen im Immobilien- und Bankensektor, entschärfte jedoch nicht die Zeitbombe der Verschuldung.

Die Euro-Rettungspolitik und ihre Risiken

Mit der Euro-Rettungspolitik haben insbesondere die wirtschafts- und finanzstarken Staaten der Währungsunion (wie z.B. Deutschland), erhebliche Haftungsrisiken übernommen, die bei einem Scheitern zu fiskalischen Belastungen führen und den Schuldenstand erhöhen würden. Dies gilt zunächst für den Haftungsrahmen des ESM (zuvor EFSF)⁵ bzw. für andere direkte Hilfgelder (u. a. IWF-Kredite). Deutschland haftet in dieser Kategorie im Frühjahr 2014 mit 106 Mrd. Euro für bereits vergebene Kredite. Potenziell erstreckt sich der Haftungsrahmen auf 320 Mrd. Euro, doch ist er zunächst vertraglich auf 190 Mrd. Euro begrenzt worden (vgl. Tab. 1). Bei vollständigem Verlust dieser Gelder – was höchst unwahrscheinlich wäre – würde der Bundeshaushalt unmittelbar fiskalisch belastet. Im Moment erwirtschaftet der ESM indes Zinseinnahmen aus den vergebenen Krediten (vgl. *Focus Money Online* 2013). Komplizierter ist es mit den fiskalischen Risiken der durch die EZB gekauften Staatsanleihen (Bestand aus den Krisenländern im Frühjahr 2014: insgesamt 105 Mrd. Euro, deutscher Haftungsanteil 43 Mrd. Euro)⁶ und mit den Forderungen der Deutschen Bundesbank aus den Target-2-Salden.⁷ Die zuvor nur Währungsexperten bekannten Salden der Zahlungsbilanzstatis-

Tab. 1
Haftungssummen der Euro-Rettung (in Mrd. Euro, Stand April 2014)

				Deutsche Haftung	
	Ausgezahlt	Zugesagt	Potenzial	Ausgezahlt	Potenzial
ESM und IWF	369	435	1067	86	312
Staatsanleihen EZB	105	105	offen	43	offen
Target 2	564	564	offen	232	offen

Quelle: Der Haftungspegel – die Rettungsmaßnahmen für die Euroländer und die deutsche Haftungssumme, CESifo-Gruppe München, Website, aufgerufen am 12. April 2014.

tik gerieten erst nach der Finanz- und Eurokrise in den Fokus des öffentlichen Interesses. Hintergrund ist, dass nach Ausbruch der Eurokrise einige Staaten ihre noch immer hohen Leistungsbilanzdefizite und andere Finanztransaktionen nicht mehr über den privaten Kapitalmarkt, sondern nur noch mittels Zentralbankkrediten des Eurosystems finanzieren konnten (vgl. Sinn 2012, S. 163–200).

Ohne diese Möglichkeit wäre die Währungsunion kollabiert. Die Target-2-Verbindlichkeiten der Krisenländer sind gleichbedeutend mit einem Kapitalzufluss und stellen Verbindlichkeiten gegenüber der EZB dar. Sie erreichten zwischenzeitlich über eine Billion Euro (Juni 2012), wovon fast 700 Mrd. Euro auf die Krisenländer entfielen. Dem Defizit stand ein entsprechender Überschuss (das heißt ein Kapitalabfluss und Forderung an die EZB) der Exportländer (u.a. Deutschland: ein Plus von 727 Mrd. Euro im Juli 2012) gegenüber. Können die Target-2-Forderungen für die Exportländer verlorengehen und sich damit ihre Staatsschulden erhöhen?

Neue Schulden und Risiken für Deutschland?

Dies wäre nur bei Auflösung des Eurosystems möglich, denn dann hätte die Bundesbank Forderungen gegenüber einem nicht mehr existierenden System. Das Eigenkapital der Bundesbank würde sich entsprechend vermindern bzw. bei hohem Verlust müsste sie ein negatives Eigenkapital in ihrer Bilanz verbuchen. Wollte man das Eigenkapital der Bundesbank sofort erhöhen, wäre der Bundeshaushalt entsprechend belastet. Man würde sich allerdings eher dafür entscheiden, eine negative Position in der Bilanz zu belassen und diese durch geringere (oder keine) Überweisungen von den Zentralbankgewinnen (sog. *Seigniorage*)⁸ langsam abzutragen.⁹ Dadurch entstünden Mindereinnahmen für den Bundeshaushalt. Die Belastungen wären natürlich geringer,

⁵ Der Eurorettungsschirm: ESM = European Stability Mechanism, Vorgänger: EFSF = European Financial Stability Facility.

⁶ Angaben des »Haftungspegels« des ifo Instituts München, abzurufen von der Website des Instituts (www.ifo.de/de/w/3yvNcFyNC – letzter Zugriff: 12. Mai 2014). Insgesamt dürfte die Summe der gekauften Staatsanleihen höher sein, weil hier nicht die gekauften Papiere aus anderen Euroländern (u.a. Italien) enthalten sind. Im konsolidierten Ausweis des Eurosystems zum 28. März 2014 (vgl. hierzu *Monatsbericht* der EZB, April 2014, Statistischer Teil, S. 6) weist das Eurosystem unter der Position »Wertpapiere für geldpolitische Zwecke« 228 Mrd. aus, worunter Bankschuldverschreibungen und Staatsanleihen fallen. Die Guthaben, die Banken im Gegenzug zum Ankauf von Staatsanleihen zufließen, werden als Termineinlagen gebunden. Die Position Termineinlagen umfasst 175,5 Mrd. Euro, was darauf schließen lässt, dass die Staatsanleihen im Bestand des Eurosystems etwa 175,5 Mrd. Euro betragen.

⁷ Die Deutsche Bundesbank erklärt das Target-System (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) wie folgt: »TARGET 2 ist ein Zahlungsverkehrssystem, über das nationale und grenzüberschreitende Zahlungen in Zentralbankgeld schnell und endgültig abgewickelt werden. [...] Fließen beispielsweise einer über die Bundesbank an TARGET 2 teilnehmenden Bank Gelder aus dem Ausland zu, führt dies bei der Bundesbank zu Verbindlichkeiten gegenüber dieser Bank (etwa durch Gutschrift des Betrages auf deren Girokonto). Im Gegenzug entsteht eine Forderung der Bundesbank in gleicher Höhe gegenüber der sendenden nationalen Zentralbank. Diese wiederum belastet das Konto der sendenden Geschäftsbank. Dies erfordert ein ausreichendes Guthaben an Zentralbankgeld der sendenden Bank. Zentralbankguthaben werden primär durch die geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bereitgestellt.« Abzurufen von der Website der Bundesbank (www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Aufgaben/Unbarer_Zahlungsverkehr/target2_saldo.html – letzter Zugriff: 12. Mai 2014).

⁸ Diese Einkünfte sind darauf zurückzuführen, dass die Zentralbank verzinst »Assets« in Form von Krediten und/oder ausländischen Wertpapieren hält, das von den Privaten gehaltene Zentralbankgeld aber keine Erträge abwirft.

⁹ Vgl. Görgens, Ruckriegel und Seitz (2014, S. 106–108); dort findet sich auch auf den Seiten 238–243 eine ausführliche Erklärung des Target-2-Systems.

wenn nur wenige Defizitländer aus dem Eurosystem auscheiden und diese ihre Verbindlichkeiten gegenüber der EZB nicht begleichen könnten (was wahrscheinlich wäre). Der so entstandene Verlust müsste dann anteilig (im Moment Deutschland 27%¹⁰) von den übrigen Euroländern getragen werden. Rein technisch gesehen könnte man dann den gleichen Mechanismus wie bei einer völligen Auflösung wählen. Ähnlich würde man mit den von der EZB gekauften Staatsanleihen verfahren. Es wäre also nicht so, dass sich bei Verlust der Target-2-Forderungen oder der gekauften Staatsanleihen mit einem Schlag die Bundesschulden erhöhten. Dies gilt auch deshalb, weil eventuell nicht die gesamten Forderungen abgeschrieben werden müssen und man zudem nicht weiß, wie eine (Teil-)Auflösung der Währungsunion sich auf die anderen Bilanzpositionen der Zentralbank auswirkt. Angesichts dieser erheblichen Risiken und Unwägbarkeiten wird seitens der Politik und der EZB alles unternommen, um den Austritt von einzelnen Euroländern oder sogar die Auflösung der Währungsunion zu vermeiden.

Zu hohe Außenstände sind für das Wirtschaftswachstum schädlich und ...

Seit einiger Zeit verbessern sich die Refinanzierungsbedingungen auch für die EU-Krisenländer, und die Kapitalmärkte entspannen sich. So sind die Target-2-Salden (Verbindlichkeiten der Krisenländer Februar 2014: 589 Mrd. Euro; März 2014 Deutschlands Forderungen an die EZB: 450 Mrd. Euro) zurückgegangen. Normalisieren sich die Kapitalmärkte, dann schmelzen die Salden fast gänzlich ab und sie wären Währungsgeschichte. Als schwere Hypothek bleiben jedoch die offiziell ausgewiesenen Staatsschulden. Eine nachhaltige Entschärfung der Eurokrise ist deshalb nicht allein mit ausgeglichenen Staatsaushalten zu erreichen. Rein technisch gesehen, wäre dadurch zwar eine Schuldentragfähigkeit erreicht, denn die Zinsen könnten bedient werden, und die Rückstände stiegen nicht weiter. Wenn dies gleichzeitig noch von einem nennenswerten Wirtschaftswachstum begleitet wird, könnten die Schulden in Relation zum Sozialprodukt sinken. Letztlich ist dies die Hoffnung der europäischen Entschuldungsstrategie. Es kann jedoch vermutet werden, dass hohe Schulden negative volkswirtschaftliche Folgen haben, auch wenn sich die Ökonomen nicht völlig einig sind. Empirische Untersuchungen von Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff ergaben, dass eine Verschuldung des Staates von über 90% des BIP sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirkt. Andere Autoren bezweifeln die Ergebnisse dieser Studie.¹¹ Neuere

¹⁰ Beim Ausscheiden von Staaten aus der Eurozone würde er sich entsprechend erhöhen.

¹¹ Die Höhe dieses Schwellenwertes ist umstritten, denn die Ergebnisse einer einflussreichen Studie von Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff beruhen auf einem Rechenfehler. Erneute Untersuchungen der Autoren und andere Analysen bestätigten jedoch trotzdem diese Werte (vgl. Reinhart und Rogoff 2010). Kritisiert werden diese Ergebnisse von Herndon, Ash und Polin (2013). Andere Untersuchungen bestätigen die negativen Effekte (vgl. Cecchetti, Mohanty und Zampolli 2011; Kumar und Woo 2010).

empirische Untersuchungen legen jedoch nahe, dass weniger ein bestimmter Schwellenwert als vielmehr der Verlauf der Verschuldung das Wirtschaftswachstum beeinflusst. Steigen die Verbindlichkeiten von einem hohem Niveau weiter an, dann lassen sich negative Wirkungen auf das Wirtschaftswachstum vermuten, während Länder mit hoher jedoch sinkender Verschuldung durchaus ähnlich wachsen wie Länder mit niedrigeren Außenständen. Ein hoher Schuldenstand geht jedoch offensichtlich mit höheren Produktionsschwankungen und damit verbundenen Wohlfahrtsverlusten einher.¹² Diese Erkenntnisse können nicht beruhigen, denn die Gesamtverschuldung wächst in den USA und der Eurozone (als Gesamtheit) weiter, das heißt, eine Trendumkehr zu alten Schuldenständen ist bis auf Ausnahmen (Deutschland) nicht erkennbar.

... schränken den Handelsspielraum des Staates ein

Selbst wenn die EZB die Zinsen niedrig hält und die Finanzregulierung Staatsanleihen als Anlageform begünstigt, gefährden doch hohe Zinsbelastungen (auch über Risikoaufschläge) zusätzlich den nachhaltigen Gestaltungsspielraum der Politik. Zudem schränken sie die Möglichkeit ein, künftig externen Schocks durch eine expansive Fiskalpolitik entgegenzuwirken. Zu hohe Rückstände lassen zudem Zweifel an der Kreditwürdigkeit der jeweiligen Länder aufkommen. In akuten Krisen können die jetzt installierten Rettungsschirme und der angekündigte Aufkauf von Staatsanleihen durch die EZB Staatsinsolvenzen verhindern. Sollte die fiskalische Konsolidierung jedoch nicht glaubhaft sein, dann kann auch ein schleichender Vertrauensverlust erneut die gemeinsame Währung gefährden.

Der ausgeglichene Haushalt sollte der Normalfall werden

Nach Ausbruch der Eurokrise wurde das Ziel eines ausgeglichenen Haushaltes – eigentlich schon im Stabilitäts- und Wachstumspakt verankert – nochmals in dem europäischen Fiskalpakt festgeschrieben. Die deutsche Schuldenbremse hat dabei Pate gestanden. Zudem wurden die Überwachungsverfahren der Kommission gestärkt. Die Absicht, einen ausgeglichenen Haushalt zu erreichen, ist im Moment als sehr ambitioniert anzusehen. Deutschland als Musterknabe erreichte dieses Ziel schon 2012 (gesamtsstaatliche Finanzierungssaldo, das heißt der aggregierte Haushalt von Bund, Ländern, Gemeinden und Sozialversicherungen) (vgl. Bundesministerium der Finanzen 2014), und Italien kann zumindest einen Primärüberschuss (dort sind Zinszahlungen nicht berücksichtigt) verbuchen. In den anderen Eurostaaten,

¹² Vgl. Pescatori, Sandri und Simon (2014). Zu ähnlichen Ergebnissen kommen auch Chudik et al. (2013).

insbesondere in Frankreich, sieht es dagegen schlecht aus. Trotz schmerzhafter Konsolidierungsanstrengungen sind die Primärhaushalte in den EU-Krisenländern (bis auf Griechenland) negativ, das heißt, die laufenden Ausgaben und die Kreditkosten erhöhen die Verbindlichkeiten weiter. Gegenwärtig entlastet die Geldpolitik der EZB die europäischen Staatshaushalte in beachtlichem Umfang. Was passiert aber im Falle steigender Zinsen? Um die Stabilitätskriterien zu erfüllen, wären eine noch konsequentere Sparpolitik, das heißt Kürzungen der staatlichen Leistungen und/oder unkonventionelle Maßnahmen, (siehe unten) notwendig.

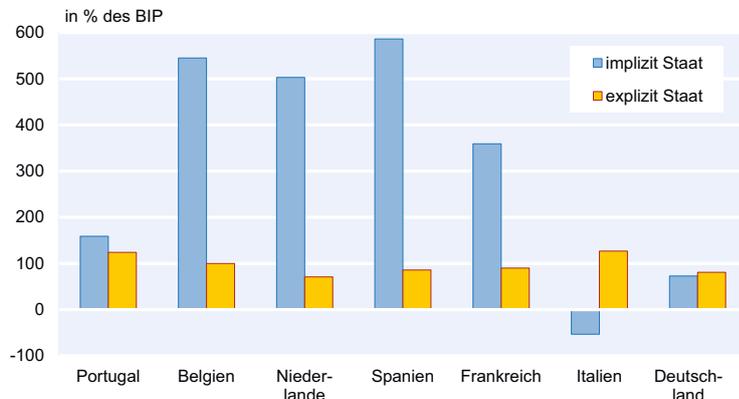
Die implizite Verschuldung ist meist höher als die offizielle

Der Druck auf das staatliche Ausgabeniveau bleibt auch deshalb unvermindert hoch, weil die offiziell ausgewiesenen Daten nicht das gesamte Ausmaß der öffentlichen Verschuldung widerspiegeln. Es fehlen darin die Verpflichtungen, die der Staat durch die Sozialversicherungs- und insbesondere Renten-

systeme für die Zukunft eingegangen ist. Rechnet man diese sogenannte implizite Verschuldung mit ein, dann erreicht die Gesamtverschuldung in den meisten europäischen Staaten ein Mehrfaches des Sozialprodukts. In Deutschland lag die explizite Staatsverschuldung im Jahr 2012 beispielsweise nach Berechnungen der EU-Kommission bei circa 81% des BIP, die implizite Staatsverschuldung jedoch bei circa 73% des BIP, das heißt, es ergibt insgesamt eine sogenannte Nachhaltigkeitslücke von 154% des BIP. Bernd Raffelhüschen, einer der wissenschaftlichen Begründer dieses Generationenansatzes (vgl. den grundlegenden Aufsatz von Raffelhüschen 1999), kommt in seinen auf einer breiteren Datenbasis beruhenden Berechnungen für Deutschland im Jahr 2013 sogar auf implizite staatliche Verbindlichkeiten von 147% des BIP. Unter Addition der expliziten Verschuldung ergibt dies dann eine Nachhaltigkeitslücke von insgesamt 227% des Sozialprodukts (vgl. Stiftung Marktwirtschaft 2013a). In fast allen europäischen Ländern (bis auf Italien mit einem relativ krisen- und demographiefesten Rentensystem) klappt bei der impliziten Staatsverschuldung eine beachtliche Nachhaltigkeitslücke (vgl. Abb. 2) (vgl. Stiftung Marktwirtschaft 2013b; 2013c).

Abb. 2a

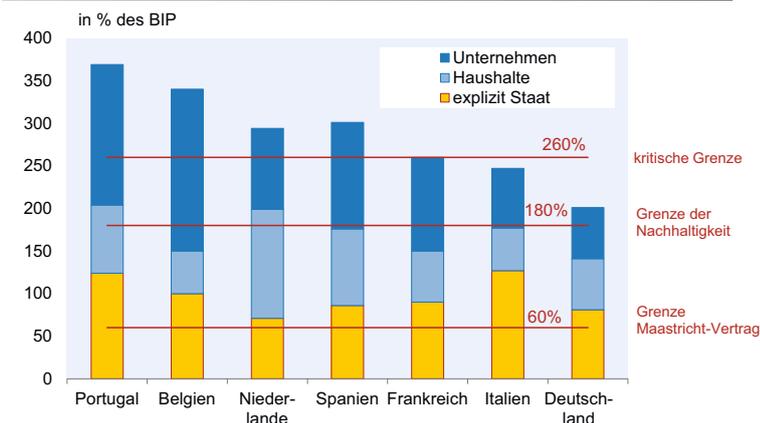
Verschuldung des Staates, der Haushalte und der Unternehmen in verschiedenen Ländern der Eurozone 2012



Quelle: Europäische Kommission (2013); IMF (2013b).

Abb. 2b

Verschuldung des Staates, der privaten Haushalte und Unternehmen



Quelle: Europäische Kommission (2013); IMF (2013b).

Die hohe private Verschuldung verschärft die Situation zusätzlich

Es sind nicht allein die öffentlichen, sondern auch die privaten Schulden, die in den letzten Jahren Sorge bereiten. Grundsätzlich sind Schulden von Unternehmen dann volkswirtschaftlich positiv zu bewerten, wenn das Kapital produktiv in neue Anlagen, in Forschung und Innovationen investiert wird. Selbst der Konsumentenkredit wäre in Ordnung, wenn er zurückgezahlt wird. In beiden Fällen führen Schulden zu Mehranstrengungen, und die Außenstände wachsen mit dem Sozialprodukt, das heißt, die Verschuldungsquote erhöht sich nicht. Wenn allerdings Schulden aufgenommen werden, um beispielsweise auf Wertsteigerungen im Immobilien- oder Finanzsektor (u. a. Aktien oder andere Wertpapiere) zu spekulieren, dann kann man von einer Ponzi-Finanzierung sprechen. Sie hinterlässt dann große volkswirtschaftliche Schäden, wenn solche Blasen platzen. Genau dies ist in der letzten Finanzkrise ab 2008 geschehen.¹³ Ein Ende der spekulativen Ponzi-Finanzierung wäre

¹³ Vgl. Stelter (2013a, S. 3). Der Begriff »Ponzi-Finanzierung« stammt von dem amerikanischen Ökonomen Hyman Minsky. Er nahm dabei auf Charles Ponzi Bezug, der als einer der größten Schwindler und Betrüger in die US-amerikanischen Geschichte einging. Im englischen Sprachraum ist seine Betrugsmasche unter dem Begriff »Ponzi scheme« (deutsch etwa: »Ponzi-Trick«) – Schneeballsystem – bekannt. In ähnlicher Weise hat Bernhard Madoff sein Betrugssystem aufgebaut.

gleichbedeutend mit einem Gesundheitskrampf des Finanzsektors. Beunruhigend ist, dass dieser Prozess kaum zu beobachten ist.

Die Kombination hoher öffentlicher und privater Verschuldung ist besonders schädlich

Untersuchungen zeigen, dass die schädlichen, das heißt wachstumshemmenden Wirkungen der staatlichen Verschuldung erst dann voll zum Tragen kommen, wenn sie von einer hohen privaten Verschuldung (Haushalte und Unternehmen) von über 85% des BIP begleitet werden (vgl. *The Economist* 2013a; 2013b; IMF 2013a, dort Abschnitt: *Indebtness and Deleveraging in the Euro Area*, S. 46–71). Das ist schlüssig, denn um die Schulden abzubauen, sparen Haushalte und Unternehmen oder reduzieren ihre Investitionen, was das Sozialprodukt unmittelbar vermindert. Ein langsames Herauswachsen aus den Schulden durch Wirtschaftswachstum und höhere Inflation wird deshalb erschwert. Für die volkswirtschaftliche Betrachtung ist deshalb die private und öffentliche Gesamtverschuldung maßgeblich. Legt man eine Untersuchung von der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (BIZ) zugrunde, dann läge die wachstumshemmende Grenze der Gesamtverschuldung bei circa 260% des BIP (jeweils: Staat 85%, Unternehmen 90% und private Haushalte 85% des BIP) (vgl. Cecehetti, Mohanty und Zampolli 2011, S. 34). Die deutsche Gesamtverschuldung liegt bei etwas über 200% des BIP, das heißt unter dieser Grenze. Orientiert man sich an der Verschuldungsgrenze des Maastricht-Vertrages von 60% des BIP und überträgt diese Regel auf den Privatsektor (jeweils Unternehmen und Haushalte getrennt), dann wäre eine Grenze von 180% des BIP als nachhaltig anzusehen.¹⁴ Deutschland liegt etwas darüber, viele europäische Länder indes deutlich über den Schwellenwert (vgl. Abb. 2).

Die explizite Verschuldung gegenüber dem Ausland ist schwer abzubauen

Während sich die implizite Verschuldung technisch relativ rasch durch entsprechende Reformen in den Sozialsystemen, allerdings um den Preis sozialer Härten und politischer Konflikte, reduzieren lässt, können die auf den Kapitalmärkten aufgenommenen Kredite nur langsam abgetragen werden. Im Privatsektor (Privathaushalte und Unternehmen) verläuft dieser Prozess über Sparen, Einschränkungen von Investitionsprojekten und im Finanzsektor über Reduzierung des Kre-

¹⁴ Die Maastricht-Grenze von 60% der Staatsverschuldung am BIP ergab sich aus der Überlegung, dass bei einem durchschnittlichen Zinsniveau von 5% die Zinslast bei einer 60%igen Staatsverschuldung 3% des BIP beträgt. Wächst die Wirtschaft mit 3%, dann könnte die Verschuldung in Relation zur Wirtschaftsleistung konstant bleiben. Da auch im Privatsektor die Schulden nicht rascher wachsen sollten als die Einkommen, ist es plausibel diese Grenze auch für die Unternehmen und die privaten Haushalte anzunehmen, das heißt, die nachhaltige Schuldengrenze addiert sich zu 180% des Sozialproduktes.

dithefels (*Deleveraging*) oder wenn es gar nicht anders geht durch Konkurs oder Umschuldungen. Im Staatssektor ist dies nicht viel anders, allerdings mit einigen Besonderheiten, die sich aus den makroökonomischen Implikationen der öffentlichen Verschuldung und der besonderen Rolle des Staates ergeben. Als Souverän ist er in der Lage, zumindest bezüglich der internen Verschuldung bei den eigenen Bürgern, die Spielregeln so zu ändern, dass eine rasche oder auch schleichen- de Entschuldung möglich ist. Bei hohen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland sind die Dinge komplizierter, denn die Auswirkungen für die Reputation des Landes auf den Kapitalmärkten wiegen schwer, eine Erfahrung, die viele Schwellenländer aber auch die Euro-Krisenstaaten gemacht haben. Werden die ausländischen Gläubiger verprellt, findet das Land künftig nur schwer Zugang zu privaten ausländischen Investoren. Abrupter Vertrauensverlust, und in der Folge ausbleibende Kapitalzufuhr können ein Land regelrecht zum Absturz bringen (z. B. Argentinien 2001 und 2002).

IWF-geführte Anpassungsprogramme und Entschuldungen sind hart, aber meist erfolgreich

Drastische Abwertungen, internationale Hilfsmaßnahmen, Umschuldungen und harte Anpassungsprogramme, aber auch neues Geld sind die Standardtherapien des Internationalen Währungsfonds (IWF). Unzählige Male erprobt, führen sie, konsequent durchgeführt, zum Erfolg. Die betroffenen Länder empfinden diese Therapie als besonders schmerzhaft und von außen gesteuert. Die Länder des europäischen Südens beschreiten einen ähnlichen Weg, jedoch mit dem entscheidenden Unterschied, dass sie nicht nominal, sondern real abwerten müssen, was die Anpassungsprozesse noch härter macht und in die Länge zieht. Vielfach werden dann die Schuldigen für die schmerzhaften Einschnitte im Ausland gesucht, bei den Spekulanten, dem Währungsfonds, den Gläubigerländern, der Troika (Vertretern der EZB, des IWF und der EU-Kommission) und der Bundeskanzlerin Angela Merkel oder gleich bei allen zusammen.

Entschuldung in der Eurozone: Mission Impossible?

In einigen Ländern der Eurozone ist es wenig wahrscheinlich, dass der Schuldenabbau allein über die Sparpolitik gelingen kann. Dauer und Ausmaß der notwendigen fiskalischen Konsolidierung würden fast zwei Jahrzehnte erhebliche Primärüberschüsse in den Haushalten der meisten Länder erfordern. So müsste Frankreich von 2013 bis 2020 jährlich einen Primärüberschuss von 3,7% und dann noch einmal weitere zehn Jahre einen von 3% des BIP erwirtschaften.

In den Euro-Krisenländern sind noch größere Anstrengungen notwendig (vgl. Tab. 2). Es ist fraglich, ob dies politisch

Tab. 2
Fiskalische Anpassungsstrategie zur Erreichung des
Schuldenstandes von 60% des BIP (Maastricht-Kriterium) bis 2030
 (Notwendige jährliche Primärbilanz*, um die zyklischen Schwankungen der
 Konjunktur korrigiert)

	2013 bis 2020	von 2020 bis 2030	Einschließlich altersbedingter Ausgaben (2013–2030)
Deutschland	-0,1	1,2	1,1
Frankreich	3,7	3,0	4,7
Italien	2,1	6,8	2,2
Spanien	6,1	4,7	7,5
Portugal	4,9	6,0	6,1
Irland	6,3	6,0	7,7
Griechenland	2,1	6,8	3,3

* Primärbilanz: Saldo des Staatshaushaltes ohne Zinszahlungen.

Quelle: IMF (2013b).

durchgehalten werden kann, zumal zumindest temporäre negative Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum zu erwarten wären. Gleiches gilt für teilweise parallel einzuführende Steuererhöhungen und/oder Privatisierungen von Staatsvermögen, mit denen der Fiskus versuchen kann, seine Einnahmen zu verbessern. In einigen Krisenländern ist dies, wie beispielsweise in Griechenland, unabdingbar, zumal die Steuersätze extrem niedrig sind und die Steuerhinterziehung skandalöse Ausmaße erreicht hat. Die stetig steigende Steuerlast hat aber, beispielsweise in Frankreich, bewirkt, dass Unternehmen und Privatpersonen dem Land immer mehr den Rücken kehrten und das Wirtschaftswachstum geschädigt wird.

Für viele Länder ist ein Herauswachsen aus den Schulden kaum möglich

Die Schuldenstände haben zudem ein solches Ausmaß erreicht, dass der Königsweg aus der Schuldenfalle, nämlich hohes Wirtschaftswachstum kombiniert mit einer Sparpolitik, in vielen Fällen nicht gelingen kann. Das Potenzialwachstum der europäischen Volkswirtschaften ist eher gering, und demographische Faktoren wirken negativ auf die Wachstumsaussichten. Die Schuldenstände könnten dennoch vermindert werden, wenn die fiskalischen Einschnitte entsprechend hart sind und die Geldpolitik dies mit niedrigen Zinsen flankiert. Empirische Untersuchungen zeigen jedoch, dass zusätzlich die Exportnachfrage stimulierend wirkt (vgl. Abbas et al. 2013). Es müsste schon ein Produktivitätswunder in Kombination mit radikalen Strukturreformen geschehen, wenn dieser Weg den Krisenländern gelingen soll. Innerhalb des gemeinsamen Währungsraums sind jedoch die schwachen Volkswirtschaften gezwungen, reale Anpassungen (nach unten) bei Löhnen und Gehältern vorzunehmen, um ihre Wettbewerbsfähigkeit und die entsprechende Export-

fähigkeit wiederzuerlangen. Dies geschieht in einigen Ländern, doch der Prozess geht nur langsam und drückt zumindest mittelfristig die Wachstumsaussichten. Zusätzlich werden dadurch deflationäre Tendenzen begünstigt, obwohl eigentlich eine etwas höhere Inflationsrate hilfreich wäre, um die Schulden abzubauen.

Finanzielle Repression und Umschuldungen – ein gangbarer Weg, ...

Ein aussichtsreicher Weg, Schulden abzubauen, stellt die sogenannte finanzielle Repression dar. Mit niedrigeren unter der Inflationsrate liegenden Nominalzinsen für Staatsanleihen erreicht man über einen längeren Zeitraum eine reale Entwertung der Schuldtitel.

Die EZB verfolgt genauso wie die anderen großen Nationalbanken eine Niedrigzinspolitik (EZB-Leitzins: 0,25%, Frühjahr 2014) und kommuniziert glaubhaft, die Zinsen über einen längeren Zeitraum niedrig zu lassen. Die Inflationsrate in der Eurozone ist jedoch auch gering (Anfang 2014: bei circa 0,8%, Deutschland: 1,2%). Für den deutschen Kleinsparer mit typischem Festgeldkonto (Verzinsung für ein Jahr zwischen 0,2% bis 1%) ist die finanzielle Repression bereits wirksam. Dies gilt auch bei lang laufenden deutschen Staatspapieren, denn deren Zinsen (Frühjahr 2014: bei zwei Jahren circa 1,6%) liegen unter der zu erwartenden Inflationsrate. Im Moment ist auf diese Weise zumindest in Deutschland ein Entschuldungsprozess im Gang, vor allem, wenn man noch die Kapitalertragsteuer berücksichtigt. Aber kann er ausreichen, um sich nennenswert von den hohen Verbindlichkeiten zu befreien?

... aber äußerst mühsam

Nach Berechnungen von Daniel Stelter benötigte Deutschland bei einer moderaten finanziellen Repression (nominal, das heißt mit Inflation, liegt das Wirtschaftswachstum 1% über dem Zinsniveau) 43 Jahre, um die kritische Grenze der öffentlichen und privaten Schulden von 180% des BIP zu erreichen, Irland sogar 80 Jahre (vgl. Stelter 2013b, S. 174). Es ist wenig wahrscheinlich, dass dieser Weg vor allem bei hoch verschuldeten Eurostaaten ausreichen wird. Dies gilt vor allem dann, wenn die EZB das Ziel der Preisstabilität ernst nimmt. Die Ökonomen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff fordern deshalb für die hochverschuldeten Industrieländer, Sparpolitik und wirtschaftliche Strukturreformen durch eine Mischung aus Umschuldungen sowie direkter Restrukturierung von öffentlichen und privaten Verbindlichkeiten (das heißt auch Schuldenschnitte) zu ergänzen. Zu-

dem sei es notwendig, eine etwas höhere Inflation zu tolerieren. Dadurch könnte man eine an die gegenwärtigen Umstände angepasste finanzielle Repression, das heißt eine Art Besteuerung der Sparer, in die Wege leiten. Wirksam wäre dieser Weg nur, wenn noch indirekte Kapitalverkehrskontrollen im Rahmen des Finanzsystems unter dem Schirm einer makroprudentiellen Überwachung¹⁵ eingeführt bzw. verstärkt würden. Ein solches Vorgehen ist für Schwellenländer durchaus üblich, bisher bei Industrieländern jedoch ein Tabu (vgl. Reinhart und Rogoff 2013). Teilweise bestehen versteckte Kapitalverkehrskontrollen bereits, denn Versicherungen sind angehalten einen Großteil der Gelder in vermeintlich sichere Staatsanleihen anzulegen.

Ein Schuldenschnitt ist rasch wirksam

Eine weitere in der Geschichte gängige Alternative bestände darin, einen Schuldenschnitt (auch als Restrukturierung bezeichnet) vorzunehmen. Die Besitzer der jeweiligen Schuldtitel verlören einen Teil oder gänzlich ihr geliehenes Geld. Meist wird das Verfahren bei drohenden oder schon eingetretenen Staatsinsolvenzen vollzogen. Es ist und sollte die Ultima Ratio sein, wenn makroökonomische Anpassungsprogramme nicht mehr erfolgversprechend sind, denn die negativen Konsequenzen für das Wirtschaftswachstum, den Handel, die Kapitalströme und den Finanzsektor können drastisch sein (vgl. Udaibar, Papaioannou und Trebisch 2012). Auch im Falle Griechenlands wurden Schulden privater Gläubiger (ca. 11 Mrd. Euro) »restrukturiert«, und es ist eine Frage der Zeit, wann die öffentlichen Gläubiger, das heißt die staatlich garantierten Kredite, betroffen sein werden. Daniel Stelter berechnet für die gesamte Währungsunion im Jahr 2012 den gigantischen Abschreibungsbedarf auf 6,2 Billionen Euro, um die kritische Grenze der öffentlichen und privaten Verschuldung von 220% des BIP zu erreichen (vgl. Stelter 2013b). Es braucht wenig Phantasie sich auszumalen, welche desaströsen Folgen ein solch abrupter Schuldenschnitt für die Finanzmärkte hätte. Für einzelne hochverschuldete Länder bleibt dies dennoch ein gangbarer Weg.

Vermögensabgaben wären eine risikobehaftete Alternative bei drohender Staatsinsolvenz, ...

Denkbar ist ferner, alle Vermögensbesitzer mit einer Sonderabgabe zur Schuldentilgung zu belasten. Eine Vermögensabgabe wurde schon vom DIW angedacht und danach vom IWF aufgegriffen, ohne in konkret realisierbare Konzepte zu münden (vgl. Bach 2012; IMF 2013b, S. 49). Auch die Bundesbank diskutiert diese Option in ihrem Monatsbericht vom Januar 2014 (S. 52–54). Aus volkswirtschaftlicher Sicht lie-

gen die Argumente klar auf der Hand: Eine solche Maßnahme wäre nur im Falle einer drohenden Staatsinsolvenz angebracht, wenn andere zeitlich gestreckte Alternativen (höhere Verbrauch- und Einkommensteuern, Privatisierungen, Sparpolitik) als nicht ausreichend bzw. nicht durchführbar erscheinen und deshalb die Gläubiger die Schuldentragfähigkeit des Landes massiv bezweifeln. In einem solchen Fall könnte die Vermögensabgabe einen »Neustart« ermöglichen, wenn Spar- und Investitionstätigkeit nicht beeinträchtigt und eine Kapitalflucht vermieden wird. Hierzu müsste sie faktisch ohne Ankündigung und glaubhaft einmalig durchgeführt werden. Die Vermögensabgabe hat insofern ihren verteilungspolitischen »Charme«, als spiegelbildlich jeder Verbindlichkeit eine Forderung gegenübersteht und damit mit der Schuldenerweiterung ein ebensolcher Vermögensaufbau einherging. In Deutschland wird das private Nettovermögen auf circa 400% des BIP geschätzt. Zudem ist zeitgleich in den letzten zwei Jahrzehnten eine bisher unvergleichbare Vermögenskonzentration zu beobachten. Es liegt deshalb nahe, dass vor allem politische Strömungen, die der Gerechtigkeitsfrage eine größere Bedeutung beimessen, das heißt das linke Spektrum, von den »Reichen« einen größeren Solidarbeitrag auch zur Tilgung der Altschulden einfordern wollen.

... aber alle Vermögensbesitzer müssten einbezogen werden

Aus der Wirtschaftsgeschichte sind Schuldenschnitte und Vermögensabgaben zur Schuldentilgung in Notsituationen bekannt, das heißt immer dann, wenn Staatsinsolvenzen bevorstehen bzw. schon eingetreten sind. Im Nachkriegsdeutschland wurde beispielsweise ein Lastenausgleich von westdeutschen Vermögensbesitzern zur Kompensation von Verlusten der Vertriebenen abverlangt. Etwas Ähnliches könnte man auch jetzt über die Eintragung von Zwangshypotheken durchsetzen, um eine dauerhaft höhere Immobilienbesteuerung zu vermeiden. Greift man zu solch drastischen Maßnahmen, müsste man jedoch aus Gerechtigkeitsgründen alle Vermögensbesitzer mit einer Sondersteuer heranziehen und nicht nur diejenigen mit Immobilienbesitz. Solche Instrumente könnten in Europa nur jeweils national für die jeweilige staatliche Schuldenlast eingesetzt werden. Es wäre wohl politisch und verfassungsrechtlich kaum durchsetzbar, die deutsche Bevölkerung mit ihren Vermögen beispielsweise für italienische Schulden mithaften zu lassen, zumal die dortige Bevölkerung über einen deutlich höheren Vermögensbestand verfügt (vgl. *Süddeutsche Zeitung*, 13. April 2013). Aufgrund dieser Unwägbarkeiten und der Schwierigkeiten, eine solche Maßnahme faktisch »über Nacht« einzuführen, wird man diesen Weg nur bei einer unmittelbar drohenden Staatsinsolvenz beschreiten. Dies gilt umso mehr, als politische Risiken und verfassungsrechtliche Bedenken einzukalkulieren wären, denn damit ginge ein drastischer Eingriff in die Eigentumsrechte einher.

¹⁵ Unter makroprudentieller Überwachung versteht man die Kontrolle des Regelwerkes des Finanzsystems hinsichtlich seiner gesamtwirtschaftlichen Funktionen und Wirkungen durch die Zentralbanken.

Differenziertes Vorgehen in Europa notwendig

Ohnehin ist die Lage in den einzelnen Ländern Europas so differenziert, dass ein einheitliches Vorgehen gar nicht realisierbar bzw. zu empfehlen wäre. Jedes Land wird deshalb seine eigene Strategie entwickeln müssen, um den Entschuldungsprozess dauerhaft über eine mittelfristige Periode voranzutreiben. Die EU hat zwar ihre Überwachungsverfahren verstärkt und die meisten EU-Staaten vereinbarten den Fiskalpakt, doch die Erfahrungen mit solchen Verfahren sind nicht ermutigend. Im Grundsatz wäre es weitaus effektiver und mit der Funktionsweise der Marktwirtschaft kompatibler, wenn Haftung und Risiko auch bei der Staatsfinanzierung gelten würden. Hierzu wären auch Regelungen für eine geordnete Staatsinsolvenz im Euroraum notwendig. Im Moment scheut man sich vor diesen Schritten, zumal nicht nur die Staaten, sondern auch die mit ihnen verbundenen Banken und Versicherungen einschließlich der privat angesparten Altersvorsorge im Risiko stehen würden. Das Schuldenmanagement bleibt damit im Rahmen der gegenwärtigen Strukturen ein »Case by Case-Verfahren«. Die beschlossene Bankenunion könnte zusätzlich die notwendige Stabilität des Finanzsektors gewährleisten und auch im Privatsektor das »deleveraging« begünstigen. Allein die vom IWF zum Schuldenabbau kalkulierten Primärüberschüsse des Haushaltes (vgl. Tab. 2) lassen Zweifel aufkommen, ob dies gelingen kann.

Unrealistische Visionen: »Vereinigte Staaten von Europa« und Schuldenkollektivierung

In naher Zukunft ist kaum zu erwarten, dass die EU-Mitgliedsländer die *Vereinigten Staaten von Europa* gründen. Diese vielleicht nie Wirklichkeit werdende Vision wäre aber die politische Voraussetzung für eine gemeinsame Haftung für die alten und neuen Schulden. Deshalb können die Erfahrungen der USA, die nach ihrer Gründung und dem Unabhängigkeitskrieg im Jahr 1790 die Schulden der einzelnen Bundesstaaten vergemeinschaftet haben, kaum als Beispiel dienen.¹⁶ Auch ein gemeinschaftliches Abtragen von Teilen der Altschulden mittels des vom deutschen Sachverständigenrat vorgeschlagenen Schuldentilgungspakts würde weitgehende zentrale europäische Eingriffsrechte in die Fiskalhoheit der einzelnen Euroländer erfordern. Dies ist auf absehbare Zeit politisch unrealistisch und nicht gewollt. Das Gleiche gilt für die kollektive Refinanzierung durch »Eurobonds«. Jedes Mitgliedsland der Eurozone wird folglich seine Schulden in eigener Verantwortung abbauen müssen. Im Notfall wird zwar – wie in der Vergangenheit – das Eurokollektiv gemeinschaft-

lich haftend (ESM-Rettungsschirm und Anleihekäufe der EZB) intervenieren. Gerieten Frankreich und Italien jedoch nachhaltig in den Fokus der Finanzmärkte, würden massive Interventionen der EZB nur kurzfristig helfen. Eine umfangreiche indirekte Schuldenkollektivierung wäre die Folge, die politisch gesehen die EU eher spalten als einen würde. Spätestens dann erhielte der Ausspruch des französischen Finanzexperten und Politikers Jacques Rueff aus dem Jahre 1950 eine pessimistische Wendung: »L'Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas.«¹⁷

Zusammenfassung

Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise ist die Staatsverschuldung der Industrieländer so stark wie nie zuvor in Friedenszeiten gestiegen. Die explodierenden Verbindlichkeiten spiegeln jedoch auch einen langfristigen Trend wider. In der Eurozone begünstigten bis 2007 niedrige Zinsen und geringe Risikoaufschläge für Staatsanleihen die Defizite. Zudem versagte die fiskalische Überwachung. Als die Risikoaufschläge für die Staatsanleihen einiger Länder exorbitant stiegen, eskalierte die Staatsschuldenkrise. Nur die massiven Interventionen der EZB sowie die Euro-Rettungsschirme (EFSF und später ESM) haben die Krisenländer vor der Staatspleite bewahrt. Die dadurch entstandenen Haftungsrisiken sowie die Target-2-Defizite bergen für die Kernländer der Eurozone (vor allem für Deutschland) erhebliche fiskalische Unwägbarkeiten. Sie würden im Falle eines Auseinanderbrechens der Eurozone die Schulden der Mitgliedsländer weiter erhöhen. Schon alleine deshalb werden die maßgeblichen Akteure alles unternehmen, um ein solches Szenario zu vermeiden.

Die Eurozone kann aber dauerhaft nur bestehen, wenn eine glaubhafte Entschuldungsstrategie implementiert wird. Hohe Verbindlichkeiten belasten das Wirtschaftswachstum sowie künftige Generationen und schränken den Gestaltungsspielraum der Staaten ein. Auch wird die Bekämpfung externer Schocks schwieriger. Schmerzfreie Therapien gibt es nicht. Es ist zweifelhaft, ob mit Sparen und Wirtschaftswachstum alleine ein nachhaltiger Schuldenabbau in den Krisenländern der Eurozone gelingen kann. Neben der finanziellen Repression (Zinsen unter der Inflationsrate) werden deshalb auch unkonventionelle Maßnahmen (Bail-in, Schuldenschnitte und Vermögensabgaben) – wie im Falle Griechenlands und Zyperns – zum Einsatz kommen müssen. Verluste für die europäischen Gläubiger (privat und/oder öffentlich) würden nicht zu vermeiden sein. Ohne wachstumsfördernde Strukturereformen ist der Defizitabbau dauerhaft nicht möglich. Solche Reformen sind in einigen Ländern auf den Weg gebracht worden, in anderen, für die Eurozone entscheidenden Staaten (Frankreich und Italien) stehen sie noch am Anfang. Jedenfalls steigt die Verschul-

¹⁶ Der damalige US-Finanzminister Alexander Hamilton entschied, dass der Bund eine Haftung für sämtliche Anleihen der Einzelstaaten übernehmen soll (vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011, S. 77–127, insbesondere S. 109–119). Das US-amerikanische Vorgehen wird sehr unterschiedlich beurteilt. Während Michael D. Brodo und Carlos A. Vegh (2002) es als großen Erfolg sehen, beurteilen es andere weitaus kritischer (vgl. etwa Sinn 2012, S. 351–354).

¹⁷ »Europa [gemeint als politische Einheit, W. Q.] wird durch die Währung gelingen oder gar nicht.«

derung in den meisten Euroländern weiter. Der Zusammenhalt der Währungsgemeinschaft ist deshalb noch lange nicht gesichert.

Literatur

Abbas, S.A., B. Akitoby, J. Andritz, H. Berger, T. Komatsuzaki und J. Tyson (2013), »Dealing with High Debt in an Era of Low Growth«, IMF Staff Discussion Note No. 13/07, 16–20.

Anselmann, Chr. (2012), *Auswege aus Staatsschuldenkrisen. Eine Untersuchung verschiedener Optionen anhand historischer Fallbeispiele*, Metropolis, Marburg 2012, S. 47–51

Bach, S. (2012), »Vermögensabgaben – ein Beitrag zur Sanierung der Staatsfinanzen in Europa«, *DIW Wochenbericht* (28), 3–11.

BIZ (2014), *BIZ-Quartalsbericht*, März, Basel.

Brodo, M.D. und C.A. Vegh (2002), »What if Alexander Hamilton Had Been Argentinean? A Comparison of the Early Monetary Experiences of Argentina and the United States«, *Journal of Monetary Economics* 49(3), 459–494.

Brunnermeier, M., R. Reis und G. Braunberger (2014), »Ein Crashkurs für die Eurokrise«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 17. Januar, 12.

Bundesministerium der Finanzen (2014), »Staatshaushalt dauerhaft ausgeglichen«, *Monatsbericht* April, 6–13, online verfügbar unter: www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2014/04/Downloads/monatsbericht_2014_04_deutsch.pdf?__blob=publicationFile&v=3, aufgerufen am 12. Mai 2014.

Cecchetti, S.G., M. Mohanty und F. Zampolli (2011), »The Real Effect of Debt«, Bank for International Settlements (BIS), BIS Working Papers No. 352.

Chudik, A., K. Mohaddes, M.H. Pesaran und M. Raissi (2013), »Debt, Inflation and Growth. Robust Estimation of Long-Run Effects in Dynamic Panel Data Models«, CESifo Working Paper No. 4508.

Deutsche Bundesbank (2014) *Monatsbericht* 66(1), Januar.

Europäische Kommission (2013), *Statistical Annex of European Economy*, Herbst, Brüssel.

Focus Money Online (2013), »185 Mio. Euro Zinseinnahmen des ESM September 2013«, 3. Dezember.

Görgens, E., K. Ruckriegel und F. Seitz (2014), *Europäische Geldpolitik. Theorie, Empirie und Praxis*, 6., vollst. neu bearb. Aufl., UVK/Lucius, Konstanz, München.

Graeber, D. (2011), *Debt: The First 5000 Years*, New York.

Herndon, T., M. Ash und R. Polin (2013), »Does High Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhard and Rogoff«, Political Economy Research Institute, Working Paper Series No. 322.

IMF (2013a), *Euro Area Policies*, Country Report No. 13/232.

IMF (2013b), *Fiscal Monitor*, Taxing Times, Oktober, Washington.

Kumar, M. und J. Woo (2010), »Public Debt and Growth«, IMF Working Paper No. 10/174.

Pescatori, A., D. Sandri und J. Simon (2014), »Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?«, IMF Working Paper No. 14/34.

Raffelhüschen: B. (1999), »Generation Accounting in Europe«, *American Economic Review* 89(2), 167–170.

Reinhard, C.M. und K.S. Rogoff (2010), »Growth in a Time of Debt«, *American Economic Review: Papers and Proceedings* 100(2), 573–578.

Reinhardt, C.M. und K.S. Rogoff (2011), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton.

Reinhard, C.M. und K.S. Rogoff (2013), »Financial and Sovereign Debt Crisis: Some Lessons Learned and Those Forgotten«, IMF Working Paper No. 13/266.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), *Jahresgutachten 2011/12: Verantwortung für Europa wahrnehmen*, Wiesbaden.

Sinn, H.-W. (2012), *Die Target-Falle. Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, Hanser, München.

Stelter, D. (2013), *Ending the Era of Ponzi Finance. Ten Steps Developed Economies Must Take*, The Boston Consulting Group, online verfügbar unter: www.zeroledge.com/sites/default/files/images/user5/imageroot/2012/12-2/BCG%20Ending%20Ponzi%20Finance.pdf, aufgerufen am 12. Mai 2014.

Stelter, D. (2013b), *Die Billionen-Schuldenbombe*, Wiley, Weinheim.

Stelter, D. und D. Rhodes (2011), »Collateral Damage: Back to Mesopotamia? The Looming Threat of Debt Restructuring«, The Boston Consulting Group, September, online verfügbar unter: www.bcg.com/documents/file87307.pdf, aufgerufen am 12. Mai 2014.

Stiftung Marktwirtschaft (2013a), »Bilanz ehrbarer Staaten?«, Pressemitteilung, 28. November.

Stiftung Marktwirtschaft (2013b), *Bilanz ehrbarer Staaten*, online verfügbar unter: www.stiftung-marktwirtschaft.de/wirtschaft/themen/generationenbilanz.html, aufgerufen am 12. Mai 2014

Stiftung Marktwirtschaft (2013c), *Ehrbare Staaten? EU-Nachhaltigkeitsranking 2013*, online verfügbar unter: www.stiftung-marktwirtschaft.de/wirtschaft/themen/generationenbilanz.html.

Süddeutsche Zeitung (2013), »EZB-Studie zu Wohlstand in Europa: Zyperer reicher als Deutsche«, 13. April.

The Economist (2013a) »Europe's Other Debt Crisis«, 26. Oktober, 15.

The Economist (2013b), »The Euro Crisis. Debtor's Prison«, 26. Oktober, 69–72.

Udaibar S.D., M.G. Papaioannou und Chr. Trebesch (2012), »Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts«, IMF Working Paper No. 12/203.



Lars P. Feld*

Staatsschuldenkrise in Europa: Langer Atem statt Schnellschüsse

Die Einkehr einer trügerischen Ruhe

Es scheint ruhig geworden um die Krise im Euroraum seit Mario Draghis Londoner Rede vor gut zwei Jahren. Er sicherte damit zu, den Euro mit allen ihm zur Verfügung stehenden Mitteln, also im Rahmen des Mandats der Europäischen Zentralbank (EZB), zu verteidigen und dadurch die Integrität des Euroraums sicherzustellen. Die Botschaft war klar: *Don't bet against the ECB*. Die EZB konkretisierte diese Ankündigung mit ihren *Outright Monetary Transactions (OMT)*, einem Programm zum (selektiven) Staatsanleihekauf, mit dem Mitgliedstaaten gestützt werden können, die einen Antrag beim Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) gestellt haben. Schon die Ankündigungen scheinen gewirkt zu haben: Die Zinsaufschläge, welche die Problemländer im Euroraum, insbesondere Italien und Spanien, im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen zahlen müssen, haben sich deutlich reduziert. Die Tragfähigkeit ihrer öffentlichen Finanzen wird von den Investoren auf den Finanzmärkten angesichts des gesunkenen Zinsniveaus nicht mehr infrage gestellt. Zuweilen führen zwar allfällige Überraschungen, zuletzt die Situation der portugiesischen Bank *Espirito Santo*, zu Unruhen in den Anleihemärkten. Bisher bleibt die Lage im Euroraum jedoch stabil. Die Gefahr sich selbst verstärkender Prozesse auf den Finanzmärkten, die letztlich sogar zu einem Auseinanderbrechen der Währung führen können, sind vorerst gebannt.

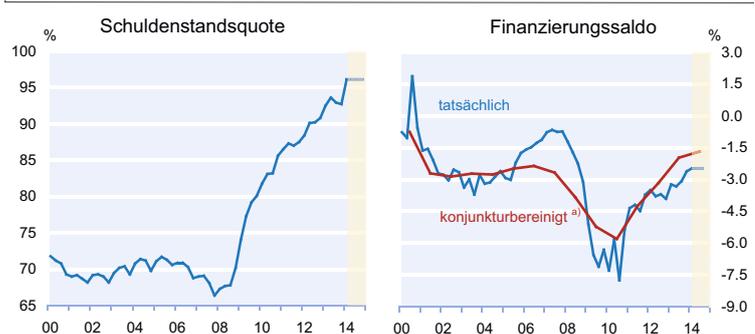
Diese Ruhe ist trügerisch. Weiterhin sind die Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion hoch verschuldet. Die Schul-

denstandsquote des Euroraums dürfte im Jahr 2014 gemäß den Prognosen der Europäischen Kommission auf über 95% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ansteigen (vgl. Abb. 1). Wenn sich diese Schuldenquote, wie in Abbildung 1 auf der linken Seite dargestellt, im Laufe dieses Jahres stabilisieren sollte, wäre schon viel gewonnen. Kaum ein Beobachter geht davon jedoch noch aus. Die Konsolidierungsanstrengungen der Euromitgliedstaaten setzen sich zwar fort: Der tatsächliche und der konjunkturbereinigte Finanzierungssaldo dieser Staaten reduzieren sich weiterhin (vgl. Abb. 1). Allerdings zeigt sich zugleich, dass die Bemühungen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte nachgelassen haben: Beide Kurven flachen am aktuellen Rand ab.

Viele Gründe führen in der Regel zu solchen Veränderungen hoch aggregierter Kennziffern. Die konjunkturellen Effekte auf die Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte sind jedoch relativ verlässlich herausgerechnet. Buchungstechnische Vorgaben oder Spielräume (*stock-flow-adjustments*) können dafür sorgen, dass die Staatsverschuldung trotz weiterhin bestehender Haushaltsdefizite oder nahezu ausgeglichener Haushalte zurückgeht. Deutschland ist dafür ein gutes Beispiel (vgl. Abb. 2). Die deutsche Schuldenquote sinkt bei (nahezu) ausgeglichen gesamtstaatlichen Haushalten, weil Vermögensbestände der beiden Bad Banks der WestLB und der Hypo Real Estate, die vom Staat übernommen wurden, an den Märkten verkauft werden. Letztlich können solche Überlegungen aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Konsolidierungsdynamik im Euroraum nachgelassen hat.

Dafür verantwortlich sind im Wesentlichen Frankreich, Italien und Portugal, während Griechenland, Irland und Spanien ihre Haushaltskonsolidierung weiter vorangetrieben haben. In Portugal hat dies sehr stark damit zu tun, dass einzelne Konsolidierungsschritte, welche Regierung und Parlament verabschiedet haben, vom portugiesischen Verfassungsgericht als verfassungswidrig eingeschätzt werden. Die portu-

Abb. 1
Schuldenstandsquote und Finanzierungssaldo des Euroraums, 2000–2014
in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt



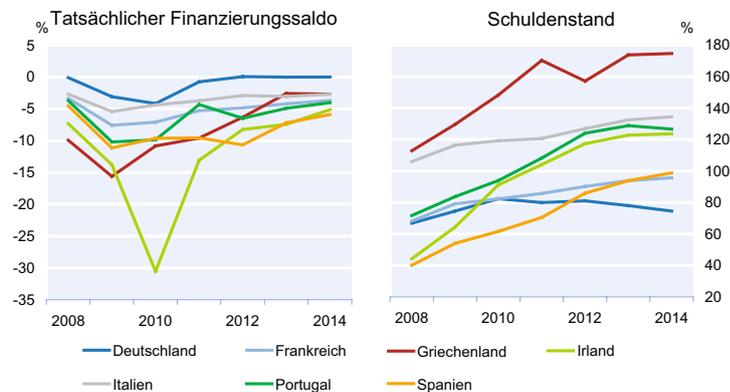
^{a)} Jahreswerte, bereinigt um konjunkturelle Komponenten.
 Prognosezeitraum, Schätzungen der Europäischen Kommission.

Quelle: Europäische Kommission, Eurostat.

* Prof. Dr. Lars Feld ist Professor für Wirtschaftspolitik an der Universität Freiburg und Direktor des Walter Eucken Instituts, Freiburg. Seit 2011 ist er Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Abb. 2

Finanzpolitische Kennziffern ausgewählter Mitgliedstaaten des Euroraums
in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt



Quelle: IWF.

giesische Regierung hinkt ihren Zielen somit hinterher. Italiens Finanzierungsdefizit liegt bei 3% des BIP, so dass sich das Land nicht mehr in einem Defizitverfahren befindet. Zudem realisiert Italien seit einiger Zeit Primärüberschüsse (Finanzierungssaldo ohne Berücksichtigung von Zinszahlungen). In beiden Fällen sind die Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung also nicht erlahmt, wenngleich abgeschwächt. Im Falle Frankreichs muss man jedoch von einem Ende der Konsolidierung sprechen. Nach den Steuererhöhungen der vergangenen beiden Jahre, die auf der verteilungspolitischen Agenda des französischen Präsidenten standen, aber kaum einen Konsolidierungserfolg lieferten, werden die ab dem Jahr 2014 versprochenen Anpassungen auf der Ausgabenseite so gut wie nicht in Angriff genommen. Die französische Regierung bemüht sich vielmehr darum, von der Kommission mehr Zeit im Rahmen des Defizitverfahrens zu erhalten, also weiter mehr Schulden machen zu können, oder verweist darauf, dass Deutschland mit Beschäftigungsprogrammen die französische Wirtschaft unterstützen soll. Letzteres kann nur als absurdes Ablenkungsmanöver gewertet werden, selbst wenn es von Teilen der deutschen Politik unterstützt zu werden scheint. Frankreich müsste liefern und weigert sich.

Das Dilemma der Geldpolitik

Obwohl die Beruhigung im Euroraum nicht nur auf die Geldpolitik zurückzuführen sein dürfte, weil zugleich die Haushaltskonsolidierung der Programmländer Wirkung zeigt und das Projekt der Bankenunion voranschreitet, verdeutlichen die nachlassenden Bemühungen in verschiedenen Mitgliedstaaten das Dilemma der Geldpolitik. Mit zinssenkenden Maßnahmen gelingt zwar die Stabilisierung der Finanzmärkte. Zugleich nehmen aber die Anreize zur Konsolidierung ab. Die Geldpolitik alleine kann in der Europäischen Währungsunion nicht durch Auflagen sicherstellen, dass die Mitgliedstaaten auf dem Weg der Haushaltskonsolidierung bleiben.

Aus diesem Grund sucht die EZB mit ihrem OMT die Verbindung mit der Fiskalpolitik, indem Staatsanleihekäufe nur für Programmländer des ESM möglich sind. Da jedoch schon die Ankündigung des Programms die Zinsdifferenziale reduzierte, bleibt der EZB nur der moralische Zeigefinger. Auflagen kann sie nicht machen.

Letztlich wäre die Geldpolitik mit dieser Aufgabe überfordert. Sie ist Geldpolitik und nicht Fiskalpolitik. Alleine schon aus demokratietheoretischer Sicht legt der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) in Art. 123 Abs. 1 das Verbot der monetären Staatsfinanzierung fest: Fiskalpolitik ist immer Umverteilungspolitik und berührt einzelne Interessen daher so stark,

dass ein demokratischer Interessenausgleich notwendig ist. Eine Institution kann nur dann in ihren politischen Entscheidungen unabhängig sein, gerade in dem hohen Maße, das die EZB genießt, wenn dadurch weit weniger Interessenkonflikte auftreten. Wagt sich die EZB in die Fiskalpolitik, dann verliert sie faktisch an Unabhängigkeit, selbst wenn die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik praktisch nicht so scharf und eindeutig zu ziehen ist, wie die prinzipielle Unterscheidung nahelegt. Ökonomisch befände sich die EZB zudem auf einer schiefen Ebene. Sie würde immer mehr in die Fiskalpolitik hineingezogen und damit möglicherweise das primäre Ziel der Preisstabilität verletzen müssen. Dies erscheint zurzeit nicht als akutes Problem. Ökonomische Fehlentwicklungen beginnen jedoch nicht selten mit falschen ordnungspolitischen Weichenstellungen.

Die Probleme der Geldpolitik stellen sich für Programme des ESM in weit geringerem Maße. Überhaupt darf der ESM als Fortschritt für die Architektur der Währungsunion gesehen werden. Er verstößt weder gegen das Nicht-Beistandsgebot von Art. 125 Abs. 1 AEUV noch gegen den grundlegenden Ordnungsrahmen der Währungsunion, der auf die nationale Autonomie und Verantwortlichkeit in der Finanz- und Wirtschaftspolitik setzt. Das Verbot der monetären Staatsfinanzierung und das Nicht-Beistandsgebot sollen die nationale fiskalpolitische Verantwortlichkeit sicherstellen. Wenn weder die Notenbank noch andere Staaten oder die EU für die Verbindlichkeiten der Mitgliedstaaten haften, dann ist ein Staat mit seinen finanziellen Schwierigkeiten im Zweifel auf sich gestellt und muss notfalls Umschuldungsverhandlungen mit seinen Gläubigern führen. Notwendig wäre daher eine Insolvenzordnung für die Mitgliedstaaten des Euroraums. Eine Insolvenzordnung würde jedoch nicht nur die Regeln festlegen, die eine Umschuldung staatlicher Verbindlichkeiten in einem bestimmten Rahmen ermöglichen sollen, sondern müsste zwingend einen Liquiditätsmechanismus vorsehen, der in begrenztem Rahmen die Fortführung staat-

licher Aktivitäten während der Umschuldungsverhandlungen erlaubt. In den ersten Entwürfen war dies für den ESM vorgesehen. Letztlich blieben der Liquiditätsmechanismus und die Collective Action Clauses übrig. Eine weitergehende staatliche Insolvenzordnung kam auf Druck der Finanzmärkte nicht zustande. Der ESM ist damit im Grundsatz die konsequente Ergänzung der Nicht-Beistandsklausel. In der Tat ist nicht zu erkennen, dass die Konsolidierungsbemühungen der Mitgliedstaaten, die in einem Programm des ESM Kreditzusagen gegen Auflagen erhielten, nachgelassen hätten. Portugal hinkt zwar etwas hinterher, wird seinen Verpflichtungen aber vertragsgetreu nachkommen.

Schließlich wird dadurch die Haushaltsautonomie der betroffenen Mitgliedstaaten nicht infrage gestellt. Wie im Stabilitäts- und Wachstumspakt selbst nach dessen Härtung bleiben sie die Herren des Verfahrens. Niemand wird von den Partnerstaaten gezwungen, einen Antrag beim ESM zu stellen. Faktisch bleibt einem Staat, der weder von seinen Steuerzahlern noch von privaten Gläubigern ausreichend finanziert wird, kaum eine andere Wahl – bis auf eine: die Staatsinsolvenz mit ihren teils unangenehmeren Konsequenzen als die Auflagen des ESM. Ein Programmland erhält Kredit gegen das Versprechen, die wirtschafts- und finanzpolitische Lage im Land zu verbessern. Die Troika prüft lediglich die Einhaltung der Versprechungen, die als Ergebnis eines Verhandlungsprozesses ebenfalls Teil der einzelstaatlichen Autonomie sind.

Was zu tun ist

Fremdkörper in der bisherigen Rettungspolitik im Euroraum ist somit die Geldpolitik der EZB, insbesondere die OMT, nicht der ESM-Krisenmechanismus. Man muss dies der EZB nicht übel nehmen. Ihr blieb kaum eine andere Wahl, nachdem die Mitgliedstaaten sie im Regen stehen ließen. Der Sachverständigenrat (2011; 2012) hat mit seinem Schuldentilgungspakt eine fiskalpolitische Alternative vorgestellt, die das geldpolitische Dilemma vermieden, auch nicht in die Fiskalpolitik hineingetragen hätte, obwohl dieser Vorschlag ebenfalls Risiken aufwies. Diese Lösung kam nicht zustande. Befürchtet werden muss angesichts der jüngsten Entwicklungen, dass die Mitgliedstaaten die EZB erneut alleine lassen, weil sie unzureichend konsolidieren.

Zwingend für die Bewältigung der Staatsschuldenkrise im Euroraum ist somit die Fortführung der Haushaltskonsolidierung, die weit weniger mit Austerität als mit fiskalpolitischer Solidität zu tun hat. Wenn die Schuldenstandsquote eines Landes sehr hoch ist, verpuffen expansive fiskalpolitische Maßnahmen relativ wirkungslos und verschlechtern letztlich nur die Situation. Kontraktive fiskalpolitische Maßnahmen werden in aller Regel dann zwar zunächst keine wirtschaftliche Dynamik auslösen. Nach einer gewissen An-

passungsphase und begleitet von den richtigen strukturpolitischen Reformen, insbesondere einer Flexibilisierung der Arbeits- und Produktmärkte, werden sich diese Staaten jedoch wirtschaftlich erholen. Die Lage Irlands und Spaniens ist bisher das beste Beispiel für den Erfolg dieser Politik.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt kann die notwendige Haushaltskonsolidierung in den Mitgliedstaaten nicht sicherstellen, sondern nur Hilfestellungen bieten. Die gemäß dem Fiskalpakt verabschiedeten nationalen Schuldenbremsen dürften weitere Hilfe bieten (vgl. Burret und Feld 2014). Welche Ausweichmöglichkeiten sie belassen, ist angesichts der kurzen Zeit seit ihres Inkrafttretens aber unklar. Jedenfalls ist jede erneute Aufweichung des Stabilitäts- und Wachstumspakts kontraproduktiv. Im präventiven Arm, der für Italien relevant ist, sind hinreichend große Spielräume schon heute vorhanden, die jedoch nicht dazu führen dürfen, dass Italien seine Primärüberschüsse reduziert. Im korrektiven Arm, also bei exzessiven Haushaltsdefiziten, wie in Frankreich, bestehen geringere Spielräume. Sie sollten keinesfalls ausgeweitet werden. Erhielte Frankreich mehr Spielräume, wäre dies ein Affront für diejenigen Mitgliedstaaten, die sich erfolgreich angestrengt haben, ihre Staatshaushalte zu sanieren.

Der Königsweg zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise besteht in der Haushaltskonsolidierung. Aber ist dies überhaupt zu schaffen? Nach Berechnungen des Sachverständigenrats (2013, S. 46, Tab. 4) weist Italien mit 5,0% des BIP einen durchaus erreichbaren Primärüberschuss auf, mit welchem die Einhaltung des Fiskalpakts sichergestellt werden kann, also eine Rückführung der Schuldenstandsquoten mittelfristig erreichbar ist. Italien erreicht im Jahr 2013 mit 4,3% des BIP einen strukturellen Primärüberschuss, der nicht allzu weit von 5% entfernt ist. Im Falle Portugals stellt sich eine schwierigere Situation. Dort wäre nach diesen Berechnungen ein Primärüberschuss von 7,3% erforderlich, jenseits dessen, was das Land bisher schafft. Für Griechenland liegen keine verlässlichen Berechnungen vor. In Irland liegt der erforderliche Primärüberschuss bei 3,9% des BIP, in Spanien bei 2,7% und in Frankreich bei 2,0%. Bis auf Portugal und Griechenland sind die Konsolidierungserfordernisse somit nicht vollkommen unrealistisch. Die Mitgliedstaaten benötigen vor allem eines: einen langen Atem. Für Griechenland und Portugal sind weitere Maßnahmen, etwa im Rahmen eines ESM-Programms notwendig, die durch die derzeit einsetzende konjunkturelle Erholung gestützt werden. Vielleicht bieten die von Fratzscher et al. (2014) für Griechenland vorgeschlagenen, BIP-indexierten Kredite bereits eine vernünftige Lösung.

Was zu lassen ist

Der Schlüssel für die Bewältigung der Staatsschuldenkrise in Europa liegt somit bei den Mitgliedstaaten. Sie sollten es

unterlassen, die gerade erst gehärteten europäischen Regeln aufzuweichen, und sie müssen an der Politik der Haushaltskonsolidierung festhalten. Trotz aller Sympathie für eine Staatsinsolvenzordnung würde eine groß angelegte Schuldenrestrukturierung mit Haircuts, etwa im Rahmen einer Schuldenkonferenz, zum jetzigen Zeitpunkt lediglich zu massiven Turbulenzen auf den Anleihemärkten führen. Die durch die EZB erreichte Stabilisierung würde zunichte gemacht. Eine Insolvenzordnung für Staaten kann erst nach einer Rückführung der Schuldenquoten in Europa in Kraft treten. Sonst hätte sie anstatt stabilisierender Effekte eine Destabilisierung zur Folge. Es bleibt keine einfache Lösung, nur der harte Weg der Konsolidierung: an die Arbeit!

Literatur

Burret, H.T. und L.P. Feld (2014), »Political Institutions and Fiscal Policy: A Note on Budget Rules and Fiscal Federalism«, *CESifo DICE Report – Journal for Institutional Comparisons* 12, 3–11.

Fratzscher, M., C. Große Steffen und M. Rieth (2014), »BIP-indexierte Kredite für Griechenland«, *DIW Wochenbericht* (31–32), 739–749.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), *Verantwortung für Europa wahrnehmen*, Jahresgutachten 2011/12, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2012), *Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen*, Sondergutachten, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013), *Gegen eine rückwärtsgerandte Wirtschaftspolitik*, Jahresgutachten 2013/14, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.

Befürworter und Gegner der direkten Demokratie auf Bundesebene trennen sich in zwei unveröhnliche Lager. Würden beide Seiten offenlegen, von welchen Grundmodellen sie ausgehen, so ließe sich der Streit beilegen. Um in dieser Hinsicht voranzukommen, werden die Grundmodelle im nachfolgenden Aufsatz dargestellt und verglichen.

»Wer soll herrschen«, fragt die Platonische Philosophie. Karl Popper warnt: Jede Herrschaft ist falsch und gefährlich. Philosophenkönige werden zu Diktatoren, Demokratien zur Tyrannis (Popper 1957). Aber wie sollen sich Menschen dann organisieren? Hier hält sich Popper zurück. Hilfreicher ist James Buchanans Ansatz (Buchanan und Tullock 1962). Auch er warnt vor Herrschern. Er stellt aber eine Alternative zur Debatte. Um Herrschaft zu vermeiden, sollen die Menschen ihre Probleme durch Verträge lösen. Wenn sich aber Verträge in einem Gemeinwesen wegen der großen Zahl von Beteiligten als unpraktikabel herausstellen, könne – wiederum vertraglich – vereinbart werden, dass gewählte Repräsentanten statt der Bürgerinnen und Bürger entscheiden. Doch die Repräsentanten sollten nicht herrschen, sondern nur die Präferenzen der Bürgerinnen und Bürger unverfälscht vertreten. Wie aber soll das geschehen? Wie lässt sich sicherstellen, dass die Repräsentanten nicht zu Herrschern werden?

Dieses Problem wird nachfolgend in fünf Modellen diskutiert. Das Referenzmodell der reinen repräsentativen Demokratie (Modell 1) ist so konstruiert, dass die Repräsentanten einen Anreiz haben, die Präferenzen der Bürgerinnen und Bürger nachzuvollziehen. Hierdurch wird Buchanans Vorstellung von einer Repräsentation ohne Macht erfüllt. Im Modell der Parteiendemokratie (Modell 2) stehen die Parteien zwar im Wettbewerb um die Wählergunst, aber der Marktzutritt ist beschränkt. So bilden Parteien ein geschlossenes Oligopol und werden damit zu verkappten Herrschern. Viel wäre schon gewonnen, wenn die Parteien im Parlament von der Regierung in der Exekutive getrennt würden (wie es das Grundgesetz vorsieht) und eine Machtvereinigung beider Kräfte vermieden wür-

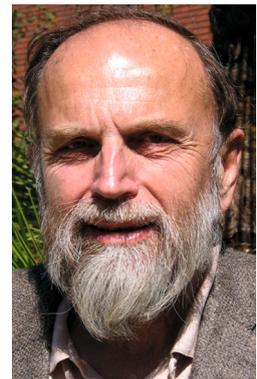
de. Darum wird in der Präsidialdemokratie (Modell 3) die Exekutive vom Volk, also unabhängig vom Parlament, gewählt. In der reinen Zweiparteiendemokratie (Modell 4) wird die Idee des repräsentativen Parlaments fallen gelassen. Die Bürger sollen in Wahlen selbst bestimmen, welches Wahlprogramm als Regierungsprogramm durchgeführt wird. Dieses Verfahren läuft auf eine direkte Demokratie über Wahlprogramme hinaus. Doch Modell 4 darf nicht mit dem (vielfach vorgeschlagenen) Westminster-System (Modell 5) verwechselt werden, in dem die Abgeordneten einzeln in dezentralen Wahlkreisen gewählt werden, was den Mehrheitswillen nur mangelhaft wiedergibt.

Das Modell der »reinen repräsentativen Demokratie« (Modell 1)

»Getreue Repräsentation« im Sinne der Bürgerpräferenzen lässt sich erreichen, wenn jeder Mensch geborenes Mitglied des Parlaments ist und, soweit er seine Mitgliedschaft nicht selbst ausübt, sie in Wahlen einer Person seines Vertrauens überträgt. Stellt sich dann heraus, dass das Parlament nach dem ersten Wahlgang noch zu groß ist, um funktionsfähig zu sein, so sind in einem zweiten Wahlgang nur noch die (angenommen) hundert Kandidat(-innen) wählbar, die im ersten Wahlgang die meisten Stimmen übertragen erhalten haben. Am Ende sind hundert repräsentierte Meinungen im Parlament vertreten, also weit mehr als in praktisch jedem der heute bestehenden Parlamente. Jede(r) Abgeordnete verfügt über so viele Stimmen, wie sie oder er erhalten hat, gleichgültig ob er von einer Partei nominiert oder als Außenseiter Kandidat geworden ist. Die Bürgerinnen und Bürger sind völlig frei, ihre Stimme nach z.B. politischen oder regionalen Kriterien an Parteimitglieder oder an Außenseiter zu vergeben. Politik und Region



Charles B. Blankart*



Dennis C. Mueller**

* Prof. Dr. Charles B. Blankart, Humboldt-Universität zu Berlin und Universität Luzern.

** Prof. Dennis C. Mueller, Ph.D., Universität Wien.

werden so gewichtet, wie die Bürgerinnen und Bürger dies wollen. Eine Zweite Kammer ist daher nicht mehr erforderlich. Die Stellvertreterwahl ergibt ein Parlament, das ein verkleinertes »repräsentatives« Abbild der Grundgesamtheit der Bevölkerung darstellt.

Vertrauen ist gut; es kann aber auch enttäuscht werden, z.B. wenn die Abgeordneten im Verlauf der Wahlperiode von den Ansichten, die sie vor der Wahl vertreten haben, abweichen und ihre eigenen Ziele verfolgen. Das geeignete Mittel, um enttäuschtes Vertrauen zu korrigieren, sind Referenden. Erscheint den Bürgern ein beschlossenes Gesetz im Widerspruch zu den Versprechen ihres Abgeordneten, so ergreifen sie das Referendum. Fällt das Gesetz infolgedessen bei den Wählern durch, so tritt es einfach nicht in Kraft. Das nehmen die Abgeordneten wahr und richten sich in Zukunft wieder stärker nach den Präferenzen ihrer Wähler, die sie vertreten.

Auch in Deutschland wird die direkte Demokratie als Ergänzung zur repräsentativen Demokratie diskutiert. Im Vordergrund steht aber nicht das Referendum, sondern das Tripel von »Volksinitiative, Volksbegehren und Volksentscheid« (vgl. ASJ-Bundesvorstand 2011). Dieses Tripel ist auf neue Gesetze ausgerichtet. Doch neue Gesetze generiert der politische Wettbewerb von selbst, da die Abgeordneten wiedergewählt werden möchten. Was fehlt, ist ein Verfahren, mit dem Bürger unerwünschte Gesetze stoppen können. Hierzu dient das Referendum. Das auf neue Gesetze ausgerichtete Tripel von »Volksinitiative, Volksbegehren und Volksentscheid« rennt dagegen offene Türen ein.

Das Parteienmodell (Modell 2)

Im Parteienmodell stellt jede Partei eine Liste mit ihr ergebnen Kandidaten auf. Der Wettbewerb unter den Parteien bewegt die Kandidaten dazu, in ihrer Politik die Bürgerpräferenzen zu verfolgen.

Doch dieser Wettbewerb unter den Parteien ist beschränkt. Anders als im Modell 1 können die Wähler ihre Kandidaten nicht selbst aussuchen. Wer Kandidat wird, bestimmen die Parteien. Sie bilden untereinander ein geschlossenes Oligopol, denn sie alle unterliegen den gemeinsamen, im Wahlgesetz niedergelegten Wettbewerbsbeschränkungen. Das deutsche Bundeswahlgesetz gibt parteiunabhängigen Außenseitern kaum eine Chance, an die Wähler heranzukommen. Nach § 27 dieses Gesetzes dürfen Landeslisten nur von Parteien und nicht von Ad-hoc-Gruppen aufgestellt werden. Dies hilft der Parteidisziplin und erschwert den Wettbewerb. Von der Partei aufgestellte Kandidaten werden zu Insidern, die alles tun, um nicht aus dem Oligopol herauszufallen. Als Outsider könnten sie sich gegenüber den Insidern kaum durchsetzen. Parteien des Oligopols können sich

auch zu Kartellen zusammenschließen, wenn mehrere Parteien eine Parteienkoalition erfordern, um eine Regierungsmehrheit zusammenzubringen. Ein Gesetz zum Schutz des Parteienwettbewerbs gibt es nicht.

Es stört offenbar niemanden, dass mit der Wahl des Regierungschefs durch das Parlament der Verfassungsgrundsatz der Trennung von Legislative und Exekutive schlicht missachtet wird. Die vereinigten Legislativen und Exekutiven in der Partei kumulieren Regierungsmacht, obwohl Art. 20 Abs. 2 GG verlangt, dass »alle Staatsgewalt... durch *besondere* Organe der Gesetzgebung, der vollziehenden Gewalt und der Rechtsprechung ausgeübt [wird].«¹ Das Grundgesetz verlangt »besondere«, nicht »vereinigte« Organe. Das Parlament soll beschließen, die vollziehende Gewalt soll umsetzen. Diese Trennung geht verloren, wenn die Mehrheitskoalition im Parlament das vorgefertigte Regierungsprogramm der Partei gutheißen muss.² Die Abgeordneten sind dann nur noch Mehrheitsbeschaffer für die von der Regierung gefassten Beschlüsse.

Funktionsfähig ist das *Parteienmodell 2* nur, weil der Wettbewerb durch parteiunabhängige Gruppen praktisch ausgeschlossen ist. Dieser Effekt könnte zwar durch direkte Demokratie teilweise neutralisiert werden, doch direkte Demokratie würde parteiunabhängige Gruppen zulassen und damit die Parteienherrschaft untergraben. Dies sollte aber unter allen Umständen verhindert werden. Daher ist in Parteiendemokratien (wie der deutschen) schwer damit zu rechnen, dass direkte Demokratie in wesentlichem Umfang auf Bundesebene zugelassen wird.

Präsidentdemokratie (Modell 3)

Wo die Regierung wie in *Modell 2* durch das Parlament gewählt wird, ist eine Verschmelzung dieser Staatsorgane praktisch unumgänglich. Soll jedoch die Trennung zwischen Exekutive und Legislative aufrechterhalten bleiben, so muss die Regierung, wie in Präsidentdemokratien (Modell 3) vorgesehen, unabhängig vom Parlament gewählt werden. Dies ist im Präsidialsystem der USA und in den US-Bundesstaaten der Fall. Auch deutsche Gemeinden, in denen der Bürgermeister vom Volk gewählt wird, praktizieren ein Präsidialsystem. Oberhäupter wie der Präsident, Gouverneur oder Bürgermeister sind Organisatoren von Mehrheiten von Fall zu Fall. Sie unterhalten zwar Bindungen mit Mitgliedern ihrer Partei im Parlament, bilden aber dort keine feste Regierungskoalition. Folglich haben auch kleinere Parteien die Chance auf eine Vertretung im Parlament. Im Deutschen Kaiserreich gab es beispielsweise 14 Parteien (1907). Kleine Parteien

¹ Hervorhebung durch den Verfasser.

² Im Falle Deutschlands besteht jedoch ein Schlupfloch, die Gewaltenteilung zu umgehen, weil der Bundestag nach Art. 63 Abs. 1 GG den Bundeskanzler und mit ihm faktisch das Regierungsprogramm der Mehrheitskoalition wählt.

waren als Stimmenbringer erwünscht und sollten nicht durch eine Fünfprozentklausel ausgeschlossen werden. Je mehr kleine Parteien es gibt, desto weniger kann eine von ihnen den Erpresser spielen. Das Präsidentialmodell wird weltweit mit Erfolg praktiziert. Es lässt sich daher schwer einwenden, es sei nicht funktionsfähig.

In Deutschland könnte ein vom Volk gewählter Kanzler frei entscheiden, welche Parteien ihn bei welchen Gesetzen unterstützen. Wenn eine Vorlage gar keine Unterstützung findet, so ist dies ein gutes Zeichen, dass sie als Gesetz unerwünscht ist.

Auch in der Präsidentialdemokratie bleibt das Parlament repräsentativ, d.h. es ist (wie in Modell 1) ein verkleinertes Abbild einer »Vollversammlung« aller Bürgerinnen und Bürger. Deswegen ist es richtig, dass Unzufriedenheit der Repräsentierten mit ihren Repräsentanten ein Referendum auslöst und sie so wieder zu sich zurückholt.

Das Präsidentsystem eignet sich nicht nur für den Bund, sondern auch für Länder und, wie das Bürgermeistermodell zeigt, auch für Gemeinden. Gesetze bedürfen der Zustimmung des Parlaments. Im Übrigen kann der Präsident mehr oder weniger Macht haben. Das ist in einem besonderen Dokument, den Checks und Balances, zu regeln und in der Verfassung zu verankern.

Kritiker wenden ein, das Präsidentsystem sei in Israel 1992 gescheitert. Dieser Einwand trägt nicht. Das Scheitern lag dort nicht am Präsidentsystem, sondern am Parlament, das sich das Recht nahm, dem vom Volk gewählten Ministerpräsidenten einzelne Minister aufzudrücken und bei Bedarf zu entziehen. Was geschah? Ein funktionsfähiges Präsidentsystem wurde mit Elementen der parlamentarischen Demokratie – der Nominierung von Ministern – vermischt und dadurch zu Fall gebracht. Statt das Parlament in seine Schranken der Gesetzgebung zu weisen und dadurch das Präsidentsystem funktionsfähig zu gestalten, wurde das Präsidentsystem zugunsten eines Parteienmodells abgeschafft (vgl. Sezgin 2000).

Das reine Zweiparteiensystem (Modell 4)

Im Parteienmodell (Modell 2) ist das Parlament seiner Funktion enthoben, die Bürgervielfalt im Kleinen darzustellen. Es ist nur noch Mehrheitsbeschaffer für das Regierungsprogramm. Doch warum muss das Regierungsprogramm vom Parlament gutgeheißen werden? Im *reinen Zweiparteiensystem* wird das Regierungsprogramm von den Wählern anlässlich der Parlamentswahl ausgewählt.

Das funktioniert wie folgt: In einer Demokratie mit anfänglich mehreren Parteien tritt jede Partei mit ihrem Programm vor

die Wähler. Erzielt eine die absolute Mehrheit der Stimmen, so erhält sie die Mehrheit der Sitze im Parlament, stellt die Regierung und setzt das Programm durch, für das die Wählermehrheit gestimmt hat. Das reine Zweiparteiensystem wird gleichsam zu einer direkten Demokratie über das Regierungsprogramm. Erreicht keine Partei eine absolute Mehrheit, so wird in einer Stichwahl unter den zwei größten Parteien ermittelt, welches das durchzuführende Programm ist. Dadurch wird sichergestellt, dass hinter dem Regierungsprogramm stets eine Wählermehrheit steht.

Das Parlament hat nur den Zweck, diese Mehrheit zu bestätigen. Denn die Sachdiskussion hat schon vor der Wahl stattgefunden. Details werden durch die gewählte Regierung geregelt. Ist sie insgesamt erfolgreich, so wird sie bei der nächsten Wahl wiedergewählt. Andernfalls siegt die Opposition.

Volksabstimmungen zwischen den Wahlen wären systemwidrig; denn die Wähler haben mit ihrer Wahl über das Programm entschieden. Wenn die Wähler dem siegreichen Parteiführer nicht trauen, dass er sein Versprechen hält, so kann dies nicht durch Volksabstimmungen nachgebessert werden. Sonst würde der Mehrheitsführer einwenden, er sei für nichts mehr verantwortlich. Vielmehr bedarf es einer neuen Wahl. Daher sollten die Wahlen in einem reinen Zweiparteiensystem zeitlich nicht allzu weit auseinanderliegen.

Für die eine nationale Regierung gibt es im reinen Zweiparteiensystem nur einen Wahlkreis. Dies schließt nicht aus, das reine Zweiparteiensystem auf mehreren föderalen Ebenen zu praktizieren. Es gibt also Raum und Grund für Föderalismus, wenn die Präferenzen regional differieren.

Das Westminster-System (Modell 5)

Das reine Zweiparteiensystem wird oft mit dem im Vereinigten Königreich und in dessen kolonialen Nachfolgestaaten praktizierten Westminster-System (*Modell 5*) verwechselt. Im Westminster-System gibt es nicht einen, sondern viele, über das Land verteilte Wahlkreise. Es wird der Kandidat gewählt, der in seinem Wahlkreis die relative Mehrheit der Stimmen erzielt. Sind die relativen Mehrheiten in allen Wahlkreisen ähnlich verteilt, so folgt auch aus dem Westminster-System ein Zweiparteiensystem im nationalen Parlament. Aber das ist nicht zwingend. Wenn es regionale Mehrheiten wie beispielsweise in Schottland oder in Teilen Indiens gibt, so kann das Westminster-System auch zu einem Mehrparteiensystem führen. Kleine regionale Mehrheiten erhalten Parlamentssitze, bleiben aber auf nationaler Ebene nicht koalitionsfähig und werden daher in der nationalen Politik nicht berücksichtigt. Dies begünstigt (wie im Vereinigten Königreich sichtbar) Sezessionstendenzen. Im reinen Zweiparteiensystem nach Modell 4 hingegen kann es sich der Mehrheitsführer nicht leisten, regionale Gruppen außer Betracht zu lassen; denn diese könnten sich mit ihren

spezifischen Anliegen dem konkurrierenden Parteiführer zuwenden und die Wahl des Ersteren in Frage stellen.

Schlussfolgerungen

Die Bürgerinnen und Bürger können im Staat nicht alles selbst entscheiden. Sie brauchen Repräsentanten. Aber wie lässt sich sicherstellen, dass die Repräsentanten nur repräsentieren und nicht zu Herrschern werden?

Im Modell der reinen repräsentativen Demokratie (Modell 1) wählen die Bürger aus ihrer Mitte, wer sie repräsentieren soll. Daher herrscht Abgeordnetenvielfalt und Wettbewerb. Die Gefahr der Herrschaft wird durch Wahlen und Referenden geringgehalten. Daher kann Modell 1 als Referenzmodell angesehen werden.

Auch im Modell 2 der reinen Parteiendemokratie gibt es Wahlen und damit Wettbewerb unter den Kandidaten. Doch der Wettbewerb ist beschränkt, weil die Parteien im Wesentlichen bestimmen, wer sich um einen Sitz im Parlament bewerben darf. Dadurch werden die auserwählten Kandidaten und Abgeordneten von ihrer Partei abhängig. Sie sind auf ihre Partei angewiesen und können gar nicht anders, als deren Regierungschef im Parlament zu wählen. Es kommt zu einer Machtkonzentration von Regierung und Parlamentsmehrheit. Repräsentanten drohen zu Herrschern zu werden. Referenden wären wünschbar, denn sie könnten die Macht der Parteien aufweichen. Doch gerade deswegen sind Parteien dagegen. Deutschland kommt der reinen Parteiendemokratie sehr nahe.

Die Verquickung von legislativer und exekutiver Gewalt wird durch das Präsidialsystem von Modell 3 aufgelöst, indem Regierung und Parlament in zwei Wahlen getrennt bestimmt werden. Keine der beiden Gewalten kann die andere dominieren. Vielmehr muss sich die Regierung ihre Mehrheiten im Parlament von Fall zu Fall zusammensuchen, wozu auch kleine Parteien beitragen können. Eine Fünfprozentklausel, die eine Parteienkoalition zusammenhält, ist nicht erforderlich. Referenden sind in diesem Modell angesagt, weil sie sicherstellen, dass die Abgeordneten Repräsentanten nicht ihre eigenen Wege gehen und damit zu Herrschern werden. Die US-Einzelstaaten und viele deutsche Gemeinden kommen diesem Modell nahe.

Die Parteienherrschaft nach Modell 2 lässt sich auch dadurch überwinden, dass nicht das Parlament, sondern die Bürger als Wähler das Regierungsprogramm bestimmen. Dies geschieht in der reinen Zweiparteiendemokratie. Diese ist eine Art direkte Demokratie, weil die Wahlen eine Sachabstimmung über den Inhalt der Politik ausdrücken. Eine Koalitionsbildung im Parlament ist nicht mehr erforderlich, weil die Stichwahl ein eindeutiges Programm hervorbringt. Referenden innerhalb der Wahlperiode sollten eher unter-

bleiben, weil dadurch die Verantwortung des Mehrheitsführers für sein Wahlprogramm unterhöhlt wird.

Das Westminster-System nach Modell 5 wird häufig als ein Zweiparteiensystem nach Modell 4 angesehen. Das ist aber unrichtig. Die Wahl in Wahlkreisen führt nur dann zu einem Zweiparteiensystem, wenn die Präferenzen der Bevölkerung homogen verteilt sind. Bei räumlich heterogener Wählerschaft entstehen regionale Mehrheiten, deren Abgeordnete im nationalen Parlament eine zu geringe Anzahl haben, um koalitionsfähig zu sein. Das erzeugt Unzufriedenheit und eine Neigung zur Sezession. Insgesamt ist nicht sichergestellt, dass die Mehrheit der Bürgerinnen und Bürger hinter dem durchgeführten Regierungsprogramm steht und mithin eine zentrale Forderung der Demokratie erfüllt wird.

Gesamtwürdigung: Bei der Wahl der Systeme haben die Bürgerinnen und Bürger das letzte Wort. Niemand kann sie daran hindern nach einem neuen Modell 6 eine Diktatur einzurichten. Doch diese werden sie, wie Popper fürchtet, ohne Blutvergießen nicht mehr los. Die Repräsentanten sollen sich daher darauf beschränken die Bürgerpräferenzen wiederzugeben und möglichst wenig eigene Macht auszuüben. Unter diesen Zielen bieten sich die Modelle der reinen repräsentativen Demokratie (Modell 1), das Modell der Präsidialdemokratie (Modell 3) oder das Modell der reinen Zweiparteiendemokratie (Modell 4) an.

Literatur

ASJ-Bundesvorstand (2011), *Einführung eines Verfahrens über Volksinitiative, Volksbegehren und Volksentscheid auf Bundesebene durch Änderung des Grundgesetzes und Beschluss eines Ausführungsgesetzes*, online verfügbar unter: https://www.spd.de/linkableblob/16870/data/beschluss_asj_bundesvorstand_direkte_demokratie.pdf.

Blankart, Ch.B. und D.C. Mueller (2004), »The advantages of pure forms of parliamentary democracy over mixed forms«, *Public Choice* 122, 431-453.

Buchanan, J.M. und G. Tullock (1962), *The Calculus of Consent*, University of Michigan Press, Ann-Arbor.

Mueller, D.C., R.D. Tollison und T.D. Willett (1975), »Solving the Intensity Problem in a Representative Democracy«, in: R.D. Leiter und K. Sirkin (Hrsg.), *Economics of Public Choice*, Cyro Press, New York, repr. in: R. Amacher, R.D. Tollison und T.D. Willett (Hrsg.), *Political Economy and Public Choice*, Cornell University Press, Ithaca, New York, 1976., 444-473

Popper, K.R. (1958), *Die offene Gesellschaft und ihre Feinde* [The Open Society and Its Enemies]. Teil 1: The Spell of Plato, Routledge, London 1945, auf Deutsch als *Der Zauber Platons*, Francke Verlag, München.

Sezgin Y (2000), »The Implications of Direct Elections in Israel«, *The Turkish Yearbook* Vol. XXX, Ankara University Press, Ankara, 73-77.

Die Beurteilung der Lage am Arbeitsmarkt am aktuellen Rand ist wichtiger Bestandteil der Konjunkturanalyse. Auf dem Arbeitsmarkt zeigt sich beispielsweise, ob ein Aufschwung bei der Bevölkerung ankommt oder welche Verteilungswirkungen ein Abschwung mit sich bringt. Aus der gesamtwirtschaftlichen Perspektive interessieren sowohl die Zahl der Erwerbstätigen bzw. der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten als auch die Zahl der Arbeitslosen bzw. die Arbeitslosenquote. Allerdings wird insbesondere die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten mit einer Verzögerung von drei Monaten veröffentlicht, wobei verlässliche Daten erst nach sechs Monaten verfügbar sind. Demgegenüber kann die Zahl der bei der Bundesagentur gemeldeten Stellen zwar zeitnah über die Nachfrage nach Arbeitskräften informieren, sie gibt aber nur unscharfe Anhaltspunkte über die realisierten Neueinstellungen. Aus Befragungen gewonnene Indikatoren zur Nachfrage nach Arbeitskräften können daher potenziell wertvolle Informationen über den aktuellen Zustand des Arbeitsmarktes liefern. In der vorliegenden Analyse soll daher die Aussagefähigkeit des ifo Beschäftigungsbarometers für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung des deutschen Arbeitsmarktes überprüft werden. Zudem wird vom Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) das IAB-Arbeitsmarktbarometer, das Auskunft über die zu erwartende Zahl der Arbeitslosen im kommenden Monat geben soll, veröffentlicht. Die vorliegende Analyse vergleicht die Aussagekraft beider Indikatoren für den deutschen Arbeitsmarkt.

Das ifo Beschäftigungsbarometer

Das ifo Beschäftigungsbarometer basiert auf folgender Frage in den monatlichen Konjunkturumfragen:

»Die Zahl der mit der Herstellung von XY beschäftigten Arbeitnehmer wird

- zunehmen,
- etwa gleich bleiben,
- abnehmen«.

Da in der Industrie auf Produktebene die Umfrage durchgeführt wird, bezieht sich das »XY« auf das Hauptprodukt des befragten Betriebes.¹ Die Unternehmen sollen die Frage mit Blick auf die nächsten drei Monate beantworten. Die Antworten werden zunächst individuell mit der Größe oder dem Umsatz gewichtet und dann gemäß den Wertschöpfungsanteilen der einzelnen Branchen hochaggregiert. Für Details zur Gewichtung und Aggregation sei auf Goldrian (2004) verwiesen. Das derzeit exklusiv für das Handelsblatt berechnete und veröffentlichte ifo Beschäftigungsbarometer liegt ab Januar 2002 vor.² Es wird aus den Aggregaten Indus-

trie, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel sowie Dienstleistungen gebildet. Insgesamt werden ca. 9 500 Antworten erfasst. Der Vorteil des ifo Beschäftigungsbarometers ist, dass es auch für die eben genannten Teilaggregate sowie für weitere tiefer aggregiert (z.B. für den Maschinen- und Fahrzeugbau) vorliegt.

Das IAB-Arbeitsmarktbarometer

Im Gegensatz zum ifo Beschäftigungsbarometer werden beim IAB die lokalen Arbeitsmarktagenturen befragt. Die gestellte Frage lautet:

»Wie schätzen Sie insgesamt die Entwicklung der Arbeitslosigkeit in ihrem Agenturbezirk in den nächsten drei Monaten – über die normale jahreszeitliche Entwicklung hinaus – ein:

- viel weniger,
- weniger,
- gleich,
- mehr,
- viel mehr«.

Wie beim ifo Beschäftigungsbarometer beträgt der Erwartungshorizont drei Monate, jedoch stehen hier fünf Antworten – im Gegensatz zu drei beim ifo Institut – zur Auswahl. Bei der Aggregation wird

¹ Im Handel, Bauhauptgewerbe und im Dienstleistungsgewerbe wird die Frage leicht modifiziert, da dort nicht auf Produktebene abgefragt wird.

² Das aktuelle ifo Beschäftigungsbarometer kann unter www.ifo.de/de/w/4Mrr9nZ9a aufgerufen werden.

auch die unterschiedliche Größe der Agenturbezirke berücksichtigt. Bei der Befragung handelt es sich um eine Vollerhebung bei gegenwärtig 156 Bezirken, d.h. ganz Deutschland ist abgedeckt. Dieser Aspekt wird ausgenutzt, um die aktuell treffsicheren Agenturen über die Zeit herauszufiltern, d.h. es findet eine Selektion der Agenturbezirke statt, um die Aussagekraft des Gesamtindikators zu verbessern. Für ausführliche Details zur Berechnung des Indikators sei auf Hutter und Weber (2013) und Hutter et al. (2013) verwiesen. Der Indikator liegt auf monatlicher Basis seit November 2008 vor und kann auf der Website des IAB aufgerufen werden.

Ein Blick in die Literatur

Die beiden Barometer sind bisher in zwei Artikeln auf ihren Zusammenhang mit verschiedenen Referenzreihen untersucht worden. Abberger (2007) zeigt mit verschiedenen Methoden, dass das ifo Beschäftigungsbarometer eine sehr gute Prognosekraft für die Anzahl der Beschäftigten in Deutschland hat. Hutter und Weber (2013) und Hutter et al. (2013) prognostizieren die Entwicklung der Anzahl der Arbeitslosen in Deutschland. Neben dem IAB-Arbeitsmarktbarometer werden das ifo Beschäftigungsbarometer, gemeldete Stellen und Auftragseingänge auf ihre Prognosegüte getestet. Für verschiedene Horizonte wird gezeigt, dass das IAB-Arbeitsmarktbarometer am besten die Veränderung der Arbeitslosenzahl prognostizieren kann. Diese beiden Analysen deuten darauf hin, dass die beiden Barometer gemessen an der jeweiligen Referenzreihe sehr gut sind.

Referenzreihen

Die Arbeitsmarktlage lässt sich nicht mit einer einzigen Variablen beschreiben. Insbesondere die realisierte Erwerbstätigkeit und die Arbeitslosigkeit entwickeln sich nicht immer im Einklang. Nimmt die Erwerbsbevölkerung zu, beispielsweise weil Personen, die nicht arbeitslos gemeldet waren (z.B. Rentner oder Studierende), eine Beschäftigung aufnehmen, so führt eine Zunahme der Beschäftigung nicht zu einem Rückgang der Arbeitslosenzahl. Zudem gibt es Unterschiede in der Erhebungstechnik. Während die Zahl der Arbeitslosen einer reinen Verwaltungsstatistik entspringt, die beispielsweise stark von juristischen Änderungen beeinflusst wird, ist die Erwerbstätigenrechnung stärker an ökonomische Entscheidungen geknüpft. Außerdem ist die Arbeitslosenstatistik eine Vollerhebung, wohingegen in der Zahl der Erwerbstätigen auch Zuschätzungen enthalten sind. Unternehmerische Personalpläne können unter anderem mit Hilfe der offenen Stellen gemessen werden. Harte Informationen über die realisierten Einstellungen liefert die Statistik der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten. Allerdings sind hier nur abhängig Beschäftigte erfasst, und die Daten liegen

nur mit einer erheblichen zeitlichen Verzögerung vor. Um einen umfassenden Eindruck der Arbeitsmarktlage zu erhalten, werden folgende Referenzreihen verwendet:

- Arbeitslose,
- Arbeitslosenquote,
- offene Stellen,
- Erwerbstätige,
- sozialversicherungspflichtig Beschäftigte.

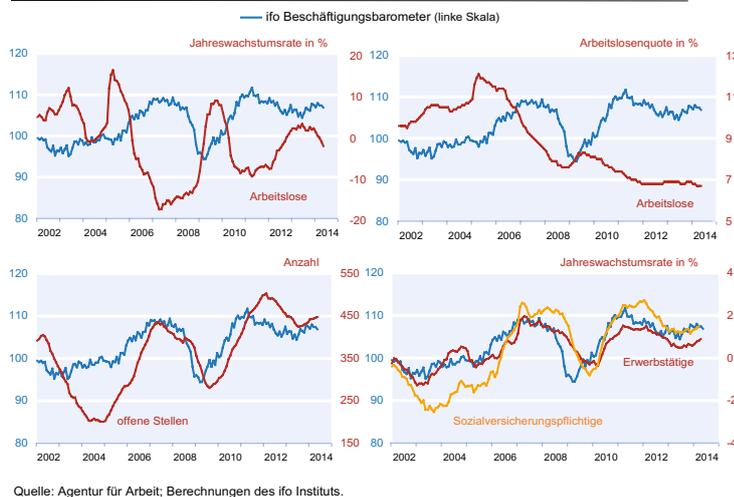
Die Zahl der Erwerbstätigen wird vom Statistischen Bundesamt veröffentlicht. Die verbleibenden Reihen wurden von der Bundesagentur für Arbeit bezogen. Alle Variablen liegen saisonbereinigt vor. Um die Dynamik des Arbeitsmarkts abzubilden und der Fragestellung nach Veränderungen der beiden Arbeitsmarktindikatoren gerecht zu werden, werden für die Arbeitslosen- und Erwerbstätigenzahl sowie für die sozialversicherungspflichtig Beschäftigte die Monats- und Jahreswachstumsrate berechnet. Erstere bildet eher die kurzfristige Dynamik am aktuellen Rand ab, wird jedoch stark von zufälligen Ereignissen beeinträchtigt und weist daher vielfach irreguläre Schwankungen auf. Die Jahreswachstumsrate beschreibt eher eine trendmäßige Entwicklung, da der Bezugspunkt weiter in der Vergangenheit liegt, zudem wird sie kaum vom gewählten Verfahren zur Saisonbereinigung beeinflusst.

Ein graphischer Vergleich

Die Abbildungen 1 und 2 geben einen ersten Eindruck von dem Zusammenhang zwischen den beiden Arbeitsmarktbarometern und den Referenzreihen. Abbildung 1 zeigt, dass das ifo Beschäftigungsbarometer eine starke Korrelation insbesondere mit der Jahresveränderung der Anzahl der Erwerbstätigen und der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten aufweist. Der Einbruch der Beschäftigtenzahlen während der Wirtschaftskrise 2008/2009 wurde rechtzeitig von dem Barometer angezeigt, auch der Zusammenhang mit den offenen Stellen ist sehr gut. Die Wendepunkte werden dabei vom ifo Beschäftigungsbarometer augenscheinlich zeitiger angezeigt.

Mit Blick auf die Arbeitslosenzahlen zeigt sich, dass per Konstruktion ein inverser Zusammenhang zwischen Anzahl der Arbeitslosen und dem ifo Beschäftigungsbarometer existiert. Auch hier werden die Wendepunkte identifiziert. Allerdings wird auch deutlich, dass Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen, die vor allem die Zahl der registrierten Arbeitslosen betreffen, aber kaum oder erst zu einem späteren Zeitpunkt eine Änderung der Arbeitsnachfrage bewirken, zu einer temporären Fehlindikation des ifo Beschäftigungsbarometers führen. So hatte der sprunghafte Anstieg der Arbeitslosenzahl zu Beginn des Jahres 2005, ausgelöst durch die Hartz-IV-Reform, keinen entsprechen-

Abb. 1
ifo Beschäftigungsbarometer und Indikatoren des deutschen Arbeitsmarktes
 (Januar 2002 bis Mai 2014)



den Rückgang des ifo Beschäftigungsbarometers zur Folge. Damals wurden zahlreiche Personen in die Arbeitslosenstatistik aufgenommen, die vorher nicht hinzugezählt worden waren. An dieser Stelle machen sich die unterschiedlichen Erhebungskonzepte bemerkbar, die beiden Reihen zugrunde liegen. Ähnliches gilt für den Zusammenhang zur Arbeitslosenquote. Allerdings wird der Nenner der Arbeitslosenquote auch durch Änderungen der Beschäftigtenzahl beeinflusst, so dass das ifo Beschäftigungsbarometer direkt Informationen über den aktuellen Verlauf der Arbeitslosenquote liefert.

In Abbildung 2 sind die Referenzreihen zusammen mit dem IAB-Arbeitsmarktbarometer dargestellt. Es ist zu beachten, dass der ausgewiesene Zeitraum um sechs Jahre kürzer ist, so dass Abbildung 2 rein optisch nicht direkt mit Abbildung 1 vergleichbar ist. Bei den Arbeitslosenzahlen ist augenscheinlich ein Vorlauf vorhanden, und auch Änderungen der Beschäftigtenzahl werden frühzeitig angezeigt.

Kreuzkorrelationen

Die ersten graphischen Eindrücke sollen im Folgenden mit einer Korrelationsanalyse präzisiert werden. Der Korrelationskoeffizient zwischen den Arbeitsmarktreihen und dem jeweiligen Barometer bildet den durchschnittlichen linearen Zusammenhang zwischen den betrachteten Zeitreihen ab. Da die Arbeitsmarktindikatoren für unterschiedlich lange Zeiträume vorliegen, werden die Korrelationen für das ifo Beschäftigungsbarometer einmal ab Januar 2002 und einmal ab November 2008 berechnet. Letzteres ermöglicht einen

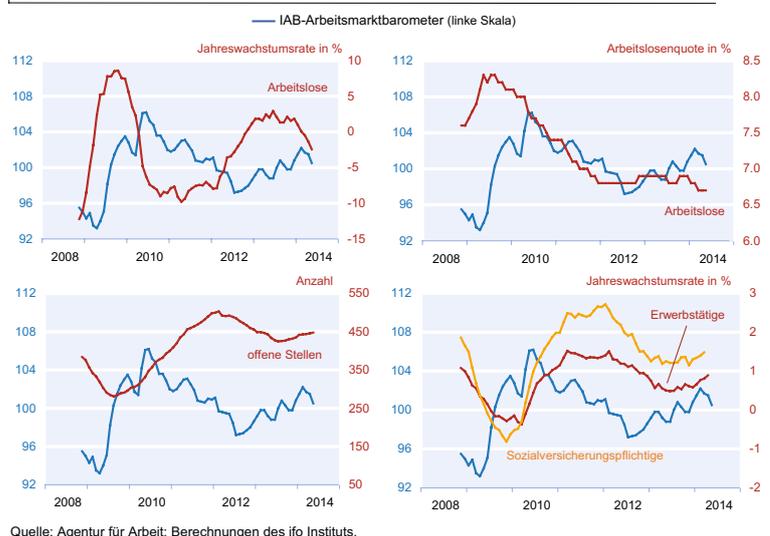
Vergleich der Zahlen mit dem IAB-Arbeitsmarktbarometer. Die Referenzreihen werden entsprechend in ihrer Länge angepasst.

In Tabelle 1 sind die Kreuzkorrelationen für die verschiedenen Referenzreihen abgebildet. Zusätzlich zum Gleichlauf (kontemporäre Korrelation) wird der Zusammenhang für einen Vorlauf (Korrelation mit späteren Werten) von bis zu sechs Monaten (-6) untersucht. Bei einem Vorlauf zeigt der Indikator die Veränderungen, wie z.B. Wendepunkte, in der Referenzreihe zeitlich früher an. In Tabelle 1 sind die jeweils höchsten Korrelationen für jede Referenzreihe und jedes Barometer kursiv hervorgehoben. Zur Vereinfachung des direkten Vergleichs zwischen dem ifo Beschäftigungsbarometer und dem IAB-Arbeitsmarktbarometer wird die höchste

Korrelation zusätzlich fett markiert. Bei den Arbeitslosenzahlen und -quote wird die größte negative Korrelation markiert, da hier ein inverser Zusammenhang besteht (vgl. auch Abb. 1 und 2).

Das IAB-Arbeitsmarktbarometer weist bei der Zahl der Arbeitslosen (kurz- und langfristige Dynamik) einen engeren Zusammenhang zur Referenzreihe auf als das ifo Beschäftigungsbarometer; die Korrelationen sind mit rund -0,8 sehr hoch. Bezogen auf die Arbeitslosenquote erweist sich das ifo Beschäftigungsbarometer als sehr guter Indikator mit einem Vorlauf von fünf Monaten. Gleiches gilt für die offenen Stellen, hier ist die Korrelation mit 0,91 noch etwas höher als bei der Arbeitslosenquote. Auch bei der Zahl der Erwerbstätigen und bei den sozialversicherungspflichtig Beschäftigten schneidet das ifo Beschäftigungsbarometer

Abb. 2
IAB-Arbeitsmarktbarometer und Indikatoren des deutschen Arbeitsmarktes
 (November 2008 bis Mai 2014)



Tab. 1
Kreuzkorrelationen

	Vorlauf						Gleichlauf
	- 6	- 5	- 4	- 3	- 2	- 1	0
Arbeitslose (Monatswachstumsrate)							
ifo (ab 2002)	- 0,330	- 0,386	- 0,403	- 0,445	- 0,481	- 0,511	- 0,528
ifo (ab 2008)	- 0,022	- 0,166	- 0,235	- 0,351	- 0,443	- 0,515	- 0,518
IAB (ab 2008)	- 0,331	- 0,441	- 0,509	- 0,574	- 0,667	- 0,774	- 0,788
Arbeitslose (Jahreswachstumsrate)							
ifo (ab 2002)	- 0,714	- 0,733	- 0,739	- 0,740	- 0,730	- 0,710	- 0,682
ifo (ab 2008)	- 0,602	- 0,646	- 0,657	- 0,648	- 0,612	- 0,552	- 0,470
IAB (ab 2008)	- 0,837	- 0,788	- 0,706	- 0,598	- 0,467	- 0,319	- 0,143
Arbeitslosenquote							
ifo (ab 2002)	- 0,632	- 0,620	- 0,605	- 0,590	- 0,572	- 0,551	- 0,528
ifo (ab 2008)	- 0,837	- 0,849	- 0,843	- 0,829	- 0,802	- 0,765	- 0,716
IAB (ab 2008)	- 0,308	- 0,279	- 0,240	- 0,195	- 0,144	- 0,081	0,002
Arbeitslosenquote							
ifo (ab 2002)	- 0,681	- 0,704	- 0,713	- 0,718	- 0,712	- 0,696	- 0,673
ifo (ab 2008)	- 0,598	- 0,654	- 0,674	- 0,666	- 0,629	- 0,570	- 0,490
IAB (ab 2008)	- 0,843	- 0,802	- 0,729	- 0,622	- 0,490	- 0,341	- 0,168
Offene Stellen							
ifo (ab 2002)	0,854	0,847	0,832	0,812	0,787	0,756	0,719
ifo (ab 2008)	0,906	0,911	0,901	0,882	0,848	0,801	0,742
IAB (ab 2008)	0,412	0,358	0,298	0,233	0,159	0,072	- 0,027
Anzahl der Erwerbstätigen (Monatswachstumsrate)							
ifo (ab 2002)	0,458	0,499	0,527	0,570	0,571	0,588	0,606
ifo (ab 2008)	0,400	0,492	0,520	0,559	0,591	0,641	0,644
IAB (ab 2008)	0,584	0,607	0,552	0,538	0,554	0,602	0,573
Anzahl der Erwerbstätigen (Jahreswachstumsrate)							
ifo (ab 2002)	0,844	0,859	0,865	0,860	0,845	0,826	0,800
ifo (ab 2008)	0,868	0,877	0,865	0,838	0,788	0,727	0,648
IAB (ab 2008)	0,636	0,539	0,434	0,331	0,216	0,090	- 0,051
Sozialversicherungsbeschäftigte (Monatswachstumsrate)							
ifo (ab 2002)	0,629	0,674	0,703	0,741	0,745	0,744	0,770
ifo (ab 2008)	0,420	0,519	0,590	0,662	0,701	0,754	0,780
IAB (ab 2008)	0,575	0,629	0,630	0,632	0,628	0,672	0,674
Sozialversicherungsbeschäftigte (Jahreswachstumsrate)							
ifo (ab 2002)	0,892	0,897	0,896	0,887	0,869	0,846	0,820
ifo (ab 2008)	0,897	0,909	0,907	0,883	0,840	0,782	0,710
IAB (ab 2008)	0,684	0,601	0,501	0,390	0,271	0,146	0,010

Quelle: Bundesagentur für Arbeit; IAB; ifo Institut; Berechnungen des ifo Instituts.

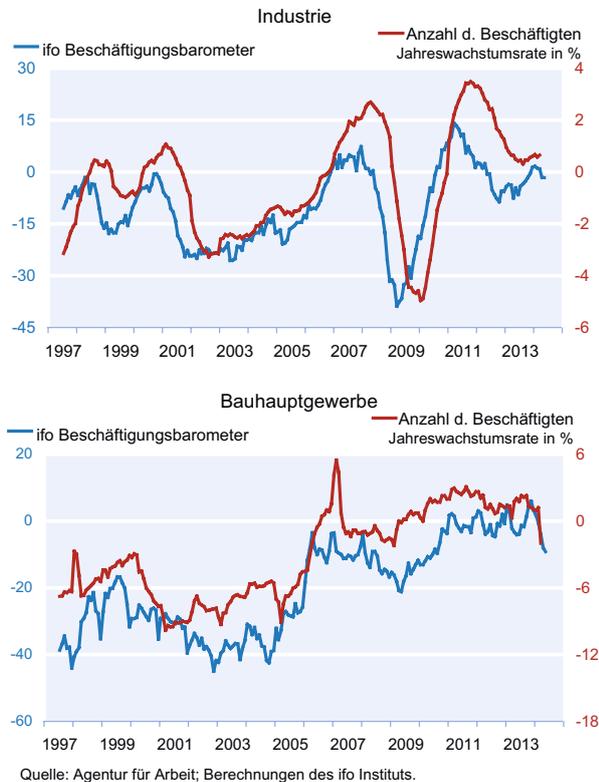
am besten ab. Im Vergleich der kurzfristigen Dynamik (Monatswachstumsrate) und der langfristigen Dynamik (Jahreswachstumsrate) am Arbeitsmarkt zeigt sich, dass vor allem letztere besser von den Indikatoren erfasst wird. Eine Erklärung könnte der Erwartungshorizont in der Fragestellung der Umfragen liefern, der drei Monate beträgt und somit etwas längerfristig ausgelegt ist. Darüber hinaus sind die Monatswachstumsraten aus den oben diskutierten Gründen wesentlich erratischer als die jährlichen Wachstumsraten, so dass die Korrelation in der Regel kleiner ausfällt.

Sektorale Betrachtung mit dem ifo Beschäftigungsbarometer

Ein Vorteil des ifo Beschäftigungsbarometers ist, dass es eine nach Wirtschaftssektoren getrennte Betrachtung des Arbeitsmarktgeschehens erlaubt. Abbildung 3 zeigt den

Zusammenhang des ifo Beschäftigungsbarometers mit der Beschäftigungsentwicklung in verschiedenen Sektoren. Für das Bauhauptgewerbe ist im unteren Teil der Abbildung ein sehr hoher Zusammenhang mit der jährlichen Veränderung der Beschäftigung festzustellen. Punktuelle Ereignisse wie im Winter 2006/2007 können den Zusammenhang jedoch stören. So weist die Beschäftigung am Bau eine hohe Wetterabhängigkeit auf, und die Einführung des Saisonkurzarbeitergeldes im Dezember 2006 hat dazu geführt, dass sich die Zahl der witterungsbedingten Entlassungen in den Wintermonaten deutlich reduziert hat. Solche Gesetzesänderungen werden in Umfrageindikatoren konstruktionsbedingt zumeist nicht vollständig erfasst. Im oberen Teil von Abbildung 3 ist der Zusammenhang zur Beschäftigung in der Industrie dargestellt. Da die Industrie sehr stark zyklischen Schwankungen unterliegt und somit den deutschen Konjunkturverlauf entscheidend bestimmt, ist eine zutreffende Erfassung der Arbeitsmarktlage in diesem Segment besonders wichtig. In der Industrie hat das

Abb. 3
ifo Beschäftigungsbarometer auf sektoraler Ebene und
der jährliche Beschäftigungszuwachs
 (Juli 1997 bis Mai 2014)



Beschäftigungsbarometer einen deutlichen stabilen Vorlauf. Somit werden konjunkturelle Schwankungen auf dem Arbeitsmarkt durch das ifo Beschäftigungsbarometer sehr zutreffend erfasst.

In Tabelle 2 sind die Kreuzkorrelationen für die Industrie und das Bauhauptgewerbe dargestellt. Sowohl für die Industrie und das Bauhauptgewerbe ist der Zusammenhang sehr gut, insbesondere bezogen auf die Jahreswachstumsrate. Wie bereits in Abbildung 3 dargestellt, besitzt das ifo Beschäftigungsbarometer einen Vorlauf. Dieser wird durch eine sehr hohe Korrelation mit 0,94 bei sechs Monaten bestätigt. Im Bauhauptgewerbe zeichnet sich das ifo Beschäftigungsbarometer durch einen sehr guten Gleichlauf aus.

Fazit

Sowohl das ifo Beschäftigungsbarometer als auch das IAB-Arbeitsmarktbarometer weisen einen engen Zusammenhang zur deutschen Arbeitsmarktlage auf. Allerdings gibt es erwartungsgemäß Unterschiede, wenn verschiedene Zielgrößen betrachtet

werden. So zeigt das ifo Beschäftigungsbarometer Änderungen der Beschäftigung am zuverlässigsten an, während das IAB-Barometer die monatliche Dynamik der Zahl der registrierten Arbeitslosen detaillierter abbildet. Hier dürfte eine Rolle spielen, dass das IAB-Arbeitsmarktbarometer Spezifika der Verwaltungsstatistik, wie die Einführung neuer arbeitsmarktpolitischer Instrumente etc., besser abbilden kann.

Es zeigt sich aber, dass das ifo Beschäftigungsbarometer für alle Zielgrößen ein verlässlicher Indikator ist, der auch die Arbeitslosenquote gut abgebildet, wohl auch weil die Beschäftigung direkt in den Nenner dieser Größe eingeht. Insgesamt erweist sich das ifo Beschäftigungsbarometer als vorteilhaft, wenn ökonomische Entscheidungen im Vordergrund stehen im Sinne einer Nachfrage nach (neuen) Arbeitskräften. Schwächen zeigt es hingegen, wenn es um Änderungen in den rechtlichen Rahmenbedingungen oder der Erhebungspraxis geht. So stellt die Einführung von Hartz IV oder des Saisonkurzarbeitergeldes am Bau besondere Herausforderung an Unternehmensbefragungen.

Mit dem ifo Beschäftigungsbarometer ist zudem ein Break-down in einzelne Bereiche der Volkswirtschaft möglich. Hier zeigt sich, dass insbesondere die Wirtschaftsbereiche, die stärker zyklischen Schwankungen unterworfen sind, wie das Verarbeitende Gewerbe, sehr zutreffend und vor allem zeitnah abgebildet werden.

Derzeit ist der Evaluierungszeitraum insbesondere für das IAB-Arbeitsmarktbarometer noch recht kurz. Daher ist zum momentanen Zeitpunkt nur eine vorläufige Beurteilung der Eigenschaften möglich. Eine hohe (niedrige) Korrelation kann bei einem kurzen Beobachtungszeitraum rein zufällig sein, weil die Stichprobe zu klein ist. Schließlich können sich die Eigenschaften von Indikatoren im Zeitablauf ändern bzw. zustandsabhängig variieren. Auch in diesem Fall benötigte man eine lange Historie der Zeitreihen, um verlässliche Aussagen treffen zu können.

Tab. 2
Kreuzkorrelationen auf sektoraler Ebene

	Vorlauf						Gleichlauf 0
	- 6	- 5	- 4	- 3	- 2	- 1	
Industrie							
Monatswachstumsrate	0,631	0,691	0,757	0,786	0,814	0,824	0,818
Jahreswachstumsrate	0,941	0,931	0,906	0,867	0,814	0,752	0,681
Baugewerbe							
Monatswachstumsrate	0,362	0,367	0,386	0,432	0,445	0,484	0,495
Jahreswachstumsrate	0,825	0,841	0,855	0,868	0,878	0,887	0,892

Quelle: Deutsche Bundesbank; ifo Institut, Berechnungen des ifo Instituts.

Literatur

Abberger, K. (2007), »Qualitative business surveys and the assessment of employment – A case study for Germany«, *International Journal of Forecasting* 23, 249–258.

Goldrian, G. (2004), *Handbuch der umfragebasierten Konjunkturforschung*, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung Nr. 15, ifo Institut, München.

Hutter, Chr. und E. Weber (2013), »Constructing a new leading indicator for unemployment from a survey among German employment agencies«, IAB-Discussion Paper, 17.

Hutter, Chr., E. Weber, K. Schmidt und S. Delfs (2013), »Neuer Frühindikator für die Entwicklung der Arbeitslosigkeit: Startschuss für das IAB-Arbeitsmarktbarometer«, *IAB-Kurzbericht*, 20.

Der UNCTAD World Investment Report 2014: Die Entwicklung ausländischer Direktinvestitionen

41

Sebastian Benz, Joachim Karl und Erdal Yalcin*

Aufgrund ihrer weitreichenden und vielschichtigen Wirkungen ist die Entwicklung grenzüberschreitender Direktinvestitionen sowohl wirtschafts- als auch gesellschaftspolitisch von großer Bedeutung. Welche Effekte gehen von privaten und staatlichen multinationalen Unternehmen (MNU) aus, die hinter ausländischen Direktinvestitionen stehen? Welche Politikimplikationen sind aus den gegenwärtigen Entwicklungen ableitbar? Diese Fragen und weitere Aspekte werden jährlich im Rahmen des von der Welthandelskonferenz (United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD) herausgegebenen World Investment Reports (WIR) zunächst deskriptiv dargestellt und anschließend analysiert. Die wesentlichen Ergebnisse des aktuell publizierten World Investment Report 2014 werden in diesem Artikel zusammengefasst.

Ausländische Direktinvestitionen (Foreign Direct Investment, FDI) stellen einen integralen Bestandteil des weltweiten ökonomischen Integrationsprozesses dar. Im Gegensatz zum grenzüberschreitenden Güterhandel werden ausländischen Direktinvestitionen langfristige Entwicklungswirkungen zugeschrieben. Über die letzten Jahrzehnte sind es vorwiegend Industrieländer gewesen, in die ein Großteil der weltweiten ausländischen Direktinvestitionen geflossen ist, die aber auch die größten Ursprungsländer der ausländischen Direktinvestitionen darstellten.

Ein Grund für die dominante Rolle der Industriestaaten als Zielländer für Investoren war vor allem ihr vergleichsweise niedriges Risikoumfeld (sowohl im Hinblick auf politische als auch wirtschaftliche Risikofaktoren), während konjunkturelle Aspekte über viele Jahre eine nachgelagerte Rolle spielten. Bis Mitte der 1990er Jahre fielen FDI-Zuflüsse in Entwicklungsländer vergleichsweise niedrig aus, obgleich viele dieser Länder bereits in den frühen 1990er Jahren große realwirtschaftliche Wachstumsraten aufwiesen. Seit spätestens Ende der 1990er Jahre hat sich dieses internationale Investitionsmuster stetig und substantiell verändert. Mit der jüngsten weltweiten Finanzmarktkrise in den Jahren 2008/2009 haben sich zudem wirtschaftliche Risiken auch in den Industriestaaten deutlich erhöht, während die Wachstumsperspektiven im Gegensatz zu etlichen Entwicklungsländern auf einem moderaten Niveau stagnieren. Als Folge dieser teilweisen Risikokonvergenz zwischen Industrie- und Entwicklungslän-

dern ist es nicht überraschend, dass der Anteil an weltweiten ausländischen Direktinvestitionen in Entwicklungs- und Transformationsländern mittlerweile stabil bei etwa 50% liegt.

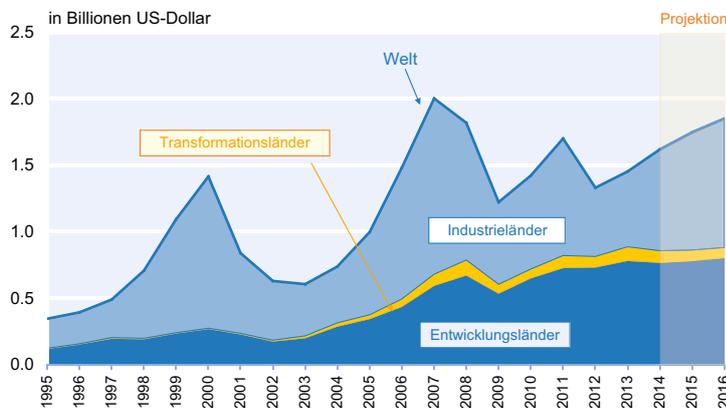
Unabhängig davon, ob es sich um Industrie- oder Entwicklungsländer handelt, sind die meisten Staaten bestrebt, den Zufluss ausländischer Investitionen weiter zu erhöhen. Dieses Ziel wird durch unterschiedlichste Politikmaßnahmen verfolgt. Internationale Investitionsförderverträge (IFVs) stellen dabei ein wesentliches Element dar.

Die positive Wirkung ausländischer Direktinvestitionen auf die nationale Wirtschaftsentwicklung wird nicht nur auf politischer Ebene, sondern auch zunehmend wissenschaftlich anerkannt. Kennzeichnend für die Politik der letzten Jahre ist aber auch die kritische Auseinandersetzung mit der Nachhaltigkeit ausländischer Direktinvestitionen. Während es in der Vergangenheit vor allem Nichtregierungsorganisationen waren, die mögliche negative Wirkungen ausländischer Investitionen anprangerten und eine stärkere Regulierung forderten, ist in den letzten Jahren eine zunehmende Sensibilisierung auch auf staatlicher Seite zu beobachten.

Diese und weitere aktuelle weltweite Entwicklungen im Zusammenhang mit ausländischen Direktinvestitionen werden von der UNCTAD analysiert. Jährlich veröffentlicht sie im Rahmen des World Investment Reports (WIR) detaillierte Daten und Analysen über aktuelle Trends. Dieser Artikel fasst die wesentlichen Entwicklungen des letzten Jahres zusammen und

* Sebastian Benz ist Economist am ifo Institut, Dr. Erdal Yalcin Deputy Director des ifo Zentrums für Außenwirtschaft. Dr. Joachim Karl ist Chief der Policy Research Section bei der UNCTAD.

Abb. 1
Weltweite FDI-Zuflüsse nach Ländergruppen, 1995–2013



Quelle: UNCTAD, WIR 2014.

geht auch auf das Schwerpunktthema »Investitionen und nachhaltige Entwicklungsziele« ein.

Aktuelle Trends: Industrieländer erholen sich nur langsam

Die weltweiten Direktinvestitionen erreichten im Jahr 2013 einen Wert von 1,45 Billionen US-Dollar. Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise waren diese zwischen 2007 und 2009 von einem Rekordwert von über 2 Billionen US-Dollar um 39% eingebrochen. Die Jahre 2010 und 2011 waren durch eine Erholung gekennzeichnet; das Vorkrisenniveau wurde jedoch nicht mehr erreicht. Mit zunehmender Dauer der Krise machte sich die anhaltende Unsicherheit wieder stärker bemerkbar. Nach einem erneuten Rückgang der ausländischen Direktinvestitionen von 22% im Jahr 2012 konnte die negative Entwicklung im vergangenen Jahr jedoch vorläufig gestoppt werden.

Nachdem die Gruppe der Entwicklungsländer im Jahr 2012 erstmals mehr Direktinvestitionen empfing als die Industriestaaten, setzte sich dieser Trend auch im vergangenen Jahr fort. Zuflüsse in die Entwicklungsländer in Höhe von 778 Mrd. US-Dollar sind gleichbedeutend mit einem Anteil an den weltweiten Direktinvestitionen von 53,6%. Der Anteil der Industriestaaten fiel hingegen weiter und erreicht nur noch einen Wert von 39%.

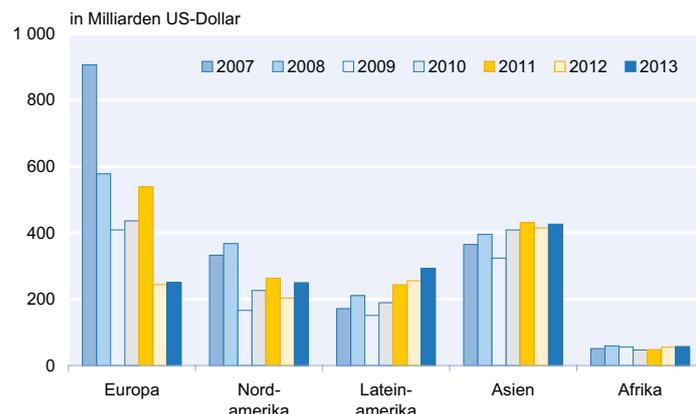
Der World Investment Report der UNCTAD prognostiziert für die kommenden Jahre ein Wachstum der globalen Direktinvestitionen. So könnten die Investitionsströme 2014 auf 1,62 Billionen, 2015 auf 1,75 Billionen und bis 2016 auf 1,85 Billionen US-Dollar ansteigen. Man geht davon aus, dass diese

Dynamik hauptsächlich durch Investitionen in entwickelte Länder getrieben wird, deren Wirtschaft sich weiter erholen dürfte. Politische Unsicherheiten und regionale Konflikte dürften hingegen einer Fortsetzung des starken Anstiegs der ausländischen Direktinvestitionen in Entwicklungsländern und Transformationsstaaten entgegenstehen. Daraus dürfte sich eine Trendumkehr bezüglich der Komposition ausländischer Direktinvestitionen ergeben. Für 2016 ist prognostiziert, dass die Industriestaaten erneut 52% der weltweiten FDI-Flüsse auf sich vereinen werden – immer vorausgesetzt, dass es zu keinen neuen tiefgreifenden globalen Krisen kommt.

Abbildung 2 zeigt, dass sich auch innerhalb der Gruppe der Industriestaaten Unterschiede ergeben. Nordamerika scheint dabei vom starken Rückgang der FDI-Zuflüsse der letzten Jahre deutlich weniger betroffen zu sein als Europa. Die Ursache hierfür kann unter anderem auf die anhaltenden Schuldenkrise in Südeuropa zurückgeführt werden, die ein stärkeres Wachstum auf dem Kontinent erschwert. 2013 summierten sich die FDI-Zuflüsse nach Europa auf 251 Mrd. US-Dollar. Dieser Wert liegt nur geringfügig über dem des Vorjahres und beträgt weniger als die Hälfte des Niveaus von 2011. Gleichzeitig stieg der Zufluss nach Nordamerika im Jahr 2013 um 22,7% und liegt nun in etwa gleichauf mit dem europäischen Wert.

Von der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise weitgehend unbeeindruckt, gewinnt Lateinamerika an Dynamik hinzu. Seit 2010 befindet sich Lateinamerika auf einem kontinuierlichen Wachstumspfad. 2012 wurden, hinsichtlich der Zuflüsse an Direktinvestitionen, zum ersten Mal Europa und Nordamerika übertroffen. Besonders stark haben Direktinvestitionen 2011 und zuletzt 2013 mit einer

Abb. 2
Direktinvestitionen nach Ländergruppen, 2007–2013



Quelle: UNCTAD, WIR 2014.

jährlichen Wachstumsrate von 14,2% zugelegt (unter Einschluss von Offshore-Finanzzentren). Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Zuflüsse zuletzt nur in Zentralamerika anstiegen, während Südamerika einen Rückgang zu verzeichnen hatte.

Zuflüsse nach Asien bleiben, abgesehen von einem Dämpfer durch die schlechte weltwirtschaftliche Lage 2009, auf einem hohen Niveau. Seit 2010 konnte jedes Jahr ein Wert von 400 Mrd. US-Dollar übertroffen werden. In den letzten vier Jahren scheinen sich die Direktinvestitionen stabil auf diesem Niveau eingependelt zu haben. Diese hohe Summe korreliert stark mit der wachsenden Bedeutung Chinas für die globale Wirtschaft.

Eine ähnliche Stabilität wie in Asien zeigen auch die FDI-Flüsse in die afrikanischen Länder. Das kontinuierliche Wachstum kann jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Zuflüsse insgesamt noch auf einem sehr niedrigen Niveau verharren. Mit einem Wert von 57 Mrd. US-Dollar liegen die ausländischen Direktinvestitionen außerdem weiterhin unter dem Vorkrisenniveau (59 Mrd. US-Dollar im Jahr 2008).

USA weiter Spitzenreiter: Russland auf dem Vormarsch

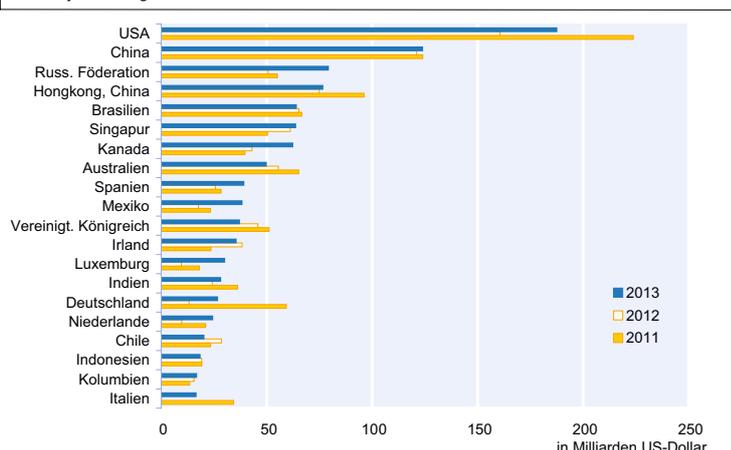
Größtes Empfängerland sind weiterhin die Vereinigten Staaten. Sie konnten ihren Vorsprung gegenüber China wieder etwas ausbauen. Während die FDI-Ströme in die USA im vergangenen Jahr um 27 Mrd. US-Dollar zulegten, konnte China im gleichen Zeitraum nur ein Plus von 3 Mrd. US-Dollar verzeichnen. Dies spiegelt das stark abgebremste Wirtschaftswachstum Chinas wider. Dennoch bleiben beide Länder weiterhin an der Spitze der Rangliste der Empfänger ausländischer Direktinvestitionen.

Ein großer Sprung nach vorne gelang Russland. Im Jahr 2013 wuchsen die Zuflüsse um 57% und weisen nun einen Wert von 79 Mrd. US-Dollar aus. Allerdings ist davon auszugehen, dass diese Entwicklung sich aufgrund der gegenwärtigen Krise in Zusammenhang mit der Ukraine, umkehren wird. Weitere Gewinner waren Kanada, Luxemburg, Deutschland, die Niederlande sowie Italien in der Gruppe der Industrieländer. Innerhalb der Entwicklungs- und Schwellenländer konnte Mexiko einen deutlichen Anstieg der FDI-Zuflüsse verzeichnen. Innerhalb der Top-20-Empfängerländer mussten Australien (-10%), Großbritannien (-19%) und Chile (-29%) einen deutlichen Rückgang der FDI-Zuflüsse verzeichnen.

Die Vereinigten Staaten sind auch das wichtigste Ursprungsland der weltweiten ausländischen Direktinvestitionen. Trotz eines leichten Rückgangs von 8% wurden im vergangenen Jahr 338 Mrd. US-Dollar aus den USA in anderen Ländern investiert. Das entspricht mehr als dem doppelten der japanischen Direktinvestitionen, welches das zweitwichtigste FDI-Herkunftsland ist. Japan hat im Vergleich zu den Vorjahren den Abstand zu den USA dennoch etwas reduzieren können. China behauptet den dritten Platz und kann mit einem Wachstum der Direktinvestitionen im Ausland von 15% den Abstand zu Japan ebenfalls verringern.

Wie schon bei den Zuflüssen von Direktinvestitionen, gehört Russland auch bei den getätigten Investitionen zu den Ländern mit der größten Wachstumsrate im vergangenen Jahr. Eine Steigerung um 46 Mrd. US-Dollar bedeutet ein Wachstum von 94% im betrachteten Zeitraum. Damit konnte Russland Hongkong, China, überholen, und ist nun das Land mit den vierthöchsten Direktinvestitionen im Ausland. Neben Russland konnten vor allem europäische Länder, wie die Niederlande, Luxemburg, die Schweiz, Italien und Spanien, ihre Direktinvestitionen im Ausland deutlich erhöhen. Einen positiven Trend weist zudem Singapur auf, das seine Investitionen etwas mehr als verdoppeln konnte.

Abb. 3
Top-20-Empfängerländer 2013
mit Vorjahresvergleich

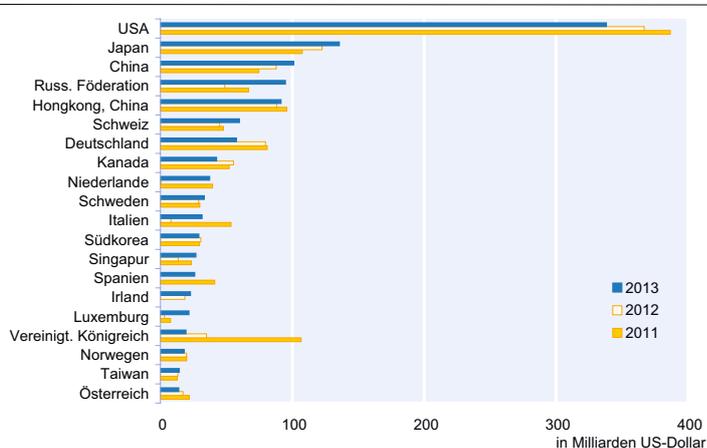


Quelle: UNCTAD, WIR 2014.

Zu den Staaten, die im Vergleich zu 2012 weniger im Ausland investierten, gehören zwei der Länder, die die europäische Schuldenkrise vergleichsweise unbeschadet überstanden haben: Deutschland und Großbritannien. Während deutsche Direktinvestitionen um 27,7% fielen und nun bei 57,6 Mrd. US-Dollar liegen, brachen britische FDI-Abflüsse um 44% ein und liegen bei nur noch 19 Mrd. US-Dollar. Dies liegt vor allem daran, dass der Vorjahreswert im Vergleich zu anderen Ländern schon vergleichsweise hoch war und Investitionen im Inland durch die zunehmende wirtschaftliche Dynamik an Attraktivität gewannen.

Abb. 4

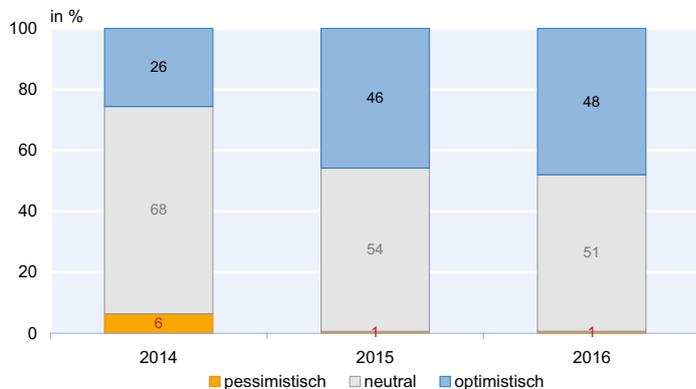
Top-20-Herkunftsländer 2013
mit Vorjahresvergleich



Quelle: UNCTAD, WIR 2014.

Abb. 5

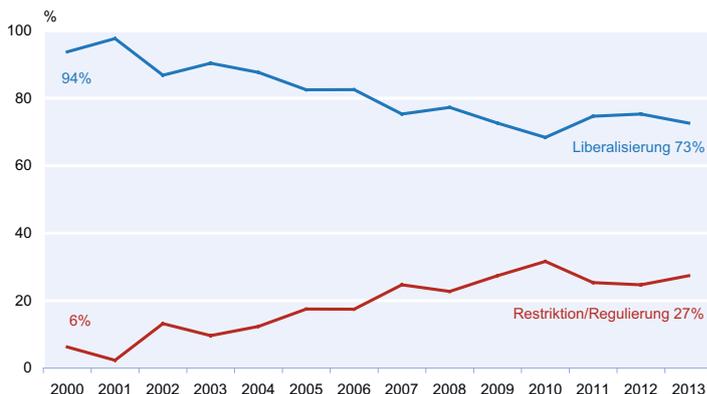
Einschätzung des globalen Investitionsklimas durch transnationale Unternehmen



Quelle: UNCTAD, WIR 2014.

Abb. 6

Anhaltender Trend zu restriktiven Politikmaßnahmen



Quelle: UNCTAD, WIR 2014.

Zunehmender Optimismus über zukünftiges Investitionsklima

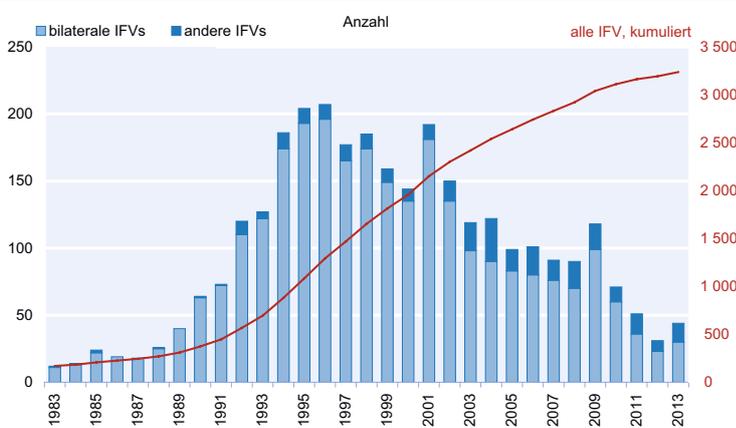
Die jährliche Umfrage im Rahmen des World Investment Prospect Survey (WIPS) zeigt, dass transnationale Unternehmen immer noch unsicher über die Entwicklung des Investitionsklimas im Jahr 2014 sind, im Großen und Ganzen aber eine günstige Entwicklung für die zwei Folgejahre erwarten. Wie in Abbildung 5 dargestellt, ist etwa die Hälfte der 164 befragten Unternehmen optimistisch für das Jahr 2016, während kein einziges Unternehmen pessimistisch über das zukünftige Investitionsklima denkt. Bedenken wurden lediglich über eine erneute Zuspitzung der Schuldenkrise und zunehmenden Protektionismus geäußert, die das erwartet gute Investitionsklima möglicherweise trüben könnten. Mittelfristig werden nach Einschätzung der befragten Unternehmen die Investitionen in ausländische Projekte in allen Sektoren ansteigen. Allein wenig technisierte Sparten des Verarbeitenden Gewerbes könnten im Jahr 2014 einen Rückgang der Direktinvestitionen erfahren. Für ihr eigenes Unternehmen erwartet die Hälfte der Befragten eine Erhöhung der Direktinvestitionen im Ausland.

Investitionsfördergesellschaften (IFGs) sehen weiterhin mehr Potenzial für Direktinvestitionen im Dienstleistungssektor als im Verarbeitenden Gewerbe. Dabei weisen die Einschätzungen der Gesellschaften je nach Region ein differenziertes Bild auf. Afrikanische IFGs erwarten weitere Investitionen in die Rohstoff- und Mineralgewinnungsindustrien, während lateinamerikanische IFGs eine Zunahme in Finanz- und Tourismusdienstleistungen betonen. Asiatische IFGs wiederum sehen hervorragende Perspektiven im Bauwesen, dem Maschinenbau und der Landwirtschaft.

Nationale Politikmaßnahmen überwiegend investitionsfreundlich

Im Jahr 2013 registrierte die UNCTAD in mindestens 59 Ländern insgesamt 87 nationale Gesetzesänderungen, die FDI betreffen. Wie Abbildung 6 zeigt, sind die nationalen Politikstrategien hinsichtlich ausländischer Investitionen weiterhin mehrheitlich auf Investitionsförderung ausgerichtet.

Abb. 7
Trends bei bilateralen und anderen IFVs



Quelle: UNCTAD, WIR 2014.

titionsförderung und -liberalisierung ausgerichtet – 73% der Gesetzesänderungen lassen sich dieser Kategorie zuordnen. Gleichzeitig nahm jedoch der Anteil der Politikmaßnahmen von restriktiver oder regulatorischer Natur von 25% auf 27% zu und setzte damit den Trend der letzten Dekade fort.

Zu den einschlägigen Gesetzesänderungen gehören beispielsweise Privatisierungen, die Senkung von Steuern auf Firmengewinne oder die Gründung von Sonderwirtschaftszonen (SEZs). So fanden 2013 vor allem etliche Privatisierungen in Schwellenländern statt. Die Mehrheit dieser Maßnahmen, die meist mit der Telekommunikationsbranche und dem Energiesektor verbunden waren, wurde in Asien umgesetzt. Dies ist ein deutliches Signal für die anhaltende Relevanz von FDI-Zuflüssen in den Entwicklungsstrategien vieler Länder.

Innerhalb dieser Gruppe von Gesetzesänderungen ist auch der Anteil derer gestiegen, die gezielt Anreize für ausländische Investoren setzen, in einem Land zu investieren. Relevant sind vor allem fiskalische (z.B. Steuererleichterungen) und finanzielle Anreize (z.B. subventionierte Darlehen). Wichtige Ziele dieser Maßnahmen sind die Schaffung von Arbeitsplätzen, der Technologietransfer, die Erhöhung der Exportquote und die Verzahnung mit der heimischen Wirtschaft über die gegenseitige Lieferung und Verwendung von Vorprodukten.

Die zuletzt erlassenen Restriktionen in Bezug auf ausländische Direktinvestitionen betreffen unter anderem die verweigerte Genehmigung von Investitionsprojekten. Ein neues Phänomen ist das Bemühen einzelner Regierungen, Veräußerungen von Beteiligungen an Ausländer oder die Verlegung ganzer Tochtergesell-

schaften ins Ausland zu verhindern. Aufgrund von ökonomischen Krisen und anhaltend hoher Arbeitslosigkeit haben einige Staaten die Bedingungen für Firmenschließungen und Firmenumsiedlungen verschärft.

Von bilateralen zu megaregionalen Investitionsförderverträgen

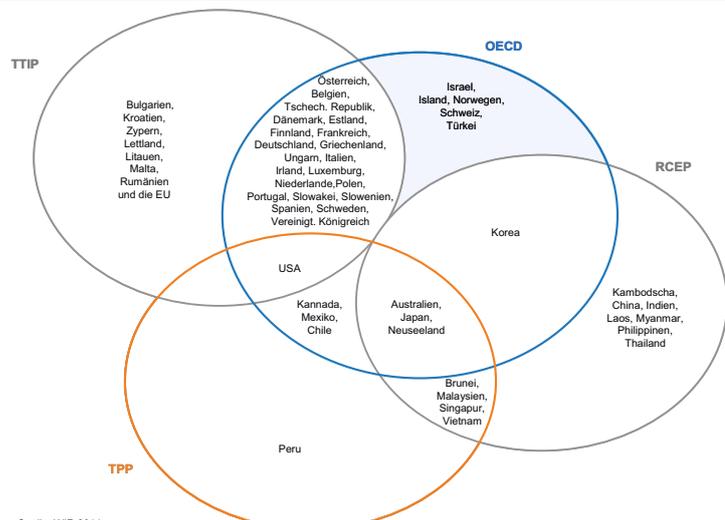
Eine weitere Möglichkeit, die Attraktivität für ausländische Direktinvestitionen zu erhöhen, sind bilaterale IFVs oder andere internationale Investitionsschutzverträge. Im Jahr 2013 kamen weltweit 44 neue Verträge hinzu, einige liefen jedoch auch aus. Damit sind heute 3236 Abkommen in Kraft, und

eine große Zahl weiterer Verträge ist derzeit in der Verhandlungsphase.

Die derzeit verhandelten und in letzter Zeit abgeschlossenen Abkommen sind durch eine zunehmende Tiefe und Breite gekennzeichnet. »Tiefe« bezieht sich hierbei auf den Grad der Liberalisierung in einzelnen Sektoren, während »Breite« die Vielzahl der von diesen Abkommen abgedeckten Themen meint. Ein Beispiel für letzteres ist die Einbeziehung von Bestimmungen für eine nachhaltige Entwicklung, Regelungen, die auf mehr Marktöffnung abzielen, und weitere Maßnahmen zum Investitionsschutz.

Zunehmend ist eine große Anzahl von Ländern an den Verhandlungen eines einzelnen Abkommens beteiligt. Diese werden auch »megaregionale« Abkommen genannt und in der Öffentlichkeit entsprechend prominent debattiert. Darunter ist auch die derzeit zwischen der EU und den Vereini-

Abb. 8
Länderbeteiligung in geplanten megaregionalen Bündnissen und der OECD



Quelle: WIR 2014.

gen Staaten verhandelte »Transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft« (Transatlantic Trade and Investment Partnership: TTIP). Bezogen auf die Parteien von bereits bestehenden IFVs würden sich daraus 140 Überlappungen zu bereits existierenden Abkommen und 200 neue Vertragsbeziehungen ergeben. Die Verhandlungen zu megaregionalen Abkommen decken oft ein sehr breites Themenspektrum ab, wobei Investitionen eines der Kernelemente sind. Daraus können sich wichtige Auswirkungen auf das gegenwärtige internationale Investitionsregime ergeben.

Unbehagen über internationale Investitionsschiedsgerichte

Vor allem der starke Anstieg von internationalen Streitfällen zwischen ausländischem Investor und Gaststaat (Investor-State Dispute Settlement: ISDS) wird in der Öffentlichkeit und Medienlandschaft kritisch diskutiert. Im vergangenen Jahr wurden 56 neue solcher Verfahren eingeleitet, der zweithöchste jemals gemessene Jahreswert. Die Gesamtzahl der dokumentierten Fälle stieg damit auf 568 an. Von den neu eingeleiteten Verfahren wurden mehr als 40% gegen Mitgliedstaaten der Europäischen Union gerichtet. Zudem sind mit einer Ausnahme alle Streitigkeiten EU-interne Fälle.

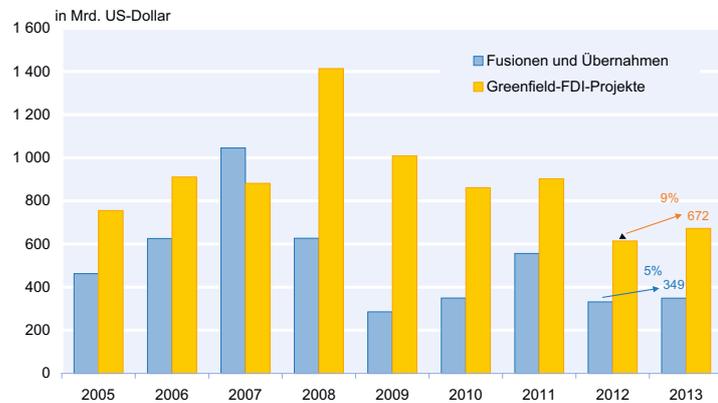
Greenfield-FDI wieder auf dem Vormarsch

Ausländische Direktinvestitionen lassen sich in verschiedene Kategorien einteilen. Greenfield-Projekte sind Gründungen von neuen Firmen und Tochtergesellschaften im Ausland. Sie sind für die Wertschöpfung und eine nachhaltige Entwicklung eines Landes, insbesondere von Entwicklungsländern, von großer Bedeutung. Im Gegensatz dazu haben grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen (Mergers and Acquisitions; M&A) – eine weitere Form von FDI – oftmals nur geringere Auswirkungen auf die Produktionskapazität, Wertschöpfung und Beschäftigung.

Das Volumen von Greenfield-Investitionen stieg im vergangenen Jahr um 9% an, während M&A-Projekte um 5% zulegen konnten. Dies bedeutet eine Trendumkehr, da der Anteil von M&A-Projekten am Gesamtvolumen der globalen Direktinvestitionen in den letzten Jahren beständig zugenommen hatte. Im Wissen um die Bedeutung von Greenfield-FDI für die Investitionsnachhaltigkeit in Entwicklungsländern wurde diese Entwicklung mit einer gewissen Sorge betrachtet. Trotz der Trendumkehr liegt der Anteil von Greenfield-Projekten am Gesamtvolumen der Direktinvestitionen auch weiterhin unterhalb des Durchschnitts der vergangenen fünf Jahre.

Abb. 9

Wertentwicklung von grenzübergreifenden Fusionen und Übernahmen sowie Greenfield-Projekten weltweit



Quelle: UNCTAD, WIR 2014.

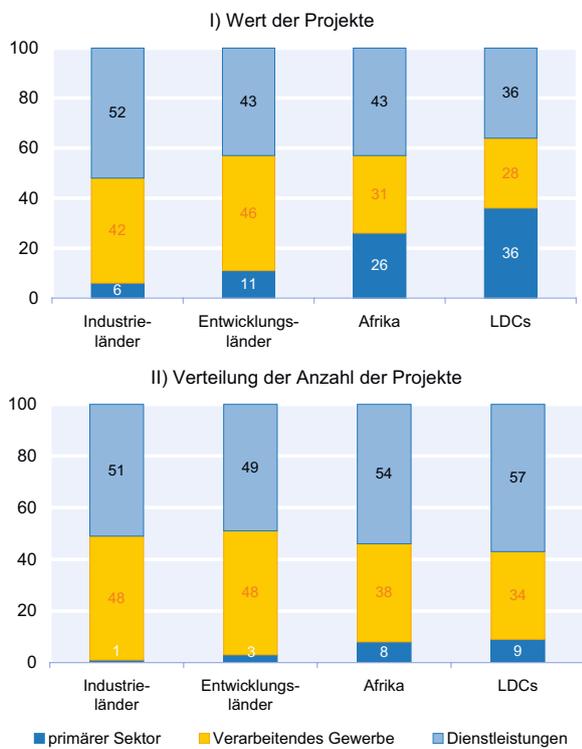
Große, aber sinkende Bedeutung des Primärsektors in Afrika

Da die Greenfield-FDI-Projekte besondere Bedeutung für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes haben, lohnt sich ein detaillierter Blick auf ihre Zusammensetzung. Abbildung 10 veranschaulicht die kumulative Verteilung von Greenfield-FDI auf die Wirtschaftssektoren. Eine grobe Unterteilung in Industrieländer und Entwicklungsländer zeigt keine großen Unterschiede. Innerhalb beider Ländergruppen machen Greenfield-Projekte im Dienstleistungssektor und im Verarbeitenden Gewerbe den größten Anteil an den gesamten Greenfield-FDI-Zuflüssen aus. Dies ist unabhängig davon, ob der Wert der FDI-Zuflüsse oder die Zahl der einzelnen Projekte gemessen wird. Greenfield-FDI im Primärsektor spielt nur eine untergeordnete Rolle.

Eine gesonderte Analyse der Greenfield-FDI-Projekte *in Afrika und in den am wenigsten entwickelten Ländern* (least developed countries, LDC) zeigt, dass der Primärsektor weiterhin eine wichtige Rolle spielt. In Afrika wurden im betrachteten Zeitraum 26% der Greenfield-FDI-Investitionen im Primärsektor getätigt, in den LDCs sind es 36%. Die Tatsache, dass der Anteil des Primärsektors gemessen an der Anzahl der Projekte jeweils deutlich geringer ausfällt, impliziert, dass Projekte im Primärsektor tendenziell größere Investitionsvolumina aufwiesen als Projekte in anderen Industriezweigen. Wichtigstes Ziel von Greenfield-FDI im Primärsektor ist die Rohstofferschließung.

Diese kumulative Betrachtung verbirgt jedoch einen deutlichen Trend der letzten Jahre. Sowohl in Afrika als auch in den LDCs ging der Anteil des Primärsektors am Wert der Zuflüsse von Greenfield-FDI stark zurück. Während in Afrika im Jahr 2004 noch 53% der Greenfield-FDI-Zuflüsse im Primärsektor investiert wurden, waren es 2013 nur noch 8%. Bei Greenfield-FDI in den LDCs sank der Anteil des Primär-

Abb. 10
Sektorale Verteilung von Greenfield-FDI-Projekten nach Ländergruppen, kumulativ 2004–2013



sektors im gleichen Zeitraum sogar von 73% auf 9%. Die Verluste des Primärsektors fielen dabei jeweils zu Gunsten des Dienstleistungssektors aus, der seinen Anteil stark ausweiten konnte, während der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes ungefähr konstant blieb.

Nachhaltige Entwicklungsziele: Einbindung des privaten Sektors

Die Weltgemeinschaft sieht sich einer Reihe von gewaltigen ökonomischen, sozialen und umweltpolitischen Herausforderungen gegenüber. Um diese zu meistern, werden von den Vereinten Nationen derzeit nachhaltige Entwicklungsziele (SDGs: Sustainable Development Goals) definiert, die im Zeitraum von 2015 bis 2030 erreicht werden sollen. Sie lassen sich in vier Themenbereiche einteilen: ökonomische Infrastruktur, soziale Infrastruktur, Ernährungssicherung und Umweltverträglichkeit.

Um die Lebensqualität der Menschen im Einklang mit den SDGs zu erhöhen, sind große finanzielle Anstrengungen notwendig. Schätzungen der Vereinten Nationen sprechen von

einem jährlichen Investitionsbedarf in Höhe von ca. 3,9 Billionen US-Dollar. Derzeit betragen die öffentlichen und privaten Investitionen in den entsprechenden Bereichen etwa 1,4 Billionen US-Dollar pro Jahr, so dass sich eine Investitionslücke von 2,5 Billionen US-Dollar ergibt. Die jährliche Investitionssumme müsste um 180% erhöht werden. Dies ist nur möglich durch eine gemeinsame Anstrengung von öffentlichen und privaten Investoren.

Die dargestellte durchschnittliche Investitionslücke ist nicht in allen Ländern gleich groß. Vor allem in den LDCs muss das Investitionsvolumen erhöht werden, um die gesteckten Ziele zu erreichen. Diese Ziele nur mit Investitionen aus einheimischem Kapital zu erreichen, ist für viele Entwicklungs- und Transformationsländer ein Ding der Unmöglichkeit. Stattdessen muss auf Kapital aus dem Ausland zurückgegriffen werden. Unter den wichtigsten Quellen ausländischen Kapitals für Entwicklungsländer sind auch FDI-Zuflüsse. Sie machen etwas weniger als die Hälfte aller Kapitalzuflüsse in die Entwicklungs- und Transformationsländer aus. Außerdem sind die FDI-Zuflüsse durch eine relativ geringe Volatilität gekennzeichnet. Eine weitere wichtige Quelle ausländischen Kapitals ist die staatliche Entwicklungshilfe, die vor allem in die LDCs fließt, während die restlichen Entwicklungsländer starke Zuflüsse von Portfolioinvestitionen verzeichnen.

Auch die verschiedenen Zielgrößen sind durch unterschiedliche Investitionslücken gekennzeichnet. Abbildung 12 zeigt, dass die Investitionslücke derzeit im Transportsektor am niedrigsten und im Bereich der Anpassungen an den Klimawandel am größten ist. Ein Anhaltspunkt für den potenziellen Beitrag privater Investoren zum Erreichen der gesetzten Ziele in den einzelnen Bereichen lässt sich aus Abbildung 13 ablesen. Diese zeigt den jeweiligen Investitionsbeitrag privater Investoren in Industrie- und Entwicklungsländern. Die Differenz zwischen den beiden Ländergruppen lässt Rückschlüsse auf potenzielle Wachstumsmöglichkeiten des privaten Sektors im jeweiligen Bereich zu.

Abb. 11
Geschätzte erforderliche Investitionen pro Jahr, 2015–2030
 in Billionen US-Dollar

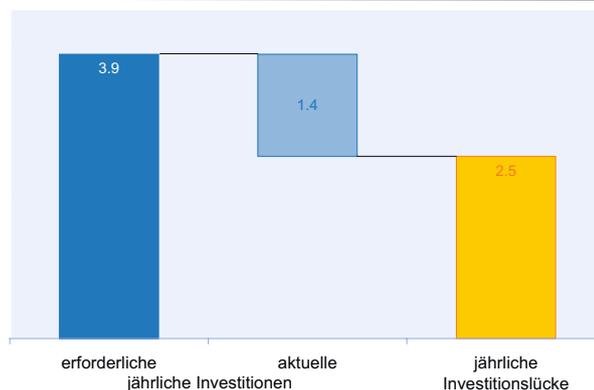
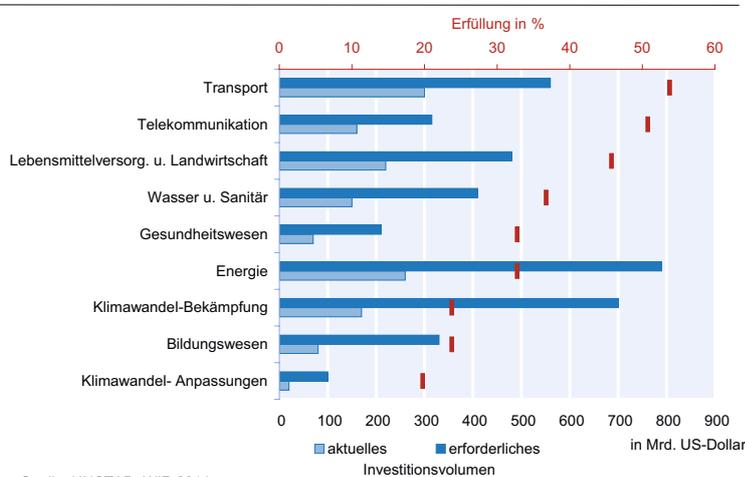
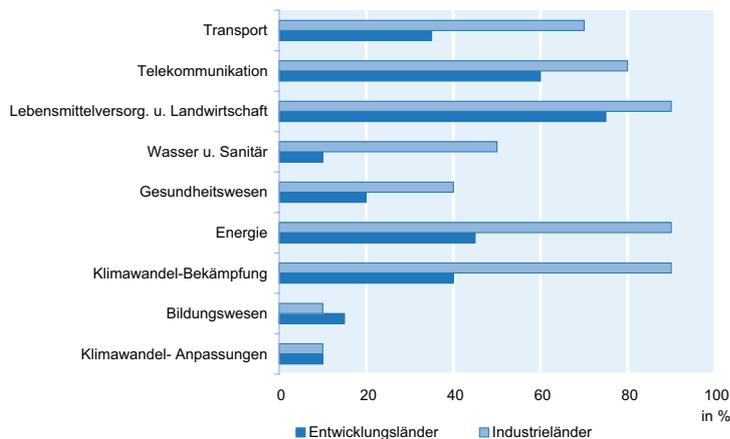


Abb. 12
Investitionsniveaus und Investitionslücken



Quelle: UNCTAD, WIR 2014.

Abb. 13
Beteiligung des privaten Sektors



Quelle: UNCTAD, WIR 2014.

Die Bereiche Energie, Transport, Telekommunikation sowie Wasser und Sanitär lassen sich als ökonomische Infrastruktur einer Volkswirtschaft zusammenfassen. Aktuell liegt das jährliche Investitionsvolumen in diesem Bereich deutlich unter einer Billion US-Dollar. Um die SDGs in diesem Bereich zu erreichen, müsste eine zusätzliche Billion US-Dollar jährlich investiert werden. Abbildung 13 zeigt, dass in diesen Bereichen noch viel Luft nach oben für eine Beteiligung privater Investoren in den Entwicklungsländern besteht. Neueste Erkenntnisse zeigen genau diesen Trend hin zu einer vermehrten privaten Partizipation in diesem Bereich. Nur bei der Wasserversorgung scheint die Vorherrschaft der öffentlichen Hand weiter zu bestehen, nicht zuletzt aufgrund der hohen politischen Sensibilität dieses Gutes.

Investitionen in die soziale Infrastruktur, also in das Bildungs- und Gesundheitswesen, sind essentiell für eine nachhaltige Politik in Entwicklungsländern. Aktuell beträgt das Investi-

tionsvolumen in das Bildungswesen ca. 80 Mrd. US-Dollar pro Jahr. Bis 2030 muss in diesem Bereich eine Lücke geschlossen werden, die ungefähr 250 Mrd. US-Dollar ausmacht, damit das erforderliche Niveau von 330 Mrd. US-Dollar pro Jahr erreicht werden kann. Private Investitionen in diesem Bereich sind sowohl in Entwicklungsländern als auch in Industrieländern sehr gering. In den kommenden Jahren wird hier auch kein nennenswerter privater Investitionsschub erwartet.

Die derzeitigen Investitionen in das Gesundheitswesen haben ein Volumen von ca. 70 Mrd. US-Dollar jährlich. Um die Entwicklungsziele zu erreichen, ist jedoch ein Volumen von 210 Mrd. US-Dollar pro Jahr erforderlich, was eine Investitionslücke von 140 Mrd. US-Dollar bedeutet. Private Investitionen haben auch in den Industrieländern in diesem Bereich nur einen relativ geringen Anteil von 40% am Gesamtinvestitionsvolumen. In einigen Entwicklungsländern sind die privaten Investitionen im Gesundheitsbereich bereits auf einem mit den Industrieländern vergleichbaren Niveau. Hier sind also vor allem Investitionen der öffentlichen Hand gefragt, um die Lücke zu schließen. Im Unterschied zur ökonomischen Infrastruktur müssen Investitionen in die soziale Infrastruktur meist langfristiger geplant werden. So werden beispielsweise Investitionen in neue Krankenhäuser zur Verbesserung des Gesundheitswesens nicht ausreichen, wenn zugleich keine ausgebildeten Ärzte und Pflegepersonal zur Verfügung stehen.

Im Bereich der Lebensmittelversorgung und Landwirtschaft liegt das gegenwärtige Investitionsvolumen bei ca. 220 Mrd. US-Dollar pro Jahr. Investitionen in diesem Bereich beziehen sich auf die Beseitigung des Hungers in der Welt, beispielsweise auch festgelegt im UN-Millennium-Ziel »Zero Hunger Target«. Das dafür erforderliche Investitionsvolumen wird auf jährlich 480 Mrd. US-Dollar geschätzt, was eine Lücke von 260 Mrd. US-Dollar pro Jahr impliziert. Auch in den Entwicklungsländern ist die Beteiligung privater Investoren in diesem Bereich mit etwa 75% bereits hoch, so dass eine weitere Steigerung dieses Anteils schwierig werden dürfte.

Investitionen in die nachhaltige Entwicklung der Umweltpolitik sind schwer zu messen und verlangen bei der Interpretation der Zahlen besondere Vorsicht. Kraftwerke, die Strom aus erneuerbaren Energien erzeugen, haben beispielsweise eine Doppelfunktion als Investition in die ökonomische Infrastruktur und Investition als Antwort auf den Klimawandel.

Um Doppelzählungen zu vermeiden, werden deshalb Investitionen in die ökonomische Infrastruktur ohne Investitionen hinsichtlich des Klimawandels berechnet.

Das gegenwärtige Volumen der Investitionen im Umweltbereich liegt bei etwa 190 Mrd. US-Dollar pro Jahr. Erforderlich wären bis 2030 ca. 800 Mrd. US-Dollar jährlich. Daher wird speziell in diesem Gebiet ein enormes Wachstum nötig sein, um eine nachhaltige Entwicklung zu gewährleisten. Da private Investitionen in entwickelten Ländern durchschnittlich 90% des gesamten Investitionsvolumens ausmachen, erscheint eine größere Beteiligung privater Investoren auch in den Entwicklungsländern möglich. Entscheidend dafür ist jedoch eine entsprechende Gesetzgebung der Länder, die private Investitionen ermöglicht, ausreichende finanzielle Anreize für Investoren setzt und gleichzeitig die öffentlichen Interessen durch angemessene gesetzliche Regelungen wahrt.

Schlusswort

Ausländische Direktinvestitionen sind 2013 erneut auf einen Wachstumspfad eingeschwenkt, und die Aussichten für die kommenden Jahre sind verhalten optimistisch. Es sind jedoch weitere Anstrengungen von Seiten der Regierungen erforderlich, für ein günstiges Umfeld für Investitionen zu sorgen. Dabei geht es nicht allein darum, mit Hilfe von FDI quantitatives Wachstum zu erzeugen. Ebenso wichtig ist es, FDI für nachhaltige Entwicklungsziele zu mobilisieren und Investitionen hierfür besonders relevanten Sektoren und Aktivitäten zuzuführen. FDI hat erhebliches Potenzial, um die wirtschaftliche, umweltpolitische und soziale Nachhaltigkeit des Wirtschaftens zu stärken; gleichzeitig gilt es, die mit FDI verbundenen umwelt- und sozialpolitischen Risiken durch geeignete gesetzliche Maßnahmen zu minimieren.

Der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands ist im Juli auf 108,0 Punkte gesunken, von 109,7 im Vormonat. Dies ist der dritte Rückgang in Folge. Die aktuelle Geschäftslage wurde weniger gut beurteilt als im Juni. Auch der Ausblick auf den zukünftigen Geschäftsverlauf fiel erneut weniger optimistisch aus. Die geopolitischen Spannungen belasten die deutsche Wirtschaft.

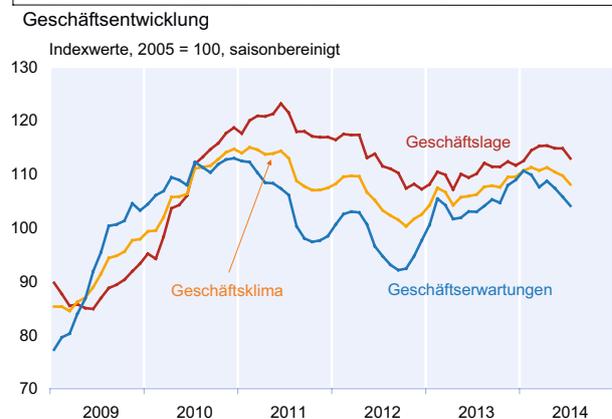
Der Geschäftsklimaindex ist in allen Sektoren gesunken. Der stärkste Rückgang wurde diesmal im Einzelhandel verzeichnet. Auch nahezu alle Teilindices – Geschäftslage und -erwartungen – gaben nach. Die einzige Ausnahme waren die Erwartungen im Dienstleistungssektor, welche sich minimal verbesserten.

Die deutschen Unternehmen suchen weiterhin Personal, die Einstellungsbereitschaft bleibt jedoch eher zurückhaltend. Das ifo **Beschäftigungsbarometer** für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands, einschließlich des Dienstleistungssektors, blieb im Juli unverändert bei 106,0 Indexpunkten. Der Beschäftigungsaufbau bleibt damit eher träge. Die größte Einstellungsbereitschaft liegt weiterhin im Dienstleistungssektor vor. Im Verarbeitenden Gewerbe ist das Beschäftigungsbarometer erneut leicht gesunken. Die Suche nach neuem Personal bleibt aufgrund gestiegener Unsicherheit eher abwartend. Im Baugewerbe gab das Beschäftigungsbarometer leicht nach. Im Handel suchen nur noch vereinzelt Firmen nach neuen Mitarbeitern. Im Dienstleistungssektor hat die Einstellungsbereitschaft wieder zugenommen.

Im **Verarbeitenden Gewerbe** hat der Geschäftsklimaindex zum dritten Mal in Folge deutlich nachgegeben. Die Industrieunternehmen bewerteten ihre aktuelle Lage merklich weniger gut. Auch die Erwartungen trübten sich weiter ein. Die Exportaussichten der Unternehmen fielen auf den niedrigsten Stand seit mehr als einem Jahr, doch blieben sie mehrheitlich positiv. Die Kapazitätsauslastung ist um 0,3 Punkte auf 84,0% gefallen. Die gestiegene Unsicherheit aufgrund der geopolitischen Spannungen macht sich historisch betrachtet vor allem im Investitionsgüterbereich bemerkbar. Auch die an der Umfrage teilnehmenden Firmen in diesem Bereich sind davon nicht ausgenommen. Sowohl die Bewertung der aktuellen Lage als auch die Erwartungen an den weiteren Geschäftsverlauf fielen deutlich weniger gut aus als noch im Juni. Die Exporterwartungen sanken auf den niedrigsten Stand seit einem Jahr. Die Kapazitätsauslastung konnte aber bei 86,8% konstant gehalten werden. Auch in der Konsumgüterindustrie gab der Geschäftsklimaindikator etwas nach. Die aktuelle Lagebeurteilung lag trotz Rückgang deutlich über dem langfristigen Durch-

¹ Die ausführlichen Ergebnisse des ifo Konjunkturtests, Ergebnisse von Unternehmensbefragungen in den anderen EU-Ländern sowie des Ifo World Economic Survey (WES) werden in den »ifo Konjunkturperspektiven« veröffentlicht. Die Zeitschrift kann zum Preis von 75,- EUR/Jahr abonniert werden.

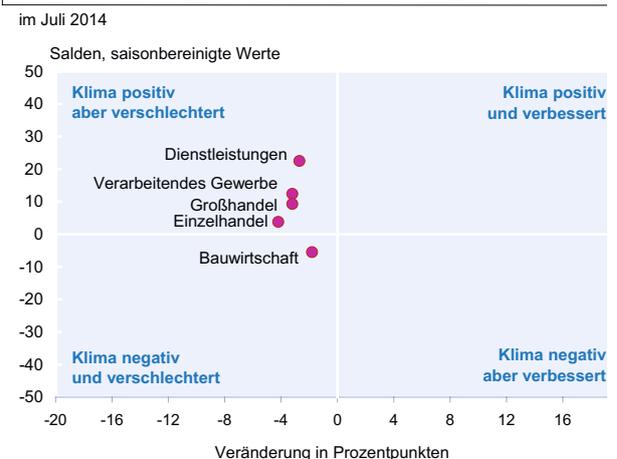
Abb. 1
Gewerbliche Wirtschaft^{a)}



a) Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 2
Geschäftsklima nach Wirtschaftsbereichen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 3
ifo Beschäftigungsbarometer Deutschland
Gewerbliche Wirtschaft^{a)}



a) Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel, Dienstleistungssektor.

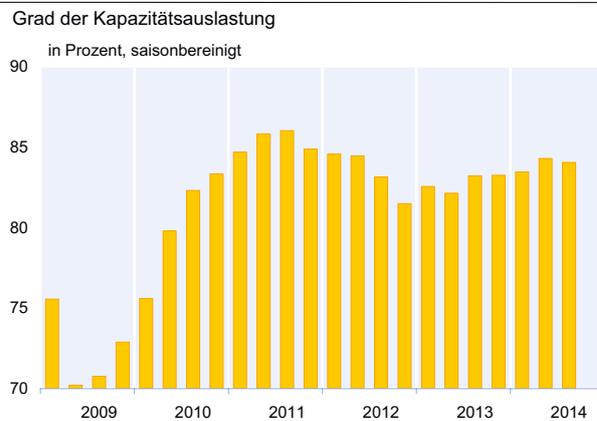
Quelle: ifo Konjunkturtest.

schnitt. Bei den Erwartungen hielten sich die positiven und negativen Antworten die Waage. Die Kapazitätsauslastung konnte um 0,4 Prozentpunkte auf 80,3% gesteigert werden. Einer der wenigen Sektoren innerhalb der Industrie, in dem der Geschäftsklimaindikator gestiegen ist, ist die Elektrotechnik. Die Unternehmen bewerteten ihre aktuelle Lage als sehr gut, und auch der Ausblick hellte sich deutlich auf. Jedoch wurden weniger Impulse vom Exportgeschäft erwartet, und die Produktion dürfte seltener angehoben werden. Im Fahrzeugbau verschlechterte sich das Geschäftsklima spürbar. Beide Klimakomponenten sanken auf den niedrigsten Stand seit Oktober 2013. Auch die Exporterwartungen fielen auf den niedrigsten Stand seit einem Jahr. Die Kapazitätsauslastung sank auf 89,6%, lag damit aber noch über dem langfristigen Durchschnitt.

Im **Bauhauptgewerbe** ist der Geschäftsklimaindex nach der leichten Erholung im Vormonat wieder gefallen. Die Beurteilung der aktuellen Lage fiel etwas weniger gut aus als im Juni, verblieb aber auf hohem Niveau. Auch der Optimismus im Hinblick auf die nächsten sechs Monate trübte sich wieder etwas ein. Ein Viertel der Bauunternehmen berichtete von Bautätigkeitsbehinderungen. Als Hauptgrund mit 17% wurde Auftragsmangel angegeben. Hingegen gab es keinerlei Probleme mit der Witterung. Die Geräteauslastung sank auf 72,6% und lag damit knapp zwei Prozentpunkte unter dem Vorjahreswert. Die Firmenmeldungen lassen erkennen, dass die Preise nur vereinzelt angehoben werden konnten. Zudem rechneten die Testteilnehmer kaum noch mit Spielräumen für Preisanhebungen in den kommenden Monaten. Der Personalbestand dürfte sich im Laufe der nächsten drei bis vier Monate nur noch geringfügig erhöhen. Im Hochbau hat sich das Geschäftsklima erneut etwas eingetrübt. Die Urteile zur aktuellen Geschäftssituation fielen in allen drei Hochbausparten sichtlich zurückhaltender aus als im Verlauf des gesamten Jahres 2013. Dennoch bestehen erhebliche Unterschiede: So beurteilten die im Wohnungsbau tätigen Unternehmen ihre Lage weiterhin als »gut«, während im öffentlichen Hochbau per saldo bereits rund 20% der Firmen unzufrieden sind. Hinsichtlich der Geschäftsperspektiven für das nächste halbe Jahr ließ die Zuversicht dagegen in allen drei Teilsparten nach. Der Auslastungsgrad der Maschinen verharrte bei 73,1% und lag damit weiterhin unter dem Vorjahreswert. Als Haupthinderungsgrund gaben 12% der Baufirmen Auftragsmangel an. Im Tiefbau wurde der entsprechende Wert mit 21% deutlich höher angegeben. Entsprechend war auch das Niveau des Geschäftsklimaindex deutlich niedriger. Die Bewertung der aktuellen Lage wurde merklich zurückgenommen und auch die Erwartungen trübten sich deutlich ein.

Im **Großhandel** hat der Geschäftsklimaindex spürbar nachgegeben. Die Großhändler waren nach dem sehr guten Juni nicht mehr ganz so zufrieden mit ihrer aktuellen Geschäftslage. Die Erwartungen gaben das dritte Mal in Folge

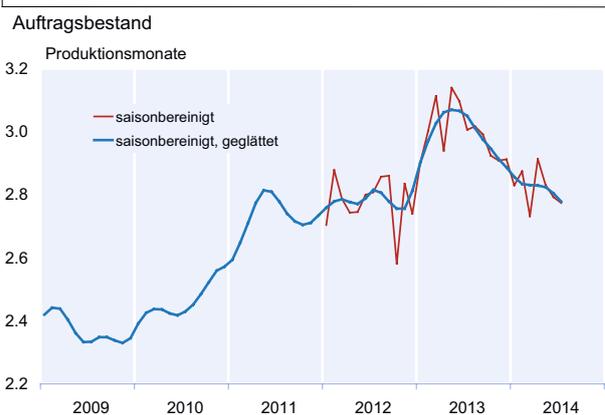
Abb. 4
Verarbeitendes Gewerbe^{a)}



^{a)} Ohne Ernährungsgewerbe und Tabakverarbeitung.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 5
Bauhauptgewerbe



Quelle: ifo Konjunkturtest.

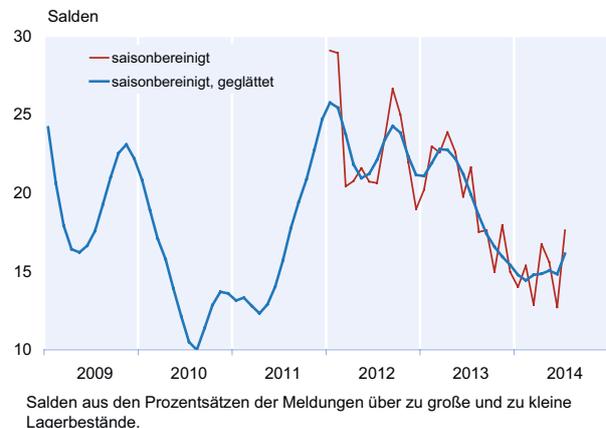
nach. Bei konstanten Umsätzen waren weiterhin nur moderate Erhöhungen der Bestellaktivität geplant. Ein weiterer Beschäftigungsaufbau war geplant. Im Konsumgütergroßhandel blieb der Geschäftsklimaindikator nahezu konstant. Die etwas weniger gute Beurteilung der aktuellen Lage wurde durch einen positiveren Ausblick kompensiert. Die Lager konnten wieder etwas geräumt werden. Bei weiterhin steigenden Umsätzen war es geplant, die Preise erneut zu erhöhen. Die Beschäftigungsdynamik blieb weiterhin positiv ausgerichtet. Eine ähnliche Entwicklung war auch im Großhandel mit Nahrungs- und Genussmitteln zu beobachten. Im Produktionsverbindungshandel verschlechterte sich das Geschäftsklima deutlich. Die Großhändler waren merklich weniger zufrieden mit ihrer aktuellen Geschäftslage. Ein Grund war sicherlich in den zuletzt gesunkenen Umsätzen zu sehen, während die Lagerbestände unverändert blieben. Insgesamt wurde mit Blick auf den weiteren Geschäftsverlauf keine Verbesserung erwartet. Die Bestellfähigkeit dürfte leicht restriktiv ausfallen.

Auch im Einzelhandel hat sich das Geschäftsklima deutlich eingetrübt. Die Einzelhändler bewerteten ihre aktuelle Geschäftslage nicht mehr ganz so gut wie im Juni. Mit Blick auf den weiteren Geschäftsverlauf waren sie so skeptisch wie zuletzt vor über einem Jahr. Der Lagerdruck nahm wieder merklich zu, während die Bestelltätigkeit weiterhin restriktiv bleibt. Die Verkaufspreise dürften wieder vermehrt steigen. Im Einzelhandel mit Nahrungs- und Genussmitteln konnte das sehr hohe Niveau des Geschäftsklimas vom Juni nicht gehalten werden. Die Einzelhändler bewerteten ihre aktuelle Lage deutlich weniger gut, und auch die Erwartungen trübten sich wieder ein. Die bereits hohe Preisdynamik dürfte sich auch in den kommenden Monaten fortsetzen. Im Gebrauchsgüterbereich verschlechterte sich das Geschäftsklima. Die Erwartungen an die weiteren Geschäfte sanken aufgrund sinkender Umsätze und steigenden Lagerdrucks auf den niedrigsten Stand seit fast einem Jahr. Auch die aktuelle Lage wurde leicht weniger positiv beschrieben, blieb jedoch weiterhin deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Im Verbrauchsgüterbereich hingegen hat sich das Geschäftsklima etwas aufgehellt. Bei nahezu unverändert leicht pessimistischen Erwartungen waren die Einzelhändler wieder zufriedener mit ihrer aktuellen Lage. Der Lagerbestand stieg jedoch auf den höchsten Stand seit mehr als einem Jahr. Infolgedessen bleibt die Bestellpolitik sehr restriktiv ausgerichtet. Der Geschäftsklimaindikator für den Kfz-Einzelhandel ist leicht gesunken. Zwar beurteilten die Händler ihre Lage günstiger als im Vormonat. Bei den Geschäftsaussichten ist aber die Zuversicht wieder in Skepsis umgeschlagen. Die Preise dürften in den kommenden Monaten häufiger erhöht werden. Sowohl im Neu- als auch im Gebrauchtwagenhandel kühlte sich das Geschäftsklima leicht ab, was in erster Linie auf die skeptischeren Geschäftserwartungen zurückzuführen war. Beide Sparten wollten ihren Personalbestand verkleinern. Während die Firmen im Bereich Kraftwagenteile und -zubehör über einen enttäuschenden Geschäftsverlauf klagten, nahm der Pessimismus im Hinblick auf die zukünftige Entwicklung etwas ab. Der Personalabbau soll sich verlangsamen.

Das ifo Geschäftsklima für das **Dienstleistungsgewerbe** Deutschlands ist im Juli gefallen. Die Beurteilung der aktuellen Lage ist nicht mehr so positiv wie im Juni. Der Optimismus mit Blick auf den weiteren Geschäftsverlauf nahm dagegen leicht zu. Dem stehen etwas gedämpfte Erwartungen an den zukünftigen Umsatz entgegen. An den expansiven Personalplänen hat sich nichts geändert. Im Transportwesen ist im Teilbereich Güterbeförderung im Straßenverkehr der Geschäftsklimaindikator wieder gesunken. Mit ihrer aktuellen Lage waren die Dienstleister, nach einer sehr guten Beurteilung im Vormonat, nicht mehr ganz so zufrieden. Auch die Erwartungen an den weiteren Geschäftsverlauf gaben etwas nach, obwohl die Befragungsteilnehmer mit deutlichen Umsatzsteigerungen rechneten. Im Bereich Spedition und sonst. Verkehrsdienstleistungen (einschließlich

Abb. 6

Einzelhandel Beurteilung der Lagerbestände

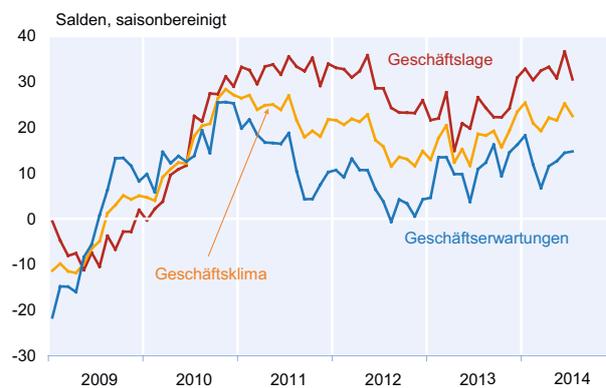


Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 7

Dienstleistungen

Geschäftsentwicklung



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Logistik) verschlechterte sich das Geschäftsklima erneut deutlich. Ausschlaggebend waren vor allem merklich weniger optimistische Geschäftsaussichten. Bei gedämpften Umsatzerwartungen beurteilten die Spediteure auch ihre aktuelle Lage nicht mehr ganz so positiv. Im Bereich Touristik waren die Erwartungen der Reisebüros und Reiseveranstalter zum ersten Mal seit einem Jahr mehrheitlich negativ. Auch die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage gab deutlich nach. Eine Ursache war die momentan sehr schlechte Beurteilung des aktuellen Auftragsbestandes. Infolgedessen sank der Geschäftsklimaindikator um mehr als 10 Punkte. Zusätzlich gehen die Firmen von einem Rückgang des Mitarbeiterbestands aus. Die Unternehmen der Rechts-/Steuerberatung und Wirtschaftsprüfung sahen wieder deutlich optimistischer auf den weiteren Geschäftsverlauf. Die seit Monaten sehr gute Bewertung der aktuellen Lage hat sich währenddessen kaum geändert. Der Geschäftsklimaindikator stieg um mehr als 5 Punkte über seinen langfristigen

Durchschnitt. Nach einem zuletzt starken Personalaufbau wollten sich die Dienstleister diesbezüglich in Zukunft etwas zurückhalten. Im Bereich Unternehmens- und Public-Relations-Beratung hat sich das Geschäftsklima minimal verschlechtert. Die Firmen waren nicht mehr ganz so zufrieden mit ihrer nach wie vor sehr guten Geschäftslage. Jedoch sind die Erwartungen an den weiteren Geschäftsverlauf auf den höchsten Stand seit mehr als einem Jahr gestiegen. Die in den vergangenen Monaten hohe Beschäftigungsdynamik wird den Firmenangaben zufolge etwas abnehmen. In der Werbebranche gab der Geschäftsklimaindikator deutlich nach. Sowohl die sehr gute Bewertung der aktuellen Geschäftslage als auch die optimistischen Erwartungen wurden etwas zurückgenommen. Beide Indikatoren lagen aber weiterhin deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt. Aufgrund weiterhin sehr guter Umsatzerwartungen dürften vermehrt neue Mitarbeiter eingestellt werden.

ifo Forschungsberichte

- 45 *Der kommunale Finanzausgleich in Mecklenburg-Vorpommern: Langfristige Entwicklung und Reformperspektiven. Teil I: Der vertikale Finanzausgleich.*
Von Th. Büttner, P. Enß, F. Holm-Hadulla, R. Schwager, Chr. Starbatty, W. Webering.
200 S. 2010. € 20,-
- 46 *Der kommunale Finanzausgleich in Mecklenburg-Vorpommern: Langfristige Entwicklung und Reformperspektiven. Teil II: Der horizontale Finanzausgleich.*
Von Th. Büttner, P. Enß, F. Holm-Hadulla, R. Schwager, Chr. Starbatty, W. Webering.
210 S. 2010. € 20,-
- 47 *Wasser – ein wesentlicher Standortfaktor für die bayerische Wirtschaft.*
Von U. Triebswetter, J. Wackerbauer. 160 S. 2010. € 20,-
- 48 *Wettbewerbsposition der Stadt Frankfurt im Verhältnis zum Umland.*
Von Th. Büttner, B. Kauder. 104 S. 2010. € 20,-
- 49 *Umweltbezogenes Subventionscontrolling.*
Von T. Rave, M. Thöne. 218 S. 2010. € 20,-
- 50 *Bedeutung der Energiewirtschaft für die Volkswirtschaft.*
Von J. Albrecht, M. Gronwald, H.-D. Karl, J. Pfeiffer, L. Röpke, M. Zimmer.
216 S. 2011. € 25,-
- 51 *Bewertung der klimapolitischen Maßnahmen und Instrumente.*
Von J. Wackerbauer, J. Albrecht-Saavedra, M. Gronwald, J. Ketterer, J. Lippelt, J. Pfeiffer, L. Röpke, M. Zimmer.
198 S. 2011. € 20,-
- 52 *Der Test des Tests im ifo Konjunkturtest Handel.*
Von K. Abberger, S. Sauer und Chr. Seiler. 40 S. 2011. € 18,-
- 53 *Langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen: Modellrechnungen bis 2060.*
Von M. Werding, T. Hener. 111 S. 2011. € 25,-
- 54 *Die Reform des kommunalen Finanzausgleichs und der Kreisstruktur in Mecklenburg-Vorpommern. Eine finanzwissenschaftliche Analyse der Auswirkungen auf Landkreise, Städte und Gemeinden.*
Von T. Büttner, P. Enß, N. Fabritz, B. Kauder, J. Meya, R. Schwager. 198 S. 2011. € 20,-
- 55 *Konstruktion von Indikatoren zur Analyse der wirtschaftlichen Aktivität in den Dienstleistungsbereichen.*
Von K. Wohlrabe. 245 S. 2011. € 25,-
- 56 *Der Beitrag des öffentlichen Sektors zur Wertschöpfung: Messprobleme und Lösungsansätze.*
Von T. Büttner, R. Fenge, O. Röhn, T. Strobel. 75 S. 2012. € 18,-
- 57 *Die Zukunft der Energiemärkte. Ökonomische Analyse und Bewertung von Potenzialen und Handlungsmöglichkeiten.*
Von K. Pittel, W. Buchholz, U. Triebswetter u.a. 332 S. 2012. € 25,-
- 58 *Finanzwissenschaftliche Begutachtung des kommunalen Finanzausgleichs in Rheinland-Pfalz. Gutachten im Auftrag des Ministeriums des Innern, für Sport und Infrastruktur Rheinland-Pfalz.*
Von Th. Büttner, A. Ebertz, B. Kauder, M. Reischmann. 417 S. 2013. € 29,-
- 59 *Kinderbetreuung.*
Von H. Rainer, S. Bauernschuster, W. Auer, N. Danzer, T. Hener, Chr. Holzner, J. Reinkowski u.a. 264 S. 2013. € 25,-
- 60 *Kindergeld.*
Von H. Rainer, S. Bauernschuster, T. Hener, N. Danzer, Chr. Holzner, J. Reinkowski. 188 S. 2013. € 25,-
- 61 *Koordination von Innovations-, Energie- und Umweltpolitik.*
Von T. Rave, U. Triebswetter, J. Wackerbauer. 301 S. 2013. € 25,-
- 62 *Dimensionen und Auswirkungen eines Freihandelsabkommens zwischen der EU und den USA.*
Von G. Felbermayr, M. Larch, L. Flach, E. Yalcin, S. Benz, F. Krüger. 164 S. 2013. € 23,-
- 63 *Beschäftigungseffekte der Exportkreditgarantien der Bundesrepublik Deutschland (Hermesdeckungen).*
Von G. Felbermayr, E. Yalcin, I. Heiland. 107 S. 2013. € 20,-
- 64 *Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen: Modellrechnungen für die mittlere und lange Frist.*
Von M. Werding, Chr. Schinke. 149 S. 2014. € 20,-
- 65 *How Can the Crisis Vulnerability of Emerging Economies Be Reduced?*
Von K. Abberger, B.N.Bhattacharyay, C.W. Nam, G. Nerb, S. Schönherr. 101 S. 2014. € 18,-

Online-Informationendienste der CESifo Gruppe München



Der ifo Newsletter ist ein kostenloser Service des ifo Instituts und wird einmal im Monat per E-Mail verschickt. Er informiert Sie in deutscher Sprache über neue Forschungsergebnisse, wichtige Publikationen, ausgewählte Veranstaltungen, Personalien, Termine und vieles mehr aus dem ifo Institut.

Wenn Sie den ifo Newsletter abonnieren möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail an: newsletter@ifo.de.



CESifo veröffentlicht monatlich über 30 Working Papers mit den Forschungsergebnissen seines weltweiten akademischen Netzwerks. Der CESifo Newsletter präsentiert in englischer Sprache ausgewählte Papers in einem leicht verständlichen Stil mit dem Ziel, den wissenschaftlichen Output für ein breiteres Publikum zugänglich zu machen.

Wenn Sie den CESifo Newsletter abonnieren möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail an: saavedra@cesifo.de.

Möchten Sie zusätzlich unsere aktuellen Pressemitteilungen beziehen, schicken Sie uns bitte eine E-Mail an: presseabteilung@ifo.de.

Sie können uns auch gerne ein Fax schicken an:

ifo Institut, Fax: (089) 9224-1267

Bitte nehmen Sie mich in den Verteiler auf für:

- ifo Newsletter CESifo Newsletter Pressemitteilungen

Name:
Institution:
Straße:
Ort:
Telefon:
Telefax:
E-Mail:

ifo Institut

im Internet:

<http://www.cesifo-group.de>

