

## Zur Problematik makroökonomischer Ungleichgewichte im Euro-Raum

Seit Beginn der dritten Stufe der Währungsunion Anfang 1999 hat in einigen Mitgliedstaaten an der geographischen Peripherie des Euro-Raums ein Wirkungsgeflecht aus kräftigem Nachfragewachstum, vergleichsweise starkem Preisauftrieb und gravierender Erosion der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zu persistent hohen Leistungsbilanzdefiziten geführt. Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat offengelegt, dass hinter den erheblichen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten dieser EWU-Länder nicht tragfähige binnenwirtschaftliche Entwicklungen standen. Derartige makroökonomische Fehlentwicklungen bedeuten nicht nur eine erhöhte wirtschaftliche und finanzpolitische Verletzbarkeit der entsprechenden Länder. Angesichts der Ausstrahlungseffekte über die stark verflochtenen Finanzmärkte der Währungsunion bilden sie zudem eine Gefahrenquelle für andere Mitgliedsländer und damit für den Währungsraum insgesamt. Sie belasten auch die Umsetzung einer stabilitätsgerechten einheitlichen Geldpolitik in erheblicher Weise. Die sich im Frühjahr zuspitzende Verschuldungskrise in einigen Peripheriestaaten und die daraufhin beschlossenen Stabilisierungsmaßnahmen auf europäischer Ebene haben die Risiken nachdrücklich vor Augen geführt.

Vor diesem Hintergrund ist es dringend geboten, die bisherigen Fehlentwicklungen zu korrigieren und in Zukunft eine Wiederholung zu verhindern. Im Zentrum einer diesbezüglichen Reformagenda müssen Maßnahmen stehen, die in den Defizitländern die heimische Nachfrage und die Produktionsmöglichkeiten enger miteinander in Übereinstimmung bringen. Hierzu ist zunächst eine Stärkung der Wachstumskräfte in den betreffenden Ländern unumgänglich. Angebotsseitige Reformen führen jedoch mittel- bis langfristig nicht zwingend zu sinkenden außenwirtschaftlichen Defiziten. Die betreffenden Volkswirtschaften werden daher nicht umhinkommen, die inländische Nachfrage auf ein wieder nachhaltiges Niveau zurückzuführen. Eine zentrale Bedeutung hat dabei angesichts der dramatisch verschlechterten Lage der öffentlichen Haushalte eine entschlossene finanzpolitische Konsolidierung. Nur durch sie wird es zudem gelingen, das verlorene Vertrauen an den Finanzmärkten zurückzugewinnen.

Mit Blick auf die Ausgangsfrage der makroökonomischen Ungleichgewichte kann somit das Gros der zur Korrektur erforderlichen strukturellen Anpassungen nur von den Defizitländern selbst vorgenommen werden. Kompensierende Maßnahmen von Ländern des Euro-Raums mit Leistungsbilanzüberschüssen mittels einer Stimulierung ihrer Binnennachfrage, beispielsweise über eine expansivere Lohn- und Finanzpolitik, wären weder problemadäquat noch würden sie angesichts der gering ausgeprägten Ausstrahlungseffekte den Defizitländern merklich Entlastung verschaffen. Wirksam helfen würde diesen Ländern vielmehr ein verbessertes Umfeld für eine stabilitätsgerechte Geldpolitik, in dem alle Mitgliedsländer der EWU eine binnenwirtschaftlich nachhaltige Ausrichtung der Wirtschaftspolitik verfolgen.

## EWU-Mitgliedsländer in der Finanz- und Wirtschaftskrise

*Makroökonomische Fehlentwicklungen in einigen Peripherieländern der EWU in den zurückliegenden Jahren*

Die ersten zehn Jahre nach Einführung der gemeinsamen Währung markierten eine Phase vergleichsweise ausgeprägter makroökonomischer Stabilität. Neben der bemerkenswert hohen Geldwertstabilität erlebte der Euro-Raum eine Phase geringer realwirtschaftlicher Volatilität. Unter der Oberfläche der günstigen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen bauten sich in diesem Zeitraum jedoch in einer Reihe von Ländern makroökonomische Ungleichgewichte auf. Sie manifestierten sich vor allem in hohen Leistungsbilanzdefiziten und einer erodierenden preislichen Wettbewerbsfähigkeit in einigen Peripherieländern der EWU. Hinter diesen außenwirtschaftlichen Bezugsgrößen verbergen sich jedoch im Kern binnenwirtschaftliche Fehlentwicklungen: allen voran eine – gemessen an den inländischen Produktionsmöglichkeiten – zu kräftig expandierende Binnennachfrage sowie eine damit einhergehende verstärkende Lohnentwicklung, die vielfach den heimischen Produktivitätsverhältnissen enteilt war. Zudem wurde die Nachfrage in diesen Ländern teils durch eine expansive Fiskalpolitik, teils durch Übertreibungen an den Immobilienmärkten befeuert.

*Globale Finanz- und Wirtschaftskrise fördert Probleme in einzelnen EWU-Staaten zutage*

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise hat den aus diesen Fehlentwicklungen resultierenden Problemdruck offen zutage gefördert. Erstmals seit dem Beginn der dritten Stufe der Währungsunion Anfang 1999 ging im Euro-Raum die gesamtwirtschaftliche Produktion im Jahr 2009 zurück, und zwar um

4 %. Besonders ausgeprägt war der konjunkturelle Einbruch im Winterhalbjahr 2008/2009. Die kurzfristig heftigsten Verluste erlitten zwar die exportorientierten Volkswirtschaften Deutschland und Finnland. Der Abschwung wurde hier aber primär als vorübergehender Rückgang der Auslandsnachfrage wahrgenommen, sodass etwa in Deutschland, aber auch in anderen exportstarken Volkswirtschaften keine proportionalen Anpassungen der Beschäftigung seitens der Unternehmen eingeleitet wurden. Infolgedessen blieb die Konsumnachfrage der privaten Haushalte recht stabil. Die kräftige Erholung des Welthandels, die bereits im Frühjahr 2009 einsetzte, hat die Unternehmen und privaten Haushalte in ihren Einschätzungen bestätigt. In den exportorientierten Ländern wird das Wachstum in diesem Jahr voraussichtlich spürbar über dem EWU-Durchschnitt liegen.

Die Rezession in den Peripherieländern Spanien, Irland, Portugal und Griechenland verlief demgegenüber anders. Der Einbruch des Bruttoinlandsprodukts (BIP) fiel wegen der geringeren Exportabhängigkeit zunächst schwächer aus. Letztlich hat sich jedoch im weiteren Verlauf sehr deutlich gezeigt, dass neben den aus der Weltwirtschaft resultierenden rezessiven Kräften auch hausgemachte Probleme belasteten. Im Ergebnis stellte sich heraus, dass das Wachstum dieser Länder vor der Krise nicht auf Dauer tragfähig war. In Irland und Spanien mündete die konjunkturelle Überhitzung in Immobilienpreisblasen. Der damit einhergehende erhebliche Ausbau des Bausektors hat sich inzwischen zu einem guten Teil als Übertreibung erwiesen. Im Rah-

men des notwendig gewordenen Kapazitätsabbaus sind in beiden Ländern in großem Umfang Arbeitsplätze verloren gegangen. Allein in Spanien nahm die Zahl der Arbeitslosen von ihrem Tiefpunkt im Frühjahr 2007 um 2¾ Millionen auf 4½ Millionen drei Jahre später zu; das war mehr als die Hälfte des Anstiegs in der gesamten EWU. Die Erwartung eines langwierigen, mit starken Arbeitsplatzverlusten verbundenen Anpassungsprozesses führte in Spanien und Irland seit dem Ausbruch der Wirtschaftskrise im Herbst 2008 zu einem erhöhten Vorsichtssparen. In beiden Ländern ist im Zuge der Anpassung am heimischen Immobilienmarkt das Bankensystem erheblichen Belastungen ausgesetzt.

In Griechenland und Portugal kam es zwar im Vorfeld der Krise nicht zu größeren Fehlentwicklungen auf den Immobilienmärkten. Die Binnennachfrage überschritt jedoch auch in diesen Ländern über einen längeren Zeitraum die heimischen Produktions- und Einkommensspielräume. In Portugal gelang es nicht, den Anstieg der Lohnstückkosten zu bremsen und das Potenzialwachstum zu steigern. In Griechenland folgte die Finanzpolitik einem sehr expansiven, auf Dauer nicht tragfähigen Kurs, der das Land schließlich in die jetzige Verschuldungskrise gestürzt hat.

Die Entwicklung in Griechenland hat deutlich gemacht, dass sich derartig persistente makroökonomische Fehlentwicklungen auf den verflochtenen Finanzmärkten des gemeinsamen Währungsraums nicht auf das betreffende Land begrenzen lassen. Unter den Bedingungen einer gemeinsamen Währung erzeugen anhaltende nationale Fehlentwick-

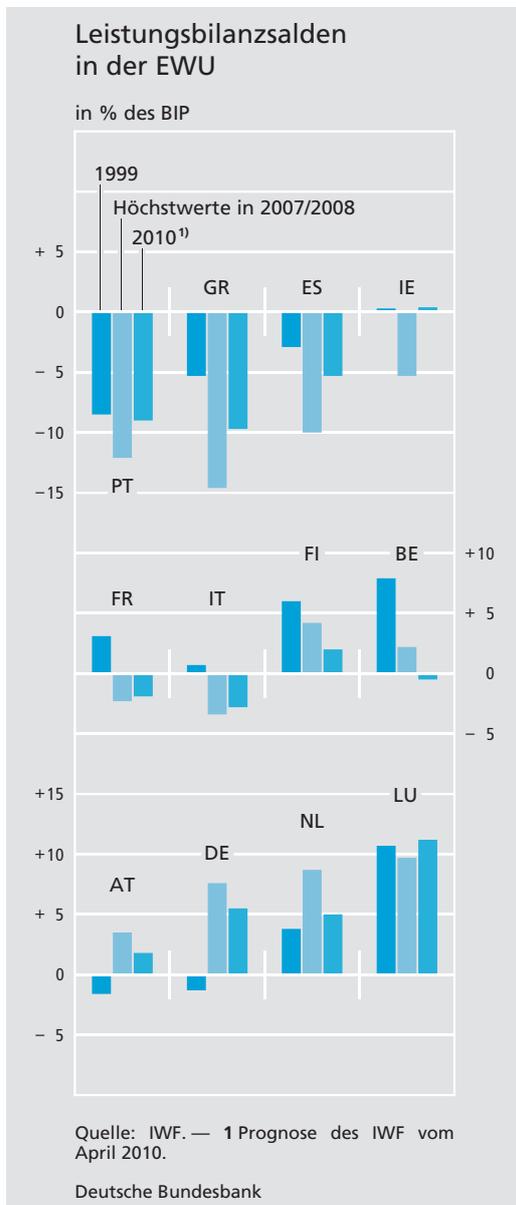
lungen Ausstrahlungs- und Ansteckungseffekte auf andere Mitgliedstaaten. Im Ergebnis belastet der notwendige Korrektur- und Anpassungsprozess damit nicht nur die konjunkturellen Aussichten der jeweiligen Volkswirtschaften, sondern die Stabilität des realwirtschaftlichen Gefüges und des Finanzsystems im gesamten Währungsraum. Vor diesem Hintergrund analysiert der vorliegende Beitrag die wesentlichen Faktoren, die zu der Zuspitzung der jüngsten krisenhaften Entwicklung beigetragen haben, und untersucht Elemente einer notwendigen Anpassungsstrategie, um die Entstehung ähnlicher Problemlagen in der Zukunft zu verhindern. Im Mittelpunkt des Interesses stehen diesbezüglich die aufgetretenen Divergenzen in den außenwirtschaftlichen Salden sowie in den Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit.

### Zur Entwicklung der Leistungsbilanzsalden im Euro-Raum – das statistische Bild

Obwohl seit dem Beginn der dritten Stufe der Währungsunion im Jahr 1999 innerhalb der EWU keine zunehmenden Unterschiede in den gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten und den nationalen Teuerungsraten zu verzeichnen waren und die diesbezügliche Streuung auch nicht markant von der anderer großer Währungsräume abwich, so war dennoch eine sehr heterogene Entwicklung der Leistungsbilanzen zu beobachten. Bemerkenswert ist jedoch, dass die Leistungsbilanz des Euro-Raums als Ganzes in den Jahren seit Beginn der Währungsunion nur zwischen ge-

*Leistungsbilanzsalden des Euro-Raums weitgehend ausgeglichen, ...*

*Manifest gewordene Probleme strahlen auf den Währungsraum insgesamt aus*



ringfügigen Defiziten und moderaten Überschüssen schwankte. Die höchsten Werte wurden in den Jahren 2000 und 2008 mit Fehlbeträgen von  $1\frac{1}{2}\%$  beziehungsweise  $1\frac{3}{4}\%$  des BIP sowie 2002 und 2004 mit positiven Salden von  $\frac{1}{2}\%$  beziehungsweise  $\frac{3}{4}\%$  des BIP verzeichnet. Zu dieser im Großen und Ganzen ausgeglichenen Position hat die deutsche Wirtschaft mit ihren hohen Überschüssen im Handel mit Staaten außerhalb

der EWU maßgeblich beigetragen. Ohne Deutschland gerechnet hätte der Euro-Raum seit 2006 Leistungsbilanzdefizite zwischen 160 Mrd € beziehungsweise 2,6% des BIP (2006) und 320 Mrd € beziehungsweise 4,7% des BIP (2008) schultern müssen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Deutschland seinen realen Weltmarktanteil im Zeitraum 1999 bis 2008 bei knapp 10% halten konnte, während die Gruppe der übrigen EWU-Länder einen Rückgang um vier Prozentpunkte auf 18% hinzunehmen hatte.

Betrachtet man einzelne EWU-Länder, so zeigen sich jedoch große Unterschiede. Die 12 Mitgliedstaaten, die hier näher analysiert werden, lassen sich grob in drei Gruppen einteilen. Die vier Peripherieländer Spanien, Portugal, Griechenland und Irland, von denen die drei erstgenannten bereits mit merklichen Leistungsbilanzdefiziten in die EWU eingetreten waren, wiesen insbesondere von 2004 bis 2007/2008 stark zunehmende Fehlbeträge aus. Die Spannweite reichte unmittelbar vor der globalen Wirtschaftskrise von 5,3% des BIP in Irland (2007) bis 14,6% in Griechenland (2008). In einer mittleren Position befanden sich zum einen Frankreich, Italien und Belgien, die von einer Überschussituation kamen und 2008 moderate Defizite auswiesen. Zum anderen lässt sich hier auch Finnland verorten, dessen Überschuss 2008 mit 3,0% nur noch die Hälfte des Wertes von 1999 betrug. In der letzten Gruppe zeigen Österreich und Deutschland insofern ein ähnliches Profil, als sich in beiden Ländern leichte Defizitpositionen in positive Salden gedreht haben. Der Überschuss der ebenfalls zu dieser

*... aber Salden einiger Mitgliedsländer erheblich auseinandergedriftet*

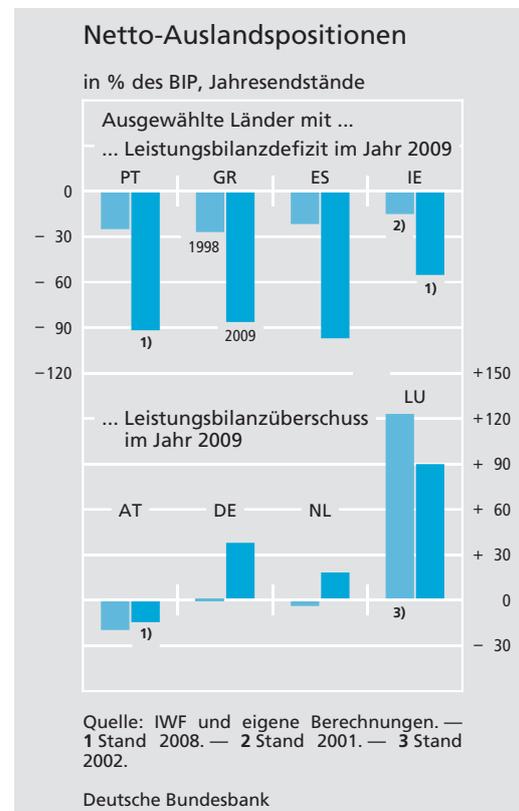
Gruppe zählenden Niederlande belief sich in der Spitze (2006) sogar auf 9,3 %.

*Leistungsbilanzsalden und Auslandsvermögensstatus*

Infolge der persistenten Leistungsbilanzdefizite hat sich der Auslandsvermögensstatus der Peripherieländer über die Jahre erheblich verschlechtert. Spanien, Portugal und Griechenland verzeichneten bereits 1999 Netto-Schuldenpositionen, die sich jedoch in einer recht engen Bandbreite zwischen 20 % und 30 % des BIP befanden. Bis Ende 2009 nahmen die Nettoverbindlichkeiten allerdings deutlich zu, und zwar auf rund 97 % in Spanien und 86 % in Griechenland. In Irland und Portugal hat sich die Netto-Schuldenposition bis 2008 – aktuellere Angaben liegen bislang nicht vor – auf 55 % beziehungsweise 92 % verschlechtert. In den Überschussländern haben sich zwar die Netto-Auslandspositionen verbessert, sie waren jedoch im Jahr 2009 mit Quoten von 38 % (Deutschland) und 18 % (die Niederlande) im internationalen Maßstab nicht außergewöhnlich hoch. In Österreich hat sich der negative Saldo seit 2001 spürbar auf 14 % reduziert.

*Leistungsbilanzsaldo als Differenz zwischen Ersparnis und Nettoinvestitionen*

In der Leistungsbilanzposition eines Landes drücken sich wichtige gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge aus. Sie entspricht der Differenz zwischen der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis (einschl. des Saldos der Vermögensübertragungen) und den gesamtwirtschaftlichen Nettoinvestitionen (Bruttoinvestitionen minus Abschreibungen) des betreffenden Landes. Für den Fall, dass die gesamtwirtschaftliche Ersparnis kleiner ist als die Investitionen, gibt der negative Leistungsbilanzsaldo die gesamtwirtschaftliche Ersparnislücke an, die im Ausland über einen Abbau von Gutha-

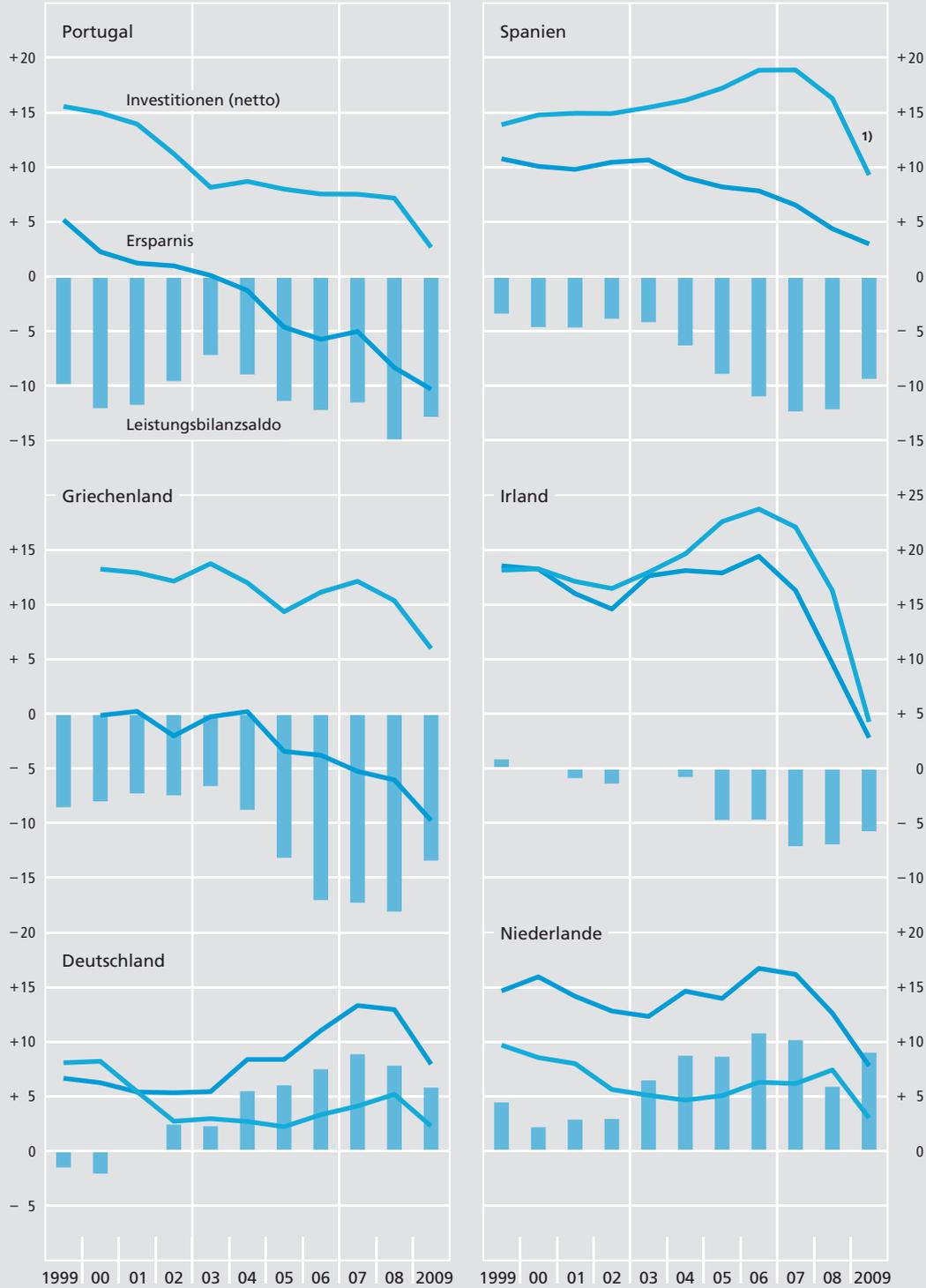


ben oder eine Verschuldung gedeckt werden muss.<sup>1)</sup> So wurde die zunehmende Auslandsverschuldung in Spanien und Irland vor allem von den Investitionen getrieben, während in Griechenland und Portugal die rückläufige gesamtwirtschaftliche Spartätigkeit ausschlaggebend war.

1 In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur werden die Leistungsbilanzsalden auch als Ergebnis der intertemporalen Ersparnis- und Investitionsentscheidungen betrachtet (vgl.: M. Obstfeld und K. Rogoff (1995), The intertemporal approach to the current account, in: G.M. Grossman und K. Rogoff (Hrsg.), Handbook of International Economics, Vol. 3, S. 1731–1799). International integrierte Finanzmärkte erlauben es z. B. Volkswirtschaften mit höherem Wachstumspotenzial, sich zur Finanzierung des Wachstums im Ausland zu verschulden, d. h. mehr Investitionen zu tätigen als durch die eigene Sparleistung finanziert werden kann. In dem Modell ermöglicht das kräftige Wachstum in den Folgeperioden eine Bedienung und Tilgung der Schulden bei einem vergleichsweise glatten intertemporalen Verlauf des privaten Konsums.

## Ersparnis, Investitionen und Leistungsbilanzsaldo

in % des verfügbaren Einkommens in der Gesamtwirtschaft



Quelle: Eurostat. — 1 Nettoinvestitionen für 2009 auf Basis der ersten drei Quartale.

Deutsche Bundesbank

Aus ökonomischer Sicht sind Überschüsse und eine Verbesserung des Auslandsvermögensstatus für Länder wie Deutschland, die sich einer zunehmenden Alterung der Gesellschaft gegenübersehen, durchaus sinnvoll, um über eine verstärkte gegenwärtige Ersparnisbildung die künftigen demographischen Belastungen abzufedern. Die Anlage dieser Ersparnisse im Ausland ermöglicht den heimischen Sparern eine Diversifikation der Risiken ihrer Vermögen und das Ausnutzen höherer Renditen in aufholenden wachstumsstarken Volkswirtschaften mit einem anderen demographischen Profil.

*Hohe Kapitalzuflüsse unproblematisch bei effizienter Verwendung*

Umgekehrt ist es nicht grundsätzlich zu kritisieren, dass aufholende Länder an der Peripherie des Euro-Raums mit niedrigem Einkommen zur Unterstützung des wirtschaftlichen Konvergenzprozesses, der durch die Zinsangleichung im Vorfeld der dritten Stufe noch kräftig angeheizt wurde, für eine gewisse Zeit höhere Leistungsbilanzdefizite generierten.<sup>2)</sup> Bei ökonomisch effizienter Verwendung der damit korrespondierenden Kapitalimporte für dauerhaft rentable Investitionen hätte nicht nur der Schuldendienst an das Ausland aus den Erträgen geleistet, sondern auch das Volkseinkommen spürbar gesteigert werden können. In einem solchen Umfeld mit überdurchschnittlichen Produktivitätszuwächsen hätten zudem höhere Lohnsteigerungen als im EWU-Mittel die preisliche Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder nicht beschädigt.

## Ursachen der nicht tragfähigen Entwicklung der Leistungsbilanzen in den peripheren Ländern der EWU

Tatsächlich kam es jedoch in den Peripherieländern zu einer unter langfristigen Wachstumsgesichtspunkten nicht effizienten Allokation dieser Kapitalströme aus dem Ausland. Sie flossen etwa in Spanien und Irland zu einem guten Teil in die Immobilienmärkte, in Griechenland wurden hohe Staatsdefizite alimentiert und in Portugal der private Verbrauch gestützt.<sup>3)</sup> Letztlich liegt der Schluss nahe, dass nicht die Leistungsbilanzdefizite per se die derzeitigen Probleme in den Peripherieländern generiert haben, sondern die volkswirtschaftlich ineffiziente Verwendung des vom Ausland bereitgestellten Kapitals.<sup>4)</sup>

*Ineffiziente Kapitalallokation in peripheren EWU-Ländern*

Begünstigt wurden diese Kapitalzuflüsse – und damit auch die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite – dadurch, dass das Wechselkursrisiko mit dem Beginn der Währungsunion entfallen war und die Länderausfallrisiken an den Anleihemärkten in der EWU in den Vorkrisenjahren sehr niedrig eingestuft wurden.

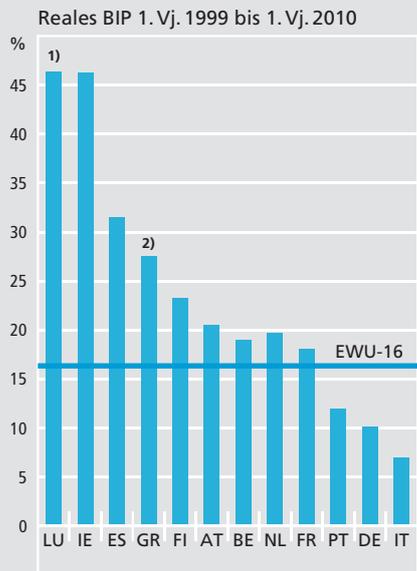
*Veränderung der Risikoeinschätzung nach Beginn der dritten Stufe der EWU*

2 Vgl.: O. Blanchard und F. Giavazzi (2002), Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2002-2, S. 147–209.

3 Vgl.: Europäische Kommission (2010), Surveillance of the Euro Area – Competitiveness and Imbalances, European Economy, Nr. 1.

4 Eine solche volkswirtschaftlich ineffiziente Allokation kann sich etwa dann ergeben, wenn durch den Finanz-Akzelerator-Mechanismus (vgl.: B.S. Bernanke, M.L. Gertler und S. Gilchrist (1996), The Financial Accelerator and the Flight to Quality, The Review of Economics and Statistics, Vol. 78, Nr. 1, S. 1–15) die Wirkung bestimmter Schocks, wie z.B. der Senkung der Refinanzierungskosten für die Peripherieländer nach dem Beitritt zur Währungsunion, verstärkt wird.

### Kumuliertes Wachstum in der EWU seit Beginn der dritten Stufe



1 1. Vj. 1999 bis 4. Vj. 2009. — 2 1. Vj. 2000 bis 1. Vj. 2010.

Deutsche Bundesbank

*Selbst-  
verstärkende  
Effekte durch  
Abweichungen  
bei Realzinsen*

Schon vor dem Beginn der Währungsunion hatten sich die nominalen Renditedifferenzen zwischen den EWU-Mitgliedstaaten merklich eingeebnet. Bei fortbestehenden Unterschieden zwischen den nationalen Preisänderungsraten führte dies in der Folge jedoch zu beträchtlichen Abweichungen bei den Realzinsen.<sup>5)</sup> Aufgrund der vergleichsweise kräftigen Teuerung war in den Peripherieländern im Zeitraum 1999 bis 2008 der (auf Basis der inländischen Verbraucherpreise berechnete) Expost-Realzins relativ niedrig, insbesondere auch im Verhältnis zum gleichgewichtigen Realzins, der beispielsweise durch die Potenzialwachstumsrate approximiert werden kann. Das hat – isoliert betrachtet – die Nachfrage und die wirtschaftliche Aktivität in jenen Ländern deutlich stimuliert, vornehmlich in den rein binnenwirtschaftlich orientierten

Bereichen wie der Bauwirtschaft, und die Teuerung über ein hohes Lohnwachstum angetrieben. Dagegen war der Realzins in den preisstabilen Kernländern, darunter Deutschland, vergleichsweise hoch – mit der Folge, dass für sich genommen das Wachstum dort weniger stimuliert wurde.

Die durch diese nachfrageseitigen Faktoren bereits angelegten Divergenzen der Leistungsbilanzsalden wurden durch den Wettbewerbsfähigkeitskanal wohl noch verstärkt. Die höheren Teuerungsraten in den Peripherieländern, hinter denen in erster Linie kräftige Steigerungen der Lohnstückkosten standen, bremsten in realer Rechnung die Exporte und begünstigten das Wachstum der Importe, indem sie die Stellung heimischer Anbieter am Inlandsmarkt schwächten. Der Indikator für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den übrigen EWU-Ländern (berechnet auf der Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes) hat sich für Spanien zwischen 1999 und 2008 um 15 %, für Portugal um 4 % und im Falle Griechenlands um 7 % verschlechtert. In Irland ging der Indikator nach einer stark negativen Entwicklung bis Ende 2002 (– 7 %) in eine Seitwärtsbewegung bis Anfang 2007 über; danach tendierte er jedoch spürbar nach oben (siehe auch Beitrag auf S. 41 ff.).

*Divergenzen  
der preislichen  
Wettbewerbs-  
fähigkeit*

Dagegen nahm die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft von 1999 bis 2008 stetig zu, und zwar um insgesamt

<sup>5</sup> Vgl.: Europäische Kommission (2006), The EU Economy: 2006 Review, Adjustment Dynamics in the Euro Area – Experiences and Challenges, in: European Economy, Nr. 6, S. 131–176.

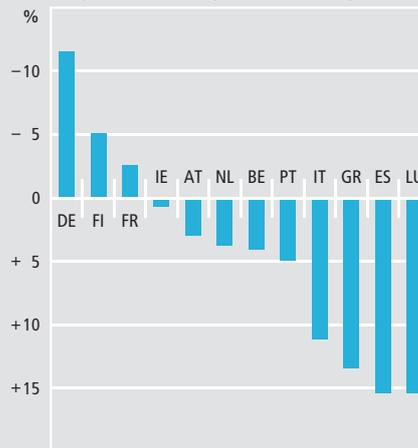
*Reale  
Abwertung in  
Deutschland  
nur Neben-  
produkt der  
Arbeitsmarkt-  
reformen*

12 %. Die verbesserte Wettbewerbssituation hierzulande war vor allem Reflex der moderaten Lohnpolitik, die durch die einschneidenden Reformen am Arbeitsmarkt gefördert wurde. Diese stellte in erster Linie eine Reaktion der dezentral agierenden Tarifpartner auf die äußerst unbefriedigende Arbeitsmarktlage und deren drohende weitere Verschlechterung zu Beginn des vorigen Jahrzehnts dar. Die Umkehr in der Ausrichtung der Tarifpolitik war geboten, um vorausgegangene Fehlentwicklungen bei den Arbeitskosten zu korrigieren und dadurch die Voraussetzungen für nachhaltiges Wachstum und höhere Beschäftigung zu stärken, sie dämpfte jedoch zunächst die Binnennachfrage. Ab Mitte 2005 stellte sich dann der erwartete kräftige Stellenaufbau ein; zugleich verminderte sich die Zahl der Arbeitslosen von knapp 5 Millionen Anfang 2005 auf etwas über 3 Millionen im Herbst 2008. Zudem ist der deutsche Arbeitsmarkt durch die angestoßenen Reformen und die Eröffnung von Flexibilitätpotenzialen seitens der Tarifpartner auf Firmenebene sehr viel widerstandsfähiger geworden. Sichtbarstes Zeichen der Erfolge dieser Anstrengungen ist der vergleichsweise geringe Beschäftigungsabbau in der jüngsten Rezession. Durch ihn wird nachdrücklich belegt, dass sich Arbeitsmarktreformen und Lohnmoderation gesamtwirtschaftlich auszahlen. Dies sollte auch ein ermutigendes Beispiel für die Länder des gemeinsamen Währungsraums sein, die gegenwärtig am Beginn eines entsprechenden Anpassungsprozesses stehen.

Ziel der Arbeitsmarktreformen in Deutschland war, das wirtschaftliche Wachstum beschäftigungsintensiver zu machen. Die Verbesse-

### Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den jeweiligen EWU-Partnerländern seit Beginn der EWU<sup>\*)</sup>

1. Vj. 2010 im Vergleich zum 4. Vj. 1998



\* Indikator auf Basis der Deflatoren für den Gesamtumsatz. Skala invertiert: Ein negativer Wert kennzeichnet eine Zunahme der preislichen Wettbewerbsfähigkeit.

Deutsche Bundesbank

Der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den übrigen EWU-Staaten stand hingegen nicht im Fokus. Die Strategie, über eine Erhöhung der Beschäftigungsintensität des Wachstums die strukturelle Arbeitslosigkeit nachhaltig zu senken, wäre auch dann erfolgreich gewesen, wenn es nicht zu dem stützenden Effekt der wiedergewonnenen preislichen Wettbewerbsfähigkeit gekommen wäre. Denn die maßgebliche Folge von Arbeitsmarktreformen und einer durch sie geförderten moderaten Lohnentwicklung ist eine mittel- und langfristige Stärkung der Binnenwirtschaft. Lohnmoderation ist demzufolge keinesfalls ein internationales Nullsummenspiel, bei dem Produktionsgewinne auf Kosten von Partnerländern erzielt werden (siehe Anhang S. 35 ff.). Das zeigt sich auch an der Tatsache, dass die deutsche Wirtschaft

in der Spätphase des letzten Aufschwungs erhebliche Wachstumsimpulse für die anderen EWU-Länder generierte.

### Korrekturen seit Ausbruch der Wirtschaftskrise und ihre Nachhaltigkeit

*Leistungsbilanzsalden krisenbedingt deutlich geschrumpft*

Seit dem Ausbruch der globalen Wirtschaftskrise im Jahr 2008 sind die Diskrepanzen in den Leistungsbilanzsalden der EWU-Länder wieder deutlich kleiner geworden. Ausgehend von der Prognose des IWF vom April dieses Jahres wird das Defizit in Spanien 2010 nur noch etwa halb so hoch sein wie in den Boomjahren vor der Krise. In Portugal und Griechenland dagegen fällt der Rückgang wohl etwas geringer aus. Zugleich sind die Salden der Überschussländer leicht geschrumpft; in Deutschland könnte sich die entsprechende BIP-Quote 2010 auf rund 5 ½ % verringern. Allerdings stellt sich die Frage, inwieweit diese Angleichung zyklisch bedingt oder von Dauer ist.

*Neben zyklischen auch strukturelle Ursachen in Defizitländern ...*

Für eine nachhaltige Anpassung spricht, dass die überaus dynamische Nachfrageentwicklung in den Defizitländern, wie sie im letzten Zyklus zu beobachten war, auf absehbare Zeit wohl der Vergangenheit angehören wird. Zum einen sind die expansiven Wachstumsimpulse aus dem Zinskonvergenzprozess endgültig ausgelaufen. Im Gefolge eines zunehmenden Vertrauensverlustes an den Kapitalmärkten hat sich in den letzten Monaten die Zinsdifferenz der Peripherieländer zu Deutschland vielmehr markant ausgeweitet. Zum anderen dürfte das Importwachstum in den Defizitländern in den nächsten Jahren

– neben den zur Wiedergewinnung des notwendigen Vertrauens erforderlichen Konsolidierungsmaßnahmen der öffentlichen Haushalte – auch von der Tendenz zu einer erhöhten Spartätigkeit der privaten Haushalte gebremst werden. Schließlich befinden sich die Defizitländer gegenwärtig auf der Suche nach einem neuen, tragfähigeren Wachstumsmodell. Dieser Anpassungsprozess sollte durch strukturelle Reformen zur Stärkung der binnenwirtschaftlichen Wachstumskräfte begleitet und abgefedert werden. Letzteres ist erforderlich, da – wie beschrieben – die eigentlichen Probleme der Peripherieländer nicht in den hohen Leistungsbilanzsalden bestehen, sondern diese nur Ausdruck der binnenwirtschaftlichen Fehlentwicklungen in den betreffenden Ländern sind. Kurzfristig dürften derartige Maßnahmen dämpfend auf die heimische Nachfrage wirken.

In der mittleren Frist gilt es allerdings im Blick zu behalten, dass die Wirkung von angebotsseitigen Reformen auf die Leistungsbilanzposition eines Landes nicht mit Bestimmtheit zu prognostizieren ist. Denn während rein die Nachfrage dämpfende Maßnahmen die Leistungsbilanzdefizite klar verringern, sind die entsprechenden Wirkungen angebotssteigernder Schritte weniger eindeutig. So wird im Rahmen einer spürbaren Kräftigung des Produktionspotenzials die Investitionstätigkeit angekurbelt, was durchaus höhere Mittelzuflüsse aus dem Ausland nach sich ziehen kann. Erfolge bei der Kostendämpfung können über die Preise auch den Exportwert senken und Fehlbeträge in der nominalen Leistungsbilanz gegebenenfalls sogar noch vergrößern.

... und Über-  
schussländern

Umgekehrt zu den Defizitländern sind gegenwärtig in den Überschussländern Tendenzen zu beobachten, die einer Rückkehr zu den hohen positiven Salden der Vorkrisenjahre entgegenwirken. So ist etwa in Deutschland eine Fortsetzung der markanten Lohnmoderation des vergangenen Jahrzehnts in dieser Form im laufenden Zyklus nicht zu erwarten. Ausschlaggebend dafür ist zum einen, dass die Situation am Arbeitsmarkt derzeit vergleichsweise günstig ist. Bei fortgesetzter konjunktureller Erholung dürfte damit die relative Verhandlungsposition der Gewerkschaften stärker sein als noch zu Beginn des vorigen Jahrzehnts. Außerdem könnte das Bestreben der Gewerkschaften, die im letzten Zyklus sehr ausgeprägte Verschiebung der Einkommensverteilung zugunsten der Unternehmen zu stoppen oder zumindest teilweise wieder rückgängig zu machen, die zukünftige Lohnentwicklung beeinflussen. Zum anderen werden demographisch bedingt immer weniger junge Menschen in den Arbeitsmarkt eintreten, sodass sich der Wettbewerb der Firmen um neue und gut ausgebildete Arbeitskräfte rasch verschärfen könnte.

### Wirtschaftspolitische Anpassungserfordernisse in der EWU: Symmetrie oder Asymmetrie?

*Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und Struktur-reformen insbesondere in den Defizit-ländern unumgänglich*

Angesichts der Tatsache, dass die tieferen Ursachen der Fehlentwicklungen in binnenwirtschaftlichen Faktoren der Defizitländer zu suchen sind, ist unstrittig, dass die erforderlichen Anpassungsleistungen primär in den jeweiligen Ländern zu erbringen sind. Hierzu zählt die Notwendigkeit, dass diese Volkswirt-

schaften durch Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und durch strukturelle Reformen wieder auf einen tragfähigen Kurs gelangen. Die erforderlichen Anpassungen beim Lohnwachstum setzen sich erfahrungsgemäß erheblich schneller und nachhaltiger durch, wenn Maßnahmen zur Erhöhung der Arbeitsmarktflexibilität ergriffen und die Anreize zur Arbeitsaufnahme etwa durch Änderungen des sozialen Sicherungssystems verbessert werden.<sup>6)</sup> Da die Anpassungslast hier vor allem bei den Defizitländern liegt, sind die entsprechenden Anpassungserfordernisse asymmetrisch zwischen Defizit- und Überschussländern verteilt.

Die Notwendigkeit entschlossener flankierender Maßnahmen der Wirtschaftspolitik in den Defizitländern begründet sich auch darin, dass wichtige marktliche Anpassungskanäle für eine weitergehende nachhaltige Verringerung der divergierenden Leistungsbilanzsalden in der Währungsunion, in der Anpassungen der relativen Preise über nominale Wechselkursverschiebungen ausgeschlossen sind, in der Vergangenheit nicht sonderlich ausgeprägt waren. Hierzu zählen grenzüberschreitende Wanderungen von Arbeitskräften. Die Mobilität des Faktors Arbeit war im Euro-Raum nicht zuletzt wegen der bestehenden Sprachbarrieren in den letzten Jahrzehnten eher gering, insbesondere im Vergleich zu den USA. Dieser Anpassungsmechanismus könnte zwar in Zukunft, sofern die Arbeitslosigkeit in den Peripherieländern sich ver-

*Geringe Anpassung durch Arbeitskräfte-wanderung*

<sup>6</sup> Vgl.: H. Zemanek, A. Belke und G. Schnabl (2010), Current Account Imbalances and Structural Adjustment in the Euro Area: How to Rebalance Competitiveness, International Economics and Economic Policy, Vol. 7, S. 83–127.

festigt, eine größere Rolle spielen; seine Bedeutung sollte jedoch auch nicht überschätzt werden.

*Symmetrische Anpassung durch Lohnakzeleration in Überschussländern keine Hilfe für Defizitländer*

In den Fokus der öffentlichen Diskussion über die gebotenen Strategien einer nachhaltigen Verringerung der makroökonomischen Ungleichgewichte in der EWU ist aber neben den notwendigen Reformanstrengungen der Defizitländer in letzter Zeit auch die Wirtschaftspolitik in den Überschussländern geraten. Dabei wird häufig empfohlen, dass diese Volkswirtschaften ebenfalls einen Beitrag zum Abbau der außenwirtschaftlichen Diskrepanzen innerhalb der EWU leisten sollten, etwa indem sie über höhere Staatsausgaben oder Lohnakzeleration ihre Binnennachfrage und so ihre Importe steigern. Auf diese Weise würde sich ihr Leistungsbilanzüberschuss verringern und den Defizitländern über expansive Impulse die Anpassung erleichtert werden. Ein solches Szenario, in dem Defizit- und Überschussländer gleichermaßen Anstrengungen zum Abbau der Diskrepanzen unternehmen, wird als symmetrische Anpassung bezeichnet.

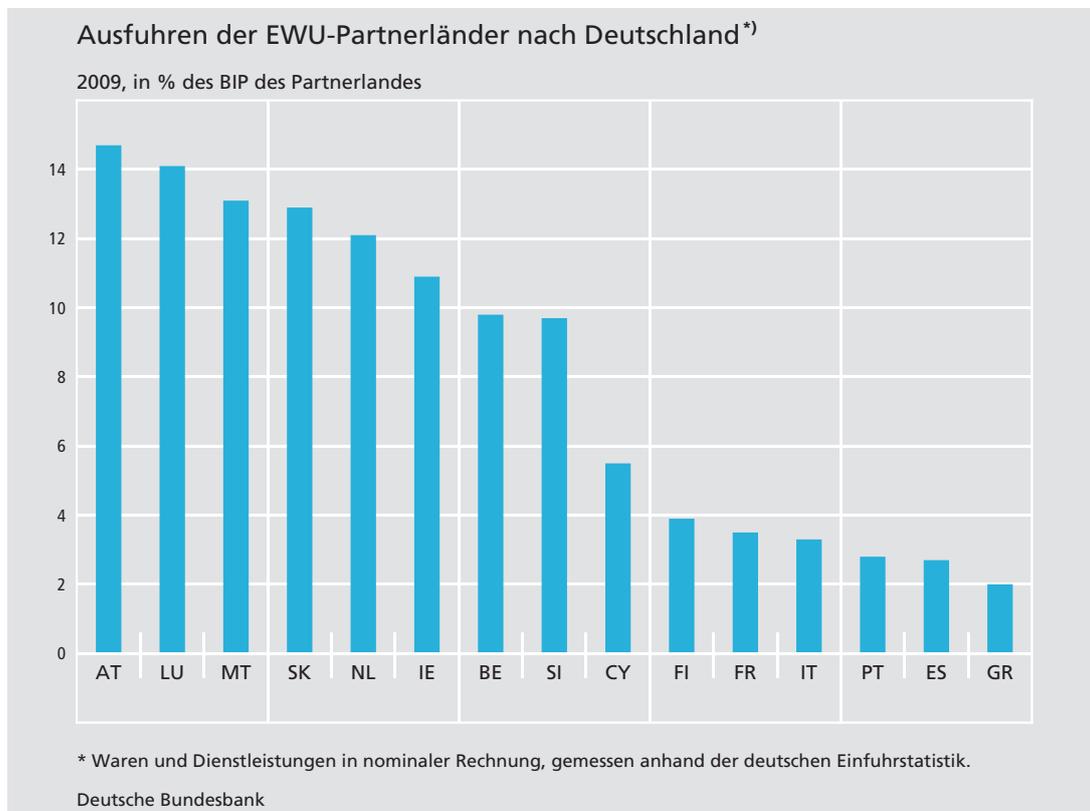
*Ausmaß der Handelsverflechtungen von Bedeutung*

Diese Präferenz für eine symmetrische Anpassung basiert jedoch auf Prämissen, die sich bei näherer Betrachtung als nicht stichhaltig erweisen. Eine notwendige Voraussetzung in empirischer Hinsicht wäre, dass die entsprechenden Maßnahmen in Überschussländern tatsächlich markante Auswirkungen auf die Defizitländer hätten. Mechanistische Steuerungsphantasien für Länder mit unterschiedlichen Leistungsbilanzpositionen vernachlässigen jedoch grundsätzlich, dass sich in der Realität der Außenhandel einer Volkswirt-

schaft in zahlreiche kleinere Ströme aufspaltet, die in ganz unterschiedliche Länder fließen. Insbesondere gilt, dass jede außenwirtschaftlich wirksame Maßnahme des Überschusslandes regelmäßig nur eine vergleichsweise kleine Wirkung auf das Defizitland ausübt, wenn die Verflechtungen zwischen Überschuss- und Defizitland über den Handelskanal gering ausgeprägt sind. Dies ist aber gerade für die Beziehungen zwischen Deutschland und den gegenwärtig im Fokus stehenden peripheren Ländern der EWU der Fall. Damit wird selbst eine kräftige kurzfristige Nachfrageausweitung in Deutschland wenig zum Abbau der Leistungsbilanzdefizite in den meisten Peripherieländern beitragen. Eine Importsteigerung in Deutschland um 10 % hätte beispielsweise bei gegebenen Ländergewichten als Erstrundeneffekt zur Folge, dass sich der Saldo der Leistungsbilanz in Spanien, Portugal und Griechenland lediglich um einen viertel Prozentpunkt verbessern würde; nur für Irland wäre der Effekt mit einem Prozentpunkt merklicher ausgeprägt. Zudem würden von der höheren deutschen Importnachfrage ebenfalls Volkswirtschaften profitieren, die selbst Überschüsse im Außenhandel erzielen. Bereits diese Überlegungen machen deutlich, dass die Problematik großer Leistungsbilanzdefizite im Kern nur von den betreffenden Ländern selbst gelöst werden kann.

Nicht selten stehen bei Vorschlägen für eine symmetrische Anpassung die Löhne und Preise im Mittelpunkt. So wird oftmals unterstellt, dass eine Lohnmoderation über eine reale effektive Abwertung in erster Linie Produktion aus dem Ausland ins Inland verlagern

*Außenwirtschaftliche Effekte der Lohnmoderation zweitrangig*



würde. Der Effekt könnte durch eine Lohnakzeleration im Ausland noch verstärkt werden. Speziell innerhalb Europas schwingt dabei zum Teil der Vorwurf mit, Deutschland habe in den vergangenen Jahren seine gesamtwirtschaftliche Produktion auf Kosten seiner Nachbarn ausgeweitet und solle nun die Nachfrage in den Partnerländern stützen. Diese Argumentation vernachlässigt zum einen, dass Lohnanpassungen keine direkte politische Steuerungsvariable darstellen, sondern in Marktwirtschaften das Ergebnis dezentraler Entscheidungen der Tarifpartner auf sektoraler beziehungsweise betrieblicher Ebene sind. Darüber hinaus ist die Charakterisierung des Lohnsetzungsverhaltens als Instrument, das primär zur internationalen Produktionsverschiebung dient, schlichtweg falsch. Die maßgeblichen Wirkungen eines

gesamtwirtschaftlich veränderten Lohnsetzungsverhaltens entfalten sich zum allergrößten Teil in der Binnenwirtschaft, und zwar vor allem über die Veränderung der Beschäftigung. Die Effekte auf die außenwirtschaftlichen Saldenpositionen sind demgegenüber quantitativ zweitrangig und zudem ex ante qualitativ nicht eindeutig. Dies zeigt sich auch in Simulationen im Rahmen üblicher makroökonomischer Modelle (siehe Anhang S. 35 ff.).

Neben den Löhnen als ein potenzielles Instrument zur Erhöhung der Nachfrage in Überschussländern wird von den Befürwortern einer symmetrischen Anpassungsstrategie auch die Finanzpolitik als mögliche Stellgröße angeführt. So wird insbesondere Deutschland eine Ausweitung der Staatsausgaben oder

*Keine nennenswerten Entlastungseffekte für die Defizitländer durch eine expansivere Finanzpolitik in den Überschussländern*

eine Ankurbelung des privaten Verbrauchs über Steuersenkungen nahegelegt. Dieses Argument vernachlässigt jedoch die hierzulande ebenfalls angespannte Lage der öffentlichen Haushalte und die damit verbundenen Konsolidierungsnotwendigkeiten, die nicht zuletzt aus den verfassungsmäßigen Vorgaben der Schuldenbremse und den von der Bundesregierung eingegangenen Verpflichtungen im Rahmen des von der EU-Kommission eingeleiteten Defizitverfahrens erwachsen. Zum anderen gilt auch hier, dass die Wirkungen einer derartigen Strategie – angesichts der realistischerweise anzunehmenden geringen Ausstrahlungseffekte zwischen den Ländern des Euro-Raums – hochfliegende Erwartungen enttäuschen würden. Im Ergebnis würden vielmehr die gesamtwirtschaftlichen Entlastungseffekte in den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten vernachlässigbar ausfallen, die finanzpolitische Lage in den Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen sich jedoch erheblich verschlechtern. Dies kann keine sinnvolle makroökonomische Anpassungsstrategie für die Länder der Währungsunion sein.

*Struktur-  
reformen  
in Überschuss-  
ländern  
sinnvoll, aber  
vermutlich  
ohne  
merklichen  
Effekt auf  
Defizitländer*

Als Quintessenz dieser theoretischen und empirischen Erwägungen stellt die Europäische Kommission in einer aktuellen Untersuchung zu den Leistungsbilanzdivergenzen im Euro-Raum zu Recht fest, dass die Exportstärke oder die finanzpolitische Ausgangslage in den Überschussländern nicht das Problem sind und es deshalb auch nicht sinnvoll wäre, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der hiesigen Wirtschaft oder das finanzpolitische Fundament in Deutschland zu schwächen.<sup>7)</sup> Zu diesem Befund kommt letztlich auch die OECD, die zur Stärkung der Binnennachfrage hierzu-

lande vor allem eine Forcierung von strukturellen Reformen anregt. Empfohlen werden insbesondere weitere Arbeitsmarktreformen sowie Deregulierungen der Dienstleistungs- und Produktmärkte, eine Verbesserung der steuerlichen Forschungsförderung und schließlich eine Bildungsreform.<sup>8)</sup> Derartige Maßnahmen sind aus deutscher Sicht durchaus sinnvoll. Ob durch sie die Anpassungserfordernisse in den Defizitländern des gemeinsamen Währungsraums spürbar erleichtert werden können, darf jedoch getrost bezweifelt werden.

Hinter den Vorschlägen für eine symmetrische Anpassung steht die Befürchtung ihrer Befürworter, dass eine Reduktion der Binnennachfrage in den Peripherieländern ohne kompensierende Aktionen in den Überschussländern auf einen allgemeinen Ausfall der aggregierten Nachfrage in der Währungsunion hinausläuft. Im schlimmsten Fall könnte demzufolge der Euro-Raum in eine erneute Rezession abrutschen, was sowohl die fiskalische Konsolidierung als auch den Aufbau wettbewerbsfähiger Produktionskapazitäten erschweren würde. Diesbezügliche Argumente greifen jedoch aus unterschiedlichen Gründen zu kurz. Bereits erwähnt wurde, dass die naive Sicht einer mechanistischen Verschiebung von Nachfrage zwischen Defizit- und Überschussländern angesichts der geringen Spillovereffekte in der EWU, was Lohn- und Finanzpolitik angeht, verfehlt ist. Zum anderen übersieht diese Argumentation, dass die realwirt-

*Konjunkturellen  
Risiken des  
Anpassungs-  
prozesses ...*

7 Europäische Kommission (2010), The Impact of the Global Crisis on Competitiveness and Current Account Divergences in the Euro Area, Quarterly Report on the Euro Area, Vol. 9, Nr. 1, S. 38.

8 OECD (2010), Economic Surveys – Germany, S. 17 ff.

schaftliche Erholung im Euro-Raum trotz der Anpassungserfordernisse in den Defizitländern im Kern intakt ist. So wird nach den jüngsten Vorausschätzungen des Eurosystems die Zuwachsrates des realen BIP in diesem und im kommenden Jahr zwar niedriger ausfallen als vor der Wirtschaftskrise. Jedoch wird die konjunkturelle Entwicklung trotz des Wegfalls fiskalischer Stimuli und merklicher Konsolidierungsanstrengungen über den Prognosehorizont nicht erneut in eine Rezession abgleiten (vgl. Erläuterungen auf S. 32 f.). Schließlich vernachlässigen Befürworter einer symmetrischen Anpassung, dass – selbst in einem Risikoszenario eines aus heutiger Sicht merklich schwächer als erwarteten Aufschwungs im Euro-Raum insgesamt – wirksamere Mittel zur Verfügung stehen, einem allgemeinen Ausfall an gesamtwirtschaftlicher Nachfrage in den Defizitländern zu begegnen, als eine Kompensation seitens der Überschussländer. Dies betrifft vor allem die Rolle der Geldpolitik.

... kann die  
Geldpolitik  
begegnen

Die Geldpolitik des Eurosystems hat in erster Linie die Aufgabe, die Preisstabilität für den gesamten Währungsraum zu sichern. Das bedeutet, dass sie generell nicht auf wirtschaftliche Probleme in einzelnen Ländern Rücksicht nehmen darf. In der oben geschilderten makroökonomischen Konstellation könnten sich gleichwohl Spielräume für die Geldpolitik insofern ergeben, als eine Rückführung der aggregierten Nachfrage einiger Volkswirtschaften im Verein mit der von allen Mitgliedsländern zu leistenden fiskalischen Konsolidierung, isoliert betrachtet, den Preisauftrieb im Euro-Raum insgesamt dämpfen könnte. Eine auf Preisstabilität ausgerichtete

Geldpolitik würde dies in ihren Abschätzungen der Preisperspektiven und ihrer sich daraus ergebenden Ausrichtung berücksichtigen können. Dadurch würde das Risiko begrenzt, dass der kurzfristige Erholungskurs im Euro-Raum angesichts retardierender Momente von der Fiskal- und Lohnseite abgebremst wird.

## Fazit

Alles in allem sind die großen Leistungsbilanzdefizite der europäischen Peripherieländer in den letzten Jahren Ausdruck dortiger binnenwirtschaftlicher Ungleichgewichte gewesen: Die Nachfrage war gemessen an den heimischen Produktionsmöglichkeiten zu groß. Derartige Fehlentwicklungen in Teilen eines gemeinsamen Währungsraums sind nicht nur für die betroffenen Länder angesichts der sich ergebenden erheblichen makroökonomischen Anpassungserfordernisse ein Grund zur Besorgnis. In Anbetracht der Ausstrahlungseffekte über die stark verflochtenen Finanzmärkte der Währungsunion bilden sie zudem eine Gefahrenquelle für andere Mitgliedsländer und damit den Währungsraum insgesamt. Sie belasten auch die Umsetzung einer stabilitätsgerechten einheitlichen Geldpolitik in erheblicher Weise. Die sich im Frühjahr zuspitzende Verschuldungskrise in einigen Peripheriestaaten und die daraufhin beschlossenen Stabilisierungsmaßnahmen auf europäischer Ebene haben die Risiken nachdrücklich vor Augen geführt.

Vor diesem Hintergrund ist es dringend geboten, die bisherigen Fehlentwicklungen zu

*Realwirtschaftliche Diskrepanzen in der EWU vorrangig von Peripherieländern zu korrigieren*

*Umfangreiche Reformagenda*

## Zu den konjunkturellen Auswirkungen einer gleichzeitigen fiskalischen Konsolidierung innerhalb des Euro-Raums

In einer Währungsunion bilden solide Staatsfinanzen in allen Mitgliedstaaten eine wichtige Flankierung für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik. In der EWU war die Finanz- und Wirtschaftskrise allerdings mit stark steigenden staatlichen Defiziten und Schulden verbunden, und nicht zuletzt die Entwicklung in Griechenland und die von ihr ausgehenden Ansteckungseffekte auf andere EWU-Länder haben die Notwendigkeit einer raschen Rückführung der übermäßigen Haushaltsdefizite im gesamten Euro-Raum auf drastische Weise verdeutlicht. In den meisten Mitgliedsländern besteht nunmehr ein erheblicher Konsolidierungsbedarf, um die Staatsfinanzen wieder auf einen langfristig tragfähigen Kurs im Einklang mit den europäischen Vorgaben zu bringen und verloren gegangene fiskalische Glaubwürdigkeit zurückzugewinnen. Mitunter wird aber auch die Gefahr betont, dass eine zu schnelle und insbesondere eine gleichzeitige Konsolidierung in allen Mitgliedstaaten mit deutlichen negativen gesamtwirtschaftlichen Rückkopplungen verbunden sein könnte.

Die kurzfristigen gesamtwirtschaftlichen Wirkungen fiskalischer Maßnahmen lassen sich im Rahmen struktureller Modelle adäquat untersuchen. Dabei muss jedoch generell eine erhebliche Unsicherheit im Hinblick auf die Ergebnisse solcher Analysen konstatiert werden. Insoweit erstaunt es nicht, dass die Streubreite diesbezüglicher Schätzungen relativ groß ist.<sup>1)</sup> Neben der Abhängigkeit von den betrachteten Politikinstrumenten sind auch die teilweise nur schwer zu modellierenden Wirkungskanäle (wie etwa Vertrauenseffekte) für die Ergebnisse von Bedeutung.

Im Folgenden wird mithilfe des makroökonomischen Mehrländermodells NiGEM analysiert, welche konjunkturellen Wirkungen von einer synchronen Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in den EWU-Ländern ausgehen.<sup>2)</sup> Hierzu wird unterstellt, dass die Länder ihre Defizitquoten in den nächsten Jahren so zurückführen, dass sie die in den nationalen Stabilitätsprogrammen angegebenen Korrekturziele durchweg einhalten.<sup>3)</sup> Abweichend davon wird angenommen, dass Griechenland die Defizitquote gemäß seinem ambitionierteren Konsolidierungsprogramm reduziert, welches im Gegenzug für Finanzierungshilfen vereinbart wurde. Für Spanien und Portugal wird ein Konsolidierungspfad unterstellt, der den öffentlichen Ankündigungen beider Länder von Mitte Mai beziehungsweise Anfang Juli entspricht. Betrachtet wird ein Szenario, in dem die Haushaltskonsolidierung in allen Ländern jeweils zu gleichen Teilen über eine Erhöhung des Einkommensteuersatzes, eine Anhebung des Umsatzsteuersatzes, eine Einschränkung

des realen Staatskonsums und eine Reduzierung der staatlichen Transferzahlungen vorgenommen wird. Zu berücksichtigen ist, dass von einer stabilitätsorientierteren Haushaltsführung ausgelöste positive Vertrauenseffekte, wie sie sich etwa in der Verringerung von Risikoprämien auf den Finanzmärkten widerspiegeln könnten, im Modell nicht abgebildet werden; ihnen dürfte aber in der gegenwärtigen Situation eine besondere Relevanz zukommen. Ferner wird im Modell angenommen, dass die privaten Haushalte – im Unterschied zu den Finanzmärkten – nicht vorausschauend agieren und ihr Konsumverhalten mithin nur vom laufenden und früheren Einkommen sowie dem aktuellen Vermögen abhängt. Insgesamt dürften die negativen gesamtwirtschaftlichen Konsolidierungseffekte dadurch deutlich überschätzt werden.

Die Simulationsergebnisse zeigen, dass die geplante Konsolidierung der öffentlichen Haushalte im Euro-Raum durchaus mit dämpfenden Nachfragewirkungen verbunden sein könnte. Das jährliche reale BIP-Wachstum in der EWU liegt im Vergleich zu einem Szenario ohne Anpassungen der Finanzpolitik<sup>4)</sup> im Durchschnitt der Jahre 2010 bis 2014 um einen viertel Prozentpunkt niedriger. Die Defizitquote im Euro-Raum geht aufgrund der Konsolidierungsmaßnahmen auf 1,7% im Jahr 2014 zurück, während sie sich im Referenzszenario nur auf 4,6% reduziert.

Die Geldpolitik reagiert modellgemäß verzögert auf die fiskalische Konsolidierung, da sich infolge der Umsatzsteueranhebung in den Mitgliedstaaten der Verbraucherpreisanstieg in der EWU zunächst etwas verstärkt. Aufgrund der im Modell unterstellten vorausschauenden Eigenschaften der Finanzmärkte geht der Langfristzinssatz allerdings unmittelbar deutlich zurück, wodurch die private Investitionsnachfrage vor allem im Jahr 2011 stimuliert wird. Damit lässt sich erklären, warum die Abweichung der realen BIP-Vorjahrsrate von der Basislinie in diesem Jahr im Verhältnis zum getätigten Konsolidierungsumfang sehr gering ausfällt. Die im Ergebnis stark expansive Wirkung der Geldpolitik wird deutlich, wenn parallel eine Simulation ohne geldpolitische Reaktion durchgeführt wird. Beim Vergleich ist zu berücksichtigen, dass die Outputverluste in diesem Alternativszenario auch deshalb spürbar höher sind, weil die Staaten nun schärfere Konsolidierungsmaßnahmen ergreifen müssen, um den vorgegebenen Konsolidierungsumfang zu realisieren.

Trotz der wachstumsdämpfenden Wirkungen der vorgesehenen Konsolidierung wird der Fortgang der konjunkturalen

die 3%-Neuverschuldungsgrenze vor 2014 erreichen, wird außerdem angenommen, dass sie in den verbleibenden Jahren bis 2014 ihre Defizitquoten weiter um einen Prozentpunkt pro Jahr reduzieren. — <sup>4</sup> Für die Simulationen wird eine bereinigte Version der aktuellen NiGEM-

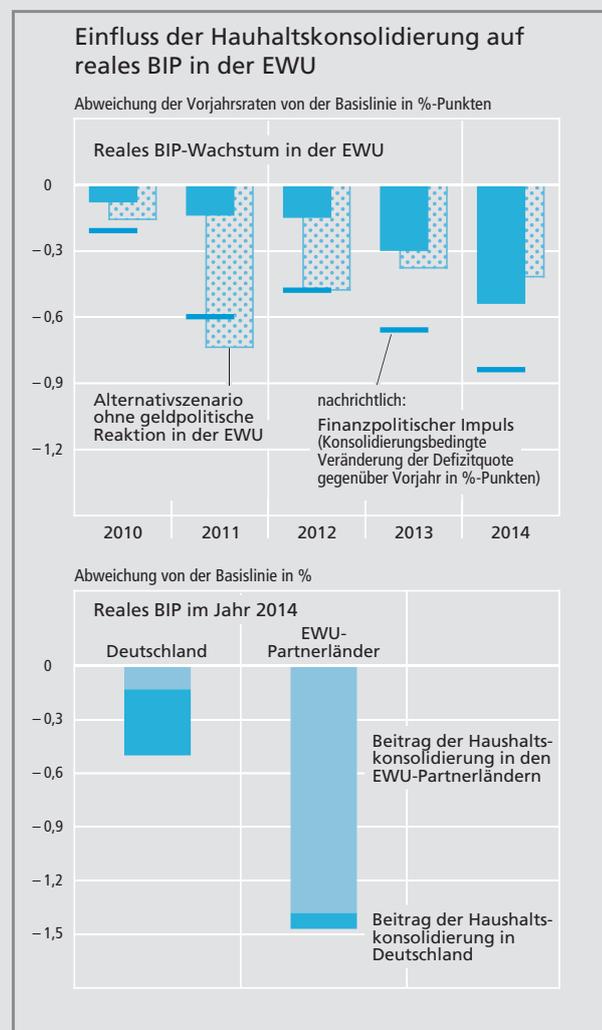
<sup>1</sup> Vgl.: A. Spilimbergo, S. Symansky und M. Schindler (2009), Fiscal Multipliers, Staff Position Note 11, Internationaler Währungsfonds. — <sup>2</sup> Nicht berücksichtigt werden in der Untersuchung die Slowakei, Luxemburg, Slowenien, Zypern und Malta. — <sup>3</sup> Für die Länder, die

rellen Erholung im Euro-Raum insgesamt nicht gefährdet. Selbst in den EWU-Ländern, in denen der Konsolidierungsbedarf besonders groß ist, ergibt sich keine ausgeprägte, länger anhaltende gesamtwirtschaftliche Abwärtsbewegung. Dieses Resultat gilt im Übrigen auch dann, wenn zusätzlich das Vereinigte Königreich, die USA und Japan auf einen strikten Konsolidierungskurs einschwenken. Der Grund ist, dass die negativen Spillover-Effekte einer Sanierung der öffentlichen Haushalte zwischen den Ländern begrenzt sind.

Um das Ausmaß solcher fiskalischen Spillover-Effekte zwischen Deutschland und der übrigen EWU genauer zu erfassen, wird die Simulation in zwei Varianten zerlegt. In Variante 1 konsolidiert einzig Deutschland, in Variante 2 hingegen der Rest des Euro-Raums. Mithilfe der ersten Simulation wird ermittelt, welchen Einfluss die Konsolidierung in Deutschland auf die EWU-Partnerländer hat. Die zweite Variante dient dazu, den Effekt der Konsolidierung in den anderen EWU-Ländern auf Deutschland zu bestimmen. Es zeigt sich, dass die von der Konsolidierung in Deutschland ausgehenden Outputeinbußen in den EWU-Partnerländern durchgängig gering sind, wobei einige unmittelbare Nachbarländer Deutschlands aufgrund der engeren Verflechtung des Außenhandels noch am stärksten in Mitleidenschaft gezogen werden. Die peripheren EWU-Länder mit den größten makroökonomischen Problemlagen würden hingegen kaum berührt. Dabei spielt auch eine Rolle, dass die Konsolidierung in Deutschland der Geldpolitik im Euro-Raum eine akkommodierende Ausrichtung erlaubt, was die Spillover-Effekte nochmals leicht reduziert. Umgekehrt wird die deutsche Wirtschaft von der Konsolidierung in der übrigen EWU ebenfalls nicht allzu sehr beeinträchtigt.

Bildet man die Summe der Effekte aus den zwei Varianten und vergleicht sie mit den vorherigen Ergebnissen der Simulation einer Konsolidierung in allen EWU-Ländern, so kann untersucht werden, ob sich gegenseitig verstärkende Nachfrageverluste dadurch entstehen, dass Deutschland und die übrige EWU zeitgleich konsolidieren. Es stellt sich heraus, dass die Unterschiede zwischen der Summe der BIP-Verluste aus den beiden getrennten Simulationen einerseits und dem Ergebnis für die simultane Konsolidierung andererseits zu vernachlässigen sind. Insofern entstehen allein durch die gleichzeitige Konsolidierung in Deutschland und der übrigen EWU keine nennenswerten sich gegenseitig verstärkenden Nachfrageausfälle.

Insgesamt betrachtet unterstützen die hier vorgestellten Ergebnisse die Forderung nach einer konsequenten Einhaltung der Vorgaben im Rahmen der europäischen Fiskalregeln durch alle Mitgliedsländer. Es erscheint auch vor diesem Hintergrund nicht angezeigt, dass Länder mit weniger großem Konsolidierungsbedarf den Staaten mit hoher Dringlichkeit über die in den Stabilitätsprogrammen festgelegten Zeitpfade hinaus den Vortritt lassen und erst später mit der Sanierung ihrer Staatsfinanzen beginnen.



Prognosebasislinie zugrunde gelegt, da diese bereits gewisse Konsolidierungsschritte der EWU-Länder ab dem Jahr 2011 in Form von Steuererhöhungen vorsieht. Darüber hinaus sind für Griechenland und

Irland in der NiGEM-Prognosebasislinie schon Kürzungen der Staatsausgaben enthalten, die bei der Bereinigung jedoch unangetastet blieben.

korrigieren und in Zukunft eine Wiederholung zu verhindern. Im Zentrum einer diesbezüglichen Reformagenda müssen Maßnahmen stehen, die in den Defizitländern die heimische Nachfrage und die Produktionsmöglichkeiten wieder enger miteinander in Übereinstimmung bringen. Neben Struktur-reformen, vor allem am Arbeitsmarkt, zählt hierzu insbesondere die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte. Zudem sollte künftigen Übertreibungen an den Immobilienmärkten in den Peripherieländern mit regulatorischen Maßnahmen entgegengewirkt werden. Angebotsseitige Reformen führen mittel- bis langfristig nicht zwingend zu sinkenden außenwirtschaftlichen Defiziten. Die betreffenden Volkswirtschaften werden daher nicht umhinkommen, die inländische Nachfrage auf ein wieder nachhaltiges Niveau zurückzuführen.

Mit Blick auf die Ausgangsfrage der makroökonomischen Ungleichgewichte kann somit das Gros der zur Korrektur erforderlichen strukturellen Anpassungen nur von den Defizitländern selbst vorgenommen werden. Kompensierende Maßnahmen von Ländern des Euro-Raums mit Leistungsbilanzüberschüssen mittels einer Stimulierung ihrer Binnennachfrage wären weder problemadäquat noch würden sie angesichts der gering

ausgeprägten Ausstrahlungseffekte den Defizitländern merklich Entlastung verschaffen. Wirksam helfen würde diesen Ländern vielmehr ein verbessertes Umfeld für eine stabilitätsgerechte Geldpolitik, in dem alle Mitgliedsländer der EWU eine binnenwirtschaftlich nachhaltige Ausrichtung der Wirtschaftspolitik verfolgen.

Angesichts der krisenhaften Auswirkungen der länderspezifischen binnenwirtschaftlichen Problemlagen auf den gesamten Währungsraum gilt es zudem, auf europäischer Ebene die Verfahren der finanzpolitischen Regelbindung und der makroökonomischen Überwachung in der EWU zu härten. Auf beiden Feldern hat inzwischen eine Reformdiskussion begonnen. Während es weitgehend unstrittig ist, dass das finanzpolitische Regelwerk des Stabilitäts- und Wachstumspakts gehärtet werden muss, betritt man mit dem Versuch, eine wirksamere makroökonomische Überwachung zu etablieren, weitgehend Neuland. Hier wird es darauf ankommen, effektive Verfahren einzurichten, die sich auf markante Fehlentwicklungen in Gestalt gesamtwirtschaftlicher Verletzbarkeiten in den betreffenden Ländern beschränken. Eine umfassende makroökonomische Feinsteuerung und Koordination durch supranationale Instanzen sind demgegenüber abzulehnen.

*Stärkere Überwachung auf europäischer Ebene in der Diskussion*

## Anhang

### Zu den makroökonomischen Effekten einer Lohnmoderation

Die Wirkungen einer veränderten Ausrichtung in der Lohnsetzung im EWU-Kontext lassen sich geeigneterweise mit Simulationen makroökonomischer Modelle verdeutlichen. Für zwei in der Bundesbank verwendete Modelle wird dies nachfolgend illustriert. Die Simulationen dienen primär zur Identifikation der wesentlichen Wirkungskanäle, insbesondere auch der Rückwirkungen auf andere Länder der EWU.

### Simulationen mit NiGEM

*Exogene und endogene Lohnschocks in NiGEM*

Mithilfe des Mehrländermodells NiGEM des National Institute of Economic and Social Research (NIESR) lassen sich die Effekte einer Lohnmoderation in ihrer Gesamtheit, einschließlich der Wirkungen auf andere Volkswirtschaften, abbilden.<sup>9</sup> In diesem Modell wird der (reale) Stundenlohn  $W/P$  über eine geschätzte Gleichung bestimmt, der zufolge er mit zunehmender Produktivität  $Y/L$  steigt; mit zunehmender Arbeitslosigkeit  $U$  sinkt er jedoch, weil sich die Verhandlungsmacht der Beschäftigten im Verhältnis zur Position der Arbeitgeber abschwächt. Der Einfluss aller anderen Bestimmungsfaktoren wird in einem Term  $\alpha$  zusammengefasst:

$$\ln(W_t/P_t) = \alpha + \ln(Y_t/L_t) - \beta U_t.$$

Im Folgenden wird Lohnmoderation als eine dauerhafte Senkung des Lohnniveaus gegenüber einer Basislinie verstanden. Ein derartiger Schock lässt sich in NiGEM auf unterschiedliche Weise implementieren. Zum einen kann die Bestimmungsgleichung für den Stundenlohn ausgeschaltet und

durch einen konkreten Änderungswert ersetzt werden (exogener Schock). Zum anderen kann der in der Gleichung beschriebene strukturelle Zusammenhang prinzipiell intakt gelassen werden, indem über eine Modifizierung des Terms  $\alpha$  lediglich das Niveau verschoben wird.<sup>10</sup> Bei einem solchen endogenen Schock werden die Rückwirkungen anderer makroökonomischer Größen auf die Schockvariable selbst – in diesem Fall der Einfluss induzierter Änderungen der Produktivität und der Arbeitslosenquote auf den Stundenlohn – weiterhin berücksichtigt. Dies kann insbesondere dann von Bedeutung sein, wenn regelgebundene Reaktionen der Geldpolitik mit ins Bild genommen werden sollen. Freilich lässt sich aufgrund der Berücksichtigung von Rückkopplungseffekten ex ante kaum abschätzen, wie stark sich nach einem endogenen Schock ex post die betreffende Variable selbst verändert, was vor allem den Vergleich über die Länder hinweg erschwert. Ein exogener Schock hingegen fixiert die (endgültige) Änderung des Stundenlohns und verdeutlicht gleichwohl das grundlegende makroökonomische Wirkungsgeflecht einer Lohnmoderation. Je nach Fragestellung werden daher hier entweder ein exogener oder ein endogener Lohnschock unterstellt.

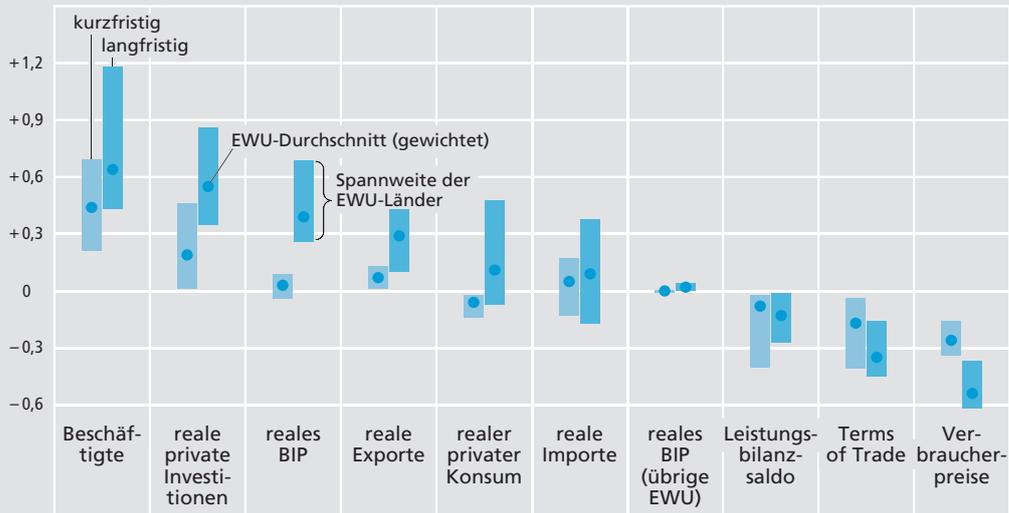
In NiGEM werden die wichtigen Volkswirtschaften über gleich strukturierte Module abgebildet, wobei die Parameter jeweils anhand der historischen Daten der Volkswirtschaften geschätzt worden sind. Selbst ein identischer exogener Schock erzeugt deshalb im Ländervergleich quantitativ unterschiedliche makroökonomische Effekte. Trotz

<sup>9</sup> Vgl.: R. Barrell, B. Becker und S. Gottschalk (2003), Wage Moderation Policy in Germany, NIESR Diskussionspapier, Nr. 224.

<sup>10</sup> Dies entspricht der Änderung des Lohnaufschlags im DSGE-Modell und führt zu einer Verschiebung der NAIRU. Arbeitsmarktreflexionen könnten in NiGEM auf die gleiche Weise simuliert werden.

## Makroökonomische Effekte einer isolierten Lohnsenkung in einzelnen EWU-Volkswirtschaften<sup>\*)</sup>

Abweichung von der Basislinie in %<sup>1)</sup>



\* Spannweite der Ergebnisse von Simulationen in NiGEM, bei denen jeweils in einem Land des Euro-Raums isoliert der nominale Stundenlohn exogen und dauerhaft um 1% bei nominal fixierten Leitzinsen gesenkt wird. EWU-Durchschnitt bzw. übrige EWU mit Hilfe von BIP-Gewichten ermittelt. — 1 Abweichung im 4. Quartal (kurzfristig) bzw. 60. Quartal (langfristig) des Schocks. Für Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP) Abweichung in Prozentpunkten.

Deutsche Bundesbank

einer teils beträchtlichen Spannweite in den konkreten Ergebnissen zeichnet sich bei separaten Simulationen einer dauerhaften, exogenen Absenkung des (nominalen) Lohnniveaus gegenüber der Basislinie in den Mitgliedsländern der EWU ein einheitliches Reaktionsmuster klar ab.<sup>11)</sup> Die Aussagekraft der Resultate für die aktuelle ökonomische Situation hängt nicht zuletzt davon ab, inwieweit die in NiGEM abgebildeten empirischen Wirkungszusammenhänge auch heute noch bestehen.

langfristig die Basislinie. Dies steigert in erster Linie die Arbeitsnachfrage der Unternehmen, sodass die Beschäftigung ausgeweitet wird. Dadurch erhöht sich das Produktionspotenzial einer Volkswirtschaft. Im Zuge des Beschäftigungsaufbaus wird zudem der Kapitalstock der Unternehmen ausgebaut, um die neu geschaffenen Arbeitsplätze mit Kapitalanlagen auszustatten. Mit dem Produktionspotenzial wächst zwar langfristig auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Kurzfristig aller-

*Binnenwirtschaftliche Effekte ...*

Da Preise in der kurzen Frist starr sind, übersetzt sich eine nominale Absenkung des Stundenlohns in einen realen Schock. Grundsätzlich ergeben sich die Güterpreise in NiGEM aus den Produktionskosten zuzüglich eines Aufschlags. Mithin werden im Zuge eines Lohnrückgangs die Preise nach und nach ebenfalls herabgesetzt. In realer Betrachtung unterschreitet nichtsdestotrotz der Lohn auch

<sup>11</sup> Insgesamt werden 11 Volkswirtschaften des Euro-Raums (DE, FR, IT, ES, NL, BE, AT, FI, PT, IE und GR) hier betrachtet, die in NiGEM mit Blick auf die Experimente hinreichend modelliert sind. Die Simulationen werden separat durchgeführt, sodass immer nur in einem Land der nominale Stundenlohn dauerhaft um 1% gesenkt wird. Geldpolitische Einflüsse werden durch Fixierung der nominalen Notenbankzinsen im Euro-Raum für einen längeren Zeitraum unterbunden. Die Reaktionen der makroökonomischen Variablen im EWU-Durchschnitt werden aus den Änderungen der nationalen Größen in den separaten Simulationen mit Hilfe der BIP-Anteile ermittelt.

dings wird sie insbesondere über den privaten Konsum gedämpft, weil die Absenkung des Stundenlohns das Einkommen der bislang Erwerbstätigen vermindert. Dieser Effekt auf das aggregierte Lohneinkommen wird mittel- bis langfristig jedoch durch den starken Beschäftigungsaufbau mehr als wettgemacht.<sup>12)</sup>

... und  
Wirkungen  
nach außen

Mit ins Bild zu nehmen sind die außenwirtschaftlichen Wirkungen der Lohnmoderation. Im Zuge gesunkener Herstellungskosten werden auch die Exportpreise zurückgenommen. Da nun heimische Erzeugnisse im Verhältnis zu den Gütern anderer Volkswirtschaften billiger geworden sind, wird die internationale Nachfrage zugunsten der inländischen Produkte umgelenkt, und das Ausfuhrvolumen steigt spürbar. Gleichwohl bleibt die Zunahme des realen Exports hinter der Ausweitung des realen BIP und vor allem hinter der Expansion der privaten Investitionstätigkeit zurück. Folglich ist der Außenhandel keineswegs der Motor der makroökonomischen Effekte einer Lohnmoderation, wie oftmals behauptet wird. Hinzu kommt, dass die Verbilligung heimischer Güter gegenüber ausländischen Erzeugnissen nur bis zu einem gewissen Grad zu einer Importsubstitution führt. Weil mit der Zunahme des Produktionspotenzials langfristig auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage steigt, muss isoliert betrachtet die Importnachfrage höher ausfallen. Im EWU-Durchschnitt dominiert dieser Einfluss aus der Verschiebung des inländischen Nachfrageniveaus den Substitutionseffekt aus der relativen Preisänderung, sodass das Einfuhrvolumen seine Basislinie etwas übertrifft.

Während die Umlenkung der Handelsvolumina zugunsten des Inlands im Ergebnis also vergleichsweise schwach ausfällt, verschlechtern sich infolge der realen Abwertung die Terms of Trade deutlich. Mit Blick auf die Werte überwiegt der Preiseffekt

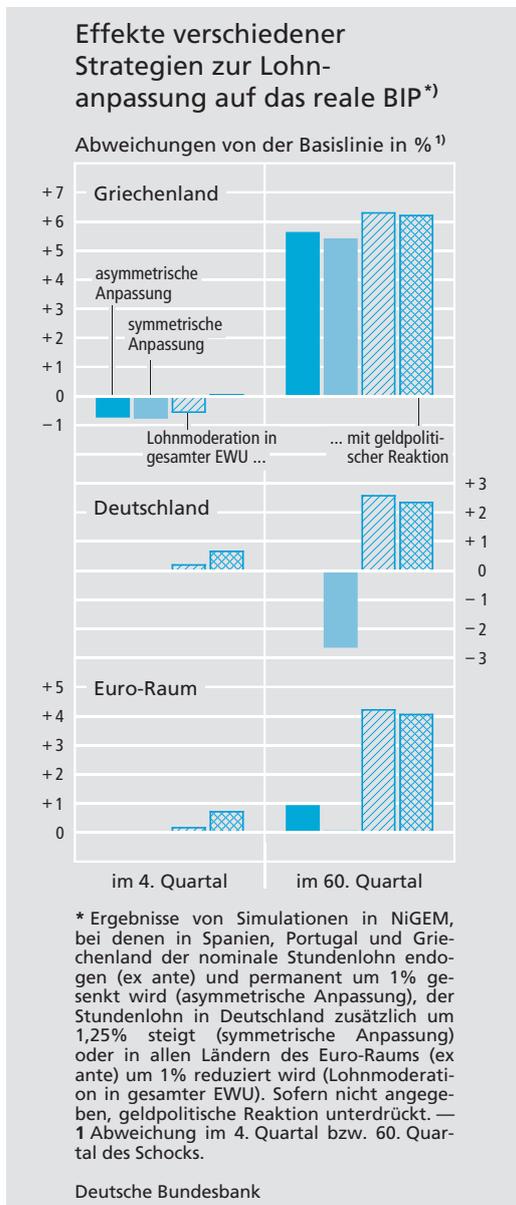
sogar den Einfluss der Verschiebungen der realen Handelsströme, und der (nominale) Leistungsbilanzsaldo sinkt langfristig gegenüber der Basislinie etwas. Eine weitere Konsequenz ist, dass sich die gesamtwirtschaftliche Produktion im Ausland kaum ändert. Dabei ist hervorzuheben, dass ein Rückgang der Erzeugung in den Partnerländern ausbleibt und der Gesamteffekt in der langen Frist eher noch geringfügig ins Positive tendiert. Ausschlaggebend dafür ist nicht nur, dass sich der ohnehin schwache Umlenkungseffekt der Handelsvolumina auf eine Vielzahl von Partnerländern verteilt. Das Ausland profitiert hauptsächlich von einer Kaufkraftsteigerung über die Verbesserung seiner Terms of Trade.

Umgekehrt kann eine Lohnakzeleration, deren makroökonomische Effekte sich spiegelbildlich ergeben, vor allem bei gesamtwirtschaftlicher Unterbeschäftigung weder aus heimischer Perspektive noch vom Standpunkt des Auslands aus von Vorteil sein. Um die Effekte einer symmetrischen Anpassung zu verdeutlichen, wird eine (gleichzeitige) Lohnmoderation in Griechenland, Portugal und Spanien mit einer Akzeleration in Deutschland kombiniert. Die jeweiligen Lohngleichungen werden endogen geschockt, damit makroökonomische Rückwirkungen – in einem späteren Schritt auch der Einfluss einer geldpolitischen Reaktion – vollständig abgebildet werden können. Die Schocks sind so kalibriert, dass der langfristige Anstieg des (realen) Produzentenlohns in Deutschland

*Symmetrische  
Anpassung ...*

---

<sup>12</sup> Gleichwohl fällt der private Konsum, dem realen verfügbaren Einkommen der Haushalte folgend, in manchen Volkswirtschaften auch in der langen Frist niedriger aus als in der Basislinie. Ausschlaggebend dürfte der Verlust von Einkommen durch die Senkung der Exportpreise sein. In der zuletzt verfügbaren NiGEM-Version hat das NIESR das Verhalten der Exportpreise angepasst, sodass der private Konsum langfristig nicht mehr reduziert wird. Auch die Leistungsbilanzreaktion wird hiervon berührt. Den hier vorgestellten Simulationsergebnissen liegt die NiGEM-Version des NIESR vom Januar 2010 zugrunde.



den Rückgang in den südeuropäischen Ländern, gewichtet mit ihrer Wirtschaftsleistung, ex post aufwiegt.<sup>13)</sup> Es bestätigt sich, etwa am Beispiel Griechenlands, dass die reale effektive Abwertung eines Defizitlandes zwar durch eine Lohnakzeleration in einem bedeutenden Überschussland verstärkt wird; der Effekt ist jedoch nur gering. Vor allem aber wird die gesamtwirtschaftliche Erzeugung des Defizitlandes im Vergleich zur Situation, in der sich die Anpassung auf die gewählten

Defizitländer beschränkt, keinesfalls zusätzlich gesteigert. Im EWU-Aggregat würde der deutliche Produktionsrückgang, den die deutsche Volkswirtschaft aufgrund des Lohnanstiegs in der langen Frist hinnehmen müsste, die BIP-Gewinne im Gefolge des Lohnrückgangs in den südeuropäischen Ländern kompensieren.

Abschließend soll eine Strategie analysiert werden, in der alle Volkswirtschaften des Euro-Raums eine Lohnmoderation betreiben.<sup>14)</sup> Die reale effektive Abwertung eines Defizitlandes wie Griechenland fällt dann zwar spürbar schwächer aus als in einer Situation, in welcher der Lohnauftrieb nur in wenigen Mitgliedsländern gedämpft und in anderen noch stärker wird. Gleichwohl profitiert das Defizitland von der Lohnmoderation im ganzen Euro-Raum, indem seine Wirtschaftsleistung über Kaufkrafteffekte und Verschiebungen des Nachfrage-niveaus in den übrigen Mitgliedsländern zusätzliche Impulse erhält. Im kräftigen Anstieg des EWU-BIP kommt vor allem der positive Beitrag aus den Volkswirtschaften zum Tragen, die in den vorangegangenen Simulationen von einer Lohnmoderation ausgeschlossen waren. Weil in diesem Szenario die Teuerungsrate in der EWU insgesamt spürbar gedämpft wird, kann eine stabilitätsorientierte Geldpolitik dann auch kurzfristigen Nachfrageausfällen im Gefolge der Lohnmoderation durch eine gewisse Lockerung ihrer Zügel begegnen.

... versus Lohnmoderation im gesamten Euro-Raum

<sup>13</sup> Die Lohngleichungen der drei gewählten südeuropäischen Länder wurden ex ante um den gleichen Betrag (1%) endogen und dauerhaft geschockt.

<sup>14</sup> Wie im vorangegangenen Fall der symmetrischen Anpassung für die drei südeuropäischen Volkswirtschaften wird bei diesen Simulationen für alle EWU-Länder der ex ante identische endogene Schock unterstellt. Da sich die realen Lohnänderungen ex post zum Teil erheblich unterscheiden, sind die makroökonomischen Effekte nicht über die Länder hinweg zu vergleichen, sondern nur hinsichtlich der Strategien.

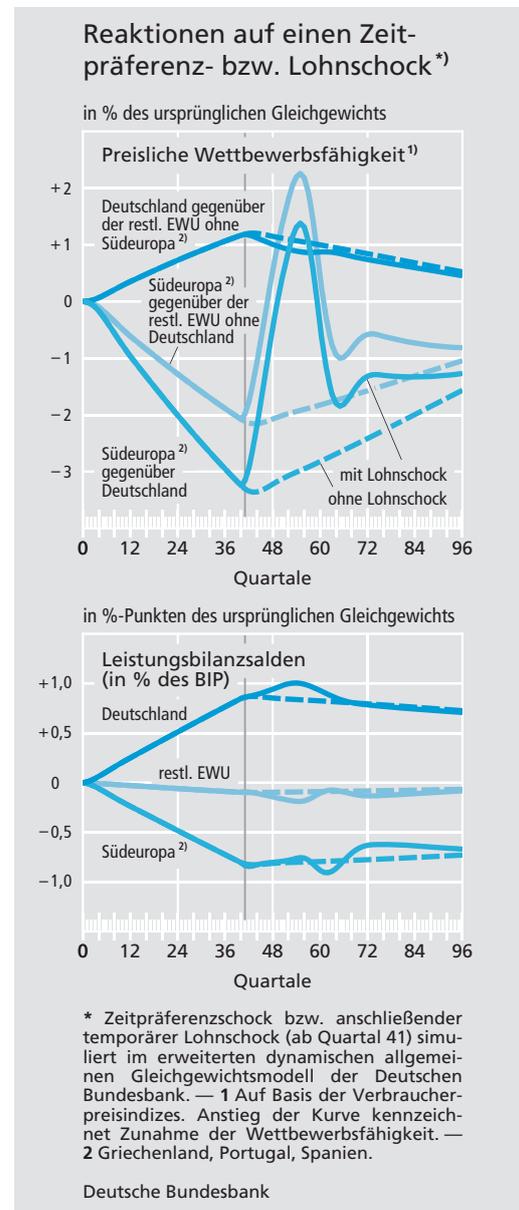
## Simulationen mit dem Bundesbank-DSGE-Modell

*Drei-Regionen-DSGE-Modell der Bundesbank für den Euro-Raum*

Ergänzend zu den Simulationen mit NiGEM werden mit einer erweiterten Version des dynamischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells (DSGE-Grundmodell) der Deutschen Bundesbank<sup>15)</sup> die makroökonomischen Effekte einer Lohnmoderation von Defizitländern analysiert. Im Vergleich zu NiGEM, dessen Struktur auf ökonometrisch geschätzten Verhaltensgleichungen basiert, liegt die Stärke der DSGE-Modelle in einer rigorosen mikroökonomischen Fundierung makroökonomischer Zusammenhänge. Das Modell der Bundesbank kann drei unterschiedliche Regionen abbilden und wird für die Zwecke der vorliegenden Simulation mit den entsprechenden Daten auf Deutschland, Südeuropa (Griechenland, Portugal und Spanien) und den Rest der EWU kalibriert. Zur Bestimmung der strukturellen Parameter werden in der Literatur gängige Werte herangezogen.<sup>16)</sup> Die gemeinsame Geldpolitik in der Währungsunion orientiert sich insbesondere am Ziel der Preisstabilität in der EWU insgesamt.

*Leistungsbilanzungleichgewichte im Euro-Raum als Ausgang*

Zunächst wird die Genese der Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Euro-Raums im Modell nachgezeichnet. Da die Verschlechterung der Leistungsbilanzsalden in Südeuropa zu einem großen Teil auf den Rückgang der privaten Sparquote zurückzuführen ist, wird im DSGE-Modell von unterschiedlichen Sparverhaltensweisen in Deutschland und in Südeuropa ausgegangen. Diese werden mit Hilfe eines Zeitpräferenzschocks modelliert,<sup>17)</sup> der zu einem beträchtlichen nominalen Leistungsbilanzüberschuss in Deutschland und einem hohen Leistungsbilanzdefizit in Südeuropa führt. Darüber hinaus bewirkt die durch die stärkere Präferenz für zukünftigen Konsum implizierte gegenwärtige Konsumzurückhaltung in Deutschland mittelbar einen Anstieg des Arbeitsangebots und so einen Rückgang



15 Eine nähere Beschreibung des Grundmodells für die deutsche Volkswirtschaft und seiner möglichen Erweiterungen mit Beispielen für Simulationsexperimente findet sich in: Deutsche Bundesbank, Entwicklung und Anwendung von DSGE-Modellen für die deutsche Volkswirtschaft, Monatsbericht, Juli 2008, S. 33–50.

16 Vgl. etwa: F. Smets und R. Wouters (2003), An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area, Journal of the European Economic Association, Vol. 1, Nr. 5, S. 1123–1175.

17 Der Zeitpräferenzschock impliziert, dass die Wirtschaftssubjekte in Südeuropa gegenwärtigen Konsum gegenüber künftigem Konsum vorziehen und somit weniger sparen. Gleichzeitig sparen die Haushalte in Deutschland im gleichen Maße mehr, während im Rest der EWU kein Zeitpräferenzschock auftritt.

des Reallohns.<sup>18)</sup> Da sich die Arbeitsmarktreaktionen in Südeuropa spiegelbildlich ergeben, hat die entgegengesetzte Produktionskostenentwicklung divergierende Veränderungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der EWU zur Folge.

In einem weiteren Schritt werden ausgehend von den existierenden Leistungsbilanzungleichgewichten im Euro-Raum Lohnmoderationsszenarien in Südeuropa mit Hilfe eines sogenannten „wage mark-up“-Schocks<sup>19)</sup> analysiert. Eine vorübergehende Reduktion des Lohnaufschlags (ein temporärer Reallohnrückgang) in Südeuropa bewirkt einen kräftigen Anstieg der Beschäftigung und – damit einhergehend – eine Zunahme der Investitionstätigkeit in dieser Region. Die gesamtwirtschaftliche Produktion weitet sich mittelfristig aus. Dank des relativen Reallohnrückgangs können Güter in Südeuropa billiger produziert werden und gewinnen demzufolge an preislicher Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der EWU. Durch diese reale Abwertung expandieren die Exportvolumina. Gleichzeitig steigen jedoch auch die realen Importe, weil die Produktionsausweitung eine höhere inländische Nachfrage induziert. Die Leistungsbilanz verändert sich anfänglich kaum, mittelfristig verbessert sie sich leicht. In Deutschland kommt es wegen einer im Vergleich zu den Exporten schwächeren Entwicklung der Importe kurzfristig zu einer leichten Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos.

Im Falle einer permanenten Lohnmoderation (permanenter Reallohnrückgang) verstärken und verlängern sich die expansiven Effekte auf Beschäftigung, Investitionen und gesamtwirtschaftliche Produktion in Südeuropa. Im Ergebnis verschlechtert sich die Leistungsbilanz in Südeuropa aufgrund einer erhöhten Investitionstätigkeit sogar noch.

## Gemeinsame Ergebnisse

Die Simulationen mit NiGEM und dem Bundesbank-DSGE-Modell verdeutlichen, dass ein gedämpftes Lohnwachstum seine primäre Wirkung auf dem heimischen Arbeitsmarkt erzielt, indem es die Unterbeschäftigung reduziert. Die Schaffung neuer Stellen erfordert zudem die Ausweitung des Kapitalstocks und führt zu einer kräftigen Steigerung der Investitionen. Die Umlenkung internationaler Güterströme durch die Verschiebung der relativen Preise spielt dagegen quantitativ nur eine untergeordnete Rolle. Die Simulationen mit beiden Modellen zeigen, dass sich der nominale Leistungsbilanzsaldo wider Erwarten sogar verschlechtern kann. Weil die Ursache aber eine Zunahme der Leistungsfähigkeit der heimischen Wirtschaft ist und nicht etwa eine Übersteigerung der Binnennachfrage, handelt es sich hierbei nicht um eine makroökonomische Fehlentwicklung.

In einer Situation hoher Arbeitslosigkeit dürfte damit Lohnmoderation den Weg zu mehr Beschäftigung und Wachstum bereiten. Als Mittel zur Beseitigung großer Leistungsbilanzdefizite ist eine moderatere Lohnentwicklung hingegen unter Umständen weniger geeignet. Gefordert ist hier im Kern eine Dämpfung der übersteigerten inländischen Nachfrage.

*Korrektur auf  
dem Arbeits-  
markt als  
Wesenszug  
der Lohn-  
moderation*

---

<sup>18</sup> Das Arbeitsangebot im Modell hängt nicht nur vom Reallohn, sondern auch vom Grenznutzen des Konsums positiv ab, da die Bereitschaft der Wirtschaftssubjekte zu arbeiten mit zunehmendem Wohlstand sinkt.

<sup>19</sup> Da Arbeitnehmer im Modell eine gewisse Marktmacht besitzen, verlangen sie einen Lohnaufschlag („wage mark-up“), dessen Höhe von ihrer Marktmacht abhängt.