

## **| Anpassungsprozesse in den Ländern der Wirtschafts- und Währungsunion**

## ■ Überblick

### ■ Ausgangslage

*Aufbau makro-  
ökonomischer  
Ungleich-  
gewichte nach  
Einführung des  
Euro*

In den Jahren nach der Einführung des Euro bauten sich in einigen Mitgliedstaaten des Euro-Raums erhebliche makroökonomische Ungleichgewichte auf. Art und Ausmaß unterschieden sich zwar von Land zu Land, doch es zeigt sich eine Reihe von Gemeinsamkeiten. Die Ungleichgewichte äußerten sich unter anderem in einer starken Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und deutlich steigenden Leistungsbilanzdefiziten. Zugrunde lagen dem ein zumeist relativ kräftiges Wachstum der Inlandsnachfrage und in mehreren Fällen ein Boom des Immobiliensektors. Dies zog eine stetige Umlenkung von Produktionsfaktoren hin zu binnenwirtschaftlich orientierten Sektoren nach sich. Da die gesamtwirtschaftliche Entwicklung dabei in einem Umfeld günstiger Finanzierungsbedingungen von einer sehr starken Kreditausweitung begleitet wurde, stieg die Verschuldung von Haushalten und Unternehmen. Die Finanzierung erfolgte maßgeblich über die jeweiligen Bankensysteme, deren Bilanzen teils deutlich wuchsen. Insgesamt wurden die Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung, die Zukunftsfestigkeit der Produktionsstrukturen, die künftigen Einkommensperspektiven und die Werthaltigkeit vieler Vermögenstitel gravierend überschätzt. Auch die Verfassung der Staatsfinanzen wurde zu optimistisch beurteilt: Die öffentlichen Haushalte profitierten stark von den durch die Inlandsnachfrage getriebenen Ungleichgewichten, und die zusätzlichen Spielräume, die die niedrigeren Finanzierungskosten boten, wurden häufig nicht zur grundlegenden Konsolidierung genutzt. Stattdessen wurden vielfach die Staatsausgaben deutlich ausgeweitet.

*Zunehmendes  
Gewicht der  
Binnenwirt-  
schaft, steigende  
Verschuldung*

### ■ Krisenausbruch und Anpassungsprozesse

Mit dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/2008 fand der insgesamt nicht nachhaltige Expansionsprozess der Vorjahre in diesen Ländern ein abruptes Ende. Die Wachstumsperspektiven und damit einhergehend die Bonität von privaten Haushalten, Unternehmen, Finanzinstitutionen und auch des Staates wurden grundlegend neu bewertet. Durch den Ausbruch der Schuldenkrise im Frühjahr 2010 sah sich die Währungsunion vor die schwerste Belastungsprobe seit ihrem Bestehen gestellt. Sowohl der Ordnungsrahmen der Währungsunion, mit der Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten und dem Primat einer stabilitätsorientierten Geldpolitik als Eckpfeilern, als auch die Volkswirtschaften vieler Mitgliedstaaten gerieten unter massiven Druck: Griechenland, Irland, Portugal und zuletzt Zypern mussten auf beträchtliche Finanzhilfen der übrigen Mitgliedstaaten zurückgreifen und vereinbarten im Gegenzug umfassende makroökonomische Anpassungsprogramme; Spanien erhielt ebenfalls an Auflagen geknüpfte Finanzhilfen zur Stützung seines Finanzsystems.

*Krise führt zu  
grundlegender  
Neubewertung  
der Risiken*

Um solche konditionierten Hilfen gewähren zu können, die letztlich Gefahren für die Finanzstabilität des Euro-Raums insgesamt abwehren sollen, waren im Anschluss an bilaterale Hilfen für Griechenland zunächst die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) sowie der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) und dann als ihre Nachfolger der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) geschaffen worden. Überdies weitete das Eurosystem, das bereits in der Finanz- und Wirtschaftskrise umfangreiche Sondermaßnahmen ergriffen hatte, diese in Quantität und Qualität nochmals deutlich aus. Davon profitierten vor allem die von der Krise besonders betroffenen Länder und die dortigen Bankensysteme, die zu günstigen Konditionen und gegen geringere Sicher-

*Gegenmaß-  
nahmen von  
Finanz- und  
Geldpolitik  
ermöglichen  
weniger abrupte  
Anpassung*

heitanforderungen Zugang zu zusätzlicher Liquidität erhielten. Die von den Kapitalmärkten geforderten höheren Risikoprämien schlugen dadurch nur begrenzt auf die Schuldner durch. So wurden Abflüsse oder verringerte Zuflüsse privater Mittel kompensiert, und es wurde eine weniger abrupte gesamtwirtschaftliche Anpassung ermöglicht – zum Beispiel im Hinblick auf die Finanzierung zunächst weiter vorhandener Leistungsbilanzdefizite.

*Anstrengungen der Mitgliedstaaten zur Korrektur der Fehlentwicklungen, ...*

Parallel hierzu haben die betroffenen Mitgliedstaaten teils erhebliche Anstrengungen unternommen, um die Korrektur der Fehlentwicklungen in ihren Volkswirtschaften zu unterstützen und das Vertrauen in die Nachhaltigkeit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, die Stabilität des Finanzsystems und die Tragfähigkeit ihrer Staatsfinanzen zu sichern oder wiederherzustellen. Der notwendige Anpassungsprozess in der Realwirtschaft, in der Finanzwirtschaft und beim Staat ist noch in vollem Gange. Einzelnen Teilaspekten dieses Prozesses widmet sich der vorliegende Monatsbericht in verschiedenen Aufsätzen und identifiziert wesentliche zukünftige Herausforderungen.

*... angesichts einer Vielzahl von Herausforderungen*

Die Länder, die von besonders starken Vertrauensverlusten betroffen waren, sehen sich mit einer Vielzahl schwieriger, von Land zu Land unterschiedlich dringlicher Aufgaben konfrontiert: Rückführung der hohen Leistungsbilanzdefizite und der hohen Netto-Auslandsverschuldung, Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, die Sanierung der Finanzsysteme sowie ein geordneter Schuldenabbau bei privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen. Dabei gilt es, die Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaften zu steigern, damit sich wieder ein nachhaltiges, ausreichend Beschäftigung schaffendes Wachstum einstellt und so auch die sehr hohe Arbeitslosigkeit zurückgedrängt werden kann. Dazu sind durchgreifende Reformen der Arbeits- und Produktmärkte sowie der öffentlichen Verwaltungen und Rechtssysteme ebenso unabdingbar wie eine verlässliche Perspektive, dass diese Maßnahmen entschlossen umgesetzt werden

und der eingeschlagene Reformkurs gehalten wird.

## Spürbare Fortschritte im Anpassungsprozess

Vergleicht man vor diesem Hintergrund die derzeitige Lage und die Entwicklungstendenzen in den betroffenen Ländern mit der Ausgangssituation bei Ausbruch der Krise, so zeigt sich, dass bereits viel erreicht worden ist, aber noch erhebliche weitere Anpassungen zu bewältigen sind. Dass bislang nur ein Teilstück eines langen Weges zurückgelegt ist, sollte angesichts der offenbar gewordenen Reformanforderungen jedoch nicht erstaunen. Derartige Anpassungen benötigen Zeit, bevor sie ihre Wirkungen entfalten. Von der Politik dürfen keine Patentrezepte erwartet werden, die in kürzester Zeit die mit der Krise offenkundig gewordenen tief greifenden Problemlagen beseitigen. Dies gilt umso mehr, als den betroffenen Ländern in der Währungsunion der nominale Wechselkurs als Anpassungsinstrument für länderspezifische Probleme nicht mehr zur Verfügung steht und die Geldpolitik eine Stabilitätsorientierung für das gesamte Währungsgebiet zu wahren hat.

*Trotz einiger Fortschritte weitere Anstrengungen und Geduld nötig*

Positiv hervorzuheben ist zunächst, dass der makroökonomische Anpassungsprozess in einigen Ländern bereits erhebliche Fortschritte gemacht hat: Die Leistungsbilanzdefizite sind weitgehend abgebaut, wobei, neben stark rückläufigen Importen, inzwischen in den meisten Ländern auch die Exporte spürbar zulegen. Dieser Umschwung dürfte zum überwiegenden Teil nicht bloß der Schwäche von Konjunktur und Binnennachfrage geschuldet sein. In den meisten Ländern verbesserte sich die preisliche und kostenseitige Wettbewerbsfähigkeit, und die Bemühungen, neue Auslandsmärkte zu erschließen, nahmen deutlich zu. Die konjunkturellen Perspektiven haben sich im Verlauf des vorigen Jahres etwas aufgehellt, getrieben vor allem durch die Exporte. Selbst der teilweise dramatische Anstieg der Arbeitslosigkeit scheint

*Gesamtwirtschaftlicher Anpassungsprozess im Gange, ...*

zum Ende zu kommen, allerdings auf einem bedrückend hohen Niveau. Zur Stabilisierung des Finanzsystems wurden teils beträchtliche Anstrengungen unternommen, wobei im Bankensystem häufig die öffentlichen Haushalte weitere Lasten übernommen oder Verluste ausgeglichen haben.

... Struktur-  
reformen  
ergriffen, ...

Während dieses Anpassungsprozesses wurde eine ganze Reihe von Strukturreformen in Angriff genommen. Vergleichsweise weitreichend waren diese am Arbeitsmarkt, vor allem in den Bereichen Kündigungsschutz, Lohnersatzzahlungen und Tarifrecht. Die positive Wirkung der Reformen setzt zwar meist erst mit gewissem zeitlichen Abstand ein, erste Anzeichen zeigen sich möglicherweise aber schon jetzt in jenen Ländern, in denen sich die konjunkturellen Aus-sichten zuletzt aufgehellt haben.

... Haushalts-  
defizite ver-  
ringert ...

Auch der Finanzpolitik gelang es, durch ein-nahme- und ausgabenseitige Konsolidierungs-maßnahmen die Neuverschuldung zurückzu-führen, die bei Krisenbeginn stark ausgeweitet worden war; insbesondere die strukturellen Defizite sind – bei aller Unsicherheit, die das Herausrechnen des Konjunktureinflusses ge-rade in derartigen Umbruchphasen mit sich bringt – deutlich zurückgegangen. Die massiv angestiegene Staatsverschuldung zeigt aber an, dass die Staaten, teilweise gestützt auf die Hilfsprogramme, einen erheblichen Stabilisie-rungsbeitrag geleistet und dabei unter ande-rem das Finanzsystem und dort aufgetretene Verluste aufgefangen haben. Belege für die Fortschritte im Anpassungsprozess sind, dass Irland zum Ende des vergangenen Jahres das Hilfsprogramm erfolgreich abschließen konnte und dass das auf den Finanzsektor konzen-trierte Programm für Spanien im Januar 2014 ausgelaufen ist.

... und ins-  
gesamt bessere  
Rahmen-  
bedingungen für  
nachhaltiges  
Wachstum

Im Ergebnis sind in vielen der von der Krise be-sonders betroffenen Länder durch die angesto-ßenen Prozesse und Reformen die Rahmen-bedingungen für ein nachhaltiges Wachstum günstiger als vor der Krise, auch wenn dies gegenwärtig noch durch die hohe Arbeitslosig-

keit als Folge der schwierigen Anpassungen verdeckt wird. Hervorzuheben ist ferner, dass Anleger mittlerweile stärker für die Risiken ihrer Anlagen sensibilisiert sind. Marktreaktionen auf Politikmaßnahmen oder unternehmerische Ent-scheidungen haben dadurch eine stärkere Dis-ziplinierungswirkung als vor der Krise und kön-nen so die Bindung der Politik an einen einmal eingeschlagenen Reformkurs stärken.

## Ursachenbewältigung bleibt Herausforderung

Ungeachtet der Fortschritte bei der Bewäl-tigung der Krisenursachen bleibt jedoch eine ganze Reihe von Herausforderungen. Die Not-wendigkeit zu weiteren Korrekturen in den Bilanzen des privaten und des öffentlichen Sek-tors belastet die kurzfristigen konjunkturellen Perspektiven. Zwar gibt es Fortschritte im Ab-bau der Verschuldungsgrade des privaten Sek-tors, die insbesondere dann erkennbar werden, wenn man berücksichtigt, dass die Verschul-dungsquoten vor der Krise durch das nicht nachhaltige hohe Niveau der Wirtschaftslei-tung unterzeichnet wurden, während in der derzeitigen Schwächephase der umgekehrte Effekt auftritt. Historische Erfahrungen mit pri-vaten Schuldenüberhängen zeigen aber, dass die Anpassungsprozesse zum Abbau der Über-schuldung grundsätzlich nicht nur Konsum und Investitionen dämpfen, sondern dass ver-schleppte Bilanzanpassungen auch notwendige Bereinigungsprozesse in den einzelnen Unter-nehmen behindern, den Strukturwandel brem-sen und die Unsicherheit über die weitere Ent-wicklung hoch halten können. Dies kann das Wirtschaftswachstum nachhaltig schwächen.

*Hohe Ver-  
schuldung des  
privaten Sektors  
belastet  
Wachstum*

Blickt man auf die Finanzpolitik, so blieb, trotz der unternommenen Anstrengungen und der bislang erreichten Rückführung der Defizite ab etwa dem Jahr 2010, die Konsolidierung oft-mals hinter den ursprünglichen Plänen und Vorgaben zurück – zum guten Teil auch weil die grundlegenden gesamtwirtschaftlichen Pro-bleme unterschätzt worden waren. Die staat-

*Sehr hohe  
Staats-  
verschuldung*

lichen Schuldenquoten der von der Krise besonders betroffenen Länder sind weiter deutlich gestiegen und haben inzwischen sehr hohe Niveaus von teilweise weit über 100% in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt erreicht. Insgesamt bleiben die öffentlichen Finanzen dadurch anfällig für negative Schocks. Dies gilt umso mehr, als zum einen nach Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise zunächst wertvolle Zeit verloren wurde: Entscheidende finanz- und wirtschaftspolitische Reformen wurden vielfach erst angegangen, als das Vertrauen in die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen bereits unmittelbar bedroht war, und griffen dann oftmals zu spät. Zum anderen stockt in einigen Ländern die Umsetzung beschlossener Maßnahmen, politische Instabilität erschwert den Reformprozess und die Vertrauensbildung, oder der politische Druck auf eine Abkehr vom Konsolidierungs- und Reformkurs steigt.

*Risiken für den Reformprozess*

*Problemlösung im bestehenden Ordnungsrahmen Aufgabe der Mitgliedstaaten*

Obwohl umfangreichere Hilfs- und Koordinierungsmechanismen geschaffen wurden, ruht der Ordnungsrahmen der Währungsunion weiterhin auf dem Primat der nationalen Eigenverantwortung, denn es wurde keine europäische Fiskalunion mit weitreichenden europäischen Eingriffsrechten in die nationale Wirtschafts- und Finanzpolitik beschlossen. Daher müssen die Probleme weiterhin primär auf der nationalen Ebene gelöst werden. Die Krise ist auch und vor allem eine Schuldenkrise, und eine zentrale Herausforderung ist, die hohe private und öffentliche Verschuldung zurückzuführen. Staat, Haushalte, Unternehmen und die Volkswirtschaften als Ganzes müssen wieder in der Lage sein, ihre Verbindlichkeiten verlässlich zu bedienen.

*Abkehr vom Konsolidierungskurs wäre verfehlt*

Für die Finanzpolitik bedeutet dies, nicht vom Konsolidierungskurs abzuweichen. Zum einen sind die bereits erwähnte außerordentlich expansive Finanzpolitik zu Beginn der Krise und der in einigen Fällen drastische Anstieg der Staatsverschuldung zu berücksichtigen. Der nunmehr erforderliche Defizitabbau mag kontraktiver wirken als in Normalzeiten, eine auf-

grund kurzfristiger Wachstumseinbußen sich selbst neutralisierende Konsolidierung ist aber nicht zu erwarten. Zum anderen ist zu berücksichtigen, dass die von der Krise besonders betroffenen Länder verlorenes Vertrauen an den Kapitalmärkten noch nicht oder gerade erst wiedergewonnen haben. Es ist von zentraler Bedeutung, die staatlichen Defizite zügig auf die europäischen Zielwerte zurückzuführen, um bedarfsweise über gewisse Spielräume zu verfügen, etwa falls die nationalen Finanzsysteme weitere Stützung benötigen sollten. Dass der Staat seine finanziellen Verbindlichkeiten bedient, ist zentral für das Vertrauen der Anleger und – gerade auch mit Blick auf die Programmländer – für die Solidarität der übrigen Mitgliedstaaten, die explizit oder implizit einen erheblichen, im Falle Griechenlands sogar den weit überwiegenden Teil der Verbindlichkeiten übernommen haben.

Leistungsfähige Produkt- und Arbeitsmärkte sowie wettbewerbsfähige Wirtschaftsstrukturen sind unverzichtbare Voraussetzungen, um die Verschuldung von Privathaushalten und Unternehmen abzubauen, denn ausstehende Verbindlichkeiten lassen sich nur aus hinreichenden laufenden Einkommen und Erträgen bedienen. Um die preislichen und nicht preislichen Standortfaktoren weiter zu verbessern, müssen die Reformen auf Produkt- und Arbeitsmärkten fortgeführt werden, und im Hinblick auf effiziente, den wirtschaftlichen Prozess stützende Verwaltungsstrukturen und Rechtssysteme sind auch Art und Umfang der Staats-tätigkeit kritisch zu prüfen.

*Standortbedingungen verbessern, ...*

Darüber hinaus sollte möglichst zügig Klarheit über den Umgang mit hohen privaten Schuldenständen erreicht werden. Ob bestehende Forderungen unter realistischen Annahmen zurückgezahlt werden können oder nicht und dann umgeschuldet oder im äußersten Fall abgeschrieben werden, ist im Einzelfall zu prüfen. Einerseits verbietet sich ein einfacher Verzicht auf die Rückzahlung von Schulden, da dann Anreize zu künftigem Fehlverhalten zunehmen und künftige Kreditbeziehungen mit hohen

*... Art und Umfang des Deleveraging im Privatsektor prüfen ...*

Risikoprämien verbunden wären. Andererseits sollten uneinbringliche Forderungen umgehend bereinigt werden, und es ist Aufgabe der Politik, Modalitäten, die einer solchen Bereinigung entgegenstehen, anzupassen. Denn nicht tragfähige Wirtschaftsstrukturen aufrechtzuerhalten und anhaltende Unsicherheit, wo sich drohende Verluste künftig niederschlagen, zuzulassen, schwächen das Potenzialwachstum.

*... und Bilanzprüfung nutzen, um Bankensysteme solide aufzustellen, ...*

Eine solche Bereinigung um uneinbringliche oder gefährdete Forderungen dürfte insbesondere die Bankbilanzen belasten. Mit der Bankenunion wurde ein grundsätzlich bedeutender Integrationsschritt beschlossen, der den institutionellen Rahmen der Währungsunion gegen zukünftige Krisen stärken kann. Die Vorbereitungsarbeiten zur Europäisierung der Bankenaufsicht können jedoch auch einen wichtigen Beitrag leisten, um die gegenwärtigen Probleme aufzuarbeiten: Im Bankensektor soll die anstehende Bilanzüberprüfung der Institute, die künftig unmittelbar der gemeinsamen Aufsicht unterliegen, mehr Klarheit über die Höhe der bilanziellen Belastungen schaffen und dazu beitragen, Banken bilanziell wieder solide und überzeugend aufzustellen. Damit dies gelingt, muss die Prüfung nach einheitlichen hohen Standards mit konservativen Wertansätzen erfolgen, und dabei ermittelte Lasten müssen zügig und nachhaltig beseitigt werden – primär indem die Eigenkapitalbasis aus eigenen oder am Kapitalmarkt aufgenommenen Mitteln gestärkt wird, hilfsweise über eine Beteiligung von Gläubigern und erst nach Ausschöpfen dieser Optionen bedarfsweise aus öffentlichen Mitteln des jeweiligen Mitgliedstaates. Ein erfolgreicher Abschluss der Bilanzprüfung dürfte im Übrigen einen wichtigen Beitrag leisten, die Banken in den Peripherieländern weniger abhängig von der Refinanzierung durch das Eurosystem zu machen und somit die Risiken in den Notenbankbilanzen sowie die TARGET2-Salden als ihren Spiegel abzubauen.

Notwendige Bilanzkorrekturen nicht zu verschleppen, bedeutet allerdings nicht, pauschal ein verstärktes Deleveraging in den privaten

Sektoren der einzelnen Länder zu forcieren. Bestandsanpassungen, etwa durch Umschuldungen oder Insolvenzen, verteilen im Ergebnis Vermögen um – jeweils unter den privaten Haushalten, den Unternehmen und den Banken, aber auch zwischen diesen Gruppen und, je nach Ausgestaltung, zulasten von Staat oder ausländischen Gläubigern. Wie dringlich solche Bereinigungen sind, wie gut sie sich umsetzen lassen, an welchen Punkten sie vor allem ansetzen müssen oder welche Rückwirkungen sie haben, ist von Land zu Land verschieden. Wichtige Restriktionen einer forcierten Entschuldung sind dabei über die bereits genannten Anzeigeneffekte hinaus die Belastbarkeit der Staatsfinanzen, mögliche Ansteckungseffekte im Ausland, wenn dort etwa bestimmte Gläubiger besonders hohe Verluste verbuchen müssten, oder die Folgen für das Vertrauen ausländischer Anleger und damit die Möglichkeit, externen Finanzierungsbedarf wieder primär durch private Kapitalzuflüsse zu decken.

Die gemeinsame Geldpolitik leistet zwar einen erheblichen Beitrag zur Bekämpfung der Krise: Sie unterstützt angesichts des geringen Preisdrucks mit ihrer expansiven Ausrichtung die Bewältigung der allgemeinen gesamtwirtschaftlichen Schwäche, und von den Sondermaßnahmen profitieren insbesondere die Bankensysteme in den von der Krise besonders betroffenen Ländern. Es ist allerdings nicht Aufgabe der europäischen Geldpolitik, die Solvenz nationaler Bankensysteme oder Staaten zu gewährleisten, und sie kann die notwendigen realwirtschaftlichen Anpassungen und Bilanzbereinigungen nicht ersetzen.

Letztlich geht es für die von der Krise besonders betroffenen Länder darum, sich wirtschafts- und finanzpolitisch so neu aufzustellen, dass sie den Anforderungen der Währungsunion mit ihrer gemeinsamen, stabilitätsorientierten Geldpolitik wieder aus eigener Kraft und dauerhaft gerecht werden. Dazu jeweils in der Lage zu sein, ist eine Aufgabe, der sich alle Mitgliedstaaten stellen müssen, und insofern hält der Blick auf Anpassungserforder-

*... aber Deleveraging kein Selbstzweck, zumal angesichts der Kosten und Nebenwirkungen*

*Stabiles wirtschaftliches Fundament für gemeinsame Währung Aufgabe aller Mitgliedstaaten*

nisse in den Krisenländern auch den übrigen Mitgliedstaaten einen Spiegel vor. Denn obwohl risikobewusstere Anleger und der Ordnungsrahmen der Währungsunion mit seinem reformierten Regelwerk der Politik wichtige

Orientierungen geben können, ist es letztlich die Verantwortung und im ureigenen Interesse aller Mitgliedstaaten, durch ihr Handeln die Stabilität und den Erfolg der gemeinsamen Währung zu sichern.