

Ostdeutscher Sparkassenverband – Fachtagung Vorstandsstab  
Potsdam, 19. April 2012

# **Konjunktureller Ausblick für Deutschland**

# **Lösungen für die Schuldenkrise in der Eurozone**

---

Dr. Stefan Kooths  
Prognose-Zentrum, Büro Berlin

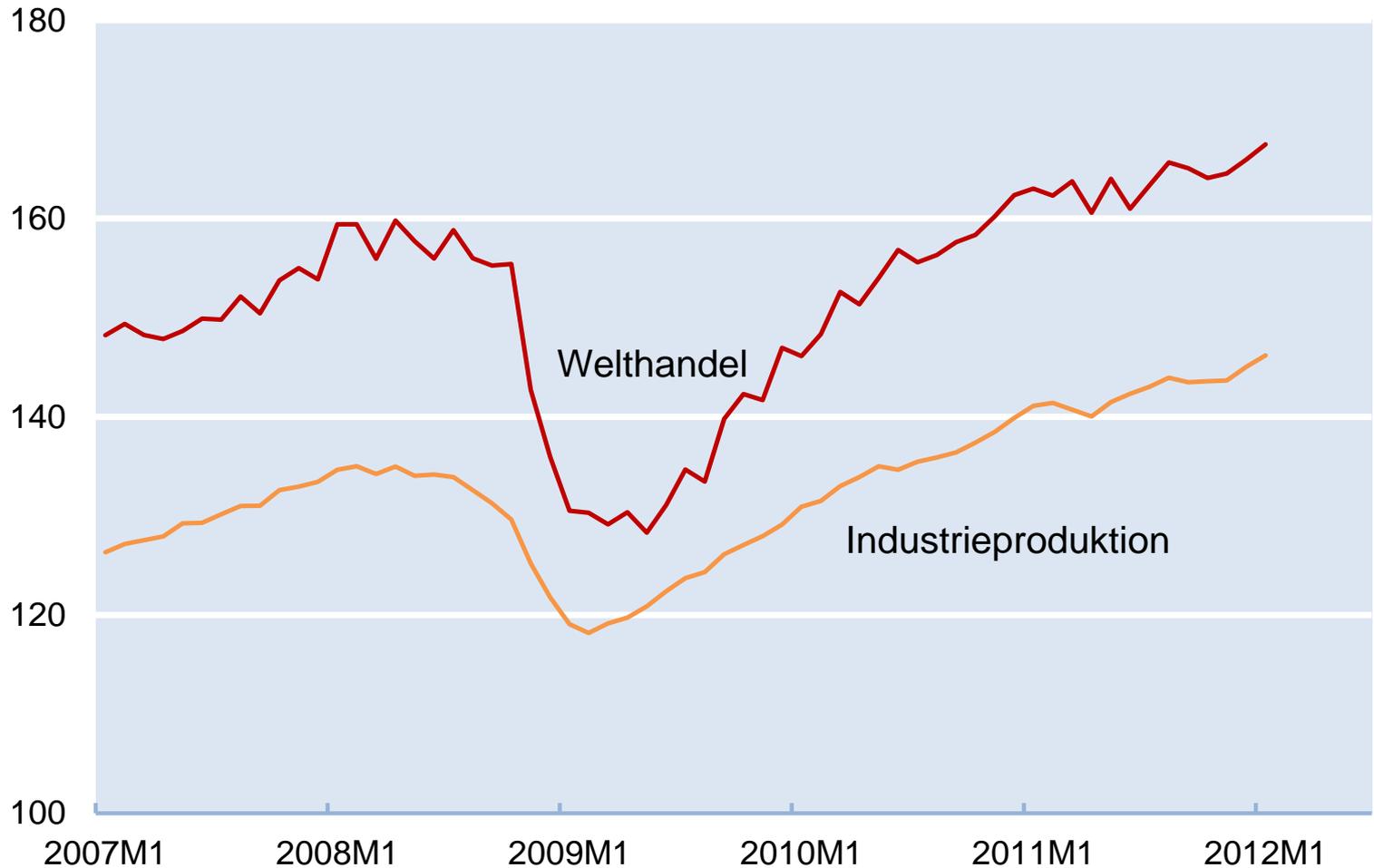
# **Konjunktureller Ausblick für Deutschland (GD Frühjahr 2012)**

## **Lösungen für die Schuldenkrise in der Eurozone**

# Lage der Weltwirtschaft hellt sich etwas auf

## Weltproduktion und Welthandel

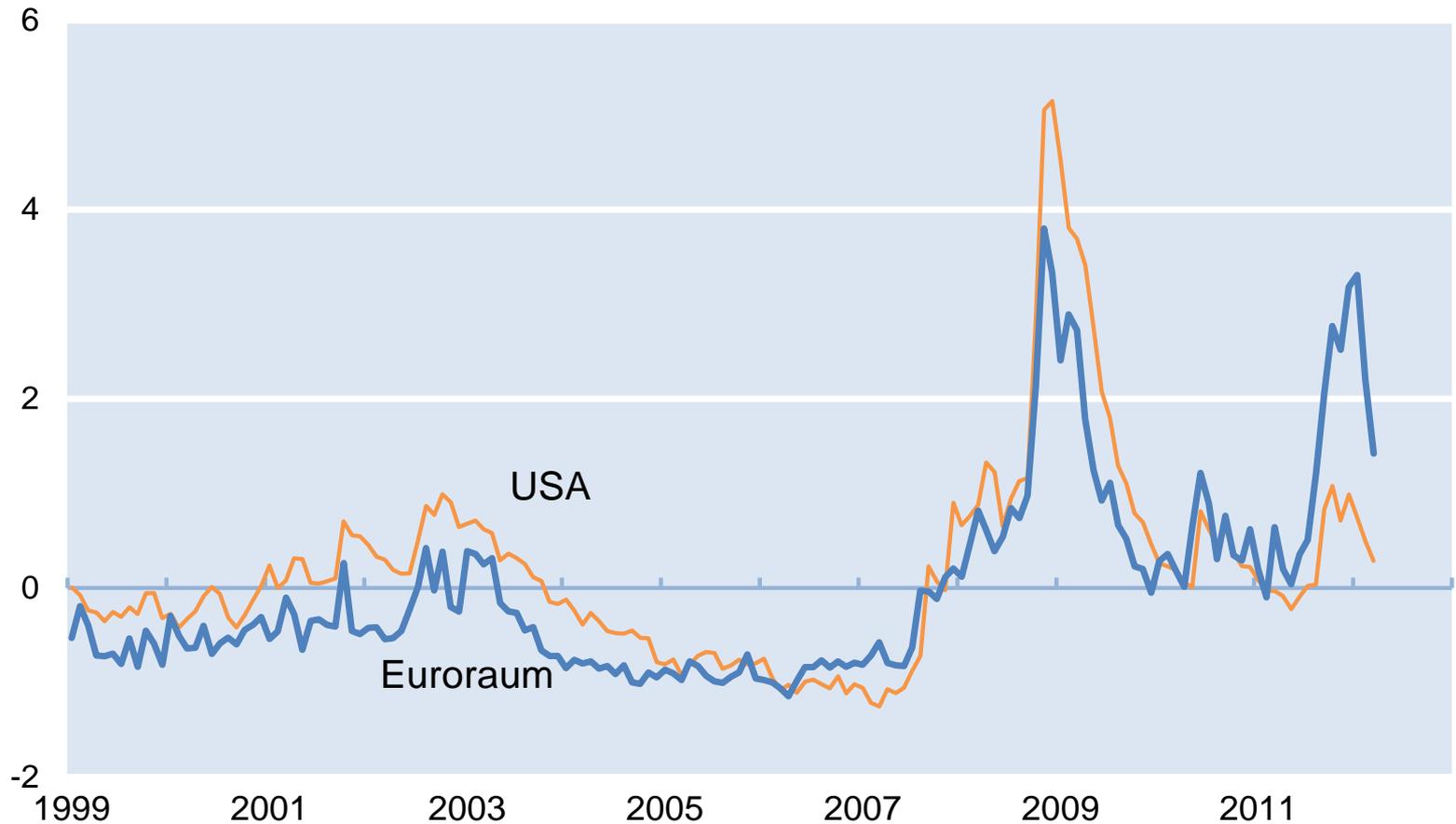
Index, 2000 = 100



# Entspannung an den Finanzmärkten, aber noch keine Entwarnung

Finanzmarktstress in den USA und im Euroraum 1999–2012

Index



4

Der Finanzmarktstress wird mithilfe eines Faktormodells aus einer Vielzahl von Einzelindikatoren berechnet. USA: Finanzmarktstressindikator der Fed St. Louis; Euroraum: IfW-Finanzmarktstressindikator.

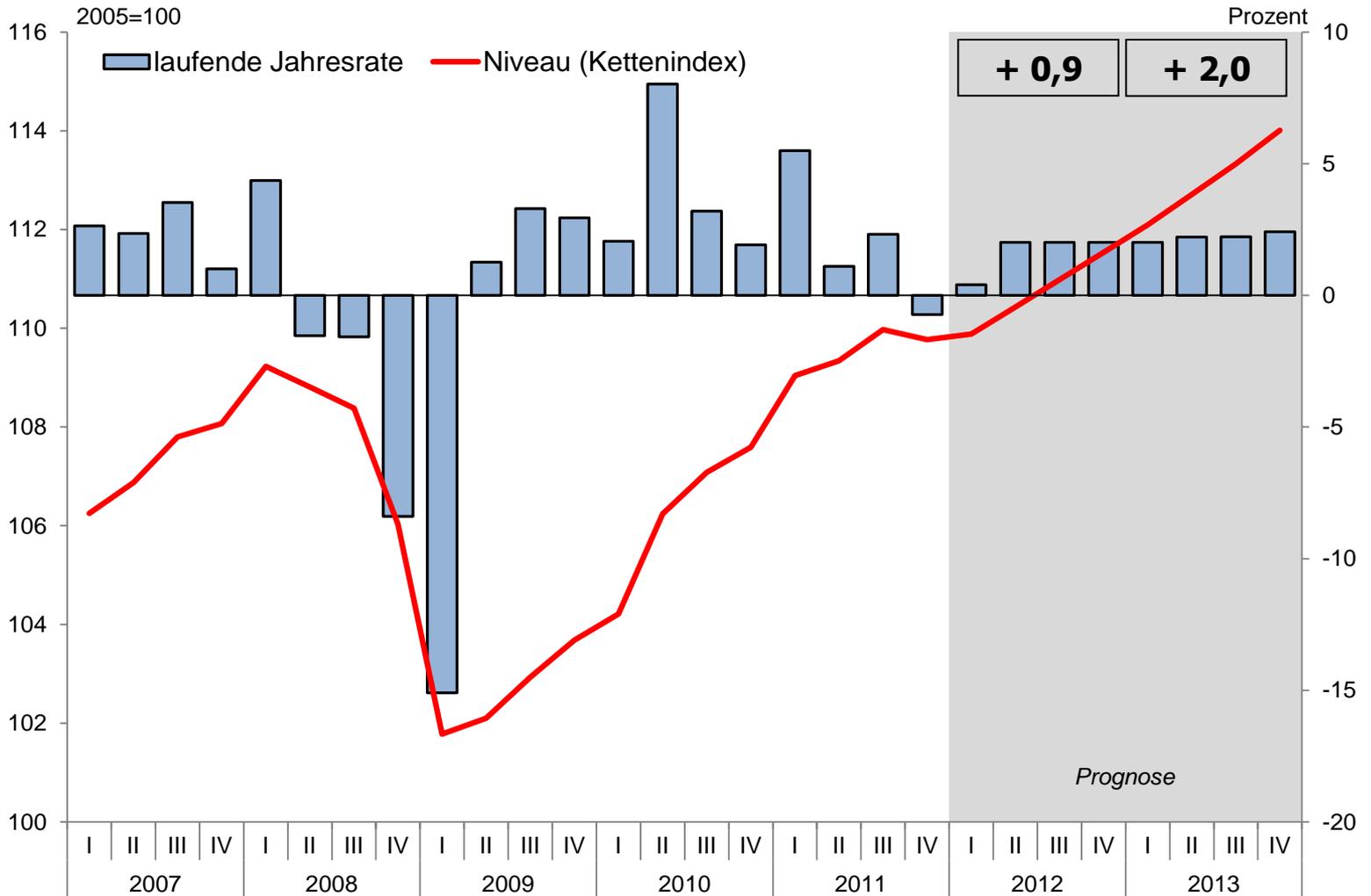
Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, eigene Berechnungen.

# Verhaltensener Weltwirtschaftlicher Ausblick

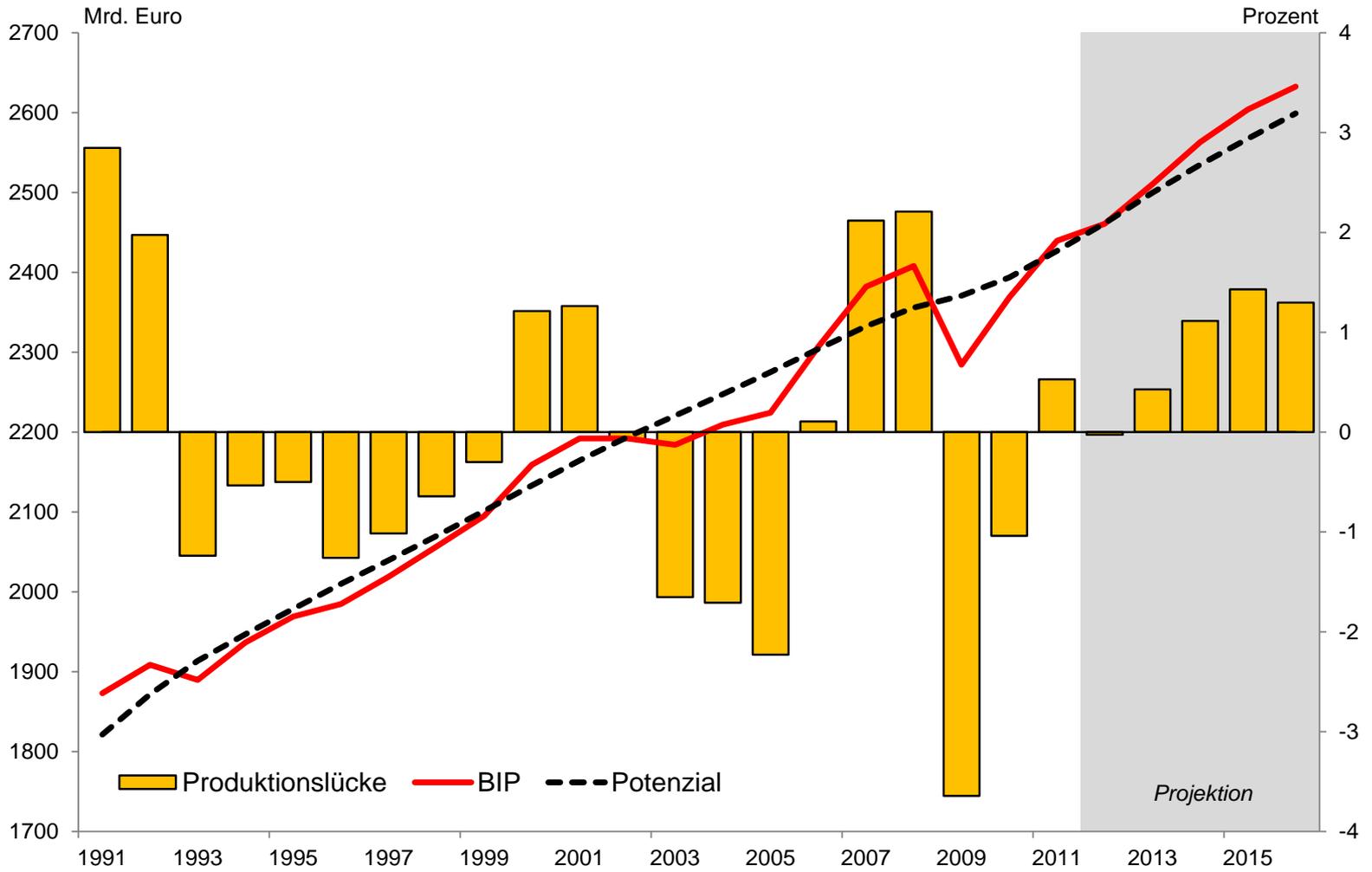
preisbereinigt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
EU-27	1,5	0,1	1,3
USA	1,7	2,2	2,3
Asien	4,6	5,0	5,1
Industrieländer	1,4	1,3	1,8
Schwellenländer	6,5	5,3	5,6
Welt (exportgewichtet)	2,4	1,3	2,2
Welthandel	6,0	4,4	6,6

# Deutschland an der Schwelle zur Hochkonjunktur



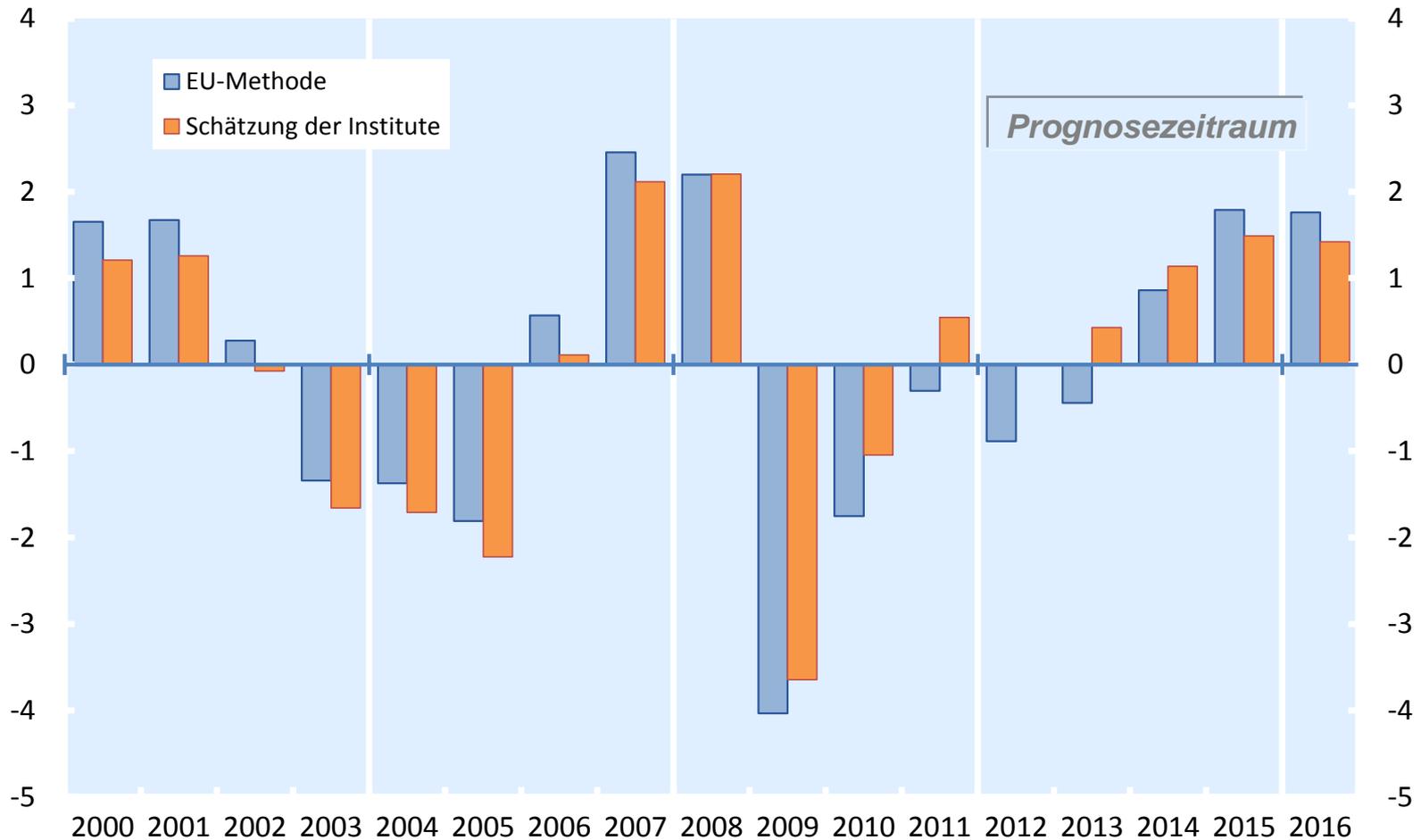
# Mittelfristprojektion: Mehrjährige Überauslastung, starke Binnenkonjunktur



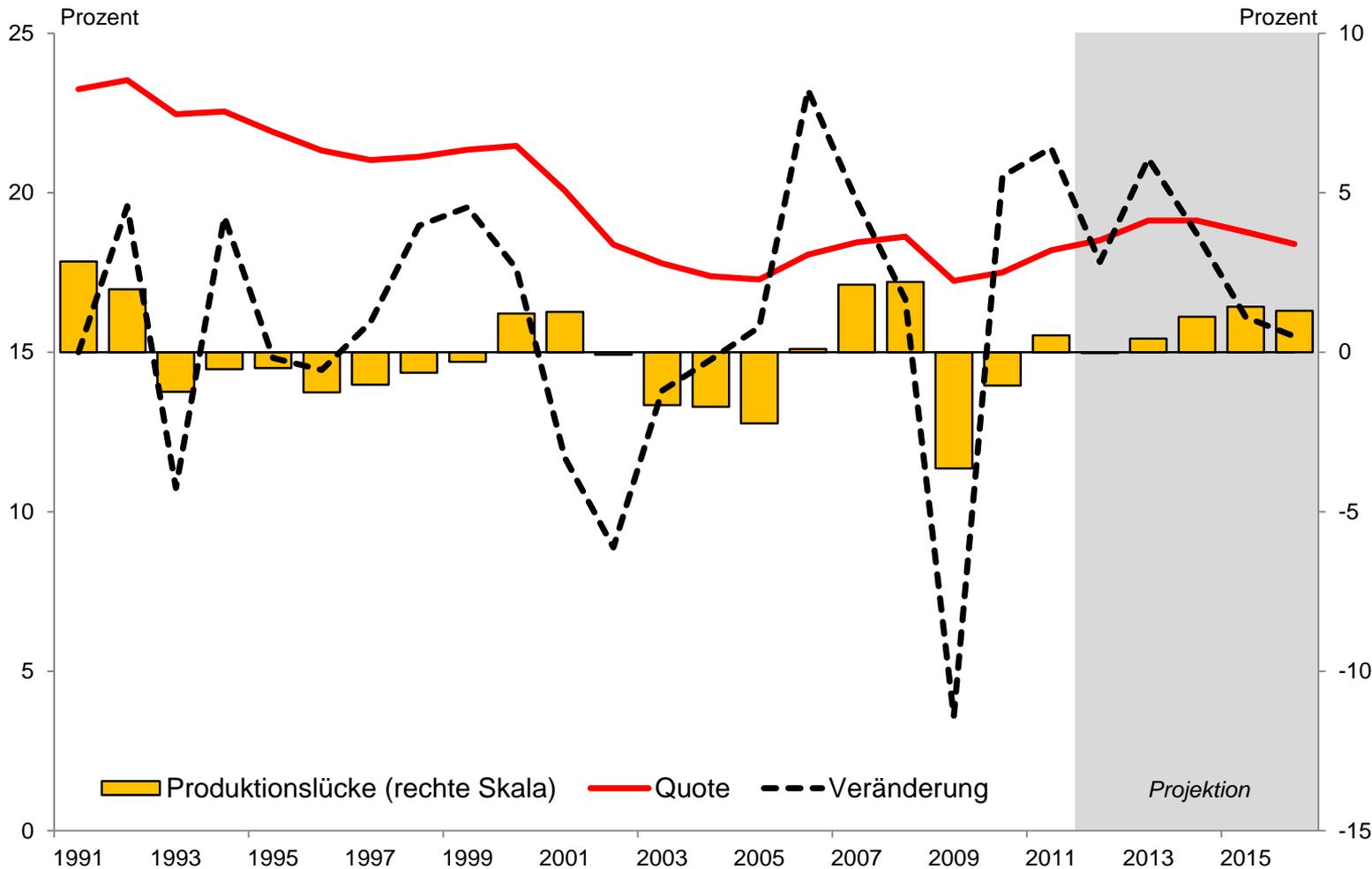
# Potenzialschätzung: EU-Methode vs. Schätzung der GD-Institute

## Produktionslücke

% in Relation zum Produktionspotenzial



# Investitionszyklus zieht wieder an



# Aufkommen und Verwendung

preisbereinigt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Bruttoinlandsprodukt	3,0	0,9	2,0
Privater Verbrauch	1,5	0,9	1,3
Staatsverbrauch	1,4	1,3	1,5
Ausrüstungen und sonstige Anlageinv.	6,4	2,8	6,1
Bauten	5,8	2,3	4,8
Ausfuhr	8,2	3,1	5,1
Einfuhr	7,4	3,7	5,8

## Weitere Eckdaten der Prognose

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Erwerbstätige (1000 Personen)	+ 547	+ 470	+ 325
Arbeitslose (1000 Personen)	- 262	- 182	- 172
Arbeitslosenquote	7,1 %	6,6 %	6,2 %
Verbraucherpreise	+ 2,3 %	+ 2,3 %	+ 2,1 %
Effektivlöhne (Stundenbasis)	+ 2,8 %	+ 3,7 %	+ 3,3 %
Lohnstückkosten	+1,4 %	+ 3,0 %	+ 1,8 %
Staatliches Defizit (in % des nominalen BIP)	1,0	0,6	0,2

## Konjunktureller Ausblick für Deutschland (GD Frühjahr 2012)

# Lösungen für die Schuldenkrise in der Eurozone

# Funktionsprinzip der Währungsunion

## ▪ **Währungsunion**

- Supranationale Geldpolitik zur Bereitstellung eines wertstabilen Zahlungsmittels
- Risikoadequate Zinsfindung als Kernaufgabe des Kapitalmarktes setzt Insolvenzmöglichkeit aller Schuldner zwingend voraus

⇒ **Unsichere Rückzahlung, aber in Hartwährung**

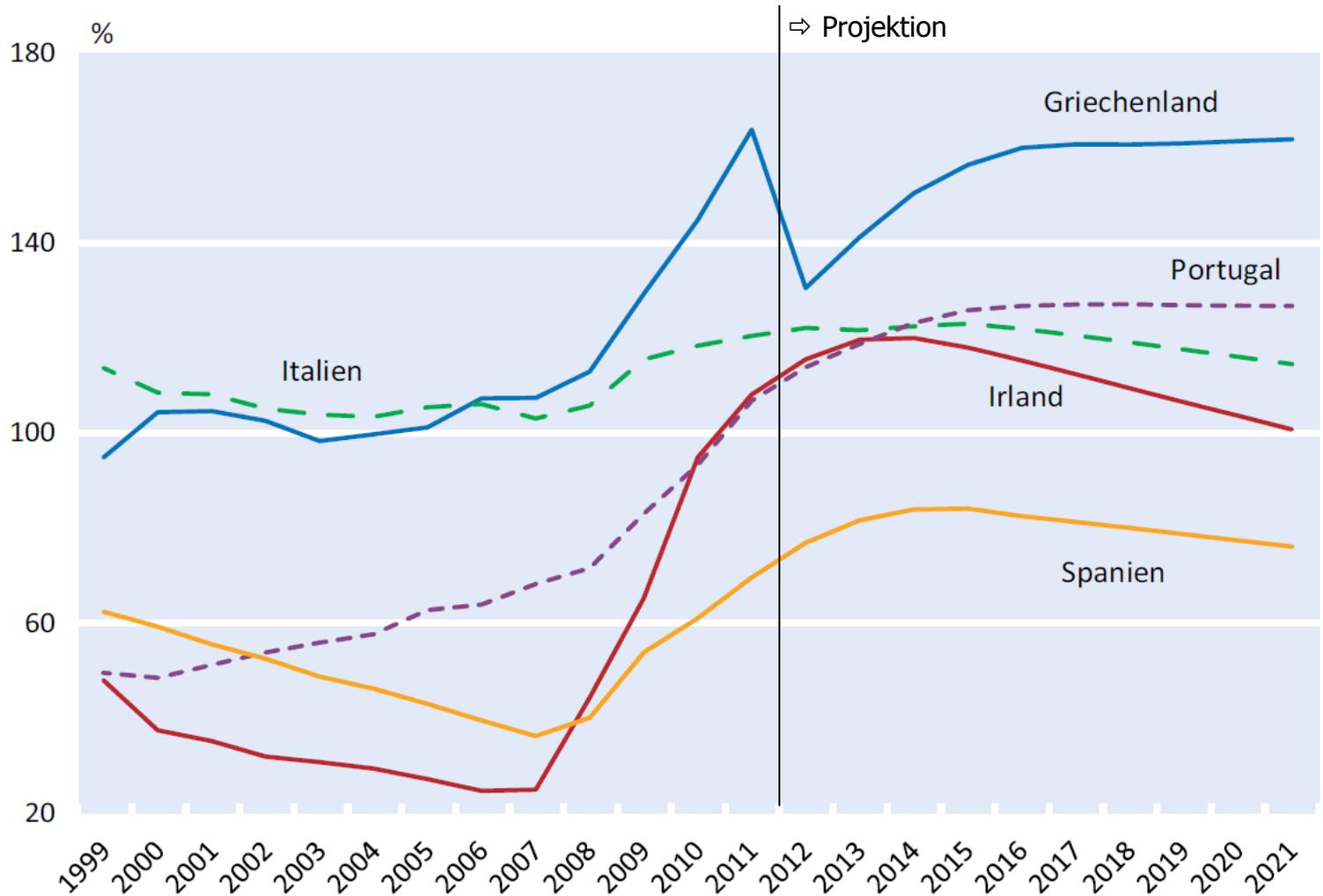
## ▪ **Alternative: Nationale Geldpolitik**

- Mögliche Entlastung des Staatshaushalts über Notenpresse (bei gefügiger Zentralbank)
- Zinsanstieg aufgrund von Inflations- und Abwertungserwartung

⇒ **Sichere Rückzahlung, aber in Weichwährung**

# Bruttoschuldenquoten der EWU-Krisenländer

in Relation zum Bruttoinlandsprodukt; Quelle: Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2012 (Basisprojektion)



# Gegenstand und Ursachen der Krise

- Beträchtlicher Anstieg der öffentlichen und privaten Verschuldung

- Niedrigzinsphase im Zuge der EWU-Gründung

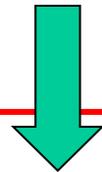
- Massiver Kapitalzustrom

- Konsumtive Verwendung

- Immobilienmarktblasen

- Bankenrettung im Zuge der Finanzkrise

**Realwirtschaftliche  
Fehlallokation**

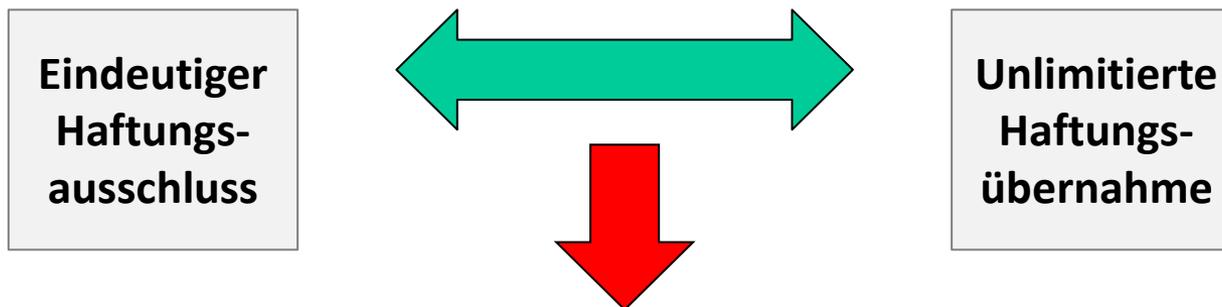


- Staatsinsolvenz: **Europäische Bankenkrise**

⇒ **Realwirtschaftliche Kapitalstockkrise**

# Politikreaktion / Krisenmanagement

- Stuck in the middle ... the worst place to be!



Zusätzliche Risikokategorie: "Rettungsrisiko"

- Erosion der Ordnungspolitik
  - Ein Ordnungsrahmen, der im Krisenfall außer Kraft gesetzt wird, ist keiner.
  - „Vorübergehende“ Missachtung zentraler Regeln deformiert den Ordnungsrahmen dauerhaft

# Derzeitige Strategie: Europäische Zentralisierung

- Zentrale Hilfsfonds
  - Kombination aus EFSF und ESM
  - Maximales Volumen von 800 Mrd. Euro
  
- Zentrale Koordination und Kontrolle
  - „Euro-Plus-Pakt“ (März 2011)
  - „Six-Pack“ (Dezember 2011)
  - „Fiskalpakt/Fiskalunion“ (Dezember 2011)
  - „Two-Pack“
  - ...

# Gefahren 1: Hilfsfonds

- Dimensionierung
  - Groß genug, um Bonität der Garantieländer zu beeinträchtigen (direkte Form der Ansteckung)
  - Zu klein, um ein großes Land über längere Zeit von direkter Kapitalmarktfinanzierung unabhängig zu machen
  - Tendenz zur Entquantifizierung (unbegrenzte Haftungsgemeinschaft)
- Unklare Beteiligung des Privatsektors
  - Beispiel Griechenland: Erwarteter Zahlungsausfall führt nicht zu Panik und Ansteckung
  - ESM-Vertragsentwurf: Intransparenz und Fehlanreize in Bezug auf private Beteiligung (Präambel: „in Ausnahmefällen“, „in angemessener und verhältnismäßiger Form“)



## **Gefahren 2: Koordination und Überwachung**

- Zuverlässigkeit der Überwachungsmechanismen (Score-Boards) sehr fraglich
- Implizite Haftungsgarantie bei Versagen der Überwachung
- Verwischung der Verantwortlichkeiten
- Durchsetzung von Sanktionen stößt an Grenzen der demokratischen Legitimierung

# Überdehnung des Mandats der EZB

- Quantitative und qualitative Aufweichung zur Bankenrettung und Staatsfinanzierung
- Übermäßige Liquiditätsversorgung
  - Zahlungsbilanzfinanzierung via Target2-System (private Kapitalflüsse werden durch asymmetrische Zentralbankgeldschöpfung ersetzt)
  - Clearing-System wird zur dauerhaften Kreditfazilität
- Gefahr eines Zielkonfliktes
  - Bankenstabilisierung vs. Geldwertstabilität
  - Vom „Lender of last resort“ zum „Lender of all sorts“
- Glaubwürdigkeit der Zentralbank
  - Einziger Anker in einem Papiergeldsystem
  - Inflationsanstieg durch Vertrauensschwund bereits vor Überhitzung möglich

## Krisenmodus der EZB

- Verzögert (unpopuläre) Entscheidungen der Finanzpolitik
- Dämpft realwirtschaftliche Anpassungsprozesse (Relativpreisänderungen)
- Verhandlungsposition der Target2-Gläubiger schmilzt von Monat zu Monat
- Ausrichtung der Geldpolitik am Land mit dem schwächsten Finanzsystem
- Überzeugende Regulierung des europäischen Finanzsystems steht immer noch aus
  - Bankenaufsicht
  - Abwicklung insolventer Marktteilnehmer

# Konfliktlinien in der wissenschaftlichen Debatte

- Rolle/Funktionsweise der Kapitalmärkte
  - „Rationale Übertreibungen“, multiple Zinsgleichgewichte
  - Märkte als Reformmotoren, Risikobepreisung ohne politische Manipulation
- Finanzsystemstabilisierung und staatliche Refinanzierungsprobleme
  - Schuldnerstabilisierung (indirekte Bankenrettung)
  - Bankenrekapitalisierung/Abwicklung
- Suprastaatliche fiskalische Regeln
  - Vertrauen auf belastbare Verträge
  - Finale Sanktion bleibt unglaubwürdig, Krisenerfahrungen sind wenig vertrauenserweckend

# SVR-Vorschlag: Schuldentilgungspakt

- Refinanzierung der bisherigen Staatsschulden oberhalb von 60 % in Relation zum BIP über gemeinsamen Fonds
- Verbindlicher Tilgungsplan bis 2035
- Bedingungen
  - Nur für nicht EFSF-Schuldner
  - Schuldenbremse muss in Verfassung verankert sein
  - Zweckbindung eines Teils zukünftiger Steuereinnahmen für Tilgungszahlungen
  - Hinterlegung von Gold/Devisenreserven für 20 % der Länderverbindlichkeiten

## Kritik am SVR-Vorschlag

- Kaum Sanktionsmöglichkeiten am Ende der Roll-in Phase
- Länderrisiken werden nicht geringer, wenn sie in einem größeren Fonds aufgehen
- Fonds (wie jede Form von Euro-Bonds) bahnt direkten Übertragungskanal für negative Ansteckungseffekte im Krisenfall (prekäre Versicherungslösung)
- Bonität der relativ solventeren Mitglieder leidet unmittelbar
- Druck der Märkte würde spürbar gesenkt
- Werden die Aufnahmebedingungen glaubhaft erfüllt, ist die Fondslösung obsolet



Quelle: FAZ, 26. Oktober 2011, S. 11



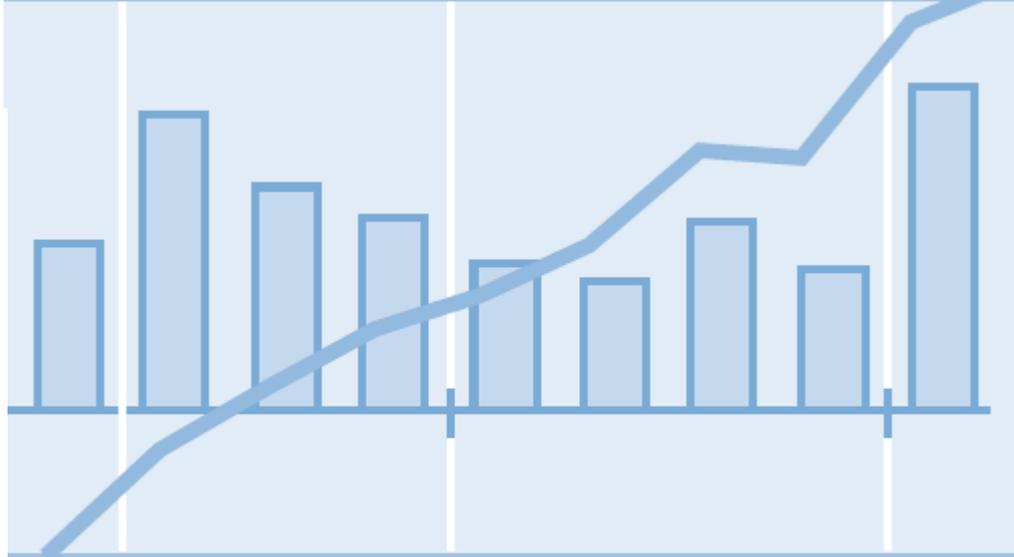
# Kernkomponenten eines tragfähigen Lösungsansatzes

- Nationale Haushaltspolitik und Kontrollfunktion der Kapitalmärkte erhalten
- Erhöhung der Schuldentragfähigkeit der Banken
  - Privatwirtschaftliche Ebene
    - Eigenkapitalvorschriften (Basel III)
    - Bedingte Zwangswandelanleihen (CoCo-Bonds)
  - Nationale Ebene
    - Zwangsrekapitalisierung/Abwicklung system-relevanter/insolventer Banken
  - Europäische Ebene
    - Fonds zur Zwangsrekapitalisierung/Abwicklung system-relevanter/insolventer Banken
    - Einheitliche europäische Bankenaufsicht



# GEMEINSCHAFTS DIAGNOSE

Deutsche Konjunktur  
im Aufwind –  
Europäische Schuldenkrise  
schwelt weiter



FRÜHJAHR 2012