

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

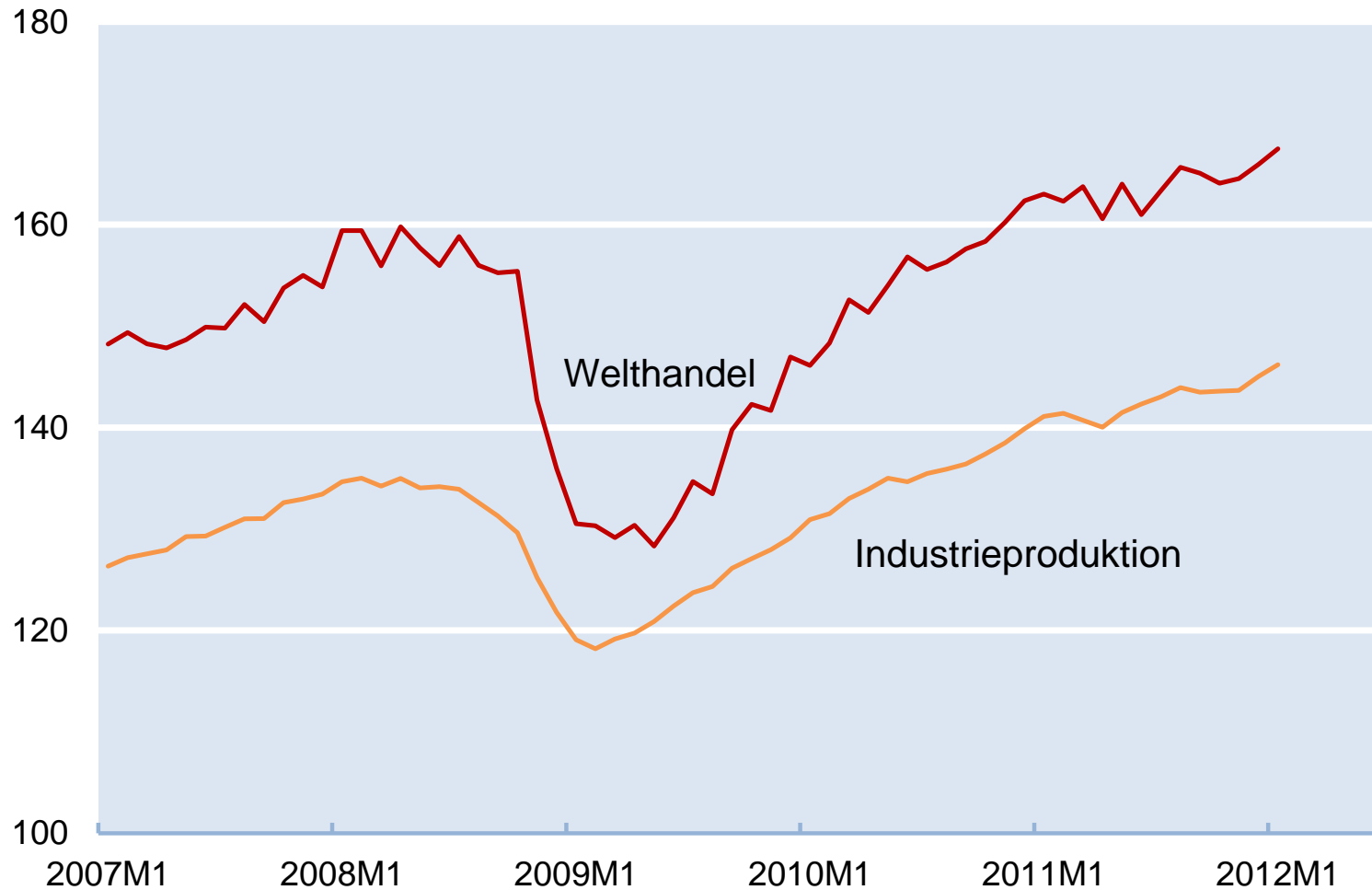
Konjunktureller Ausblick für Deutschland (GD Frühjahr 2012)

Lösungen für die Schuldenkrise in der Eurozone

Lage der Weltwirtschaft hellt sich etwas auf

Weltproduktion und Welthandel

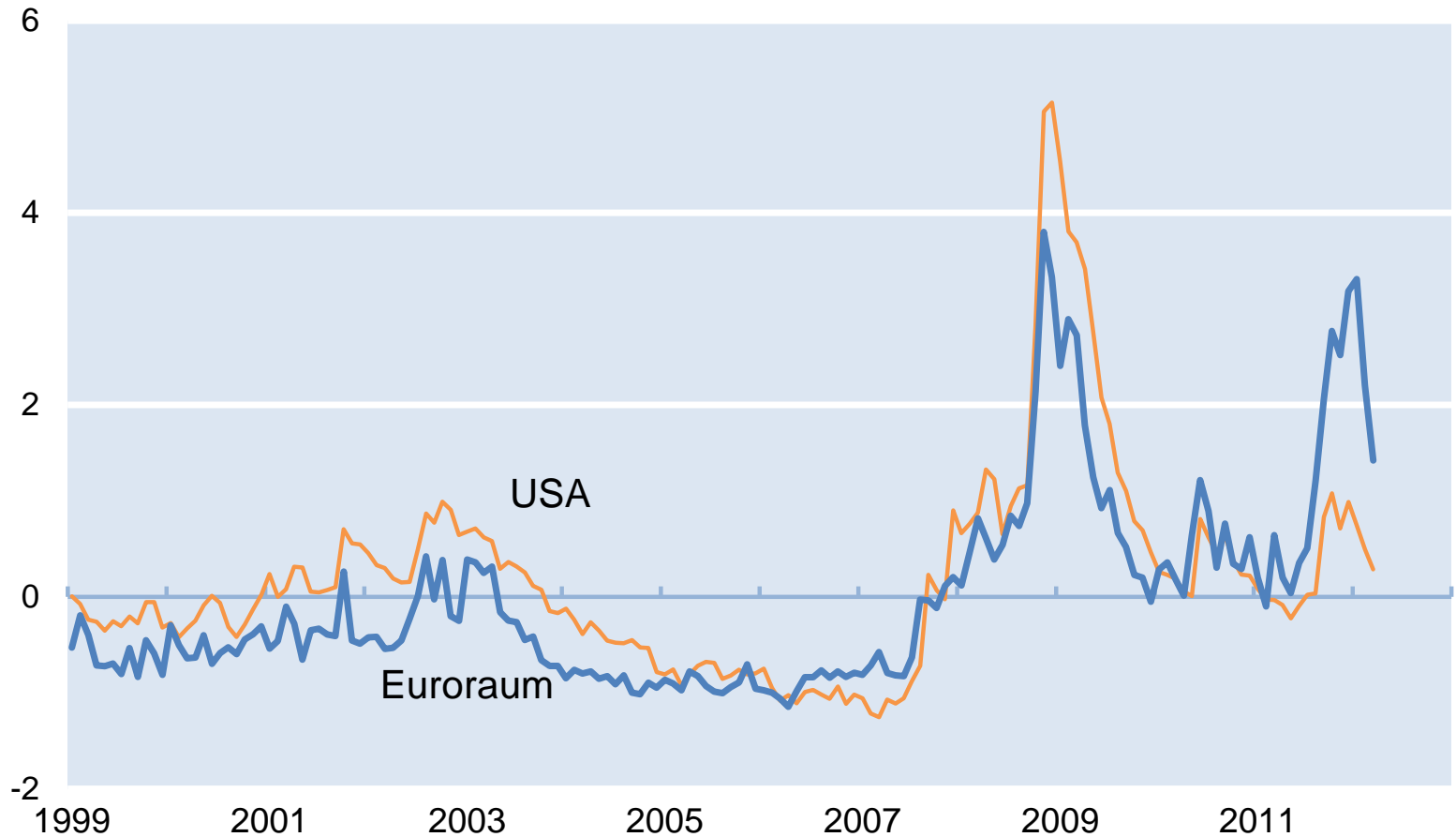
Index, 2000 = 100



Entspannung an den Finanzmärkten, aber noch keine Entwarnung

Finanzmarktstress in den USA und im Euroraum 1999–2012

Index



4

OSV Fachtagung
Vorstandsstab
19. April 2012

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

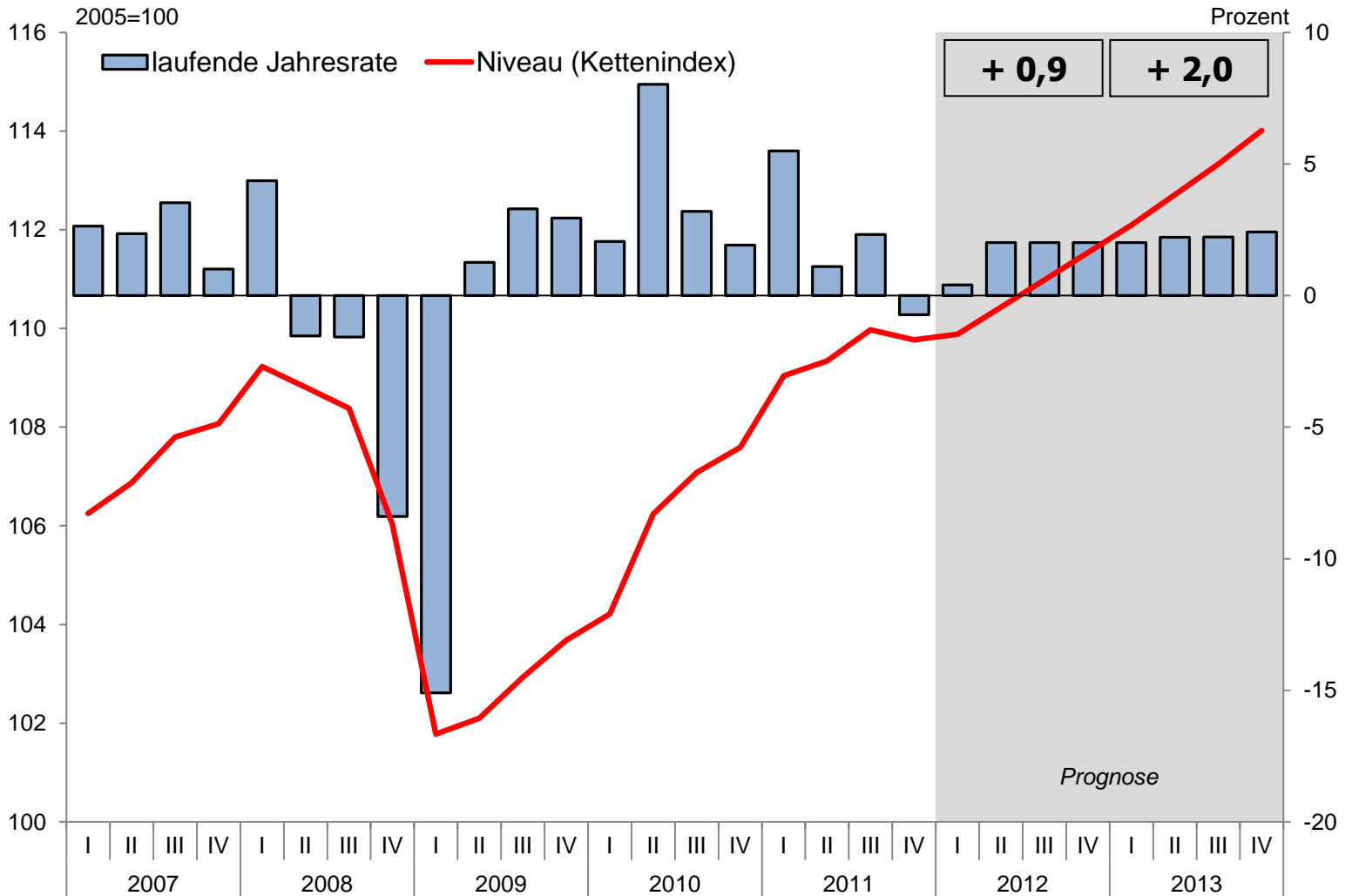
Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, eigene Berechnungen.

Verhaltensener Weltwirtschaftlicher Ausblick

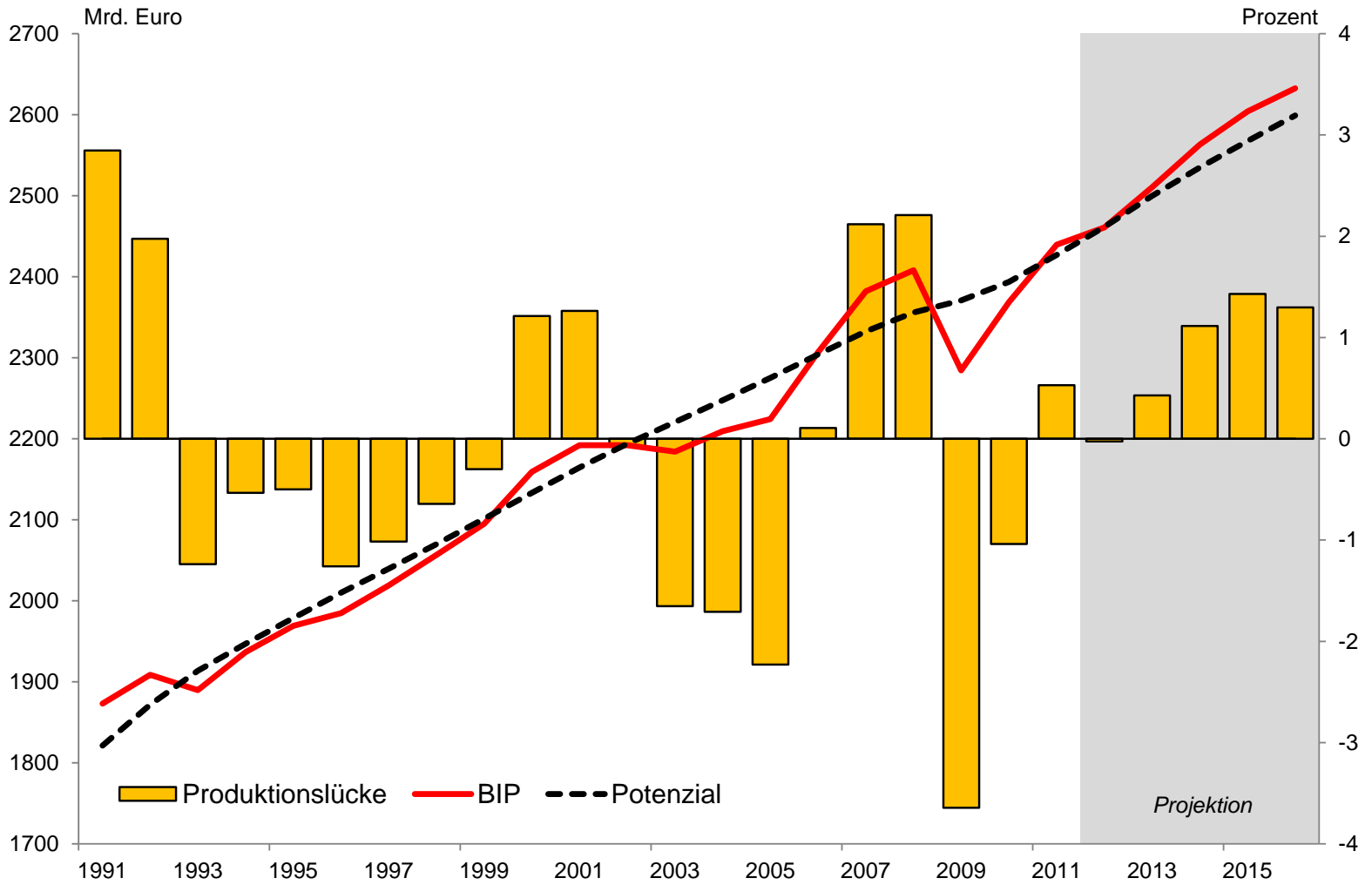
preisbereinigt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

| | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|
| 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



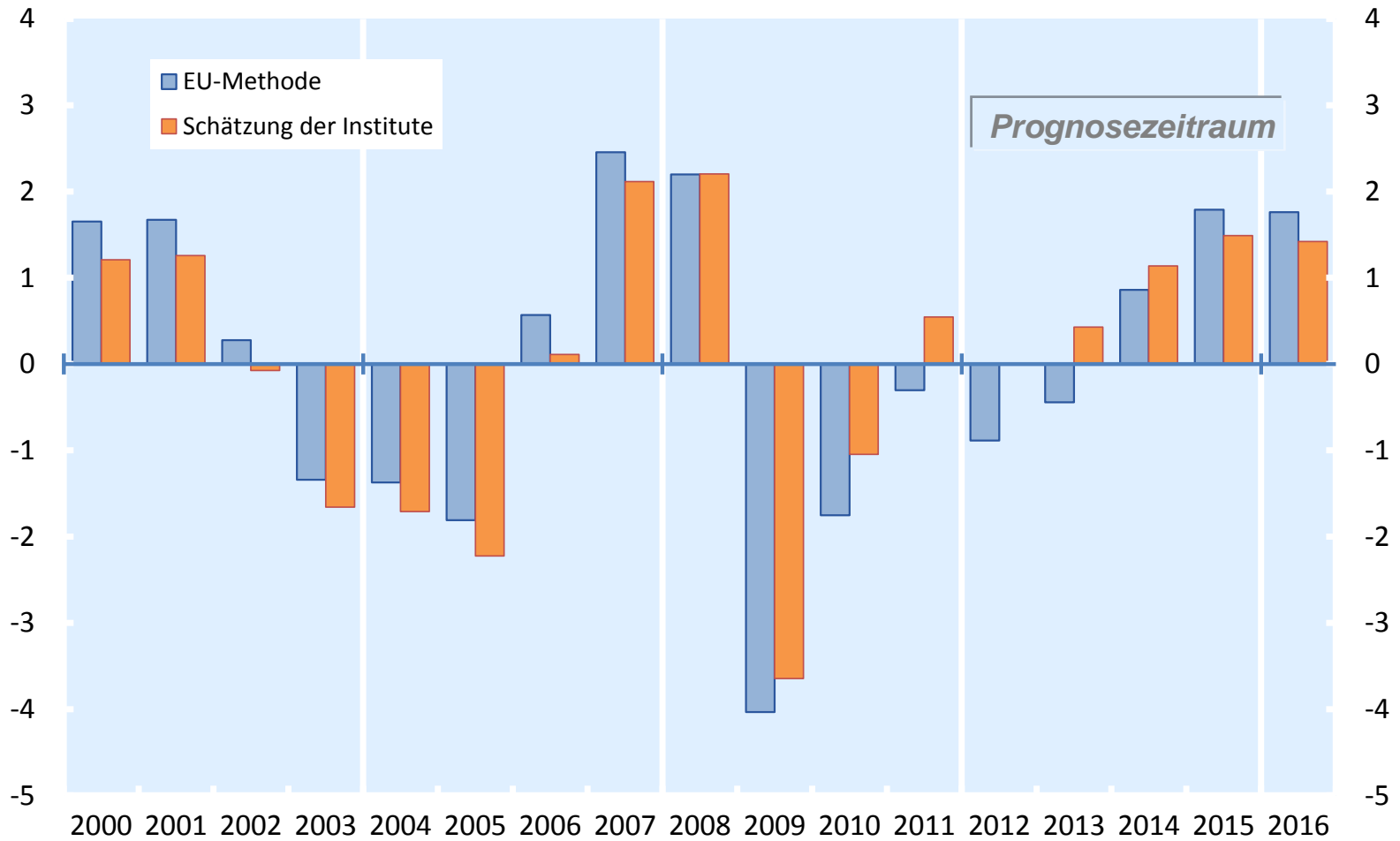
Mittelfristprojektion: Mehrjährige Überauslastung, starke Binnenkonjunktur



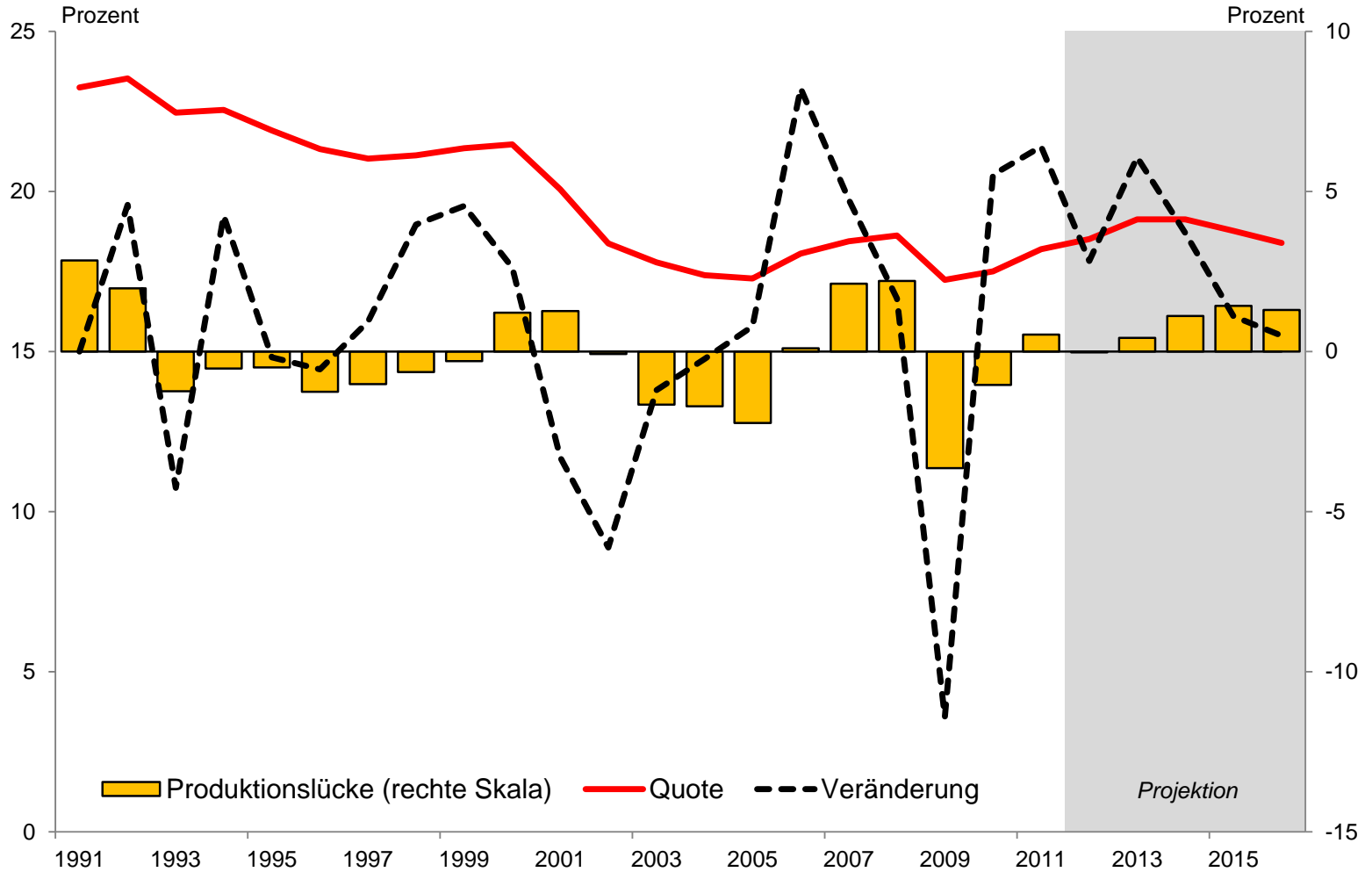
Potenzialschätzung: EU-Methode vs. Schätzung der GD-Institute

Produktionslücke

% in Relation zum Produktionspotenzial



Investitionszyklus zieht wieder an



Aufkommen und Verwendung

preisbereinigt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

| | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| 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

| | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|-------------|-------------|-------------|
| 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**

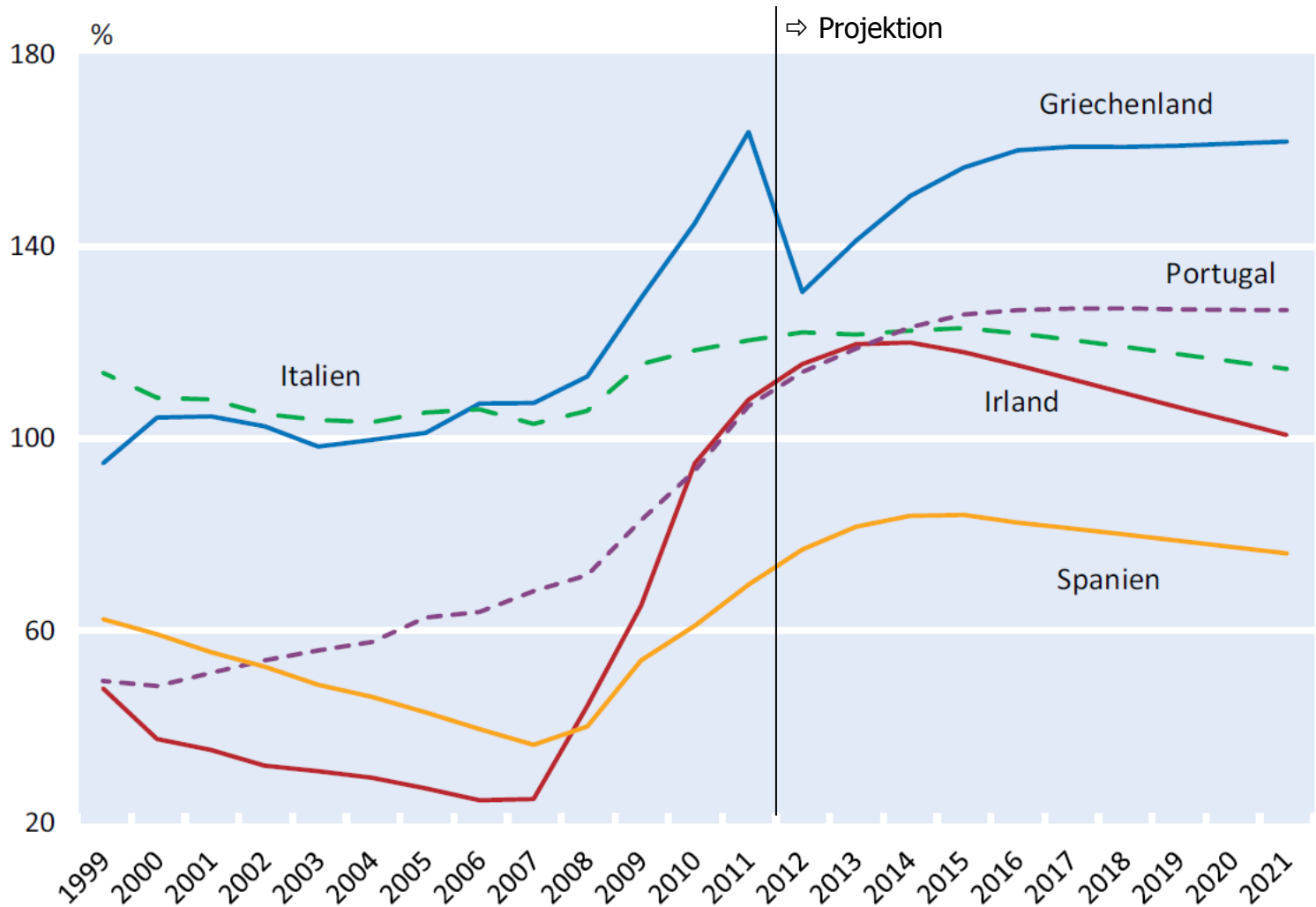
▪ **Alternative: Nationale Geldpolitik**

- 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**

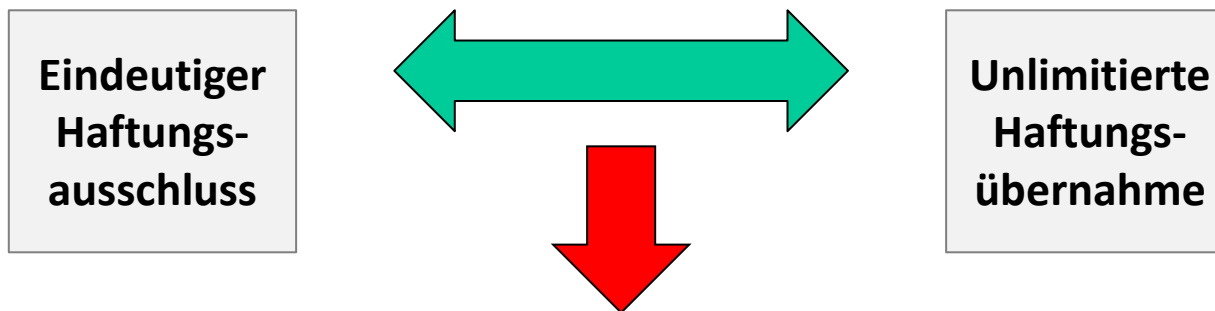


- Staatsinsolvenz: **Europäische Bankenkrise**

⇒ **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

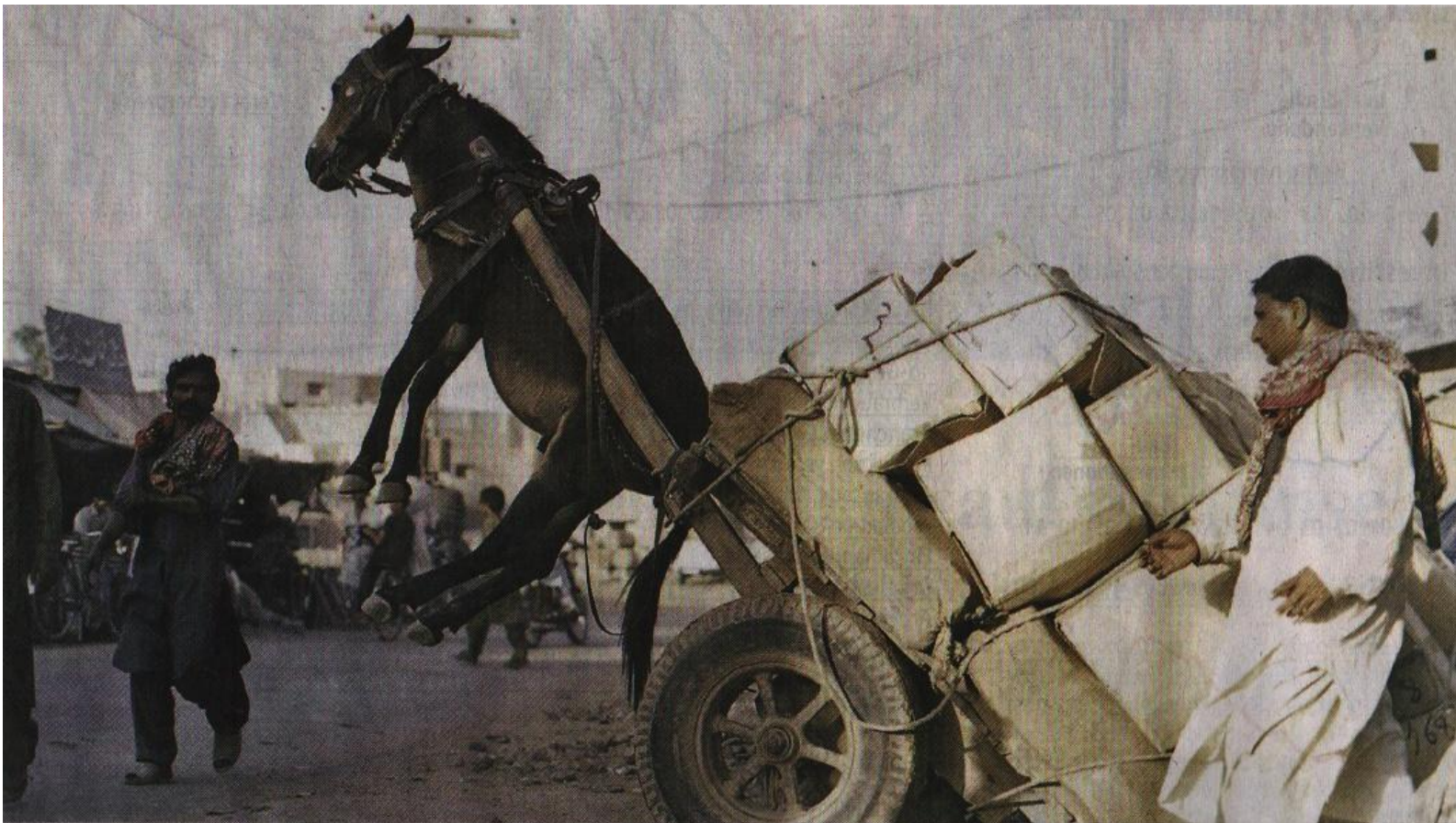
- Rolle/Funktionsweise der Kapitalmärkte
 - „Rationale Übertreibungen“, multiple Zinsgleichgewichte
 - Märkte als Reformmotoren, Risikobepreisung ohne politische Manipulation
- Finanzsystemstabilisierung und staatliche Refinanzierungsprobleme
 - Schuldnerstabilisierung (indirekte Bankenrettung)
 - Bankenrekapitalisierung/Abwicklung
- 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



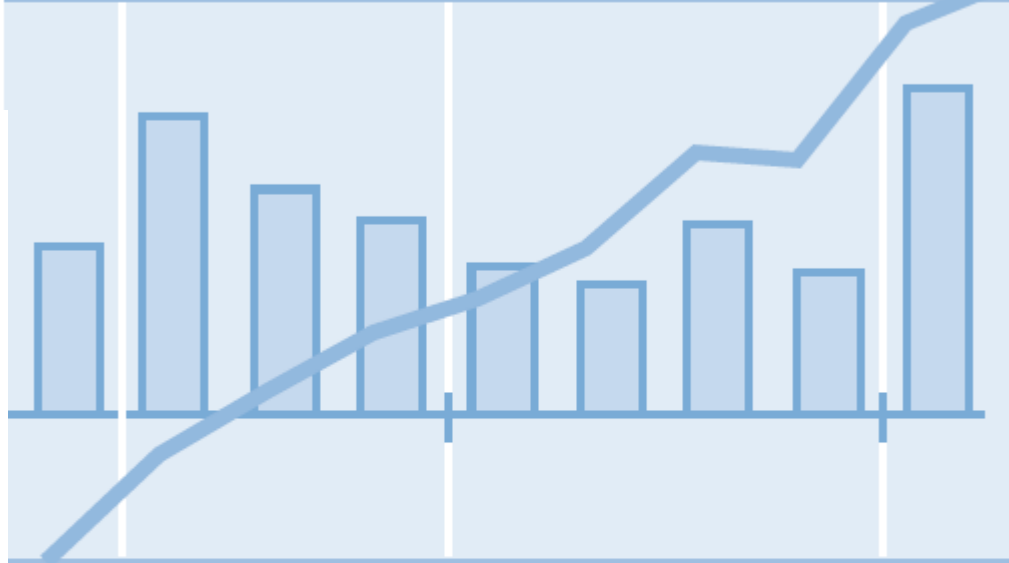
Kernkomponenten eines tragfähigen Lösungsansatzes

- 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 D I A G N O S E

Deutsche Konjunktur
im Aufwind –
Europäische Schuldenkrise
schwelt weiter



FRÜHJAHR 2012