

# DRITTES KAPITEL

## Makroökonomische Herausforderungen der Finanz- und Wirtschaftskrise für das nächste Jahrzehnt

- I.** Fiskalpolitik vor schwierigem Entzugsprozess
  - 1. Die Phase der Krisenintervention: Öffentliche Defizite als Ausgleich für zunehmende private Geldvermögensbildung
  - 2. Ein Konsolidierungspakt für Europa
- II.** Ausstieg der Notenbanken aus unkonventioneller Politik technisch leicht realisierbar
  - 1. Ungewöhnliche Situation rechtfertigt unkonventionelle Geldpolitik
  - 2. Risiken für die Geldwertstabilität sind beherrschbar
- III.** Risiken durch eine hohe Verschuldung mittel- und osteuropäischer Länder
- IV.** Einen unkontrollierten Ausstieg aus dem US-Dollar vermeiden
  - 1. Der US-Dollar ist nach wie vor die wichtigste Reservewährung
  - 2. Reservewährung: Fluch oder Segen?

Literatur

### Das Wichtigste in Kürze

Mit der allmählichen Stabilisierung der Weltwirtschaft stellt sich zunehmend die Frage, wie die stark expansiven Impulse der Geld- und Fiskalpolitik wieder so zurückgeführt werden können, dass sie auf der einen Seite weder den nach wie vor labilen Erholungsprozess gefährden, auf der anderen Seite aber auch nicht zu mittelfristigen Fehlentwicklungen führen, die zu einer erneuten weltwirtschaftlichen Überhitzung führen könnten. Notenbanken und Regierungen sehen sich bei der Konzeption ihrer Exit-Strategien einer schwierigen Gratwanderung gegenüber.

Für die Geldpolitik erscheint es zumindest aus technischer Sicht vergleichsweise einfach, von der intensiv-medizinischen Versorgung wieder zu einer konventionellen Zins- und Liquiditätspolitik zurückzufinden. Für die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte dies vor allem dadurch erleichtert werden, dass sich die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer nach wie vor sehr eng am Zielwert für die Inflationsrate von knapp 2 vH orientieren.

Sehr viel schwieriger dürfte sich der Abbau der hohen strukturellen Haushaltsdefizite erweisen. Die Erfahrungen mit dem Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) lassen es als fraglich erscheinen, ob sein Regelwerk ausreichend stringent ist, um diese Aufgabe erfolgreich zu bewerkstelligen. Es wäre deshalb hilfreich, den SWP durch einen Konsolidierungspakt zu verstärken, in dem die Teilnehmerländer den Weg zur Rückgewinnung ausgeglichener Haushalte verbindlich festlegen. Dazu sollten sie sich auf einen konkreten Pfad für die nicht-konjunkturreagiblen Staatsausgaben sowie einen verbindlichen Fahrplan für Änderungen im Steuerrecht verpflichten. Eine solche Selbstbindung erhöht die Transparenz des Konsolidierungsprozesses. Abweichungen können von der Kommission einfach diagnostiziert werden und würden verstärkt durch die Finanzmärkte sanktioniert werden. Zudem könnte der Kommission die Möglichkeit eingeräumt werden, Sanktionen vorzuschlagen. Zielführend wäre die Verpflichtung zu Steuererhöhungen („Schuldensoli“). Es wird nicht einfach sein, die Teilnehmerstaaten zu einer solchen Selbstbindung zu veranlassen, aber sie bietet den Vorteil, erhöhten Risikoprämien auf den Kapitalmärkten entgegenzuwirken. Zugleich ermöglicht sie es der EZB, die von der Konsolidierung ausgehenden dämpfenden Nachfrageeffekte mit einer entsprechenden Zinspolitik zu akkomodieren.

Zu den Risiken, die sich bei der Rückkehr zu normalen makroökonomischen Verhältnissen stellen, gehört die hohe Auslandsverschuldung mittel- und osteuropäischer Staaten, die zudem in hohem Maße in Fremdwährungen aufgenommen wurde. Vor allem Banken in Österreich, Deutschland und Schweden sind sehr stark in diesem Raum engagiert. Die latente Gefahr einer Abwertungs- und Schuldenspirale könnte im Prinzip durch eine unmittelbare vollständige EWU-Mitgliedschaft dieser Länder beseitigt werden, was sich jedoch weder aus stabilitätspolitischer Sicht noch aus rechtlichen Gründen empfiehlt. Als Substitut könnte sich die EZB bereit erklären, die Währungen dieser Länder im Fall spekulativer Attacken durch Interventionen zu stützen. Da dies den tendenziell disziplinierenden Effekt der Devisenmärkte außer Kraft setzt, wäre eine solche einseitige Unterstützung nur vertretbar, wenn sich die betreffenden Staaten ebenfalls zu einer glaubhaften Konsolidierung ihrer öffentlichen Haushalte verpflichten.

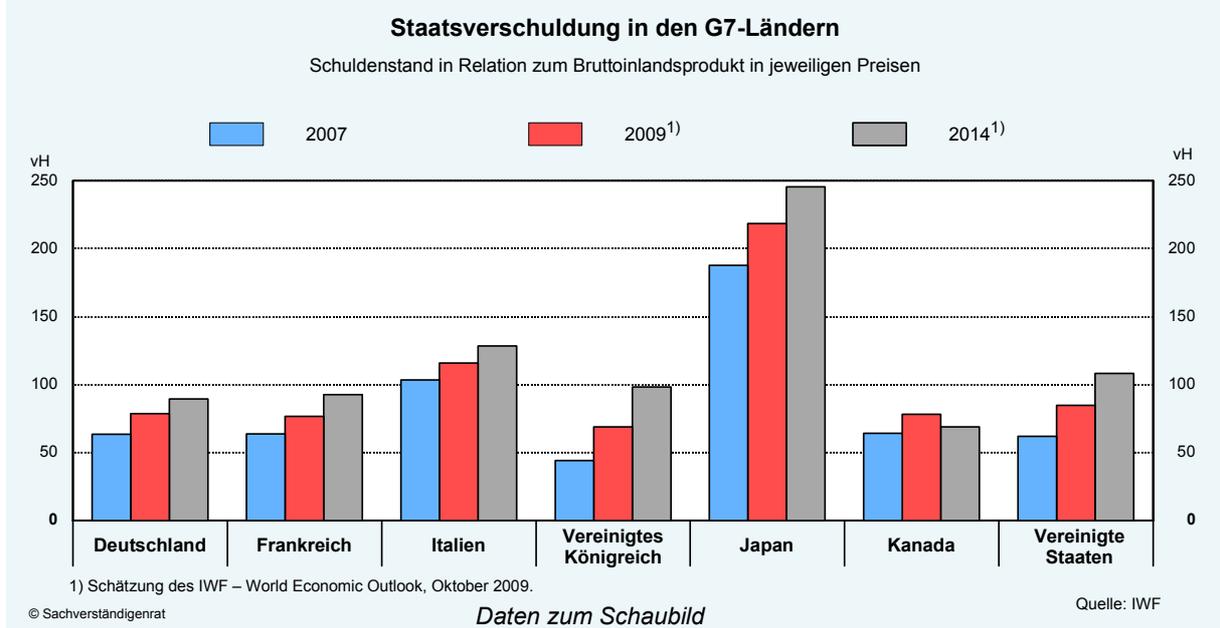
Die schwierige Wegstrecke, die es in den nächsten Jahren zu bewältigen gilt, könnte zudem durch abrupte Veränderungen bei den Weltwährungsverhältnissen gefährdet werden. Eine Quelle für Instabilität besteht in den stark gestiegenen Währungsreserven vieler Schwellenländer, die überwiegend in US-Dollar gehalten werden. Ein kontrollierter Übergang zu einem stärker diversifizierten System könnte durch eine gemeinsame Verpflichtung zwischen den Notenbanken erreicht werden, den Verkauf von US-Dollar-Aktiva über einen längeren Zeitraum zu strecken. Dies sollte durch die Möglichkeit eines begrenzten Umtauschs von US-Dollar-Guthaben in SZR-Guthaben beim Internationalen Währungsfonds unterstützt werden.

## I. Fiskalpolitik vor schwierigem Entzugsprozess

**105.** Auf den ebenso abrupten wie tiefen Einbruch der Weltwirtschaft, der im Herbst 2008 durch die Insolvenz von Lehman Brothers ausgelöst worden war, haben Notenbanken und Regierungen mit außerordentlich expansiven und teilweise auch unkonventionellen Maßnahmen reagiert. Der Erfolg dieses aktiven Vorgehens zeigt sich darin, dass es in weniger als einem Jahr nicht nur zu einer deutlichen Stabilisierung, sondern mittlerweile auch zu einer leichten Aufwärtsbewegung des Welthandels gekommen ist. Damit unterscheidet sich die aktuelle Krise deutlich von der „Großen Depression“ zu Beginn der 1930er-Jahre, die mit einer ähnlich starken Kontraktion der Produktion und des globalen Warenaustauschs eingesetzt hatte, dann aber in einen mehrjährigen Abwärtsprozess mit einer ausgeprägten Deflation mündete.

**106.** Die Stützung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage durch Konjunkturprogramme und die Stabilisierung des Finanzsystems durch staatliche Garantien, Kapitalzuführungen sowie den Ankauf von problembehafteten Bankaktiva haben weltweit zu hohen öffentlichen Defiziten und damit zu einem deutlichen **Anstieg der Schuldenstandsquoten** geführt. Da für das Jahr 2010 in zahlreichen Ländern weitere konjunkturelle Impulse durch die öffentliche Hand geplant sind, wird sich dieser Prozess zunächst noch weiter fortsetzen. In Anbetracht der Schwierigkeiten, die hohen Defizite rasch zurückzufahren, geht der Internationale Währungsfonds (IWF) davon aus, dass die Schuldenstandsquoten in den G7-Ländern – mit Ausnahme Kanadas – noch bis zum Jahr 2014 ansteigen werden (Schaubild 14).

Schaubild 14



**107.** Bei der weltweit steigenden Staatsverschuldung ist es nicht überraschend, dass sich in der Öffentlichkeit eine gewisse Sorge um die Stabilität des Geldwerts eingestellt hat. In der Geschichte sind von einer unkontrollierten öffentlichen Verschuldung immer wieder starke **inflationäre Prozesse** ausgelöst worden. In Deutschland endeten diese Entwicklungen im letzten Jahrhundert gleich zweimal in einer völligen Zerrüttung des Geldwesens, die viele Menschen um ihre Ersparnisse brachte (Kasten 5).

Hohe öffentliche Defizite können sich in mehrfacher Weise nachteilig auf die Geldwertstabilität auswirken:

- Die durch die Kreditaufnahme ermöglichte zusätzliche staatliche Nachfrage kann zu einem inflationären Druck auf den Güter- und Arbeitsmärkten führen.
- Wenn die Notenbank staatliche Defizite direkt finanzieren muss, kann die Geldpolitik die Kontrolle über die Geldbasis und damit über die Zinsentwicklung verlieren.
- Schließlich kann es bei einer hohen Staatsverschuldung zu einem starken politischen Druck auf die Notenbank kommen, eine inflationäre Politik einzuschlagen, um die reale Schuldenlast der öffentlichen Hand zu reduzieren.

Es hängt also nicht nur von der Fiskalpolitik ab, welche Folgen sich aus einer hohen öffentlichen Verschuldung ergeben, sondern zu einem erheblichen Teil auch davon, wie stark sich die Notenbank dem Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet fühlt und wie unabhängig sie von der allgemeinen Wirtschaftspolitik agieren kann (Ziffern 133 ff.).

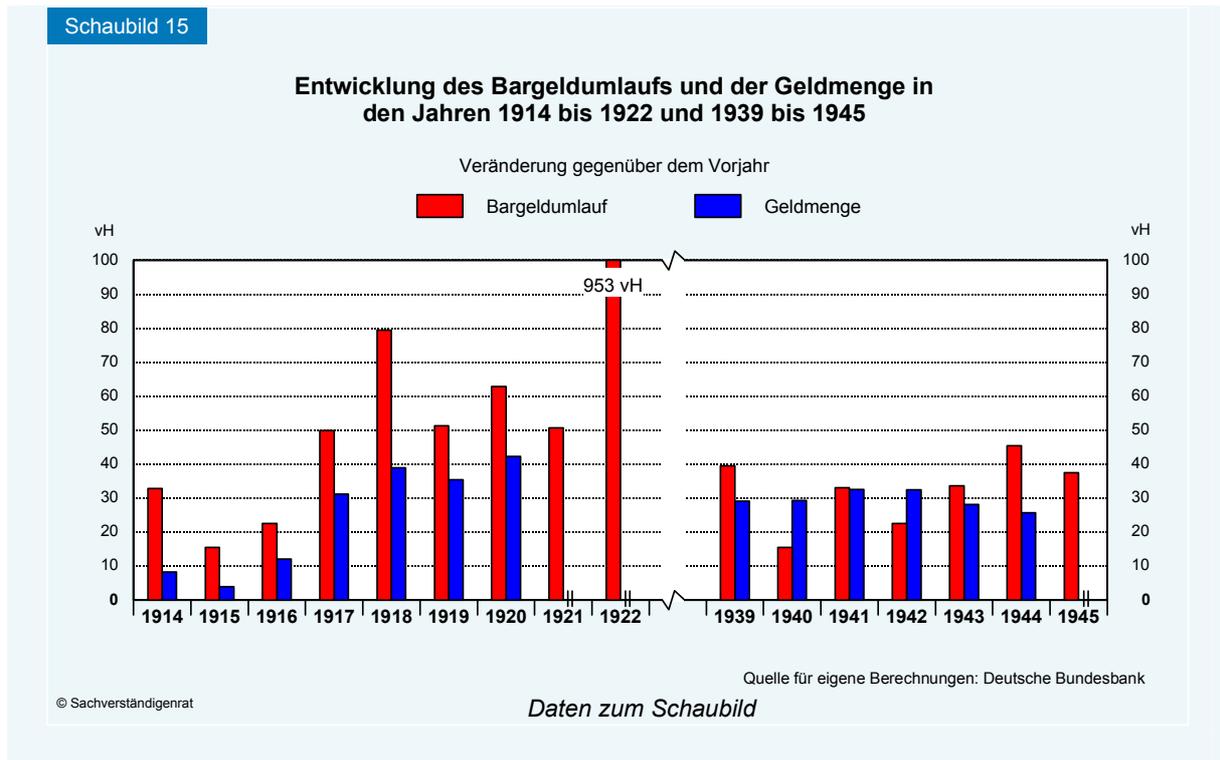
#### Kasten 5

##### Historische Erfahrungen in Deutschland mit einer überhöhten Staatsverschuldung

In Deutschland ist es im letzten Jahrhundert aufgrund einer exzessiven Staatsverschuldung, die über die Notenbank finanziert wurde, zweimal zu einer völligen Erosion des Geldwerts gekommen. Die Finanzierung des **Ersten Weltkriegs** und seiner wirtschaftlichen Folgen durch hohe öffentliche Defizite endete im Jahr 1923 in der Hyperinflation und dem Austausch der Mark durch die Rentenmark zu einem Kurs von 1 Rentenmark = 1 Billion Mark. Auch im **Zweiten Weltkrieg** wurden die Staatsausgaben überwiegend durch eine staatliche Kreditaufnahme bei der Notenbank finanziert. Hier kam es durch die Währungsreform vom 20. Juni 1948 in den drei westlichen Besatzungszonen zu einem Austausch der Reichsmark durch die Deutsche Mark. Während Löhne, Mieten und Pachten sowie Renten zu einem Kurs von 1:1 umgestellt wurden, galt für Schuldverhältnisse ein Umtauschsatz von 10 Reichsmark = 1 Deutsche Mark.

Die Ursache für diese gravierenden Fehlentwicklungen ist eindeutig in der Kriegsfinanzierung durch die Notenpresse zu sehen. Nach dem Ersten Weltkrieg konnte das Deutsche Reich weniger als 30 vH seiner Ausgaben durch Einnahmen (einschließlich der Erlöse aus Anleihen am Kapitalmarkt) decken. Diese Lücke musste durch die Notenbankfinanzierung geschlossen werden. In den Jahren 1939 bis 1945 ging der Anteil der durch Einnahmen gedeckten Ausgaben ebenfalls deutlich zurück. Ohne Anleiheerlöse lag der Deckungsgrad der Einnahmen in den Jahren von 1940 bis 1945 bei nur rund 50 vH.

Durch die Notenbankfinanzierung der hohen öffentlichen Defizite kam es in beiden Phasen zu einer **sehr starken Ausweitung der Geldmenge** (Schaubild 15, Seite 76). Für die Jahre 1921 bis 1923 ebenso wie für 1945 liegen keine Daten zur Entwicklung der Bankeinlagen vor, doch die starke Zunahme des Bargeldumlaufs lässt die extreme Ausweitung der Geldbestände gut erkennen. Im Vergleich zu der über Jahre hinweg sehr starken Zunahme der Geldbestände in beiden Phasen sind die Zuwachsraten der umfassenden, für die Preisentwicklung relevanten, Geldmenge M3 im Euro-Raum von zuletzt 1,8 vH und der Geldmenge M2 in den Vereinigten Staaten von 6,7 vH unauffällig.



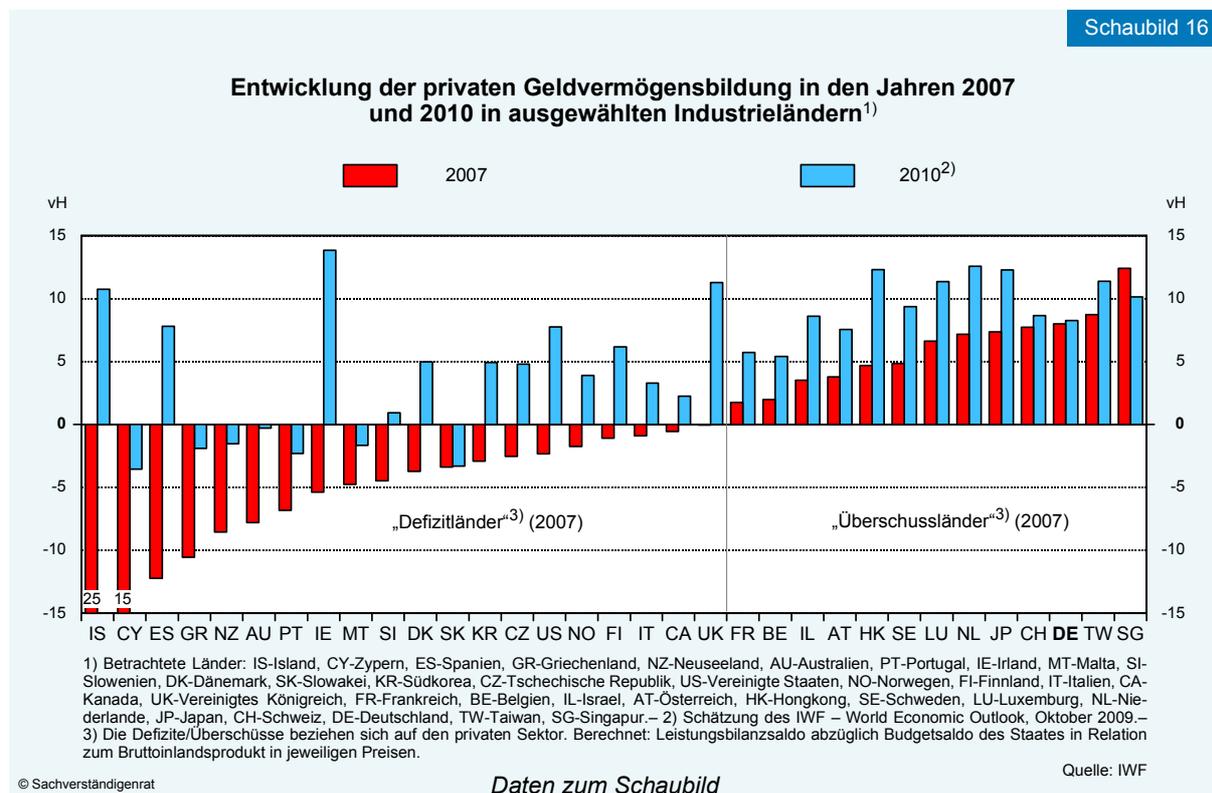
## 1. Die Phase der Krisenintervention: Öffentliche Defizite als Ausgleich für zunehmende private Geldvermögensbildung

**108.** Für die direkten **nachfrageseitigen Effekte** der öffentlichen Neuverschuldung kommt es entscheidend darauf an, in welcher gesamtwirtschaftlichen Situation sich eine Volkswirtschaft befindet. Die Phase bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 war durch hohe **internationale Ungleichgewichte** (JG 2006 Ziffern 141 ff.) gekennzeichnet. Bei den bis dahin vergleichsweise geringen Budgetsalden der öffentlichen Hand konnte in den meisten Ländern, die ausgeprägte Defizite in der Leistungsbilanz aufwiesen, eine hohe Netto-Kreditaufnahme des privaten Sektors beobachtet werden. Dementsprechend waren die Volkswirtschaften mit einer positiven Leistungsbilanz überwiegend durch hohe Finanzierungsüberschüsse des privaten Sektors gekennzeichnet. Diese Konstellation, die eine ungewöhnlich hohe globale Kreditintermediation durch das Finanzsystem voraussetzte, hat sich durch die Krise grundlegend gewandelt. Während in den Ländern mit privaten Finanzierungsüberschüssen eine sogar noch zunehmende Neigung zur Geldvermögensbildung besteht (Schaubild 16), sind nun auch die privaten Akteure in Ländern mit einer in der Vergangenheit hohen Verschuldungsneigung kaum noch willens oder in der Lage, neue Kredite zu erhalten. Sie sind vielmehr aufgrund hoher Vermögensverluste bei Aktien und Immobilien nun ebenfalls bemüht, Geldvermögen zu bilden (Kasten 6).

**109.** Die in der Phase der Krise weltweit zu beobachtende deutlich **steigende Neigung zur Geldvermögensbildung** ist das finanzielle Spiegelbild des globalen Nachfrageeinbruchs. Bei gegebenen oder sogar rückläufigen Einnahmen lässt sich das private Geldvermögen nur durch eine Reduzierung der Ausgaben erhöhen. Durch die massiven Konjunkturprogramme und die damit verbundene Neuverschuldung der öffentlichen Hand wurde es den Privaten in der Krise ermöglicht, diese Pläne auch umzusetzen. Ohne die staatlichen Stabilisierungsmaßnahmen

hätte das Bestreben der Privaten, durch Ausgabensenkungen ihr Geldvermögen zu erhöhen, zu einer kumulativen Abwärtsspirale geführt, wie sie Anfang der 1930er-Jahre zu beobachten war. Am Ende wäre es den Privaten im Aggregat nicht gelungen, ihre erhöhten Geldvermögensbildungspläne auch umzusetzen. Da die hohen öffentlichen Defizite während der Krise somit eine stark gestiegene Bereitschaft des privaten Sektors zur Geldvermögensbildung kompensierten, gehen von ihnen **keine inflationären Impulse** für die Weltwirtschaft aus.

Schaubild 16



Kasten 6

### Geldvermögensbildung

Zum Verständnis der mit der Auflösung der Konstellation der globalen Ungleichgewichte einhergehenden Prozesse ist es hilfreich, neben den weithin bekannten Aggregaten des Sparens und Investierens das Konzept der Netto-Geldvermögensbildung zu verwenden. Es lässt sich sehr einfach einzelwirtschaftlich herleiten. Ein Akteur *i* kann sein gesamtes Vermögen (Reinvermögen, *RV*) dadurch erhöhen, dass er entweder sein Sachvermögen (*SV*) oder sein Netto-Geldvermögen (*GV*) ausweitet, das sich als Saldo der finanziellen Forderungen und der Verbindlichkeiten ergibt. Es gilt also:

$$\Delta RV_i = \Delta SV_i + \Delta GV_i \tag{1}$$

Für die Volkswirtschaft insgesamt ergibt sich durch Summation über alle Wirtschaftseinheiten:

$$\underbrace{\sum_i \Delta RV_i}_S = \underbrace{\sum_i \Delta SV_i}_I + \underbrace{\sum_i \Delta GV_i}_{\Delta GV} \tag{2}$$

Die gesamte Vermögensbildung  $\sum \Delta RV$  entspricht der Ersparnis der Volkswirtschaft (*S*); die Sachvermögensbildung wird üblicherweise als Investition (*I*) bezeichnet. Es gilt also:

$$S = I + \Delta GV . \quad (3)$$

Die Netto-Geldvermögensbildung ist wiederum identisch mit dem Leistungsbilanzsaldo ( $LB$ ), da eine Volkswirtschaft im Aggregat ihr Netto-Geldvermögen nur durch Überschüsse gegenüber anderen Ländern erhöhen kann. Das Problem der internationalen Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzsalden lässt sich somit auch als das Problem einer stark divergierenden Netto-Geldvermögensbildung in unterschiedlichen Volkswirtschaften beschreiben. Dabei kann zwischen der Geldvermögensbildung des privaten Sektors und der des Staates unterschieden werden. Für eine Volkswirtschaft gilt allgemein:

$$LB = \Delta GV = \Delta GV_{privat} + \Delta GV_{Staat} . \quad (4)$$

Die Netto-Geldvermögensbildung des privaten Sektors ergibt sich somit als Differenz aus dem Leistungsbilanzsaldo und der Netto-Geldvermögensbildung des Staates:

$$\Delta GV_{privat} = LB - \Delta GV_{Staat} . \quad (5)$$

Dabei entspricht  $\Delta GV_{Staat}$  dem gesamtstaatlichen Finanzierungssaldo und  $\Delta GV_{privat}$  der Differenz zwischen der privaten Ersparnisbildung und den privaten Investitionen.

Bei vergleichsweise geringen Budgetdefiziten waren die Leistungsbilanzdefizite bis zur Krise vor allem auf eine hohe Neuverschuldung des privaten Sektors zurückzuführen. In den Überschussländern mit ebenfalls überwiegend geringen Budgetsalden bestand demgegenüber eine hohe Neigung der Privaten zur Geldvermögensbildung.

**110.** Gleiches gilt für die öffentliche Verschuldung, die für die **Stabilisierung des Finanzsystems** eingesetzt wurde. Die dabei verwendeten Mittel dienen dazu, dass Banken, die erhebliche Verluste in ihrem Kreditgeschäft hinnehmen mussten, weiterhin in der Lage sind, den von ihnen eingegangenen Verpflichtungen gegenüber Einlegern und anderen Gläubigern nachzukommen. Sie sorgen dafür, dass die privaten Haushalte und Unternehmen keine Verluste bei ihren Finanzaktiva erleiden. Von der staatlichen Verschuldung geht also kein inflationärer Impuls aus, es wird vielmehr vermieden, dass es über Bankinsolvenzen zu offenen Vermögensverlusten bei den privaten Anlegern kommt, die mit deflationären Tendenzen verbunden wären. Sieht man allerdings den privaten und den staatlichen Sektor als Einheit, haben die mit der Finanzkrise entstandenen Forderungsausfälle des Bankensystems definitiv das Gesamtvermögen einer Volkswirtschaft reduziert.

**111.** Dass von den bis zum Jahr 2014 prognostizierten Schuldenstandsquoten der OECD-Länder noch keine inflationären Effekte zu erwarten sind, belegen auch die **Erfahrungen mit hoch verschuldeten OECD-Ländern aus den 1990er-Jahren** (Tabelle 11). Betrachtet man die Geldentwertung in der Fünfjahresperiode nach Erreichen des Maximalwerts der Schuldenstandsquote, so zeigt sich lediglich im damaligen Transformationsland Ungarn eine sehr hohe Geldentwertung. In Griechenland und Italien bewegte sich die Preisentwicklung in dieser Phase etwas über dem Stabilitätsziel der EZB von knapp unter 2,0 vH. In der Mehrzahl der

Länder lag sie bei 2,0 vH oder sogar noch darunter. In Japan stellte sich trotz einer damals schon sehr hohen Schuldenstandsquote sogar eine leicht deflationäre Tendenz ein.

Tabelle 11

**Inflationsentwicklung in OECD-Ländern mit hoher Staatsverschuldung  
in den 1990er-Jahren**

Land	Schuldenstandsquote <sup>1)</sup>		Inflationsrate in den nachfolgenden fünf Jahren
	Jahr des Höchststands	vH	vH <sup>2)</sup>
Belgien .....	1993	140,6	1,7
Italien .....	1998	132,0	2,4
Japan .....	1999	127,0	– 0,5
Griechenland .....	1996	103,1	3,9
Kanada .....	1996	101,7	1,9
Niederlande .....	1993	96,5	2,2
Ungarn .....	1993	94,5	20,5
Dänemark .....	1993	85,0	2,0
Schweden .....	1996	84,4	0,8

1) Schuldenstand des Staates in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen.– 2) Durchschnittlich jährliche Veränderung in den fünf Jahren nach dem Höchststand der Schuldenstandsquote in den 1990er-Jahren.

Quelle: OECD

*Daten zur Tabelle*

## 2. Ein Konsolidierungspakt für Europa

**112.** In den nächsten Jahren wird es entscheidend darauf ankommen, den richtigen **Zeitpunkt für den Beginn der Haushaltskonsolidierung** zu finden. Im Idealfall sollte sich der Staat in dem Maße zurückziehen, in dem sich Unternehmen bei anziehender Konjunktur wieder verstärkt für Investitionen verschulden und sich das Sparverhalten der privaten Haushalte normalisiert. Werden die staatlichen Impulse zu früh zurückgefahren, können sie eine sich anbahnende Belebung der Weltkonjunktur im Keim ersticken. Ein häufig zitiertes, aber auch nicht völlig unumstrittenes Beispiel für die mit einer zu ambitionierten Konsolidierung verbundenen Risiken bieten die Vereinigten Staaten in den 1930er-Jahren (Romer und Romer, 1989; Feinman, 1993). Im Jahr 1937 wurde das Defizit nahezu auf Null reduziert, im Folgejahr kam es dann zu einem erneuten Einbruch der Wirtschaftsaktivität.

Deutlich größer ist jedoch die Gefahr einzuschätzen, dass die Konsolidierungsaufgabe zu spät und nicht konsequent genug in Angriff genommen wird. Selbst wenn es gelingen wird, in den nächsten Jahren wieder einen moderaten Wachstumsprozess in der Weltwirtschaft wie im Euro-Raum zu generieren, hinterlässt die Finanz- und Wirtschaftskrise eine große Hypothek für die Fiskalpolitik, die nur sehr schwer abzubauen ist. Durch die massiven Programme zur Stützung der Konjunktur und des Finanzsystems wird die Schuldenstandsquote des Euro-Raums von 66 vH im Jahr 2007 auf 84 vH im Jahr 2010 ansteigen. Selbst bei einem im historischen Vergleich niedrigen langfristigen Zinsniveau von 4 % entspricht das einer dauerhaften Mehrbelastung der öffentlichen Haushalte von 0,7 vH gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukt. In Ländern, deren Wirtschaft in den letzten Jahren durch eine sehr starke Bautätigkeit oder einen florierenden Finanzsektor und ein dementsprechend dynamisches Steueraufkom-

Tabelle 12

## Defizitverfahren im Rahmen des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP)

Länder	Datum des Berichts der Kommission	Entscheidung des Rates über die Existenz eines übermäßigen Defizits	Frist zur Ergreifung von Abhilfemaßnahmen	Frist zur Korrektur	Empfohlener jährlicher Mindestabbau der strukturellen Defizitquote (Prozentpunkte)	Ratsbeschluss über in- adäquate Reaktion	Neue Frist zur Korrektur <sup>1)</sup>
	Art. 104 (3)	Art. 104 (6)	Art. 104 (7) in Verbindung mit den EG-Verordnungen 1467/97 Art. 3 (3, 4) / 1056/2005 Art. 1 (2)			Art. 104 (8)	Art. 104 (7)
<b>Abgeschlossene Verfahren</b>							
Portugal .....	24.09.2002	05.11.2002	31.12.2002	2003	0,5	–	–
Deutschland ...	19.11.2002	21.01.2003	21.05.2003	2004	0,5	25.11.2003 <sup>1)</sup>	2005
Frankreich .....	02.04.2003	03.06.2003	03.10.2003	2004	0,5	25.11.2003 <sup>1)</sup>	2005
Niederlande ...	28.04.2004	02.06.2004	02.10.2004	2005	0,5	–	–
Malta .....	12.05.2004	05.07.2004	05.11.2004	2005	k. A.	–	–
Polen .....	12.05.2004	05.07.2004	05.11.2004	2007	k. A.	28.11.2006	2007
Slowakei .....	12.05.2004	05.07.2004	05.11.2004	2007	k. A.	–	–
Tschechische Republik .....	12.05.2004	05.07.2004	05.11.2004	2008	k. A.	10.07.2007	2008
Zypern .....	12.05.2004	05.07.2004	05.11.2004	2005	k. A.	–	–
Griechenland .	19.05.2004	05.07.2004	05.11.2004	2005	etwa 0,5 <sup>2)</sup>	19.01.2005	–
Italien .....	07.06.2005	28.07.2005	12.01.2006	2007	0,8	–	–
Portugal .....	22.06.2005	20.09.2005	19.03.2006	2008	1,5; 0,75; 0,75	–	–
Vereinigtes Königreich ...	21.09.2005	24.01.2006	24.07.2006	2006/07	0,5	–	–
<b>Laufende Verfahren mit bestehendem Ratsbeschluss</b>							
Ungarn .....	12.05.2004	05.07.2004	05.11.2004	2008	k. A.	18.01.2005	2008
Vereinigtes Königreich ...	11.06.2008	08.07.2008	08.01.2009	2009/10	0,5 <sup>3)</sup>	27.04.2009	2013/14
Frankreich .....	18.02.2009	27.04.2009	27.10.2009	2012	1,0 <sup>4)</sup>	...	...
Griechenland .	18.02.2009	27.04.2009	27.10.2009	2010	de facto 1,2 <sup>5)</sup>	...	...
Irland .....	18.02.2009	27.04.2009	27.10.2009	2013	1,5 <sup>4)</sup>	...	...
Lettland .....	18.02.2009	07.07.2009	07.01.2010	2012	2,75 <sup>4)</sup>	...	...
Spanien .....	18.02.2009	27.04.2009	27.10.2009	2012	1,25 <sup>4)</sup>	...	...
Litauen .....	13.05.2009	07.07.2009	07.01.2010	2011	etwa 0,75 <sup>6)</sup>	...	...
Malta .....	13.05.2009	07.07.2009	07.01.2010	2010	0,2 <sup>7)</sup>	...	...
Polen .....	13.05.2009	07.07.2009	07.01.2010	2012	1,25 bis 1,5 <sup>4)</sup>	...	...
Rumänien .....	13.05.2009	07.07.2009	07.01.2010	2011	1,5 <sup>4)</sup>	...	...

**Laufende Verfahren im Anfangsstadium für die Länder:**

Belgien, Deutschland, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik

- Datum des Berichts der Kommission nach Art. 104 (3) zum 7. Oktober 2009
- Entscheidung des Rates über die Existenz eines übermäßigen Defizits nach Art. 104 (6) voraussichtlich im November 2009

1) Kein Ratsbeschluss nach Art. 104 (8) oder (9), nur neue Empfehlung und neue Frist ohne Nennung der zugehörigen Rechtsnorm.– 2) Über 2 Jahre insgesamt 1,0 Prozentpunkte, bevorzugt gleich zu verteilen.– 3) Ab Fiskaljahr 2010/11.– 4) Ab 2010.– 5) Defizitschätzung für 2010: 4,2 vH; im selben Jahr zu korrigieren.– 6) 1,5 Prozentpunkte über 2 Jahre.–

Daten zur Tabelle

noch Tabelle 12

## Defizitverfahren im Rahmen des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP)

Empfohlener jährlicher Mindestabbau der strukturellen Defizitquote (Prozentpunkte)	Ratsbeschluss über inadäquate Reaktion	Ratsbeschluss über Inverzugsetzung	Neue Frist zur Korrektur	Neue Frist zur Korrektur nach erneuter überarbeiteter Empfehlung	Empfohlener jährlicher Mindestabbau der strukturellen Defizitquote (Prozentpunkte)	Entscheidung des Rates, dass kein übermäßiges Defizit mehr besteht	Länder
Art. 104 (7)	Art. 104 (8)	Art. 104 (9)	Art. 104 (7) beziehungsweise Art. 104 (9)		Art. 104 (12)		
<b>Abgeschlossene Verfahren</b>							
–	–	–	–	–	–	11.05.2004	Portugal
0,6; 0,5	–	14.03.2006	2007	–	0,5	05.06.2007	Deutschland
0,8; 0,6	–	–	–	–	–	30.01.2007	Frankreich
–	–	–	–	–	–	07.06.2005	Niederlande
–	–	–	–	–	–	05.07.2007	Malta
0,5	–	–	–	–	–	08.07.2008	Polen
–	–	–	–	–	–	03.06.2008	Slowakei
–	–	–	–	–	–	–	Tschechische Republik
0,75	–	–	–	–	–	03.06.2008	Republik
–	–	–	–	–	–	11.06.2006	Zypern
–	–	17.02.2005	2006	–	0,6	05.06.2007	Griechenland
–	–	–	–	–	–	03.06.2008	Italien
–	–	–	–	–	–	03.06.2008	Portugal
–	–	–	–	–	–	09.10.2007	Vereinigtes Königreich
<b>Laufende Verfahren mit bestehendem Ratsbeschluss</b>							
–	08.11.2005	–	2008 <sup>7)</sup>	2011	etwa 0,25 <sup>9)</sup>	...	Ungarn
1,0 <sup>3)</sup>	...	...	...	...	...	...	Vereinigtes Königreich
...	...	...	...	...	...	...	Frankreich
...	...	...	...	...	...	...	Griechenland
...	...	...	...	...	...	...	Irland
...	...	...	...	...	...	...	Lettland
...	...	...	...	...	...	...	Spanien
...	...	...	...	...	...	...	Litauen
...	...	...	...	...	...	...	Malta
...	...	...	...	...	...	...	Polen
...	...	...	...	...	...	...	Rumänien

7) Defizitschätzung für 2010: 3,2 vH; im selben Jahr zu korrigieren.– 8) Am 10.10.2006 wurde erneut gemäß Art. 104 (7) eine neue Frist zur Korrektur zum Jahr 2009 gesetzt.– 9) 2010 und 2011 insgesamt 0,5 Prozentpunkte

Quelle: EU

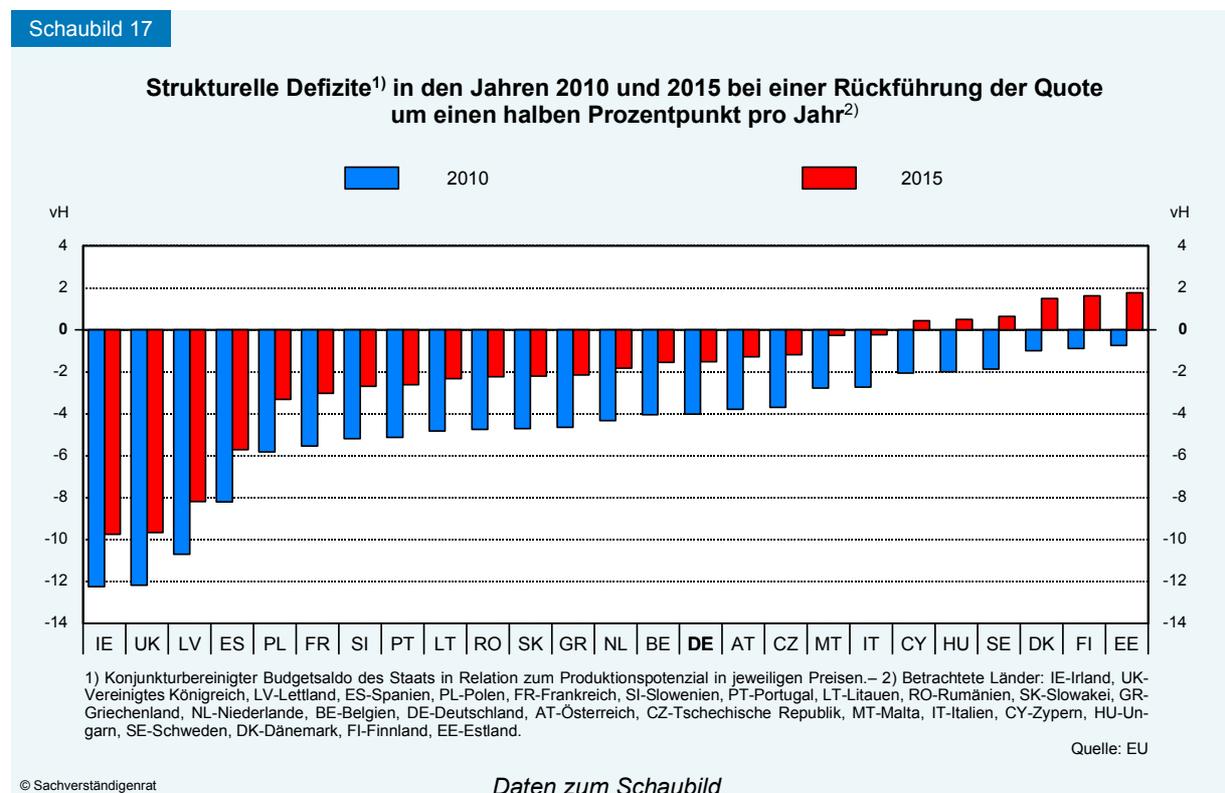
Daten zur Tabelle

men gekennzeichnet war, ist zudem mit anhaltenden Mindereinnahmen zu rechnen (Europäische Kommission, 2009a). Schließlich wird die Arbeitslosigkeit in allen Mitgliedsländern in den nächsten Jahren deutlich höher liegen als in der Phase vor der Krise. Für den Durchschnitt des Euro-Raums geht die Europäische Kommission daher davon aus, dass die Defizitquote von 0,6 vH im Jahr 2007 auf 6,9 vH im Jahr 2010 ansteigen wird. In der Europäischen Union wird mit einer Zunahme der Quote von 0,8 vH auf 7,5 vH gerechnet. Schon jetzt hat die Kommission für 13 der insgesamt 16 Mitgliedsländer des Euro-Raums ein Verfahren wegen eines exzessiven Defizits eingeleitet (Tabelle 12).

### Die Risiken einer unzureichenden fiskalpolitischen Konsolidierung

**113.** Wenn man bis zur Mitte des kommenden Jahrzehnts wieder in die Nähe **ausgeglichener Haushalte** kommen will, besteht somit in fast allen Ländern ein gewaltiger Konsolidierungsbedarf. Bei dem im reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) grundsätzlich vorgesehenen Abbaupfad für strukturelle Defizitquote in Höhe von 0,5 Prozentpunkten pro Jahr wäre im Jahr 2015 für den Durchschnitt des Euro-Raums gerade einmal eine strukturelle Defizitquote von 2,2 vH erreicht. Sie wäre somit noch weit von dem Ziel eines mittelfristig im Prinzip ausgeglichenen Haushalts entfernt. Einzelne Länder würden dabei strukturelle Defizite aufweisen, die deutlich über der 3,0 vH-Grenze liegen (Irland und Spanien) oder wie im Fall Frankreichs zumindest nicht nennenswert darunter (Schaubild 17). Aus diesem Grund werden vom Rat für einige Länder deutlich ehrgeizigere Abbaupfade gefordert (Tabelle 12).

Schaubild 17



**114.** Zu den mit einer unzureichenden Konsolidierung einhergehenden Problemen zählt vor allem eine **mangelnde Handlungsfähigkeit** der Finanzpolitik. Steigende Zinszahlungen engen den Spielraum der öffentlichen Hand, vor allem für zukunftsorientierte Ausgaben, immer

mehr ein. Zudem ist zu berücksichtigen, dass sich alle EU-Mitgliedsländer in den nächsten Jahrzehnten massiven finanziellen Herausforderungen durch die demografische Entwicklung gegenüber sehen. In ihrem Bericht zur Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen berechnet die Europäische Kommission für den Euro-Raum wie für die Europäische Union eine sehr große Nachhaltigkeitslücke. Zur Schließung dieser Lücke bis zum Jahr 2060 wäre eine Verbesserung der strukturellen Primärsaldenquote um rund fünf Prozentpunkte notwendig (Europäische Kommission, 2009b). Dann würde bei deutlich steigenden Kosten für die Alterung die im EG-Vertrag vorgesehene Schuldenstandsquote von 60 vH erreicht werden. In einer Reihe von Ländern liegt der Anpassungsbedarf nahe bei zehn Prozentpunkten (Griechenland, Vereinigtes Königreich, Spanien, Lettland, Slowenien) und sogar darüber (Irland).

Eine hohe öffentliche Verschuldung nimmt den Ländern auch ihre **konjunkturpolitischen Handlungsmöglichkeiten**. Die aktuelle Krise lässt erkennen, dass Länder wie Italien oder Griechenland, die mit hohen Defiziten in den Abschwung geraten sind, keine Anstrengungen zur konjunkturellen Belebung unternommen haben.

**115.** Bei einer insgesamt zu schwach ausgeprägten Haushaltskonsolidierung und noch weiter zunehmenden Schuldenstandsquoten ist zudem die Gefahr groß, dass es zu steigenden **Inflationserwartungen** im Euro-Raum kommt. Diese würden für die EZB eine schwierige Herausforderung darstellen. Zum einen könnte der politische Druck auf die geldpolitischen Entscheidungsträger zunehmen, einen inflationären Kurs einzuschlagen, um auf diese Weise die Fiskalpolitik zu entlasten. Eine solche Abkehr der EZB von ihrer stabilitätspolitischen Grundlinie ist jedoch sehr unwahrscheinlich (Ziffer 142). Vielmehr steht zu befürchten, dass sich die Notenbank zu einer restriktiv angelegten Politik veranlasst sieht, um auf diese Weise für eine stabile Verankerung der Inflationserwartungen auf dem Niveau ihres Stabilitätsziels von knapp unter 2 vH beizutragen. Die Folge wären höhere Zinsen, wodurch die Konsolidierungsaufgabe noch zusätzlich erschwert würde. Bei einer Schuldenstandsquote der EU-Länder von 100 vH – wie sie von der Europäischen Kommission für das Jahr 2014 erwartet wird, wenn keine weiteren Maßnahmen zum Schuldenabbau ergriffen werden – bedeutet schon ein Anstieg der durchschnittlichen Zinsbelastung um einen Prozentpunkt ein um denselben Betrag höheres strukturelles Defizit. Zudem würden eine restriktiv angelegte Geldpolitik und hohe Kapitalmarktzinsen die Investitionstätigkeit und damit die Zuwachsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts dämpfen. Auf diese Weise würde auch der Nenner der Schuldenstandsquote negativ beeinflusst werden. Insgesamt würde es zu einem „**schlechten Gleichgewicht**“ (Calmfors, 2006) aus hohen Zinsen und einer steigenden Staatsverschuldung bei einem schwachen Wirtschaftswachstum kommen.

**116.** Da sich bislang lediglich einige wenige Länder einer strikten Regelbindung in der Haushaltspolitik unterworfen haben, während sich andere Mitgliedsländer in den nächsten Jahren vermutlich weniger stabilitätsbewusst verhalten werden, besteht zudem die Gefahr zunehmender **fiskalischer Divergenzen**. In diesem Jahr sind auf den Finanzmärkten gewisse Zweifel an der Dauerhaftigkeit der Währungsunion aufgekommen, die zu teilweise recht hohen Zinsaufschlägen für einzelne Mitgliedstaaten geführt haben. Selbst wenn solche Marktreaktionen

einen im Prinzip erwünschten Disziplinierungszwang ausüben, geht von ihnen immer die Gefahr aus, dass ein Land dadurch endgültig die fiskalische Balance verliert.

**117.** Insgesamt zeigt sich unter Status-quo-Bedingungen somit eine alles andere als günstige Perspektive für die Fiskalpolitik des Euro-Raums. Für die Bundesregierung wie für die Regierungen der anderen Mitgliedsländer stellt sich damit die Frage, ob es in Anbetracht der ungewöhnlich schwierigen Konstellation nicht angebracht wäre, über den Stabilitäts- und Wachstumspakt hinaus einen **europäischen Konsolidierungspakt** zu etablieren, um für den schwierigen, aber unabweisbaren Konsolidierungspfad über einen institutionellen Rahmen zu verfügen, der transparenter und damit auch stringenter ausgestaltet ist als das derzeit geltende Regelwerk (Ziffern 123 ff.).

### Schwachpunkte des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts

**118.** Der Stabilitäts- und Wachstumspakt weist erhebliche Defizite auf, die in der Diskussion immer wieder heftig kritisiert worden sind (Buiters, 2005). Nichts verdeutlicht die Schwächen des Regelwerks mehr als die Tatsache, dass es Griechenland nahezu über ein ganzes Jahrzehnt hinweg gelungen ist eine Neuverschuldung von teilweise deutlich mehr als 3,0 vH einzugehen, ohne auch nur in die Nähe der Sanktionen des SWP gelangt zu sein (Kasten 7).

#### Kasten 7

##### Wie sich Griechenland den Sanktionen des Stabilitäts- und Wachstumspakts erfolgreich entziehen konnte

In diesem Jahrzehnt hat Griechenland nahezu durchgängig tatsächliche wie auch strukturelle Haushaltsdefizite aufgewiesen, die teilweise deutlich über der 3 vH-Grenze des Vertrags von Maastricht lagen, sodass die hohe Schuldenstandsquote auch in einer langen Phase mit starkem Wirtschaftswachstum nicht nennenswert unter den Wert von 100 vH gesenkt werden konnte. Gleichwohl ist es nie dazu gekommen, dass das Land von den Sanktionsmechanismen des SWP erfasst wurde. Dass dies im Wesentlichen auf die verzögerten und zugleich wenig zielführenden Mechanismen des SWP zurückzuführen ist, lässt sich am ersten gegen Griechenland eingeleiteten Defizitverfahren verdeutlichen.

Im Juli 2004 stellte der Rat der Europäischen Union erstmals fest, dass Griechenland im Jahr 2003 ein exzessives Defizit aufgewiesen habe. Damals wurde von einem Wert von 3,2 vH ausgegangen, im Rückblick belief sich der Fehlbetrag sogar auf 5,7 vH. Der Rat richtete daher eine Empfehlung an Griechenland, das exzessive Defizit bis Ende 2005 zu beenden.

Am 19. Januar 2005 stellte der Rat fest, dass Griechenland nicht die wirksamen Maßnahmen ergriffen habe, um der Empfehlung nachzukommen. Am 17. Februar 2005 beschloss der Rat, Griechenland mit der Maßgabe in Verzug zu setzen, Maßnahmen für den zur Sanierung erforderlichen Defizitabbau zu ergreifen, und verlängerte die Frist für die Korrektur um ein Jahr bis 2006.

Im Juni 2007 beschloss der Rat aufgrund der Daten für das Jahr 2006, wonach Griechenland eine Defizitquote von 2,6 vH aufwies, und aufgrund der für die Jahre 2007 und 2008 prognostizierten Fehlbeträge (ohne Einmalmaßnahmen) von knapp unter 3 vH, dass das exzessive Defizit von Griechenland korrigiert worden sei, sodass die Entscheidung aus dem Jahr 2004 über die Feststellung eines exzessiven Defizits aufgehoben wurde. Im Rückblick beliefen sich die Defizit-

quoten in den Jahren 2006 und 2007 auf 2,9 vH und 3,7 vH. Im Jahr 2008 stieg die Neuverschuldung dann sogar auf 7,7 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

Das Beispiel Griechenlands verdeutlicht in besonderer Weise die Probleme einer korrekten **statistischen Erfassung der Haushaltslage**. Gemäß Artikel 3 der EG-Verordnung Nr. 2223/96 sind die Mitgliedsländer für die Übermittlung volkswirtschaftlicher Daten an die europäische Statistikbehörde Eurostat verantwortlich. Zwar kann Eurostat seit Kurzem gemäß Artikel 15 (1) der EG-Verordnung Nr. 479/2009 Vorbehalte gegenüber den gemeldeten Daten einlegen, die Daten selbst müssen aber hingenommen werden. Es kann gezeigt werden, dass Länder, die fiskalischen Regeln unterliegen, starke Anreize zu „kreativer Buchführung“ haben (Milesi-Ferretti, 2003). Balassone et al. (2007) und Buti et al. (2007) finden empirische Belege für die Wirkung solcher Verschleierungsanreize, insbesondere für Griechenland, Italien und Portugal.

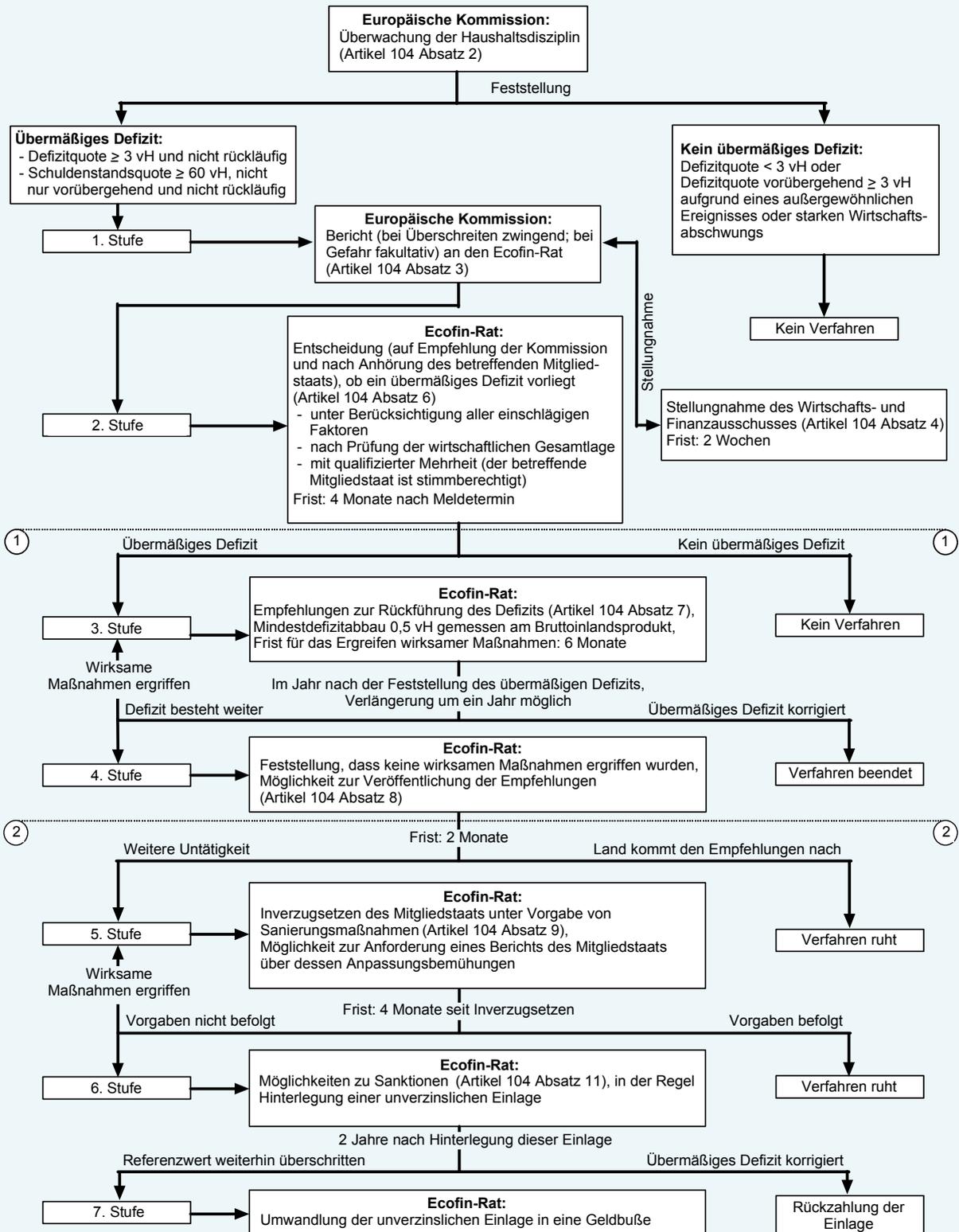
Der bei kreativer Buchführung in diesem Zusammenhang am häufigsten praktizierte Missbrauch setzt an der Kategorie „**Anpassung von Beständen und Stromgrößen**“ an. Während die Defizite oder Überschüsse eines Staates eine Stromgröße sind, sind Schuldenstände eine Bestandsgröße. Theoretisch errechnet sich der Schuldenstand am Ende einer Periode durch die Summe aus Schuldenstand am Anfang der Periode und dem innerhalb der Periode aufgelaufenen Defizit. Bei der statistischen Erfassung ergibt sich allerdings eine Differenz, die als Anpassung von Beständen und Stromgrößen (Stock-Flow Adjustment, SFA) bezeichnet wird. Hier gehen unter anderem die Differenz zwischen aufgelaufenen und gezahlten Zinsen sowie Bewertungsänderungen von Fremdwährungsschulden ein. Theoretisch sollte die SFA im Mittel Null sein, praktisch ist dies mittelfristig in der EU nicht der Fall (Balassone et al., 2007). Werden zum Beispiel staatliche Schuldzinsen vor ihrem statistischen Zurechnungszeitpunkt gezahlt, so erhöht sich zwar der aktuelle Schuldenstand, nicht aber das laufende Defizit, da die Zahlung erst einer späteren Periode zugerechnet wird. Ein Land, das ein temporär geringes Defizit ausweisen möchte, kann dies hierdurch erreichen (Buti et al., 2007).

**119.** Das beim Feststellen eines übermäßigen Defizits einsetzende Verfahren ist für Außenstehende wenig transparent (Schaubild 18, Seite 86). Dies liegt nicht zuletzt daran, dass sich der Rat bei der Beurteilung des Konsolidierungsprozesses im Rahmen eines exzessiven Defizitverfahrens (EDV) vor allem darauf stützt, ob das **strukturelle Defizit** eines Landes in ausreichendem Umfang reduziert worden ist. Gegenüber dem tatsächlichen Budgetsaldo weist dieser Indikator den Vorteil auf, dass er das Defizit um konjunkturelle Einflüsse bereinigt. Gleichzeitig wird das Verfahren dafür anfällig gegenüber den gravierenden Problemen der Potenzialberechnung, insbesondere in der Phase nach der Krise. Die komplexe Berechnungsmethode führt dazu, dass das EDV weder für die allgemeine Politik noch für die breitere Öffentlichkeit leicht nachvollziehbar ist. Zudem entbindet dieser Ansatz Politiker von der Verpflichtung, konkret darzulegen, wie sie eine von ihnen zugesagte Verbesserung des strukturellen Defizits zu realisieren gedenken.

**120.** Für das Ergreifen von **Sanktionen** ist der Rat „Wirtschaft und Finanzen“ (Ecofin-Rat) zuständig. Hierfür ist eine qualifizierte Mehrheit erforderlich (255 von 345 Stimmen, die Hälfte aller Mitgliedstaaten und 62 vH der EU-Bevölkerung; wird der Beschluss nicht auf Vorschlag der Kommission gefasst, sind zwei Drittel aller Mitgliedstaaten nötig). In Anbetracht der Tatsache, dass die große Mehrheit der EU-Staaten und insbesondere alle großen

Schaubild 18

## Das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit nach Artikel 104 EG-Vertrag



① Auf Empfehlung der Europäischen Kommission und mit qualifizierter Mehrheit, das heißt 255 von 345 Stimmen, die Hälfte aller Mitgliedstaaten und 62 vH der EU-Bevölkerung; wird der Beschluss nicht auf Vorschlag der Kommission gefasst, sind zwei Drittel aller Mitgliedstaaten nötig (ohne Stimmberechtigung des betreffenden Mitgliedstaats).

② Gilt nur für Staaten des Euro-Raums; auf Empfehlung der Europäischen Kommission und mit qualifizierter Mehrheit (ohne Stimmberechtigung des betreffenden Mitgliedstaats).

Volkswirtschaften derzeit hohe Defizite aufweisen, ist die Gefahr groß, dass der Rat – ähnlich wie bei den Defizitverfahren gegen Deutschland und Frankreich im Jahr 2003 – trotz einer Empfehlung der Kommission keine Strafmaßnahmen gegen ein Mitgliedsland beschließt.

Denkbar ist auch, dass zumindest alle rechtlich möglichen **zeitlichen Spielräume** des Pakts ausgenutzt werden, sodass es dann bis zu neun Jahre nach Feststellen eines exzessiven Defizits dauern könnte, bis die Sanktionen tatsächlich einsetzen (Calmfors, 2006). Aufgrund der mangelnden Transparenz des Verfahrens kann der Rat grundsätzlich davon ausgehen, dass er bei seinen diskretionären Entscheidungen keiner allzu großen öffentlichen Kritik ausgesetzt ist. Sollten dann tatsächlich Sanktionen ergriffen werden, besteht ihr Nachteil darin, dass die vorgesehenen Strafzahlungen die finanzielle Situation eines Landes noch verschlechtern.

**121.** Zu den weiteren Schwächen des SWP zählt die Tatsache, dass er für einen konsequenten Stabilisierungsprozess zu kurz greift. Seine Verfahrens- und Sanktionsmechanismen werden rückwirkend in der Regel außer Kraft gesetzt, wenn es einem Land möglich ist, in zwei aufeinander folgenden Jahren mit dem tatsächlichen Defizit unter 3 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt zu gelangen. Für die Rückführung des strukturellen Defizits in die Nähe eines **ausgeglichenen Haushalts** ist dann nur das **Stabilitätsprogramm** nach Artikel 99 EG-Vertrag maßgeblich, der über keine wirksamen Sanktionen verfügt. Dies hat sich vor allem im Fall Griechenlands negativ ausgewirkt, da im Jahr 2007 das EDV außer Kraft gesetzt wurde, ohne dass eine überzeugende mittelfristige Konsolidierungsperspektive erkennbar gewesen war.

**122.** In einer Phase, in der fast alle Mitgliedsländer ein hohes Defizit aufweisen, stellt sich das Problem, die erforderlichen Konsolidierungsschritte so anzulegen, dass die Auswirkungen auf die konjunkturelle Entwicklung Europas verkraftbar bleiben. Die Erfahrungen mit der fiskalpolitischen **Konsolidierung der 1990er-Jahre** zeigen, dass im Durchschnitt des Euro-Raums realistischlicherweise wohl kaum eine jährliche Konsolidierung von deutlich über einem halben Prozentpunkt zu erreichen sein wird (Tabelle 13). Die aufgrund der Konvergenzprü-

Tabelle 13

#### Konsolidierungsprozess der staatlichen Haushalte im Euro-Raum für die Jahre 1995 bis 1999

vH

	1995	1996	1997	1998	1999
Tatsächliches Defizit <sup>1)</sup> .....	– 7,6	– 4,3	– 2,7	– 2,3	– 1,4
Konjunkturbereinigtes Defizit <sup>2)</sup> .....	– 7,1	– 3,5	– 2,2	– 2,1	– 1,4
Konjunktur- und um Einmaleffekte bereinigter Finanzierungssaldo <sup>2)</sup> ....	– 4,5	– 3,8	– 2,7	– 2,2	– 1,4
Netto-Zinszahlungen <sup>1)</sup> .....	4,9	4,9	4,4	4,2	3,7
Konjunktur- und um Einmaleffekte bereinigter Primärsaldo <sup>2)</sup> .....	0,3	1,1	1,7	1,9	2,2

1) In Relation zum Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen.– 2) In Relation zum Produktionspotenzial in jeweiligen Preisen.

Quelle: OECD

Daten zur Tabelle

fung für die Mitgliedschaft in der Währungsunion im Jahr 1998 erforderliche Konsolidierung hat in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre auf den ersten Blick zu einem eindrucksvollen Rückgang der Neuverschuldung der späteren Mitgliedsländer der Währungsunion geführt. Die fast parallele Entwicklung des tatsächlichen und des strukturellen Defizits in den Jahren 1995 bis 1999 zeigt, dass die konjunkturelle Entwicklung hierzu nur zu einem relativ geringen Teil beigetragen hat. Eine sehr viel wichtigere Rolle haben Einmalmaßnahmen und die deutliche Zinssenkung der Jahre 1995 bis 1999 gespielt. Die um solche Effekte bereinigte Quote des Primärsaldos hat sich in dem Vierjahreszeitraum nur um rund 2 Prozentpunkte verbessert.

### Ein temporäres Sicherheitspaket für den Stabilitäts- und Wachstumspakt

**123.** Für die großen fiskalpolitischen Herausforderungen, die sich nach Abklingen der Finanz- und Wirtschaftskrise stellen, ist Europa somit alles andere als gut positioniert. Die Gefahr ist groß, dass der SWP nicht in der Lage ist, in ausreichendem Maße für die notwendige fiskalpolitische Disziplin zu sorgen. Es könnte somit nicht nur zu weiter steigenden Schuldenstandsquoten, sondern zugleich zu wachsenden Divergenzen zwischen den stabilitätsorientierteren und den verschuldungsfreudigeren Teilnehmern kommen. Es liegt daher nahe, nach institutionellen Lösungen zu suchen, die so an den Schwachstellen des SWP ansetzen, dass für den Euro-Raum wie auch die übrigen EU-Länder ein glaubwürdiger Konsolidierungsprozess gewährleistet wird. Konkret muss es um vier Punkte gehen:

- Der SWP ist **nicht ehrgeizig** genug, da er nur auf eine Rückführung übermäßiger Defizite unter die 3 vH-Grenze abzielt. Die Verpflichtung zu einem weitergehenden Abbau der Neuverschuldung wird lediglich über die nicht mit nennenswerten Sanktionen bewehrten Bestimmungen der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme konstituiert.
- Der SWP ist **intransparent**, da sich die Empfehlungen des Rates an den strukturellen Defizitquoten orientieren, die im Gegensatz zu den tatsächlichen finanzpolitischen Entscheidungsgrößen nur zeitlich verzögert ermittelt werden können und als Konzept der breiten Öffentlichkeit unbekannt sind.
- Der SWP ist **nicht stringent** genug, da Sanktionen vom Rat ausgelöst werden, in dem in den nächsten Jahren hoch verschuldete Länder in der Mehrheit sein werden.
- Die Sanktionen des SWP sind **nicht zielführend**, da eine Geldbuße die Situation in dem betreffenden Land noch verschärfen würde.

**124.** Ein verlässlicherer fiskalpolitischer Rahmen könnte durch eine erneute **Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts** geschaffen werden. Dabei würde sich jedoch das Problem stellen, dass die komplexen politischen Verhandlungsprozesse nicht nur zu Verstärkungen, sondern auch zu Aufweichungen des Regelwerks führen könnten. Alternativ dazu bietet sich die Möglichkeit, für die besonders schwierige Phase der nächsten Jahre einen **zeitlich begrenzten Konsolidierungspakt** zu vereinbaren, der gleichsam als Ergänzung zum SWP dessen Regeln nicht in Frage stellt, jedoch durch eine Reihe zusätzlicher Verpflichtungen dazu

beiträgt, eine wirkungsvollere Selbstbindung der Mitgliedsländer zu erreichen. Sollte sich dieser Ansatz bewähren, könnte er bei einer späteren grundlegenden Reform des SWP Berücksichtigung finden.

**125.** Als Ausgangspunkt für ein **ehrgeizigeres Regime** bietet sich das Konzept der **Stabilitäts- und Konvergenzprogramme** an, die nach Artikel 99 EG-Vertrag – im Rahmen des „präventiven Arms“ – bereits seit längerem jedes Jahr von allen EU-Mitgliedsländern erstellt werden müssen. Darin hat ein Land fortlaufend für das aktuelle Jahr und mindestens die drei Folgejahre detailliert darzulegen, mit welchem Anpassungspfad von Einnahmen und Ausgaben es das mittelfristige Ziel eines im Prinzip ausgeglichenen Haushalts zu erreichen beabsichtigt. Anders als beim Defizitverfahren des SWP geht es also nicht nur um die 3 vH-Grenze, sondern um das Ziel eines **mittelfristigen Haushaltsausgleichs**. In Anbetracht der hohen strukturellen Defizite wäre es für ein Konsolidierungsprogramm allerdings sinnvoll, dass jedes Land den gesamten Pfad bis zum Erreichen eines nahezu ausgeglichenen Budgets beschreibt, sodass die Dauer der nationalen Konsolidierungsprogramme über den Zeitraum eines Stabilitätsprogramms hinausgehen könnte.

**126.** Eine größere **Transparenz** kann dadurch erreicht werden, dass jedes Land für seinen Konsolidierungspfad nicht nur die Einnahme- und Ausgabenquoten festlegt, sondern daraus einen verbindlichen mittelfristigen Ausgabenpfad für die nicht-konjunktur reagiblen Ausgaben ableitet.

Die Erfahrungen mit **Ausgabenregeln** in europäischen Ländern (Niederlande, Finnland, Schweden) wie in den Vereinigten Staaten (Budget Enforcement Act des Jahres 1990, Balanced Budget Act des Jahres 1997) werden allgemein als positiv beurteilt (Savage und Verdun, 2009; Dabán et al., 2003). Ihr entscheidender Vorteil gegenüber einem Zielwert für das Defizit besteht darin, dass die meisten Ausgabenkomponenten von der Konjunktorentwicklung nur wenig beeinflusst werden, sodass man mit einer Regel für die nicht-konjunktur reagiblen Ausgaben eine wirksame fiskalische Disziplinierung etablieren kann. Abweichungen lassen sich nicht nur relativ eindeutig identifizieren, sie sind zugleich unschwer auf ein Fehlverhalten der Politik zurückzuführen. Umgekehrt wird damit für die Politiker auch ein positiver Anreiz geschaffen, sich bei Einhaltung des Ausgabenpfads als stabilitätsorientiert auszeichnen zu können.

Eine Ausgabenregel verspricht jedoch nur dann Erfolg, wenn sich auch die Einnahmeseite so entwickelt, wie das in einem Konsolidierungsprogramm vorgesehen ist. Für eine glaubhafte Konsolidierungsstrategie wäre es deshalb erforderlich, dass sich die Länder für den dazu benötigten Zeitraum auf einen konkreten **Fahrplan** verpflichten, in dem sie alle geplanten einnahmerelevanten **Änderungen des Steuerrechts** festlegen. Damit ließe sich in der Folgezeit wiederum einfach und bereits in einem sehr frühen Stadium überprüfen, ob ein Land die von ihm zugesagten Konsolidierungsschritte unternimmt.

Auf dieser Grundlage könnte die **Kommission** dann unschwer eine halbjährliche Überprüfung der Ausgabenpfade und der steuerrechtlichen Änderungen in allen Mitgliedsländern vornehmen und Länder identifizieren und öffentlich benennen, die systematische Abweichungen von

ihren Sollwerten aufweisen. Mit einem solchen vergleichenden Bericht würde ein wichtiger Beitrag zu einer besseren **Transparenz** in der europäischen Finanzpolitik geschaffen.

**127.** Eine hohe Transparenz ist eine entscheidende Voraussetzung für mehr **Stringenz**. Auch **ohne zusätzliche Sanktionsverfahren** wäre damit zu rechnen, dass ein Fehlverhalten – über die Mechanismen des SWP hinaus – verstärkt durch den politischen Prozess und die Finanzmärkte sanktioniert würde.

Zum einen muss eine Regierung bei einer Abweichung von ihrem Ausgabenpfad stärker als bei einem exzessiven Defizitverfahren damit rechnen, dass sie bei ihren **Wählern** in Misskredit gerät und deshalb möglicherweise abgewählt wird. Zum anderen dürfte die Sanktion durch den **Marktmechanismus** verstärkt werden. Zwar sind die Zinsaufschläge für hoch verschuldete EU-Länder im Vergleich zum Frühjahr wieder gesunken, aber sie sind immer noch deutlich höher als vor der Finanzkrise. Beide Mechanismen dürften umso stärker ausfallen, je mehr sich bei einer vergleichenden Analyse der Konsolidierungsprogramme zeigt, dass nur einige wenige Länder gegen ihr Konsolidierungsprogramm verstoßen haben.

Eine höhere Transparenz würde außerdem den Druck auf den **Ecofin-Rat** im Rahmen der Sanktionen des SWP erhöhen. Es wäre für das Gremium mit einem Gesichtverlust verbunden, wenn es Sanktionen gegen ein Land unterlässt, obwohl dieses eindeutig gegen die Ausgabenregel seines Konsolidierungsprogramms verstoßen hat.

Ist der politische Wille für die notwendige Verbesserung des Rahmenwerks ausgeprägt, könnte man den Konsolidierungspakt mit **zusätzlichen Sanktionsmechanismen** ausstatten. Hierfür käme es bei einer Verletzung des Ausgabenpfads vor allem darauf an, dass der **Kommission** die Initiative für das Auferlegen von Sanktionen zugesprochen wird. Im SWP kann die Kommission zwar eine Empfehlung abgeben, ob ein übermäßiges Defizit besteht, weitergehende Verfahrensschritte obliegen aber allein dem Rat.

**128.** Bei einer größeren Stringenz des Sanktionsmechanismus wäre auch zu überlegen, die Sanktion selbst **zielführender** zu gestalten. Dies könnte dadurch erreicht werden, dass sich die Teilnehmerländer dazu verpflichten, bei einer von der Kommission festgestellten signifikanten Abweichung unmittelbar einen Aufschlag auf die Einkommensteuer einzuführen („Schulden-Soli“).

**129.** Die Erfahrungen mit dem SWP lassen es auf den ersten Blick als eher unwahrscheinlich erscheinen, dass die Mitgliedstaaten die Kraft aufbringen werden, sich einem derart strikten Regelwerk zu unterwerfen. Vor dem Hintergrund der angespannten Haushaltslage könnte vermutet werden, die Bereitschaft zu einer präventiven Selbstbindung sei momentan sogar noch weniger ausgeprägt als in der Vergangenheit. Es ist kein Zufall, dass die Diskussion auf europäischer Ebene zur Zeit eher um die Frage kreist, wie die nicht mehr abzuwendende längerfristige Verletzung des SWP in einigen Ländern durch Ergänzungen zum Vertragswerk, beispielsweise die Aufnahme nicht-fiskalischer Korrekturmaßnahmen, aufgefangen werden kann.

Eine solche Sichtweise unterschätzt allerdings, dass in der aktuellen Situation auch hohe Anreize für eine verbesserte Koordination bestehen. Für die Mitglieder insgesamt besteht der Vorteil eines solchen Ansatzes vor allem darin, dass ein **glaubhafter Konsolidierungsprozess** dazu beitragen kann, dem Aufkommen von Inflationserwartungen der Marktteilnehmer wirksam entgegenzutreten. Dies ist eine entscheidende Voraussetzung dafür, dass die Anleger weiterhin bereit sind, ihre Geldersparnisse der öffentlichen Hand längerfristig zur Verfügung zu stellen, sodass die langfristigen Zinsen auf einem niedrigen Niveau verbleiben.

**130.** Eine glaubhafte Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ist zudem von entscheidender Bedeutung für die geldpolitische Linie der **Europäischen Zentralbank**. Aufgrund der langen Wirkungsverzögerungen geldpolitischer Maßnahmen ist eine Notenbank darauf angewiesen, Schocks möglichst frühzeitig zu erkennen. Käme es zu einer unsoliden Finanzpolitik der Mitgliedsländer des Euro-Raums, müsste die EZB ihre Zinsen spätestens dann anheben, wenn sich dies in steigenden Inflationserwartungen der Marktteilnehmer manifestiert. Ein glaubhafter Konsolidierungsprozess, der zu einer Rückführung des strukturellen Defizits im Euro-Raum von mindestens einem halben Prozentpunkt pro Jahr führen würde, wäre demgegenüber geldpolitisch als ein negativer Nachfrageschock zu diagnostizieren, der eine entsprechend expansivere geldpolitische Linie erlauben würde. Für die Mitgliedsländer des Euro-Raums wäre es besonders ungünstig, wenn sie grundsätzlich zur Konsolidierung bereit sind, dies der EZB gegenüber jedoch nicht glaubhaft vermitteln können. Die Einführung eines Konsolidierungspakts könnte dazu beitragen, dieses Glaubwürdigkeitsproblem zu reduzieren.

**131.** Eine erfolgreiche Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, die wesentlich davon abhängt, wie stark das Wirtschaftswachstum in den nächsten Jahren ausfällt, wird somit nur in einem effizienten **Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik** möglich sein. Die EZB würde sich aufgrund ihrer Unabhängigkeit grundsätzlich gegen eine verbindliche ex ante Koordination mit der Fiskalpolitik verwehren. Dies ist jedoch auch nicht erforderlich, da die Notenbank angesichts eines glaubhaften Konsolidierungsprozesses beim Verfolgen ihres Ziels der Preisniveaustabilität tendenziell ein niedriges Zinsniveau wählen wird, um damit den von der fiskalischen Konsolidierung ausgehenden dämpfenden Nachfrageeffekten entgegenzuwirken.

**132.** Institutionell könnte ein Konsolidierungspakt als Verordnung des Rates mit einer qualifizierten Mehrheit etabliert werden. Allerdings setzt das voraus, dass sich die Mehrheit der Teilnehmerländer tatsächlich der Notwendigkeit bewusst wird, einen glaubhaften institutionellen Rahmen für den unausweichlichen Konsolidierungsprozess einzurichten. Grundsätzlich könnte ein solcher Konsolidierungspakt über den Euro-Raum hinaus für **alle Mitgliedsländer der Europäischen Union** verbindlich gemacht werden. Aufgrund der großen Interdependenz der europäischen Volkswirtschaften wäre es von großem Vorteil, wenn die fiskalische Konsolidierung nicht als Fahrt ins Blaue, sondern vielmehr als ein klar aufeinander abgestimmtes Vorgehen aller Beteiligten organisiert würde. Zugleich sollte für die übrigen EU-Mitgliedsländer ebenfalls ein Anreiz bestehen, sich durch eine glaubhafte Verpflichtung zur Haushaltsdisziplin das Vertrauen der Marktteilnehmer zu erwerben, das für niedrige langfristige Zinsen unabdingbar ist.

Sollte sich nur ein Teil der Mitgliedsländer für einen solchen Konsolidierungspakt entscheiden, könnten diese dafür das Verfahren der **Bestimmungen über eine verstärkte Zusammenarbeit** nach Artikel 43 ff. EU-Vertrag nutzen. Dazu sind mindestens acht Mitgliedsländer erforderlich. Mit dieser Option könnte politischer Druck auf die weniger stabilitätsorientierten Länder ausgeübt werden. Sie würden sich dem Risiko ausgesetzt sehen, von den Märkten als zweitklassig eingestuft zu werden, was mit nachteiligen Auswirkungen auf die Renditezuschläge verbunden wäre.

## II. Ausstieg der Notenbanken aus unkonventioneller Politik technisch leicht realisierbar

**133.** Auf den ersten Blick könnte sich für die Notenbanken der Ausstieg aus einer sehr expansiven und mit teilweise ungewöhnlichen Maßnahmen operierenden Geldpolitik ähnlich schwierig darstellen wie der Rückzug der Fiskalpolitik aus einer hohen strukturellen Neuverschuldung. Bei genauerem Hinsehen wird jedoch schnell deutlich, dass die **Remanenzprobleme** im Bereich der Geld- und Finanzmärkte einfacher und schneller zu bewältigen sind als bei den öffentlichen Haushalten. Allerdings wird der „Exit“ der Geldpolitik umso schwieriger, je mehr und je länger eine Notenbank – wie im Fall der Bank of England – dazu übergeht, einen größeren Teil der öffentlichen Neuverschuldung durch den direkten Ankauf von Staatsanleihen zu finanzieren und je weniger die Finanzpolitik in der Lage ist, ihr strukturelles Defizit zu reduzieren.

### 1. Ungewöhnliche Situation rechtfertigt unkonventionelle Geldpolitik

**134.** Seit dem Beginn der Krise im Sommer 2007 und dann vor allem unter dem Einfluss der Insolvenz von Lehman Brothers haben viele Zentralbanken ihre Leitzinsen so massiv gesenkt, dass sie sich seither in die Nähe der Nullzins-Grenze bewegen. Die EZB hat den Satz für ihr Hauptrefinanzierungsgeschäft zwar nur auf 1,0 % reduziert, gleichzeitig aber über längere Laufzeiten soviel Liquidität zur Verfügung gestellt, dass die Zinsen für Tagesgeld seit Juli 2009 nur noch in einem Bereich zwischen rund 0,3 % und 0,4 % liegen.

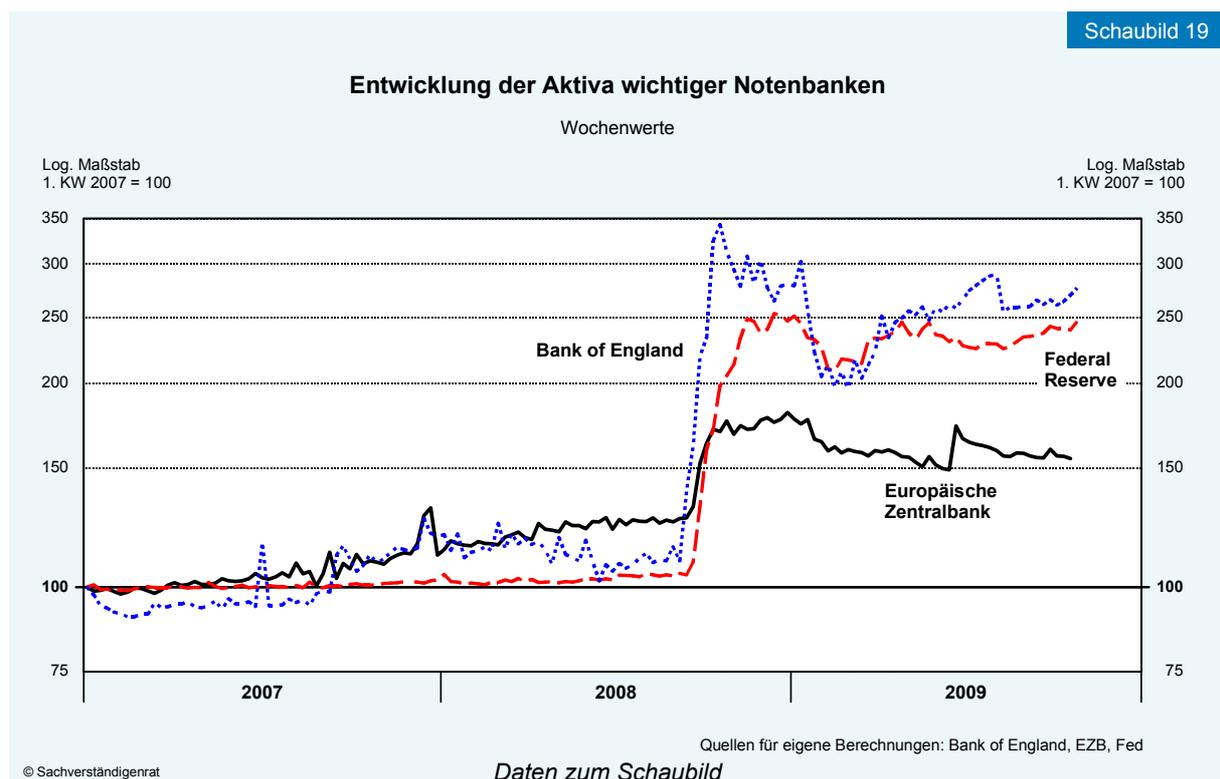
Trotz ihrer starken Dosierung sind diese Senkungen der Leitzinsen noch als ein traditionelles geldpolitisches Vorgehen anzusehen. Das große Ausmaß der Krise hat viele Notenbanken dazu veranlasst, darüber hinaus eine Reihe bisher unüblicher Maßnahmen zu ergreifen. Die „**unkonventionelle Geldpolitik**“ weist zwei unterschiedliche Ausprägungen auf:

- Mit dem „**Qualitative Easing**“ lassen sich Maßnahmen beschreiben, die bei einer unveränderten Bilanzsumme einer Notenbank zu einer veränderten Struktur ihrer Aktivseite führen (**Aktivtausch**). Die Strukturveränderung kann sich darauf beziehen, dass die Fristigkeit der gehaltenen Aktiva variiert wird. So hat die EZB die durchschnittliche Laufzeit ihrer Refinanzierungskredite erheblich erhöht und die maximale Laufzeit bis auf ein Jahr ausgeweitet. Das Qualitative Easing kann auch darin bestehen, dass eine Notenbank bereit ist, erstklassige Aktiva, zum Beispiel Staatsanleihen, gegen Titel mit einer schlechteren Bonität auszutauschen. Diese Entwicklung war vor allem bei der US-amerikanischen Notenbank zu beobachten. Schließlich kann eine Notenbank Refinanzierungskredite an Banken

durch Staatsanleihen substituieren, wie das von der Bank of England in besonders hohem Maße praktiziert wird.

- Das „**Quantitative Easing**“ lässt sich demgegenüber als eine **Verlängerung der Notenbankbilanz** beschreiben, bei der mehr Zentralbankgeld geschaffen wird, als von den Banken zur Deckung des Bargeldbedarfs und zur Erfüllung der Mindestreserve benötigt wird. Es entstehen dabei also Überschussreserven, die von den Banken als „Vorsichtskasse“ aufgrund verminderter Refinanzierungsmöglichkeiten am Interbankenmarkt gehalten werden. Bei deutlich steigender Geldbasis und einer weniger stark zunehmenden Geldmenge geht dabei der Geldschöpfungsmultiplikator zurück. Da eine solche Ausweitung der Aktivseite einer Notenbank in der Regel nicht proportional zur bestehenden Struktur ihrer Bilanz erfolgt, geht sie mit einem Qualitative Easing einher.

**135.** Das Nebeneinander einer **stark steigenden Bilanzsumme** mit einer deutlich geänderten Struktur der Aktivseite ist seit der Insolvenz von Lehman Brothers bei sehr vielen Notenbanken zu beobachten (Schaubild 19). So hat sich die Bilanzsumme der EZB gegenüber dem Niveau zu Beginn des Jahres 2007 um rund 55 vH ausgeweitet.



Deutlich stärker ist die Zunahme der Aktiva der Bank of England und des Federal Reserve System (Fed) ausgefallen, deren Bilanzsummen sich zuletzt um rund 180 vH beziehungsweise 150 vH über dem Vorkrisenniveau bewegten. Dies könnte zum einen verdeutlichen, dass die Störungen des Finanzsystems in diesen beiden Ländern nach wie vor erheblich gravierender sind als im Euro-Raum. Auf der anderen Seite könnte sich darin niederschlagen, dass die beiden Notenbanken hohe Bestände an Anleihen direkt aufgekauft haben, die zu einem Über-

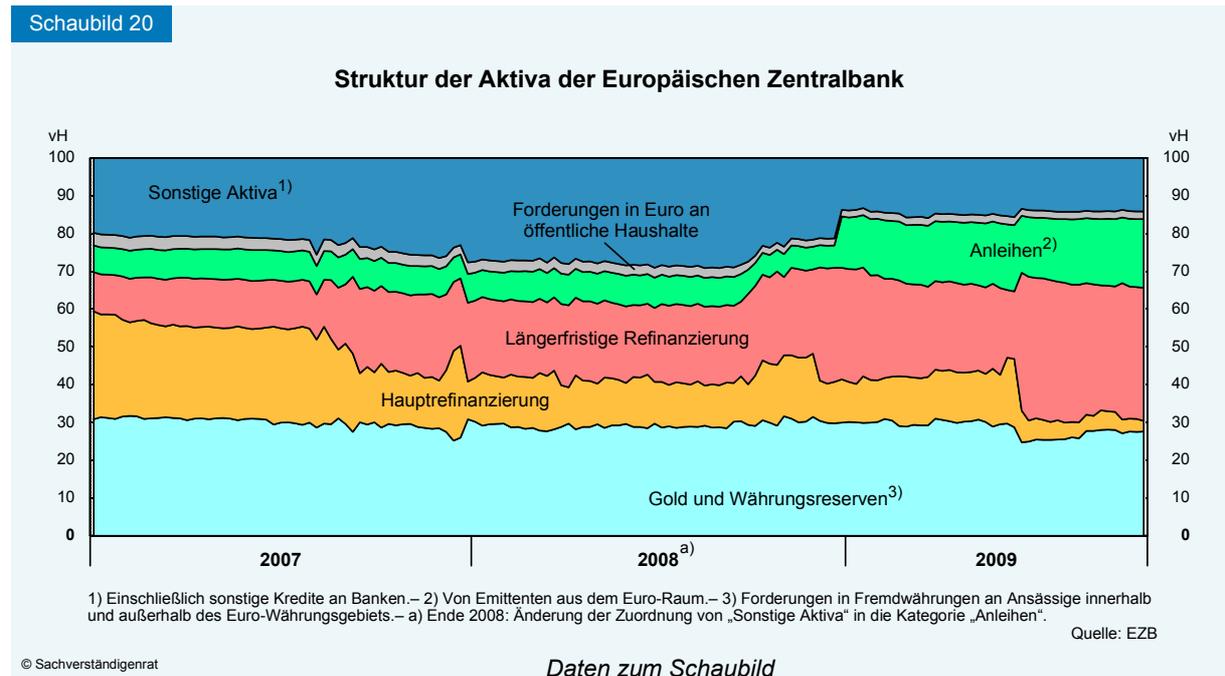
schuss an Zentralbankliquidität geführt haben, ohne dass dieser von den Banken benötigt wird.

### Qualitative Easing: Massive Veränderungen der Bilanzstrukturen

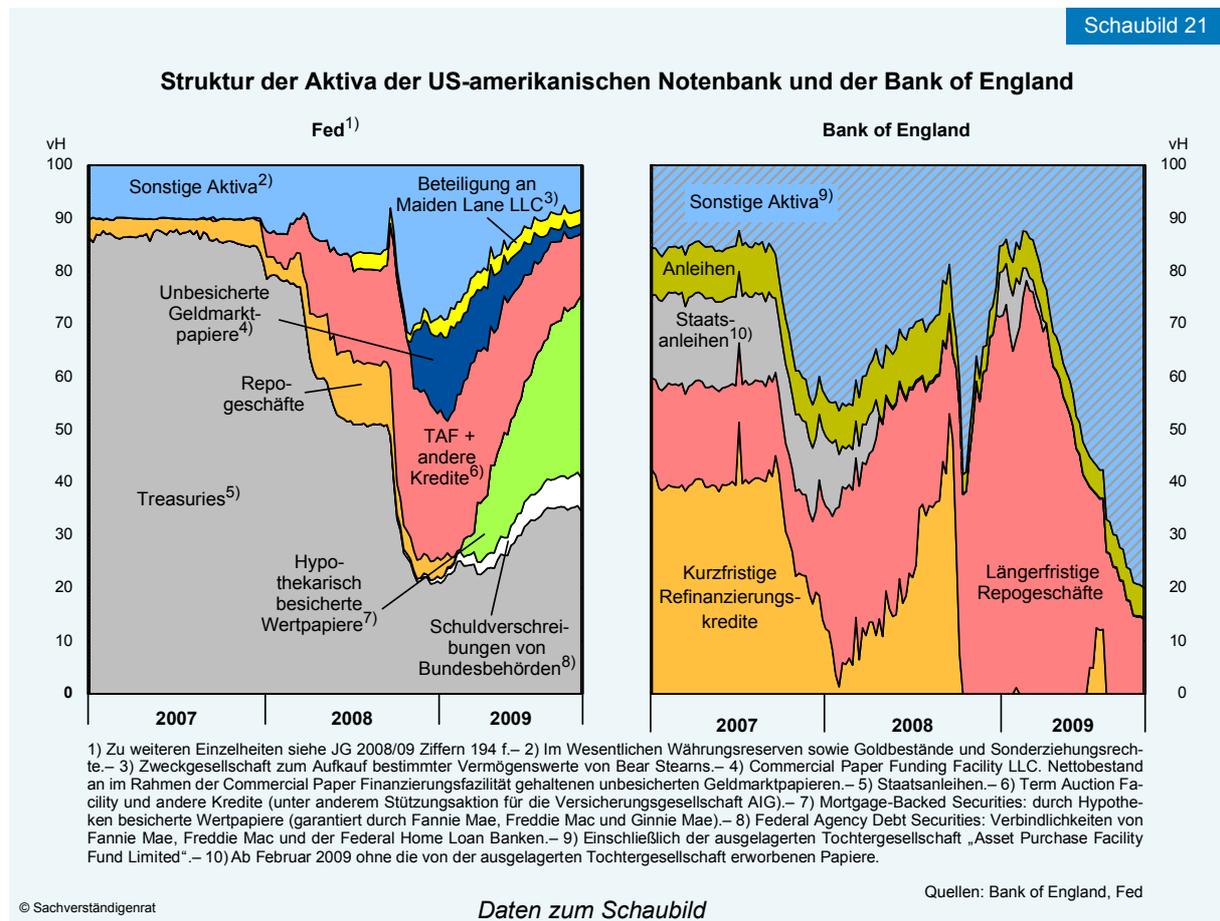
**136.** Die massive Verlängerung der Notenbankbilanzen ging einher mit einer deutlichen Veränderung der **Strukturen** auf der Aktivseite wie der Passivseite.

Bei der konsolidierten Bilanz des **Eurosystems** (EZB und am Eurosystem beteiligte nationale Notenbanken) besteht die auffälligste Veränderung in dem starken Rückgang der Bedeutung des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, über das Banken Refinanzierungskredite mit einer Laufzeit von einer Woche erhalten. Vor der Krise stellte es die wichtigste Quelle für Zentralbankgeld dar, zuletzt spielte es für die Refinanzierung kaum noch eine Rolle (Schaubild 20). Im Gegenzug wurde der Anteil der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte immer stärker ausgeweitet. Im Juni 2009 beschloss die EZB zudem den direkten Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen (unter anderem Pfandbriefen) bis zu einem Volumen von 60 Mrd Euro. Bisher wurden von ihr jedoch lediglich Papiere im Umfang von 21,0 Mrd Euro erworben. Schon vor dieser Entscheidung war zu beobachten, dass Anleihen, die von Gläubigern aus dem Euro-Raum emittiert wurden, ein zunehmendes Gewicht in der EZB-Bilanz zukommt. Ihr Bestand belief sich zuletzt auf rund 325 Mrd Euro und entspricht gut einem Sechstel der Bilanzsumme. Diese Aktiva, die bis Ende 2008 überwiegend unter den sonstigen Aktiva verbucht wurden, werden vor allem von den nationalen Mitgliedsnotenbanken gehalten. Nimmt man einen Anteil der sonstigen Aktiva an der Bilanz von mehr als 10 vH hinzu, bestehen über rund ein Drittel der Bilanzsumme des Eurosystems keine näheren Informationen. Im Sinne der **Transparenz der Geldpolitik** wäre es wünschenswert, dass die EZB der Öffentlichkeit genauere Angaben über die Natur dieser Aktiva verfügbar macht.

Schaubild 20



Die operative Geldpolitik der **US-amerikanischen Notenbank** hatte sich schon vor der Krise vom Vorgehen der EZB unterschieden; seit August 2007 sind die Differenzen noch stärker ausgeprägt. Zu normalen Zeiten hatten bei der Fed Refinanzierungskredite an Banken – anders als bei der EZB – eine nur untergeordnete Rolle gespielt. Der größte Teil der Geldbasis wurde über Offenmarktgeschäfte mit einem definitiven Ankauf von Staatsanleihen bereitgestellt (Schaubild 21). Nach Ausbruch der Krise substituierte die Fed diese Aktiva zunächst gegen Refinanzierungskredite an Banken (Term Auction Credit) sowie gegen Commercial Papers, das heißt kurzfristige Schuldverschreibungen. Im weiteren Verlauf ging die US-amerikanische Notenbank dazu über, in hohem Umfang Hypothekenanleihen zu erwerben. Dabei handelt es sich ausschließlich um Aktiva, die von den staatlich gestützten Institutionen Fannie Mae, Freddie Mac und Ginnie Mae (Government National Mortgage Association) emittiert worden sind. Außerdem ist zuletzt der Anteil der Staatsanleihen im Portfolio der Fed wieder deutlich ausgeweitet worden. Insgesamt hat sich die US-amerikanische Notenbank damit in einem sehr hohen und bis zuletzt zunehmenden Maße direkt auf den Anleihemärkten engagiert.



Ein ähnliches Vorgehen ist bei der **Bank of England** zu beobachten. Hier waren vor der Krise – wie bei der EZB – kurzfristige Refinanzierungskredite die wichtigste Quelle für Zentralbankgeld. Diese Aktivposition hat mittlerweile nahezu völlig an Bedeutung verloren, da die längerfristige Refinanzierung deutlich ausgeweitet wurde. Besonders auffällig ist die in den letzten Monaten zu beobachtende Zunahme des Anteils der sonstigen Aktiva. Dahinter ver-

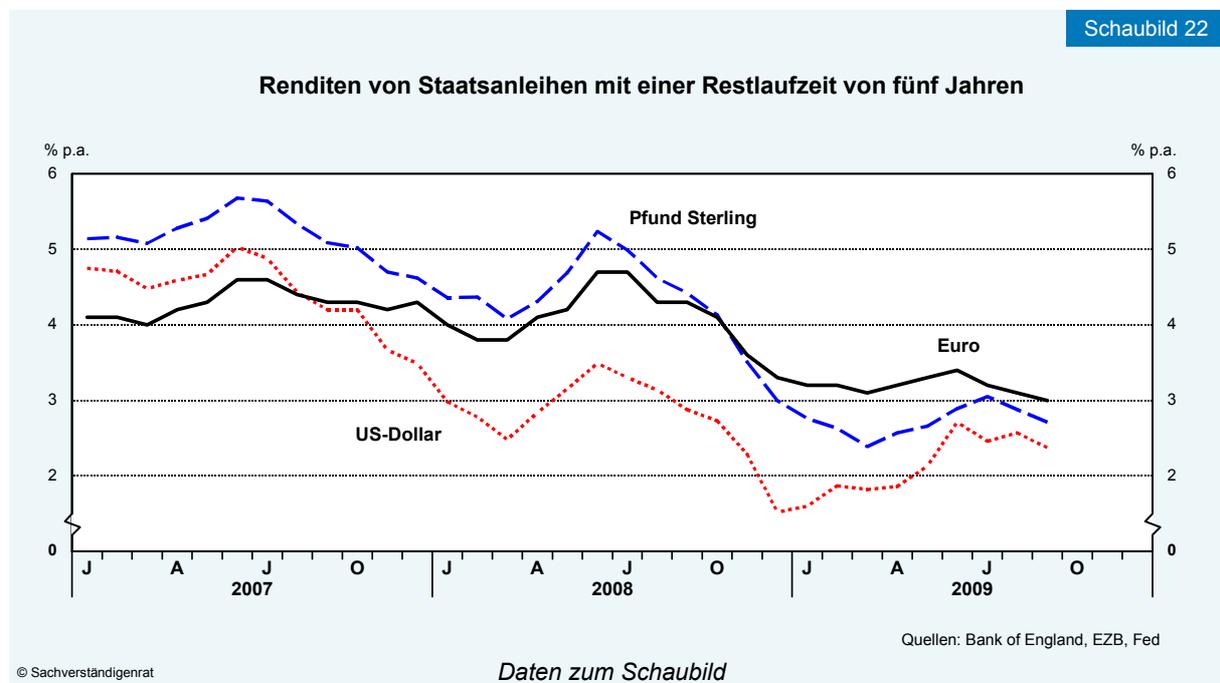
birgt sich das von der Bank of England explizit verfolgte Quantitative Easing, wobei von ihr nicht explizit zwischen Qualitative Easing und Quantitative Easing differenziert wird. Im Rahmen ihrer Asset Purchase Facility verfügt die Notenbank mittlerweile über die Möglichkeit, Anleihen im Umfang von bis zu 175 Mrd Pfund Sterling zu erwerben, davon bis zu 50 Mrd in der Form von Anleihen privater Emittenten. Bisher wurden jedoch fast ausschließlich Staatsanleihen in das Portfolio der Notenbank übernommen. Da die Bank of England diese Aktiva über eine Tochtergesellschaft (Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited) erwirbt, werden sie in der Notenbank als „Sonstige Aktiva“ ausgewiesen. Das ungewöhnlich hohe Ausmaß der Lockerungsmaßnahmen im Fall des Vereinigten Königreichs wird daran deutlich, dass das Volumen der seit März 2009 angekauften Staatsanleihen mehr als 10 vH gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukts entspricht, sodass in dieser Phase gleichsam die gesamte Neuverschuldung der öffentlichen Hand durch die Notenbank finanziert wurde.

**137.** Allen Formen des Qualitative Easing ist gemeinsam, dass sie darauf abzielen, die Wirkungskraft der Geldpolitik über die reinen Effekte von Leitzinssenkungen hinaus zu verstärken. Unter den speziellen Verhältnissen der Finanz- und Wirtschaftskrise lässt sich ein solches unkonventionelles Vorgehen durchaus rechtfertigen:

- Da durch die **Finanzkrise** die traditionellen Interbanken-Kreditbeziehungen erheblich beeinträchtigt worden waren, sahen sich die Notenbanken in der Pflicht, einen Teil dieser Refinanzierung zu übernehmen. Die Liquiditätspolitik diente in dieser Phase also nicht nur der Umsetzung der geldpolitischen Linie, sondern zugleich auch der Stabilisierung des Finanzsystems.
- Aufgrund der **Nullzins-Grenze** gibt es für die herkömmliche Politik der Leitzins-Senkungen in den Vereinigten Staaten wie auch im Vereinigten Königreich keinen weiteren Handlungsspielraum. Der nach der ursprünglichen Taylor-Regel berechnete Nominalzins (JG 2004 Ziffer 145) müsste im Jahr 2009 im Euro-Raum bei rund minus 1 % liegen, in den Vereinigten Staaten sogar bei rund minus 3 %. Es ist daher nahe liegend, zusätzliche geldpolitische Instrumente zum Einsatz zu bringen.
- Durch die Verluste aus dem Wertpapier- und Kreditgeschäft reduziert sich das Eigenkapital der Banken und – wegen der bankaufsichtsrechtlichen Verpflichtungen, für Kredite Eigenmittel vorzuhalten – damit auch ihre Fähigkeit, zusätzliche Kredite zu vergeben. Diese Beeinträchtigung des traditionellen **Bank-Transmissionskanals** monetärer Impulse rechtfertigt direkte Kreditbeziehungen zwischen der Notenbank auf der einen und staatlichen oder privaten Kreditnehmern auf der anderen Seite, die unter normalen Verhältnissen strikt abzulehnen sind. Die von der EZB vorgenommene Verlängerung der Laufzeiten von Refinanzierungsgeschäften ermöglicht es den Banken, insbesondere ihre Fristentransformation auszuweiten.
- Bei im historischen Vergleich relativ niedrigen langfristigen Zinsen besteht die Gefahr, dass die den Banken bereitgestellte zusätzliche Liquidität nicht zu einem Rückgang der Anleiherenditen führt. Wie vom theoretischen Modell der **Liquiditätsfalle** beschrieben, ist

in einer solchen Situation das Risiko hoch, dass es zu einem Anstieg der Renditen und damit einem Rückgang der Kurse kommt. Solche Erwartungen können dazu führen, dass Investoren keine zusätzlichen Anleihen erwerben, obwohl sie über eine hohe Liquidität verfügen. Indem Notenbanken direkt als Erwerber von Staatsanleihen aktiv werden, bewirken sie tendenziell einen Rückgang der Anleiherenditen.

**138.** Insgesamt ist es in den letzten zwölf Monaten trotz einer ungewöhnlich hohen Neuverschuldung der öffentlichen Hand in allen drei Währungsräumen zu einem deutlichen **Rückgang der Anleiherenditen** gekommen (Schaubild 22). Doch während die Rendite von Euro-Anleihen vor der Krise am niedrigsten war, bewegt sie sich – trotz überdurchschnittlich hoher öffentlicher Defizite der Vereinigten Staaten wie des Vereinigten Königreichs – mittlerweile über dem Niveau der Verzinsung von Pfund Sterling- und US-Dollar-Anleihen. Dies könnte als ein Indiz für eine erfolgreiche Lockerungspolitik der Bank of England wie der US-amerikanischen Notenbank angesehen werden.



### Quantitative Easing: Kann man über die Sättigungsmenge hinausgehen?

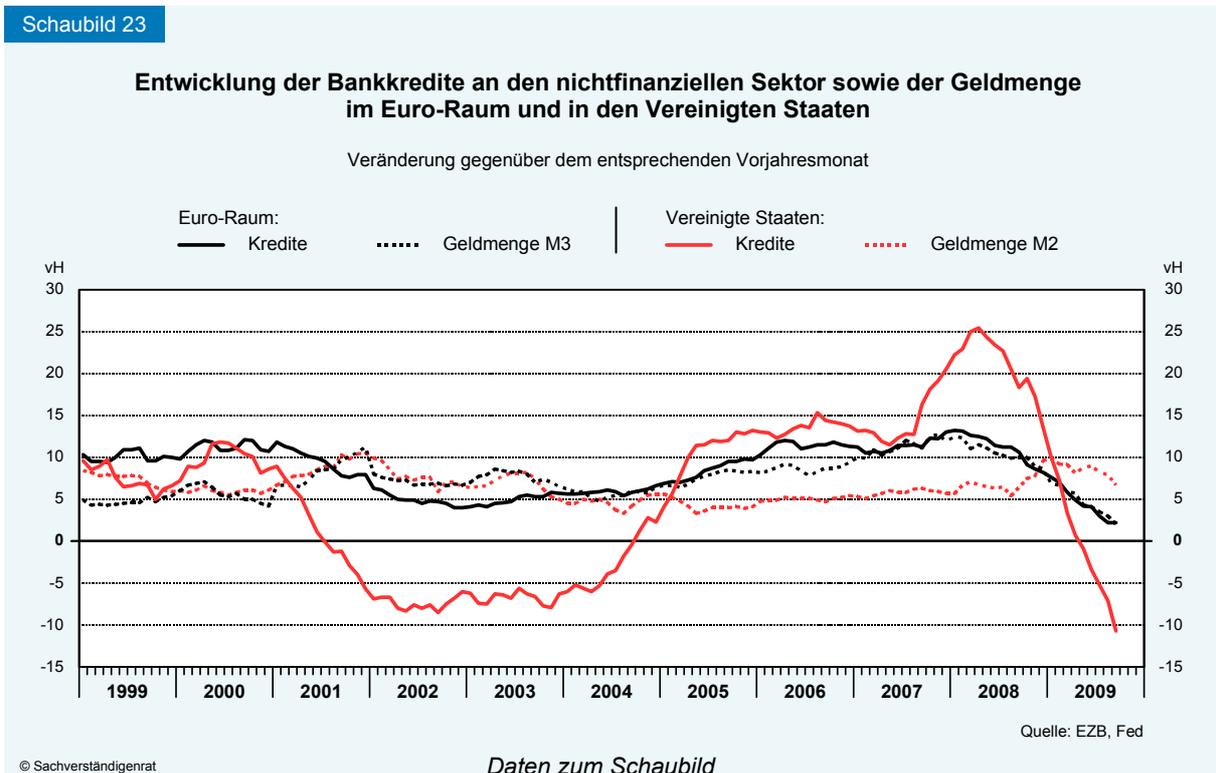
**139.** Der Prozess des Quantitative Easing geht einher mit einer deutlichen Ausweitung der Notenbankbilanzen, die man mit dem Begriff des Quantitative Easing belegen kann. Da eine Zunahme der Aktivseite eine entsprechende Veränderung der Passivseite erfordert, ist das Quantitative Easing identisch mit einem Anstieg der Geldbasis.

Grundsätzlich wird die Nachfrage der Banken nach Geldbasis von ihrer Kreditvergabe bestimmt, aus der sich entweder ein Bargeldabfluss ergibt oder ein höheres Mindestreserve-Soll, das aus den gestiegenen Bankeinlagen resultiert. Die **Theorie des Geldangebots** zeigt, dass die Nachfrage der Banken nach Geldbasis wesentlich vom Refinanzierungszins bestimmt wird, zu dem sich die Banken die Geldbasis bei der Notenbank beschaffen können. Die maximale Nachfrage nach Geldbasis besteht bei einem Refinanzierungszins von Null, das heißt,

sie entspricht gleichsam der Sättigungsmenge. Dem Versuch einer Notenbank, die Geldbasis bei einem Refinanzierungszins von Null oder nahe Null zusätzlich auszuweiten, sind daher normalerweise enge Grenzen gesetzt. Bei einem unveränderten Kreditangebot der Banken schlägt sich die von der Notenbank angestrebte Ausweitung ihrer Bilanzsumme in steigenden **Überschussreserven** der Banken nieder. So lange die Banken über ausstehende Refinanzierungskredite bei der Notenbank verfügen, werden sie unter normalen Verhältnissen bestrebt sein, die unverzinslichen oder im Vergleich zu den Refinanzierungskosten allenfalls relativ niedrig verzinslichen Überschussreserven zur Tilgung ihrer verzinslichen Refinanzierungskredite heranzuziehen. Es kommt somit zu einer gleichsam automatischen Sterilisation der von der Notenbank zusätzlich bereitgestellten Liquidität.

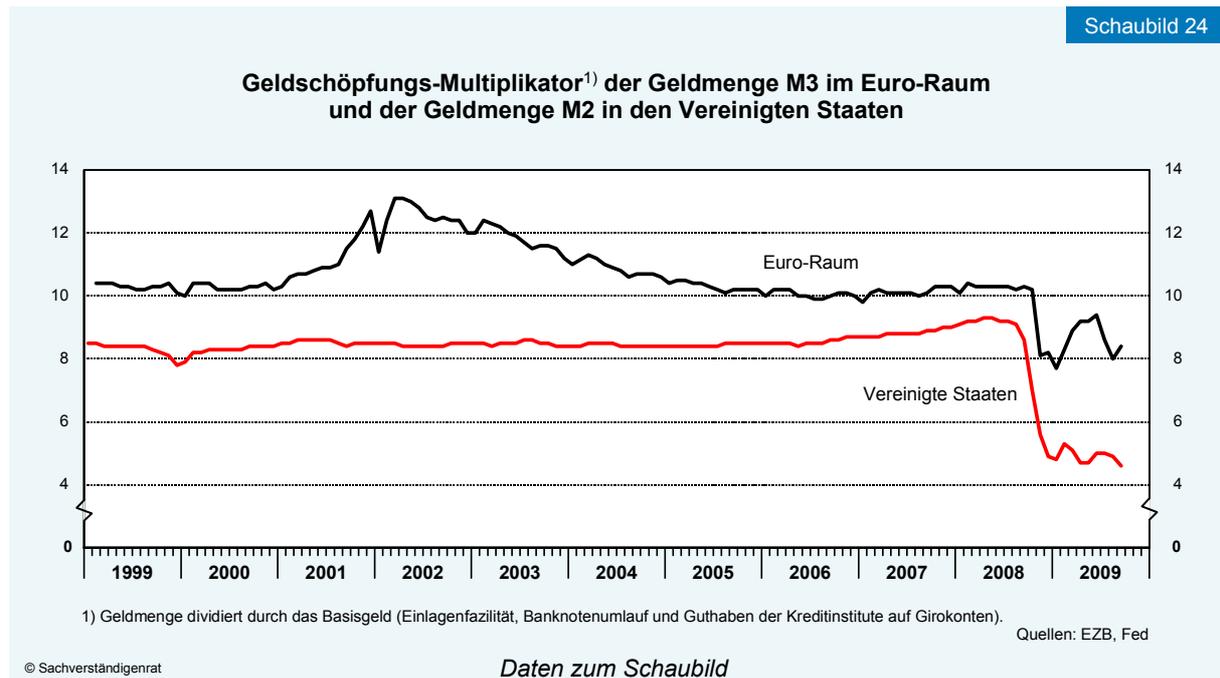
Wenn es Notenbanken in den letzten zwölf Monaten gleichwohl gelungen ist, ihre Bilanzsummen in erheblichem Umfang auszuweiten, so ist das zum einen darauf zurückzuführen, dass die Banken nach dem temporären Zusammenbruch des Interbanken-Kreditmarkts bestrebt waren, eine hohe **Vorsichtskasse** zu halten, für die es unter normalen Verhältnissen keine Notwendigkeit geben würde. Das Quantitative Easing ist für sich genommen somit weniger als eine Maßnahme zur Stimulierung des Kreditangebots anzusehen als vielmehr ein Beitrag der Notenbank zur Stabilisierung des Bankensystems. Zum anderen ist die Zunahme der Geldbasis damit zu erklären, dass das Quantitative Easing sehr starke Elemente des **Qualitative Easing** enthielt, bei dem die Refinanzierungskredite der Banken massiv zurückgeführt worden sind. Die durch den Ankauf von Staatsanleihen geschaffene zusätzliche Liquidität kann dann – wie zum Beispiel im Fall der Bank of England – von den Banken nicht mehr zum Abbau von Refinanzierungskrediten eingesetzt werden. Bei einer zunehmend gedämpfteren Kreditvergabe an den privaten Sektor (Schaubild 23) und damit auch einer sehr verhalte-

Schaubild 23



nen Entwicklung der weiten Geldmengenaggregate hat das Quantitative Easing somit dazu geführt, dass in den Bankensystemen ein ungewöhnlich hohes Volumen an **Überschussreserven** geschaffen wurde.

Damit ist im Euro-Raum der **Geldschöpfungs-Multiplikator** für die breit abgegrenzte Geldmenge M3 zeitweise deutlich zurückgegangen (Schaubild 24). Noch ausgeprägter zeigt sich diese Entwicklung für die Vereinigten Staaten; hier können nur Werte für den Multiplikator der Geldmenge M2 ausgewiesen werden, da die US-amerikanische Notenbank seit einigen Jahren den statistischen Ausweis der Geldmenge M3 eingestellt hat.



## 2. Risiken für die Geldwertstabilität sind beherrschbar

**140.** Da die starke Ausweitung der Notenbankbilanzen und auch die damit einhergehenden qualitativen Veränderungen primär darauf ausgerichtet sind, ein massiv gestörtes Finanzsystem zu stabilisieren, ist nicht damit zu rechnen, dass von ihnen derzeit inflationäre Impulse ausgehen. Dies gilt auch für die im historischen Vergleich sehr niedrigen Leitzinsen. Wenn heute immer wieder die Befürchtung geäußert wird, die niedrigen Notenbanken-Zinsen könnten ähnlich wie im Jahr 2004 zu einer erneuten Blase auf den Finanzmärkten führen, sollte man sich der Tatsache bewusst sein, dass sich das makroökonomische Umfeld derzeit fundamental von der damaligen Situation unterscheidet. Dies lässt sich anhand einer einfachen **Taylor-Regel** verdeutlichen, die als Daumenregel einen geldpolitisch angemessenen Zins aus einem neutralen Realzins und einem Zu- oder Abschlag für eine zinspolitische Reaktion auf Nachfrage- und Angebotsschocks berechnet (JG 2004 Ziffern 145 ff.). In der wirtschaftlich gefestigten Situation des Jahres 2004 erwiesen sich die sehr niedrigen Nominalzinsen in den Vereinigten Staaten wie im Euro-Raum eindeutig als zu gering. Ausweislich der einfachen Taylor-Regel hätte der Leitzins in den Vereinigten Staaten rund  $3\frac{1}{2}$  Prozentpunkte höher liegen müssen, im Euro-Raum betrug die Abweichung vom Taylor-Zins rund  $1\frac{1}{2}$  Prozentpunkte. Im Jahr 2009 sind die kurzfristigen Zinsen demgegenüber in beiden Währungsräumen noch

höher als der Normwert der einfachen Taylor-Regel. Allerdings ist zu beachten, dass die Berechnung dieser Größe insbesondere aufgrund der derzeit besonders ausgeprägten Schwierigkeiten bei der Schätzung des Produktionspotenzials (Ziffern 73 ff.) mit erheblicher Unsicherheit behaftet ist.

Gleichwohl müssen die Notenbanken sehr genau darauf achten, dass sich bei wieder anziehender Konjunktur aus der sehr reichlich verfügbaren Liquidität und den sehr günstigen Refinanzierungskosten keine Risiken für die Geldwertstabilität wie auch die Stabilität des Finanzsystems ergeben. Dies setzt voraus, dass es den Notenbanken technisch möglich ist, die geldpolitischen Zügel wieder zu straffen, und dass sie zugleich über die notwendige Unabhängigkeit gegenüber der allgemeinen Wirtschaftspolitik verfügen.

### **Überschussliquidität könnte schnell wieder eingesammelt werden**

**141.** Wenn eine Notenbank aufkeimenden inflationären Tendenzen entgegenwirken will, muss sie in der Lage sein, zumindest die kurzfristigen Zinsen am Geldmarkt perfekt zu steuern. Dazu benötigt sie Instrumente, mit denen überschüssige Liquidität des Bankensystems jederzeit vollständig absorbiert werden kann. Hierfür eignet sich insbesondere das Instrument der **Einlagenfazilität**. Die EZB bietet dabei Banken die Möglichkeit, überschüssige Liquidität mit täglicher Fälligkeit verzinslich bei ihr anzulegen. Mit einer solchen verzinslichen Anlagemöglichkeit für Tagesgeld wird eine wirksame Untergrenze für die kurzfristigen Geldmarktsätze etabliert, da keine Bank am Geldmarkt Liquidität zu einem niedrigeren Satz anbieten wird. Auch die US-amerikanische Notenbank verfügt über ein entsprechendes Instrument, da ihr der US-amerikanische Kongress im Herbst 2008 die Möglichkeit eingeräumt hat, Zinsen auf Einlagen zu zahlen.

Zudem ist es für Notenbanken jederzeit möglich, temporär Wertpapiere aus ihrem Bestand an Banken zu verkaufen und dabei zugleich eine Rückkaufsverpflichtung zu vereinbaren (Reverse Repurchase Agreements). Auf diese Weise kann auch für längere Fristen im Prinzip in unbegrenztem Umfang Liquidität aus dem Markt genommen werden und damit zugleich ein aus makroökonomischer Sicht angemessenes Zinsniveau am Geldmarkt etabliert werden.

Es kann bei solchen **liquiditätsabsorbierenden Maßnahmen** nicht ausgeschlossen werden, dass eine Notenbank temporär Einlagenzinsen oder Zinsen für Repogeschäfte bezahlen muss, die höher sind als die Zinserträge der von ihr bereitgestellten Refinanzierungskredite. Da jedoch aus dem Notenemissions-Monopol in der Regel ein Gewinn erzielt wird, sollte dies kein unüberwindliches Hindernis darstellen.

Allerdings sollte der Ausstieg aus der reichlichen Liquiditätsversorgung nicht abrupt, sondern sehr allmählich vollzogen werden. Mit der Stabilisierung der Refinanzierung der Banken dürfte die Liquiditätspolitik wieder voll in den Dienst der Geldpolitik gestellt werden. Die EZB wird somit zunächst die **Laufzeiten der Refinanzierungsgeschäfte verkürzen** und von einer unbegrenzten Zuteilung auf eine begrenzte Zuteilung zurückkehren, wodurch es zu einem graduellen Anstieg des Tagesgeldsatzes an den Leitzinssatz von 1,0 % kommen wird.

Ein weiteres Anziehen der geldpolitischen Zügel würde dann wieder über reguläre Leitzinsanpassungen erfolgen.

Wenn es zusätzlich zur Anhebung der Geldmarktsätze erforderlich sein sollte, die **längerfristigen Zinsen** anzuheben, sind die Notenbanken hierfür sogar besser als in früheren Aufschwungphasen gewappnet, da sie über ein umfangreiches Anleihen-Portfolio verfügen. Durch den Verkauf längerfristiger Wertpapiere können die Notenbanken deren Kurse nach unten treiben und somit auf direktem Wege die langfristigen Zinsen nach oben steuern.

Trotz der unkonventionellen Maßnahmen, die seit Beginn der Krise ergriffen wurden, verfügen somit die US-amerikanische Notenbank ebenso wie die EZB und die Bank of England über die notwendigen **technischen Voraussetzungen**, um bei Bedarf sehr schnell die kurzfristigen wie auch die längerfristigen Zinsen anheben zu können.

### **Hohe Unabhängigkeit der Notenbanken als Schutzschild**

**142.** Es stellt sich dabei jedoch die Frage, ob die Notenbanken dann tatsächlich die Bereitschaft für eine solche Politik aufweisen würden. Bei einer weltweit stark gestiegenen Staatsverschuldung könnte es durchaus im Interesse der allgemeinen Wirtschaftspolitik liegen, die **hohen Schuldenstandsquoten** durch eine inflationäre Geldpolitik rasch zu reduzieren.

Bei der **Europäischen Zentralbank** erscheint dies wenig wahrscheinlich. Sie ist durch den EG-Vertrag mit einem sehr hohen Maß an Unabhängigkeit ausgestattet worden. Grundsätzlich darf die allgemeine Wirtschaftspolitik der EZB keinerlei Vorgaben über die Zinspolitik machen (Instrumenten-Unabhängigkeit). Die Mitglieder des EZB-Direktoriums werden für eine Amtszeit von acht Jahren berufen, und es besteht keine Verlängerungsmöglichkeit (persönliche Unabhängigkeit). Die ebenfalls im EZB-Rat, dem geldpolitischen Entscheidungsgremium des Eurosystems, vertretenen nationalen Notenbank-Präsidenten müssen für mindestens fünf Jahre ernannt werden. Diese institutionellen Vorkehrungen sind eine wichtige Voraussetzung für eine von der allgemeinen Politik unabhängige geldpolitische Ausrichtung der europäischen Geldpolitik. Anders als bei einer nationalen Notenbankverfassung sind diese rechtlichen Absicherungen der geldpolitischen Unabhängigkeit durch den EG-Vertrag juristisch sehr gut verankert. Sie könnten nur durch eine in allen Mitgliedsländern zustimmungspflichtige Vertrags-Ratifikation geändert werden.

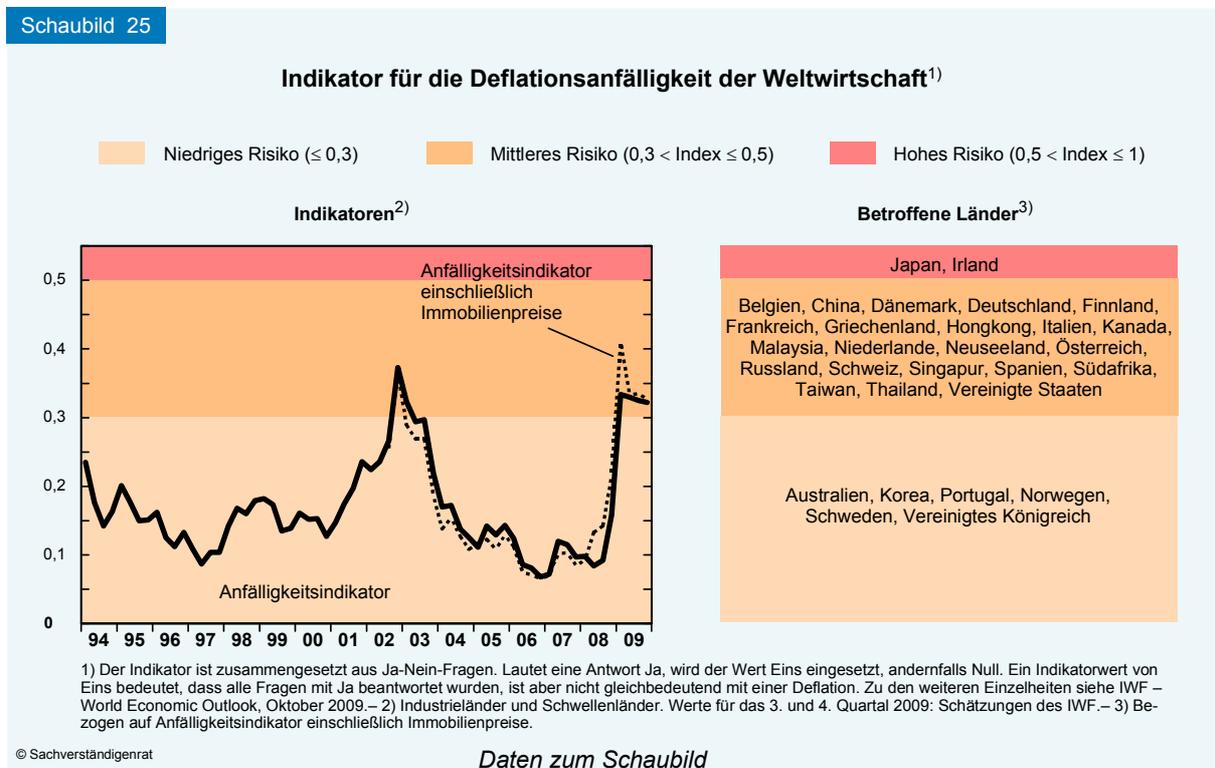
Die Verfassung der **US-amerikanischen Notenbank** zeichnet sich ebenfalls durch ein hohes Maß an Unabhängigkeit ihrer Entscheidungsträger aus. Die Amtszeit der sieben Mitglieder ihres Leitungsgremiums (Board of Governors) beträgt 14 Jahre, eine Wiederberufung ist ausgeschlossen. Sein Präsident wird aus der Reihe seiner Mitglieder vom US-amerikanischen Präsidenten für eine Amtszeit von vier Jahren berufen. Die Amtszeit des gerade wieder ernannten amtierenden Notenbank-Präsidenten endet am 31. Januar 2014, seine Mitgliedschaft im Board läuft jedoch noch bis zum 31. Januar 2020. Die neben den Mitgliedern des Board im geldpolitischen Entscheidungsgremium (Federal Open Market Committee) vertretenen fünf Präsidenten der regionalen Federal Reserve Banks werden für fünf Jahre ernannt. Insgesamt gesehen sind die Bestimmungen des Federal Reserve Act so angelegt, dass sie einen sehr

langfristigen Entscheidungshorizont und ein hohes Maß an geldpolitischer Unabhängigkeit gewährleisten. Problematisch ist hier allenfalls die relativ kurze Amtszeit des Präsidenten.

### Deflationsrisiken durch steigende Arbeitslosenquoten?

**143.** Bei den Gefährdungen für die Geldwertstabilität wird in der aktuellen Diskussion nicht nur ein Aufwärtsrisiko, sondern auch die Möglichkeit einer deflationären Entwicklung gesehen. Hierzu könnte es vor allem durch den Verfall von Immobilienpreisen kommen sowie durch einen Druck auf die Löhne aufgrund des deutlichen Anstiegs der Arbeitslosigkeit, der noch bis zum nächsten Jahr in vielen Ländern zu erwarten ist. Ein vom IWF erstellter **Indikator für die Anfälligkeit für eine Deflation** (Kumar et al., 2003; Decressin und Laxton, 2009) zeigt, dass hierfür eine moderate, im Zeitvergleich allerdings erhöhte Wahrscheinlichkeit besteht. Ein hohes Deflationsrisiko wird lediglich für Irland und Japan diagnostiziert (Schaubild 25).

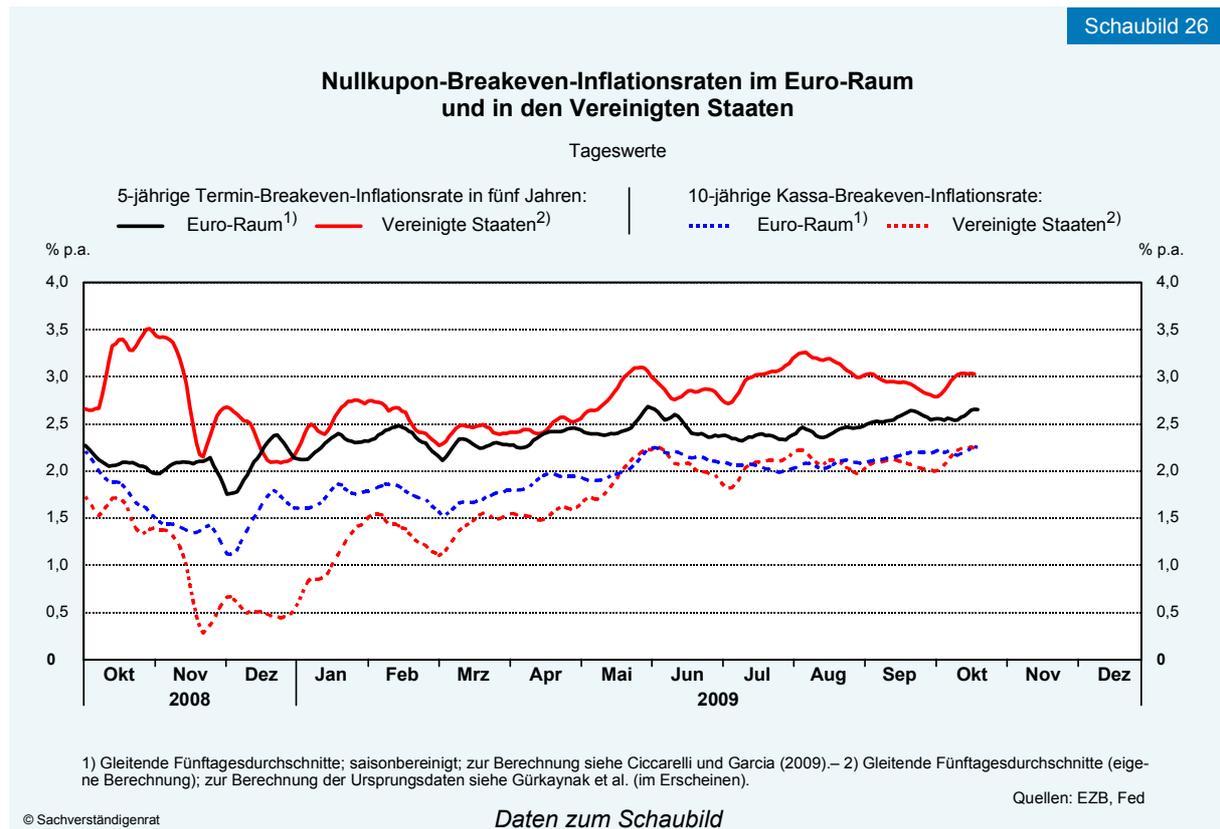
Schaubild 25



**144.** Für das Auftreten einer Deflation, das heißt eines anhaltenden Rückgangs des Preisniveaus, wie er in den 1930er-Jahren beobachtet werden konnte, kommt es jedoch neben einer hohen Arbeitslosigkeit vor allem darauf an, dass sich die **Preisänderungserwartungen** deutlich nach unten anpassen. Wenn die Wirtschaftssubjekte in der Breite mit einem Rückgang der Preise rechnen, sehen sie sich veranlasst, Käufe aufzuschieben, wodurch sich der Abwärtsprozess noch verstärkt.

Auf mittlere Sicht, das heißt für die nächsten fünf bis zehn Jahre, gehen die Anleger im Euro-Raum weder davon aus, dass die Inflationsraten deutlich steigen werden, noch davon, dass sie gegen Null tendieren oder dass es sogar zu einer Deflation kommt. Die aus dem Renditeabstand von indexierten und nicht-indexierten Anleihen abgeleiteten Inflationserwartungen

(Breakeven-Inflationsraten) liegen im **Euro-Raum** bei etwas über 2 vH (Schaubild 26). Sie sind daher trotz der aufgetretenen massiven Schocks gut durch das Inflationsziel und die glaubwürdige Geldpolitik der EZB verankert. Auch in den **Vereinigten Staaten** liegen die mittelfristigen Breakeven-Inflationsraten bei etwa 2,5 vH, auch wenn insbesondere die 10-jährige Kassa-Breakeven-Inflationsrate zu Ende des Jahres 2008 im Zusammenhang mit krisenbedingten Liquiditätsprämien etwas weniger gut als Indikator für Inflationserwartungen geeignet war. Auch hier ist also nicht zu erkennen, dass sich ein deflationärer Prozess entwickeln könnte.



**145.** Gegen das Auftreten einer globalen Deflation sprechen auch die Erfahrungen von Ländern, die über längere Zeit einer sehr ungünstigen wirtschaftlichen Entwicklung ausgesetzt waren. So haben sich in Schweden, Finnland und Kanada in den 1990er-Jahren massive negative Output-Lücken von 4 vH und mehr entwickelt, ohne dass es in diesen Ländern bei der Kerninflationsrate zu einer deflationären Spirale gekommen wäre, wie sie in den 1930er-Jahren beobachtet wurde. Allerdings befindet sich Japan seit langem in einer Situation, die durch ein stagnierendes oder leicht rückläufiges Preisniveau und ein sehr schwaches Wirtschaftswachstum gekennzeichnet ist.

### Solide Finanzpolitik erleichtert Exit-Strategie der Geldpolitik

**146.** Insgesamt ist es den Notenbanken bisher gut gelungen, die massiven Schockwellen, die von der Finanzkrise auf die Weltwirtschaft ausgegangen sind, so zu kanalisieren, dass auf der einen Seite nur geringe Risiken für eine deflationäre Entwicklung bestehen und dass auf der anderen Seite auch nicht damit zu rechnen ist, dass es zu einem baldigen weltweiten Preisauf-

trieb und neuen Instabilitäten auf den Finanzmärkten kommen wird. Rein **technisch gesehen** dürfte es den Zentralbanken auch nicht schwer fallen, die sehr hohe Liquidität des Bankensystems rasch abzuschöpfen, sobald sich ein Ende der nach wie vor bestehenden Unsicherheit im Verhältnis zwischen den Marktteilnehmern abzeichnet.

**147.** Nach einem Ende des Quantitative Easing dürfte es für Notenbanken allerdings nicht ganz einfach sein, den **richtigen Zeitpunkt** für ein Anziehen der zinspolitischen Zügel zu finden. Größere diagnostische Unsicherheiten resultieren vor allem aus der Schwierigkeit, das **Produktionspotenzial** und damit die Output-Lücke in der Situation nach der Krise angemessen zu bestimmen (Ziffer 78). Da jedoch derzeit die Gefahr einer Kreditklemme keinesfalls ausgeschlossen werden kann, erscheint ein geldpolitischer Kurswechsel bisher noch verfrüht.

**148.** Wenn man vermeiden will, dass – wie in den Jahren 2003 und 2004 – das Zinsniveau zu spät angehoben wird, müssen die Notenbanken in ihrer geldpolitischen Strategie dem Ziel der Finanzmarktstabilität ein deutlich größeres Gewicht beimessen. Die EZB verfügt mit ihrer **Zwei-Säulen-Strategie** – ähnlich wie die Bank von Japan – bereits über einen Analyserahmen, der es recht gut erlaubt, neben den prognostizierten aktuellen Risiken für die Preisniveaustabilität auch die Gefährdungen für die Finanzmarktstabilität zu berücksichtigen. Für eine umfassende Beurteilung der Geldpolitik, die den gestiegenen systemischen Risiken der modernen Finanzmärkte Rechnung trägt, wäre daher Notenbanken generell ein Ansatz vorzuschlagen, der realwirtschaftliche Indikatoren (erste Säule) und finanzwirtschaftliche Indikatoren (zweite Säule) verwendet, um damit gleichzeitig für ein stabiles Preisniveau und ein stabiles Finanzsystem zu sorgen (JG 2007 Ziffer 206).

**149.** Vor dem Hintergrund der hohen Staatsverschuldung ist die **Unabhängigkeit der Notenbanken** eine wichtige Voraussetzung für die mittelfristige Stabilität des Geldwerts. In den meisten Ländern verfügen die Zentralbanken über die notwendige personelle und ökonomische Unabhängigkeit. Gleichwohl ist es als nicht unproblematisch anzusehen, wenn – wie im Fall des Vereinigten Königreichs – der Ankauf von Staatsanleihen durch die Notenbank dem Umfang der jährlichen öffentlichen Neuverschuldung entspricht. Die dabei entstehende hohe Abhängigkeit des Kapitalmarkts von der Notenbank könnte dazu führen, dass – trotz geldpolitischer Unabhängigkeit – der Exit nicht oder nur verzögert vollzogen wird.

**150.** Insgesamt wird deshalb die Rückkehr zu normalen makroökonomischen Verhältnissen umso besser gelingen, je mehr die Fiskalpolitik bereit ist, sich zu einem **glaubhaften mittelfristigen Konsolidierungspfad** zu verpflichten. Bei den davon ausgehenden restriktiven Impulsen ergibt sich für die Notenbanken ein zinspolitischer Spielraum, der es für sich genommen erlauben würde, über längere Zeit an niedrigen Zinsen festzuhalten. Allerdings sind dabei stets die möglichen negativen Rückwirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems zu berücksichtigen. Diese dürften umso eher beherrschbar sein, als es im Bereich der Bankenaufsicht gelingt, einen besseren institutionellen Rahmen für die Finanzmärkte zu schaffen (Ziffern 198 ff.).

### III. Risiken durch eine hohe Verschuldung mittel- und osteuropäischer Länder

**151.** Zu den Risiken für die in den nächsten Jahren anstehende Exit-Phase zählt die makroökonomische Situation in den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedsländern. Die Länder dieser Region sind mit einem durchschnittlichen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um etwa 4 vH im Jahr 2009 in besonderem Maße von der Finanz- und Wirtschaftskrise betroffen worden. Dies liegt zum einen daran, dass sich viele Länder dieser Region während der Boomphase **in sehr hohem Maße im Ausland** und dabei auch noch **überwiegend in Fremdwährung verschuldet** hatten (Tabelle 14). Entscheidend für diese Entwicklungen war die Erwartung eines zukünftigen Beitritts zum Euro-Raum, die zu hohen Kapitalzuflüssen und vergleichsweise stabilen Wechselkursen führte. Die Wechselkursrisiken entsprechender Transaktionen wurden deshalb sowohl von den Kreditgebern, meist westeuropäische Banken, als auch von den Kreditnehmern unterschätzt.

Der globale Einbruch der Finanzmärkte führte dazu, dass die Kapitalströme in diese Region zeitweise völlig zum Erliegen kamen. Besonders betroffen hiervon waren die **baltischen Staaten**, die sich nach Jahren mit einer enorm hohen Kreditaufnahme im Ausland einem plötzlichen Versiegen der Finanzströme gegenübersehen. Hier kam es nach Defizitquoten bei der Leistungsbilanz zwischen 14,6 vH und 21,6 vH im Jahr 2007 zu einem so abrupten Umschwung, dass alle drei Länder im Jahr 2009 sogar einen Überschuss aufweisen.

Tabelle 14

#### Eckdaten zur finanziellen Situation in den neuen EU-Mitgliedsländern außerhalb des Euro-Raums

vH

Land	Leistungsbilanzsaldo <sup>1)</sup>		Nettoauslandsverschuldung <sup>2)</sup>	Fremdwährungskredite <sup>3)</sup>	Finanzierungssaldo des Staates <sup>1)</sup>	Marktanteil ausländischer Banken im Inland <sup>4)</sup>
	2007	2009				
	2008					
Bulgarien .....	- 25,2	- 11,4	- 34,9	57,2	1,5	83,9
Estland .....	- 17,8	1,9	- 68,8	86,1	- 3,0	98,9
Lettland .....	- 21,6	4,5	- 57,6	89,5	- 4,0	61,2
Litauen .....	- 14,6	1,0	- 41,5	64,6	- 3,2	85,1
Polen .....	- 4,7	- 2,2	- 15,4	35,0	- 3,9	72,6
Rumänien .....	- 13,5	- 5,5	- 32,5	50,9	- 5,4	89,0
Tschechische Republik .....	- 3,1	- 2,1	- 13,1	21,8	- 1,4	95,9
Ungarn .....	- 6,5	- 3,0	- 50,2	65,7	- 3,4	61,2

1) In Relation zum Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen.– 2) Gegenüber Banken und in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen. Stand: September 2008.– 3) In Relation zu den gesamten Krediten. Teilweise abweichender Bezugszeitraum. - <http://fsi.imf.org/FSIHome.aspx>.– 4) Gemessen an der Bilanzsumme der ausländischen Banken in vH der Bilanzsumme aller Banken des jeweiligen Landes.

Quellen: EU, EZB und IWF

Daten zur Tabelle

**152.** Die makroökonomische Stabilität in den Volkswirtschaften Ost- und Mitteleuropas liegt nicht nur im Interesse dieser Region. Sie ist von erheblicher Bedeutung für die Situation von **Banken in den alten EU-Mitgliedsländern**, die sich in der Vergangenheit teilweise sehr stark in dieser Region engagiert hatten. Besonders hohe Forderungen weisen hierbei Banken aus Österreich und Deutschland auf. Bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt ist der österreichi-

sche Bankensektor in besonderem Maße exponiert (Tabelle 15). Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass sich das inländische Bankensystem in vielen dieser Länder fast ausschließlich im Mehrheitsbesitz ausländischer Finanzinstitute befindet.

Tabelle 15

Kredite an mittel- und osteuropäische Länder von ausländischen Banken<sup>1)</sup>

Nationalität der berichtenden Banken	Mittel- und osteuropäische EU-Mitgliedsländer <sup>2)</sup>	Osteuropa <sup>3)</sup>	Osteuropa, insgesamt <sup>4)</sup>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Mrd US-Dollar			In Relation zum Bruttoinlandsprodukt des Geberlandes <sup>5)</sup> (vH)
Berichtsländer <sup>6)</sup> .....	797,8	921,3	1 179,3	X
Europäische Länder <sup>7)</sup> .....	751,6	872,5	1 092,7	X
darunter:				
Belgien .....	79,8	80,3	87,9	17,4
Deutschland .....	100,2	124,3	163,2	4,4
Frankreich .....	77,0	85,8	134,2	4,7
Italien .....	94,8	133,3	161,7	7,0
Österreich .....	145,1	179,5	209,9	50,6
Schweden .....	82,2	82,3	96,0	20,0

1) Stand: März 2009.– 2) Außerhalb des Euro-Raums.– 3) Länder in Spalte (1) einschließlich der übrigen mittel- und osteuropäischen Länder ohne die Russische Föderation und Ukraine.– 4) Länder in Spalte (2) einschließlich Russische Föderation und Ukraine.– 5) Im Jahr 2008 in jeweiligen Preisen.– 6) 30 Länder, siehe BIZ Quarterly Review September 2009, Notes to Tables 9 B, Seite A111.– 7) EU-15, Norwegen, Schweiz und Türkei.

Quelle: BIZ

Daten zur Tabelle

**153.** Im Frühjahr 2009 schien die Gefahr groß, dass es in einigen Ländern der Region zu einem **sich selbst verstärkenden Abwertungsprozess** kommen könne, wie er in den Jahren 1997 und 1998 während der Asienkrise zu beobachten gewesen war. Durch international koordinierte Rettungspakete von EU, IWF und Weltbank sowie die Unterstützung der EZB unter anderem über Swap-Geschäfte konnte die Situation jedoch weitgehend entschärft werden. Allerdings haben die Programme der EU, des IWF und der Weltbank den Nachteil, dass sie an Bedingungen geknüpft sind, die eine sofortige **kontraktive und damit prozyklische Wirtschaftspolitik** erfordern. Dies verstärkt – wie in der Asienkrise, wenn auch nicht so massiv – den gegenwärtigen Abschwung in den betroffenen Ländern (Weisbrot et al., 2009).

Für **Lettland** wurde im Dezember 2008 ein Rettungspaket unter anderem von EU und IWF in Höhe von 7,5 Mrd Euro beschlossen. Bedingung hierfür war, das Staatsdefizit im Jahre 2009 von prognostizierten 12,0 vH auf 5,0 vH zu reduzieren. Dies hatte drastische Einsparungen im Staatshaushalt zur Folge, die allerdings noch deutlich vergrößert werden mussten, als die vom IWF prognostizierte Zuwachsrate des lettischen Bruttoinlandsprodukts von -5,0 vH auf -18,0 vH revidiert wurde.

Alternativ zu den Konditionalkrediten des sogenannten Stand-By-Arrangements, wie sie bisher in mittel- und osteuropäischen Ländern genutzt wurden, hat der IWF im März 2009 eine

**flexible Kreditlinie** eingerichtet. Länder, die sich bisher durch besonders gute Fundamentaldaten und nachhaltige Politik ausgezeichnet haben, können sich für die Nutzung dieser flexiblen Kreditlinie qualifizieren. Zur Krisenprävention oder im Falle einer Krise können diese Länder dann Mittel aus der flexiblen Kreditlinie des IWF ohne weitere Bedingungen erhalten, sodass eine prozyklische Finanzpolitik vermieden werden kann.

**154.** Es besteht weitgehend Einigkeit darüber, dass eine vollständige Mitgliedschaft in der Europäischen Währungsunion während der Finanzmarktkrise ein wesentlicher stabilisierender Faktor war. So zeigten sich Slowenien und die Slowakei, die den Euro bereits eingeführt haben, relativ unbeeindruckt von den Turbulenzen im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise. Es stellt sich somit die Frage, ob es für die finanzielle Stabilität der EU-Mitgliedsländer dieses Raums nicht vorteilhaft wäre, eine engere **währungspolitische Verzahnung** zu schaffen, um das Risiko einer sich selbst verstärkenden Spirale aus Abwertung und einer steigenden Verschuldung des privaten Sektors in heimischer Währung definitiv zu beseitigen.

**155.** Nach den geltenden Bestimmungen müssen EU-Mitgliedsländer, die der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion beitreten wollen, gemäß Artikel 121 des EG-Vertrags vier **Konvergenzkriterien** erfüllen. Während sich diese Kriterien für die EU-12, für die sie ursprünglich geschrieben wurden, als sinnvoll erwiesen haben, ist dies für die EU-27 nicht mehr ohne weiteres gegeben:

- Probleme stellen sich vor allem beim **Inflations-Kriterium**, wonach ein Mitgliedsland eine Preissteigerungsrate aufweisen muss, die den Durchschnittswert der drei EU-Mitgliedsländer mit der niedrigsten Inflationsrate um nicht mehr als 1,5 vH überschreiten darf. Dies benachteiligt die neuen Kandidaten, weil es in einer Europäischen Gemeinschaft aus 27 statt aus zwölf Staaten schwieriger ist, ähnliche Werte wie die drei Staaten mit den niedrigsten Raten zu erreichen. Zudem kann der relevante Durchschnitt durch Länder bestimmt werden, die nicht zum Euro-Raum zählen. So verfehlte Litauen im Jahr 2006 dieses Kriterium mit einer Inflationsrate von 2,7 vH für den Referenzzeitraum um ein Promille, weil der Referenzwert neben Finnland von Schweden und Polen bestimmt wurde, die damals wechselkursbedingt sehr niedrige Inflationsraten aufwiesen. In der derzeitigen, durch deflationäre Tendenzen geprägten wirtschaftlichen Lage könnte das Kriterium dazu führen, dass ein Kandidat eine Inflationsrate erreichen muss, die sogar unter dem Zielwert der EZB von knapp unter 2 vH liegt.
- Das **Defizitkriterium** kann sich ebenfalls für längere Zeit als eine große Hürde erweisen. Als Folge der aktuellen Wirtschaftskrise dürften sich im Jahr 2010 einige EU-Mitgliedsländer in Mittel- und Osteuropa strukturellen Defizitquoten in der Größenordnung von 5 vH gegenübersehen, für Lettland ist sogar mit einem Fehlbetrag von 12 vH zu rechnen. Selbst bei einer konsequenten Konsolidierungsanstrengung dürfte das Defizitkriterium in solchen Ländern auf längere Zeit den Eintritt in den Euro-Raum verhindern.

**156.** Hilfreich wäre deshalb eine **Änderung der Konvergenzkriterien**, insbesondere eine Neuformulierung des Inflationskriteriums, wonach allein das Inflationsziel der EZB für den Referenzwert maßgeblich ist. Allenfalls theoretisch denkbar wäre ein – mit hohen stabilitäts-

politischen Risiken verbundener – völliger Verzicht auf eine solche Eingangsprüfung. Allerdings würde selbst eine Neuformulierung eines Konvergenzkriteriums eine von allen Mitgliedstaaten akzeptierte Änderung des EG-Vertrags (Artikel 121) erforderlich machen, deren Ergebnis unsicher ist und zudem erst nach einigen Jahren vorliegen würde. Gleichwohl sollte im Interesse eines stetigen Fortgangs der währungspolitischen Integration eine Neufassung zumindest des Inflations-Kriteriums in Angriff genommen werden.

**157.** In Anbetracht dieser Hindernisse könnte sich ein Land dazu entscheiden, den Euro unilateral, das heißt ohne Absprache mit der EZB oder der Europäischen Union, als alleiniges Zahlungsmittel einzuführen (**Euroisierung**). Zwar gibt es ein solches Arrangement – ohne Mitsprache- und Stimmrechte im Eurosystem – mit dem Kosovo und mit Montenegro, aber die Europäische Union und die EZB haben deutlich gemacht, dass eine Ausweitung nicht erwünscht ist. Ohne die Unterstützung durch die Gemeinschaft wäre die finanzielle Situation eines Landes nach der Euroisierung ähnlich instabil wie davor, da es an einem **Lender of Last Resort** fehlt, der bei einem Vertrauensverlust in das heimische Bankensystem in der Lage wäre, die notwendige Bereitstellung von Euro-Bargeld zu gewährleisten.

**158.** Wenn man die neuen EU-Mitgliedsländer mit einer hohen Fremdwährungsverschuldung verlässlich vor Entwicklungen wie im Fall der Asienkrise schützen möchte, wäre dies am einfachsten über eine Änderung der Regelungen des **Wechselkursmechanismus II** (WKM II) zu erreichen. Eine zumindest zweijährige, spannungsfreie Teilnahme an diesem Regelwerk ist als weiteres Konvergenzkriterium Voraussetzung für die Aufnahme in die Währungsunion. Derzeit sind neben Dänemark nur die drei baltischen Länder Mitglied in diesem Arrangement. Nach den Bestimmungen des WKM II (Entscheidung des Rates vom 16. Juni 1997) können die Teilnehmerländer bei Interventionen auf die „sehr kurzfristige Finanzierung“ zugreifen, die ihnen auf kurze Sicht quantitativ unbegrenzte Euro-Kredite durch die EZB zur Verfügung stellt. Allerdings müssen diese innerhalb weniger Monate in der Form von Euro-Guthaben oder anderen internationalen Reservewährungen wieder getilgt werden. Es besteht also eine harte Budget-Restriktion für die Mitgliedsländer.

Wenn sich die EZB bereit erklären würde, entweder auf eigene Rechnung zur Stützung von Mitgliedswährungen des WKM II aktiv zu werden oder aber bei der Inanspruchnahme der „sehr kurzfristigen Finanzierung“ die Rückzahlungsfrist auf einen Zeitraum von mehreren Jahren auszuweiten, würde dies erheblich zur Stabilisierung der Situation beitragen. Dann könnte ein Mitgliedsland des WKM II im Prinzip nicht mehr zum Opfer einer spekulativen Attacke werden, die darauf setzt, dass ein Land nur über begrenzte Währungsreserven zur Verteidigung seiner Währung verfügt. Die WKM II-Mitgliedschaft käme dann **de facto** einer vollständigen **Teilnahme an der Währungsunion** gleich.

Eine solche Ausweitung der Beistandsmechanismen liegt im Interesse der finanziellen Stabilität sowohl in den neuen Mitgliedsländern als auch im Euro-Raum. Da sie die vom Devisenmarkt tendenziell ausgehenden Disziplinierungsmechanismen weitgehend außer Kraft setzt, ist sie jedoch nicht ohne Risiken. Die hier diskutierten Maßnahmen wären deshalb nur dann vertretbar, wenn sie mit verbindlichen Verpflichtungen zur **fiskalpolitischen Konsolidierung**

einhergehen. Ein Modell hierfür ist der bereits beschriebene Konsolidierungspakt (Ziffern 112 ff.).

#### IV. Einen unkontrollierten Ausstieg aus dem US-Dollar vermeiden

**159.** Die schwierige Wegstrecke, die es in den nächsten Jahren zu bewältigen gilt, könnte zudem dadurch gefährdet werden, dass es zu abrupten Veränderungen bei den Weltwährungsverhältnissen kommt. Nach dem weltweit massiven Anstieg von US-Dollar-Reserven in den letzten Jahren besteht ein möglicher Auslöser für Instabilität auf den Devisenmärkten in einem unkontrollierten Ausstieg, vor allem von Schwellenländern, aus dem US-Dollar als Reservewährung.

##### 1. Der US-Dollar ist nach wie vor die wichtigste Reservewährung

**160.** In diesem Jahrzehnt ist es zu einem ungewöhnlich starken Anstieg der Währungsreserven von Notenbanken gekommen. Sie beliefen sich im Jahr 2008 in US-Dollar bewertet auf rund 6,6 Bio US-Dollar, damit war das Volumen dieser Aktiva fast viermal so hoch wie im Jahr 1999. Besonders ausgeprägt war die Zunahme bei der Gruppe der **Schwellenländer**, die ihre entsprechenden Aktiva in diesem Zeitraum von 0,7 Bio US-Dollar auf 4,2 Bio US-Dollar ausweiteten.

Bei den Industrieländern war die Entwicklung mit einem Anstieg um 1,3 Bio US-Dollar sehr viel verhaltener, sie ist vor allem auf die starken Devisenmarkt-Interventionen Japans in den Jahren 2002 bis 2004 zurückzuführen.

Unter den Schwellen- und Entwicklungsländern ist keine einheitliche Entwicklung zu erkennen. Bezieht man die internationalen Reserven auf das Bruttoinlandsprodukt, so sind große Unterschiede im Niveau des Jahres 2008 wie auch in der Veränderung über den Zeitraum von 2000 bis 2008 zu erkennen (Tabelle 16, Seite 110). Besonders hohe Bestände in Relation zu ihrer Wirtschaftsleistung weisen die asiatischen Schwellenländer auf. Hierbei zeigt sich insbesondere das Bestreben, nach den schlechten Erfahrungen mit der Asienkrise über eine ausreichende **Versicherung** gegen ähnliche makroökonomische Schocks zu verfügen. Hinzu kommen Probleme mit äußerst hohen und volatilen Kapitalströmen, beispielsweise im Zusammenhang mit den Erlösen aus Rohölexporten und dem Ausnutzen internationaler Zinsdifferenzen im Rahmen des Carry Trade. Eine wichtige Rolle spielt dabei eine teilweise stark **am US-Dollar orientierte Wechselkurspolitik**. Letzteres Motiv dürfte auch die hohen und bis zum Jahr 2007 stark zunehmenden Währungsreserven von Ländern wie China, Malaysia, der Ukraine oder Bolivien erklären.

**161.** Bei der starken Expansion der globalen Reserven hat sich deren **Währungsstruktur** nur vergleichsweise wenig verändert. Mit einem Anteil von 64,1 vH im Jahr 2008 an den statistisch ausgewiesenen Reserven ist der US-Dollar nach wie vor mit Abstand die wichtigste Anlagewährung, gefolgt vom Euro mit einem Anteil von 26,5 vH. Gegenüber dem Jahr 1999 mit einem Anteil des US-Dollar von 71,0 vH und einem Anteil des Euro von 17,9 vH ist dabei jedoch eine deutliche Zunahme der Reservewährungsrolle der europäischen Währung zu Lasten des US-Dollar zu beobachten.

Tabelle 16

**Währungsreserven ausgewählter Schwellen- und Entwicklungsländer  
in Relation zum Bruttoinlandsprodukt<sup>1)</sup>**

	2000	2003	2007	2008	Veränderung 2008/2000 <sup>2)</sup>
	vH				Prozentpunkte
Ägypten .....	13,0	16,5	23,1	19,7	6,7
Albanien .....	14,7	16,0	19,3	17,8	3,1
Argentinien .....	8,6	10,3	17,0	13,7	5,1
Bolivien .....	10,5	8,2	33,8	41,4	30,9
Brasilien .....	5,0	8,8	13,5	12,3	7,2
Chile .....	19,5	20,6	10,2	13,5	- 6,0
China .....	13,8	24,6	45,2	38,6	24,8
Indien .....	8,1	17,0	24,2	20,4	12,4
Indonesien .....	17,1	14,8	12,7	9,6	- 7,4
Kasachstan .....	8,7	13,7	15,0	13,2	4,5
Kolumbien .....	8,9	11,1	9,7	9,5	0,5
Kroatien .....	15,8	24,2	23,3	18,7	2,9
Malaysia .....	29,2	38,8	54,1	40,9	11,6
Mexiko .....	5,6	8,2	8,4	8,6	3,0
Paraguay .....	8,9	14,6	19,5	17,3	8,4
Peru .....	15,7	15,9	25,0	23,7	8,0
Philippinen .....	17,1	17,0	20,9	19,7	2,6
Russland .....	9,3	17,0	36,0	24,5	15,2
Südafrika .....	4,4	3,7	10,3	10,9	6,6
Südkorea .....	18,0	24,0	24,9	21,6	3,6
Thailand .....	26,0	28,7	34,6	39,6	13,6
Türkei .....	8,4	11,1	11,3	9,6	1,2
Ukraine .....	3,5	13,3	22,2	17,1	13,6
Uruguay .....	10,7	17,2	17,0	19,7	9,1
Venezuela .....	10,8	18,6	10,4	10,2	- 0,6

1) In jeweiligen Preisen.– 2) Veränderungen im Zeitraum der Jahre 2000 bis 2008.

Quelle für eigene Berechnungen: IWF

*Daten zur Tabelle*

Nach Daten des US-amerikanischen Schatzamtes (US Treasury International Capital System) hielten staatliche Investoren Ende Juni 2008 US-amerikanische Wertpapiere in Höhe von 3,5 Bio US-Dollar, davon entfiel rund die Hälfte auf langfristige Staatsanleihen. Mit einem Betrag von fast einer Bio US-Dollar nehmen Papiere der staatlich geförderten Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac einen relativ großen Anteil an diesen Portfolien ein. Mit 527 Mrd US-Dollar hat vor allem China in großem Maße solche Anleihen erworben. Die in dieser Statistik ausgewiesenen US-Dollar-Reserven sind etwas höher als der von der Statistik des IWF für das zweite Quartal 2008 ermittelte Betrag (2,8 Bio US-Dollar), was unter anderem darauf zurückzuführen sein dürfte, dass die IWF-Statistik anstelle aller staatlichen Investoren nur Währungsbehörden ausweist.

**162.** Insgesamt steht außer Zweifel, dass es dem US-Dollar gelungen ist, seine Position als wichtigste internationale Reservewährung zu behaupten, obwohl seine offizielle Reservewährungsrolle mit dem Zusammenbruch des Bretton Woods Systems im März 1973 schon vor Jahrzehnten ihr Ende gefunden hat. Auch die Finanzkrise hat diese dominante Stellung der US-amerikanischen Währung bisher nicht beeinträchtigt.

## 2. Reservewährung: Fluch oder Segen?

**163.** Auf den ersten Blick erscheint der Status einer internationalen Reservewährung als sehr attraktiv. Er ermöglicht es einem Land, Leistungsbilanzdefizite einzugehen und diese zu sehr günstigen Konditionen zu finanzieren. Insbesondere kann dadurch die mit einem negativen Außenbeitrag tendenziell verbundene Abwertung der heimischen Währung verhindert werden. Der frühere US-amerikanische Finanzminister John Connally hat diesen Sachverhalt Anfang der 1970er-Jahre so formuliert: „The Dollar is our currency, but your problem“.

Schon in den 1960er-Jahren ist dieses „**exorbitante Privileg**“ der Vereinigten Staaten insbesondere von französischen Politikern kritisch gesehen worden. In der jüngsten Vergangenheit hat sich – neben Russland mit Währungsreserven von 383 Mrd US-Dollar – vor allem China, das mit Währungsreserven in Höhe von insgesamt 2 175 Mrd US-Dollar (jeweils Ende Juli 2009), die Schätzungen zufolge zu drei Vierteln in US-Dollar-Aktiva gehalten werden, mit Abstand den größten Investor in diesem Bereich darstellt, dafür ausgesprochen, den US-Dollar als internationale Reservewährung abzulösen (Xiaochuan, 2009). An seine Stelle solle das Sonderziehungsrecht (SZR), die Rechnungseinheit des IWF, treten (Ziffer 167).

**164.** Der in den letzten Jahren zu beobachtende starke Anstieg von US-Dollar-Guthaben zahlreicher Notenbanken ist jedoch nicht ohne weiteres als das Resultat einer unangemessenen Dominanz der Vereinigten Staaten anzusehen, bei der Schwellenländer zum Aufbau von US-Dollar-Beständen gezwungen gewesen wären. In einer Reihe von Ländern ist sie vielmehr das Resultat einer **gezielten Wechselkurs-Politik**. So hat vor allem China in der durch große „globale Ungleichgewichte“ gekennzeichneten Periode der Jahre von 2002 bis 2007 mit umfangreichen Interventionen am Devisenmarkt eine Aufwertung seiner Währung gegenüber dem US-Dollar in engen Grenzen gehalten (JG 2006 Ziffern 167 ff. und 205 ff.). Auf diese Weise wurde in der Phase vor dem Ausbruch der Finanzkrise verhindert, dass der Wechselkurs seine Wirkung als globaler Anpassungsmechanismus entfalten konnte. Wenn sich Vertreter Chinas heute über die Reserverolle des US-Dollar beklagen, wird dabei übersehen, dass sie hierzu durch ihre eigene Politik ganz wesentlich und sogar entgegen dem erklärten Willen der Vereinigten Staaten beigetragen haben.

Aus der Sicht der Vereinigten Staaten ist die Reservewährungsrolle deshalb nicht nur als vorteilhaft anzusehen. Indem ausländische Notenbanken eine Abwertung des US-Dollar verhindern, wird das Potenzial des internationalen Sektors der US-amerikanischen Wirtschaft behindert. Zugleich führte die Anlage der Reserven am US-amerikanischen Kapitalmarkt zu sehr niedrigen langfristigen Zinsen, wodurch die Fehlentwicklungen im Immobilienmarkt begünstigt wurden.

**165.** Als wichtiges Motiv für die Reservehaltung wird die **Versicherung** eines Landes gegenüber makroökonomischen Schocks genannt (Obstfeld et al., 2008). Ein Beleg hierfür sind die überdurchschnittlich hohen Reservebestände vieler Länder in Asien, mit denen sie heute deutlicher besser als während der Währungskrise des Jahres 1997 gegen Schocks gewappnet sind. In verschiedenen empirischen Studien wurde gezeigt, dass die Bestände an Währungsreserven in Schwellenländern weit über das hinausgehen, was als „**Vorsichtskasse**“ im Fall von

kurzfristigen Schocks bei Importen oder Exporten sowie bei Störungen des Kapitalverkehrs erforderlich sein könnte (EZB, 2006; Jeanne und Ranciére, 2008).

### Ein kontrollierter Ausstieg aus dem US-Dollar

**166.** Bei der Diskussion über die Reservewährungsrolle des US-Dollar geht es zum einen kurz- und mittelfristig um die Frage einer besseren Diversifikation der hohen **Bestände** an Währungsreserven, ohne dass sich dabei gravierende Verwerfungen auf den internationalen Devisenmärkten einstellen. Dieses Problem würde umso drängender, je mehr es durch eine stark steigende Staatsverschuldung in den Vereinigten Staaten zu einem Vertrauensverlust in die US-amerikanische Währung käme.

Zum anderen stellt sich auf mittlere und lange Sicht vor allem die Frage, ob es Möglichkeiten gibt, einen weiteren **Anstieg** der globalen Währungsreserven dadurch zu bremsen, dass den einzelnen Staaten neben der individuellen Versicherung durch Währungsreserven kollektive Formen der Absicherung gegen exogene Schocks („Sudden Stops“) eröffnet werden, zum Beispiel durch einen autonomen Zugriff auf Überziehungs-Fazilitäten des IWF oder eine automatische Bereitstellung von IWF-Krediten beim Eintreten von ex ante definierten Schocks. Die Versicherungsfunktion des IWF könnte auch dadurch gestärkt werden, dass die Quoten des IWF so neu justiert werden, dass der Einfluss der Schwellenländer auf die Entscheidungsprozesse des Fonds gestärkt wird.

**167.** Für das **Bestandsproblem** existiert mit dem Modell des sogenannten **Substitutionskontos** ein schon in den 1980er-Jahren diskutierter Ansatz (Kenen, 2009; Sobol, 1979). Es sollte IWF-Mitgliedsländern die Möglichkeit geben, beim IWF US-Dollar-Reserven gegen Aktiva einzutauschen, die auf das SZR lauten. Dabei handelt es sich um einen Währungskorb, der sich aus dem US-Dollar, dem Euro, dem Yen und dem Pfund Sterling zusammensetzt (Tabelle 17).

Zu aktuellen Wechselkursen beträgt der Anteil des US-Dollar an diesem Korb 39,8 vH, auf den Euro entfallen 38,1 vH, auf den Yen 12,7 vH und auf das Pfund Sterling 9,4 vH. Damit wird deutlich, warum Länder mit hohen US-Dollar-Reserven ein großes Interesse daran haben, diese in Aktiva zu tauschen, die auf das SZR lauten. Sie könnten auf diese Weise den US-Dollar-Anteil ihrer Portfolios deutlich reduzieren. Doch darin liegt auch die Problematik eines solchen Lösungsansatzes. Wenn sich der IWF bereit erklärte, seinen Mitgliedsländern in größerem Umfang eine Substitution von US-Dollar-Reserven durch SZR-Reserven zu ermöglichen, würde das Risiko eines Wertverlustes beim US-Dollar von einzelnen Mitgliedsländern auf die internationale Staatengemeinschaft übertragen: Ein vom IWF betriebenes Substitutionskonto würde auf seiner Aktivseite US-Dollar-Aktiva halten, auf der Passivseite würden die von ihm emittierten, auf das SZR lautenden Aktiva verbucht. Durch eine US-Dollar-Abwertung entstehende Verluste eines Substitutionskontos müssten vom IWF übernommen werden.

Zusammensetzung des Sonderziehungsrechts<sup>1)</sup>

Tabelle 17

Währung	Betrag im SZR-Währungskorb in nationalen Währungseinheiten	Aktueller Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar	US-Dollar Äquivalent	Anteil am Korb in vH
	(1)	(2)	(3) = (2) * (1)	(4) = (3) / 1,589023
Euro	0,4100	1,47640	0,605324	38,1
Japanischer Yen	18,4000	90,85000	0,202532 <sup>a)</sup>	12,7
Pfund Sterling	0,0903	1,65190	0,149167	9,4
US-Dollar	0,6320	1,00000	0,632000	39,8
			<b>1,589023</b>	<b>100</b>

1) www.imf.org/external/np/fin/data/rms\_sdrv.aspx. Stand: 4. November 2009.– a) (3) = (1) / (2).

Quelle: IWF

Daten zur Tabelle

**168.** Ein wichtiger, in der Öffentlichkeit allerdings kaum bemerkter Schritt zu einem mit dem Substitutionskonto vergleichbaren Arrangement ist die vom IWF im Juli 2009 beschlossene Emission von auf das SZR lautenden Schuldscheinen (Notes), die eine Laufzeit von einem Jahr bis zu fünf Jahren aufweisen. Das Potenzial für dieses Instrument ist daran abzulesen, dass es für den IWF im Prinzip keine quantitative Obergrenze für diese Papiere gibt. Das erste **Note Purchase Agreement** mit einem Volumen von 50 Mrd US-Dollar wurde im September 2009 mit China getroffen. Indien und Russland haben ihr Interesse an solchen Papieren bekundet.

Auch wenn es auf der einen Seite zu begrüßen ist, dass der Fonds auf diese Weise zusätzliche Mittel erhält, ist zugleich zu berücksichtigen, dass es dabei zu einer Vergemeinschaftung nationaler Risiken kommt.

**169.** Es ist deshalb zu prüfen, ob sich die Staaten mit hohen US-Dollar-Reserven nicht selbst vor einer stärkeren Abwertung des US-Dollar schützen sollten. Da es im **Eigeninteresse** dieser Akteure liegen müsste, einem unkontrollierten Ausstieg aus dem US-Dollar entgegenzuwirken, könnten sie einer solchen Entwicklung entgegentreten, indem sie eine gemeinsame Verpflichtung eingehen, ihre US-Dollar-Guthaben nicht abrupt, sondern koordiniert und nur über einen längeren Zeitraum in andere Währungen zu transferieren.

Dass eine solche Koordinationslösung zwischen Notenbanken möglich ist, verdeutlicht das **Washingtoner-Goldabkommen** aus dem Jahr 1999, in dem sich die Mitgliedsnotenbanken des Eurosystems sowie die Schwedische und die Schweizerische Notenbank verpflichtet haben, ihre Goldverkäufe über einen Zeitraum von fünf Jahren quantitativ zu begrenzen. Das Abkommen wurde in den Jahren 2004 und 2009 für jeweils weitere fünf Jahre verlängert. Das am 7. August 2009 beschlossene Abkommen sieht vor, dass die beteiligten Länder insgesamt jährlich nicht mehr als 400 Tonnen Gold verkaufen. Die Quoten für die einzelnen Länder werden im Rahmen eines abgestimmten Programms festgelegt.

**170.** Für die **Wirtschaft in Deutschland und im Euro-Raum**, die sich in den nächsten Jahren ohnehin einer schwierigen Wegstrecke gegenüber sieht, stellte eine abrupte Euro-Aufwertung gegenüber dem US-Dollar ein erhebliches Risiko dar. Es liegt also im Interesse der deutschen Wirtschaftspolitik, dass sich die Diversifikation der globalen Währungsreserven möglichst friktionsfrei vollzieht. Die vom IWF ermöglichte Diversifikation durch die Emission von Schuldscheinen ist daher im Grundsatz positiv zu bewerten. Allerdings sollte auch an die **Eigenverantwortung** der Reservehalter appelliert werden. Dazu könnte es hilfreich sein, die Möglichkeit einer Diversifikation über den IWF quantitativ zu beschränken und sie zugleich davon abhängig zu machen, dass sich ein Land zu einer freiwilligen Selbstbeschränkung beim Verkauf von US-Dollar-Reserven bereit erklärt. Damit könnten die Anreize für ein international koordiniertes Vorgehen beim Ausstieg aus dem US-Dollar deutlich erhöht werden.

### Literatur

- Balassone, F., D. Franco und S. Zotteri (2007) *The Reliability of EMU Fiscal Indicators: Risks and Safeguards*, Temi di discussione del Servizio Studi, Banca d'Italia, 633.
- Buiter, W. (2005) *The 'Sense and Nonsense of Maastricht' Revisited: What Have We Learnt About Stabilization In EMU?* CEPR Discussion Paper, 5405, Dezember.
- Buti, M., J. Nogueira Martins und A. Turrini (2007) *From Deficits to Debt and Back: Political Incentives under Numerical Fiscal Rules*, CESifo Economic Studies, 53 (1), 115 - 152.
- Calmfors, L. (2006) *The Revised Stability and Growth Pact – A Critical Assessment*, The Journal for Money and Banking of the Bank Association of Slovenia.
- Ciccarelli, M. und J. A. Garcia (2009) *What Drives Euro Area Break-even Inflation Rates?*, EZB Working Paper Series, 996, Januar.
- Dabán Sánchez, T., E. Detragiache, G. di Bella, G. M. Milesi-Ferretti und S. Symansky (2003) *Rules-Based Fiscal Policy in France, Germany, Italy and Spain*, IMF Occasional Paper, 225.
- Decressin, J. und D. Laxton (2009) *Gauging Risks for Deflation*, IMF Staff Position Note, SPN/09/01.
- Europäische Zentralbank (2006) *The Accumulation of Foreign Reserves*, Occasional Paper Series, 43, Februar.
- Europäische Kommission (2009a) *Public Finances in EMU 2009*, European Economy 5.
- Europäische Kommission (2009b) *Sustainability Report 2009*, European Economy 9.
- Feinman, J. N. (1993) *Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform*, Federal Reserve Bulletin, 79, 569 - 589.
- Gürkaynak, R. S., B. Sack und J. W. Wright (im Erscheinen) *The TIPS Yield Curve and Inflation Compensation*, American Economic Journal: Macroeconomics, 2010 (1).
- Internationaler Währungsfonds (2009) *World Economic Outlook*, Oktober.
- Jeanne, O. und R. Ranciére (2008) *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications*, CEPR Discussion Paper, 6723.
- Kenen, P. (2009) *Revisiting the Substitution Account*, [http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Substitution\\_Account\\_Draft\\_with\\_Tables\\_Inserted.pdf](http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Substitution_Account_Draft_with_Tables_Inserted.pdf).

- Kumar, M., T. Baig, J. Decressin, C. Faulkner-MacDonagh und T. Feyzioglu (2003), *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper, 221.
- Milesi-Ferretti, G. M. (2003) *Good, Bad or Ugly? On the Effects of Fiscal Rules with Creative Accounting*, Journal of Public Economics, 88, 377 - 394.
- Obstfeld, M., J. C. Shambaugh und A. M. Taylor (2008) *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*, NBER Working Paper 14217.
- Romer, C. D. und D. H. Romer (1989) *Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz*, NBER Macroeconomics Annual, Vol. 4, ed. by O. J. Blanchard and S. Fischer (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Savage, J. D. und A. Verdun (2009) *Reforming Europe's Stability and Growth Pact: Lessons from the American Experience in Macrobudgeting*, Internet: <http://www.unc.edu/euce/eusa2007/papers/savage-j-09b.pdf>
- Sobol, D. (1979) *A Substitution Account: Precedents and Issues*, Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review.
- Weisbrot, M., R. Ray, J. Johnston, J. A. Cordero und J. A. Montecino (2009) *IMF-Supported Macroeconomic Policies and the World Recession: A Look at Forty-One Borrowing Countries*, Center for Economic Policy Research, Washington.
- Xiaochuan, Z. (2009) *Reform of the International Monetary System*, <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>.