



SACHVERSTÄNDIGENRAT
*zur Begutachtung der
gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*

Auszug aus dem Jahresgutachten 2010/11

Deutschland und die europäischen Ungleichgewichte

(Textziffern 176 bis 233)

Verfahren des Stabilitäts- und Wachstumspakts auf eine breitere Basis stellen und sie zugleich erheblich beschleunigen. Allerdings steht und fällt die Durchsetzung der Sanktionen damit, dass sie vom Rat auch tatsächlich beschlossen werden. Deshalb wäre es aus der Sicht der Sachverständigenrates dringend geboten, die Bestimmungen des Pakts so zu ändern, dass die Initiative für die einzelnen Verfahrensschritte grundsätzlich von der Kommission ausgeht und der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister eine umgekehrte Mehrheit benötigt, wenn er ein anderes Vorgehen anstrebt.

Zugleich hat der Europäische Rat zum Ausdruck gebracht, dass er die Einrichtung eines **ständigen Krisenmechanismus** zur Wahrung der Finanzmarktstabilität im gesamten Euro-Währungsgebiet für erforderlich hält. Er begrüßte dabei „die Absicht der Kommission, in enger Absprache mit dem Präsidenten des Europäischen Rates Vorbereitungsarbeiten zu den allgemeinen Merkmalen eines künftigen neuen Mechanismus durchzuführen, unter anderem zu der Rolle des privaten Sektors und der Rolle des IWF sowie den äußerst strikten Auflagen, an die die Durchführung solcher Programme geknüpft sein sollte.“ Keinesfalls darf es sich dabei nur um eine de facto Verlängerung des EFSF handeln. Vielmehr kommt es entscheidend darauf an, dass der ständige Krisenmechanismus für Länder mit unzureichender Fiskaldisziplin – wie in diesem Kapitel vorgeschlagen wurde – zwingend eine substanzielle Beteiligung des privaten Sektors vorsieht.

III. Deutschland und die europäischen Ungleichgewichte

176. Neben der Debatte über die Reform des institutionellen Regelwerks in der Währungsunion wird aktuell über die Rolle Deutschlands beim Aufbau und beim anzustrebenden Abbau der makroökonomischen Ungleichgewichte im Euro-Raum diskutiert. Um diese Fragen zu erörtern, muss die wirtschaftliche Entwicklung der vergangenen zwei Jahrzehnte in den Blick genommen werden. Die Anzahl der Arbeitslosen in Deutschland verringerte sich von 5 Millionen Personen zu Anfang des Jahres 2005 auf unter 3 Millionen Personen im Herbst 2010 – und das trotz des größten Wirtschaftseinbruchs der Nachkriegszeit. Mit dem noch im vergangenen Jahr von den meisten Ökonomen kaum für möglich gehaltenen Aufschwung beginnt Deutschland die Früchte eines lang anhaltenden und teilweise heftig umstrittenen Reformprozesses zu ernten, in dessen Folge Deutschland vom „**kranken Mann Europas**“ zum Motor des wirtschaftlichen Erholungsprozesses in Europa geworden ist.

177. Die Ursachen, die dem Bild des kranken Mannes Europas zugrunde lagen, stammen aus den 1990er-Jahren. In diesem Jahrzehnt musste die deutsche Volkswirtschaft einen massiven ökonomischen Schock verarbeiten: Die **deutsche Vereinigung** und der folgende Immobilienboom in Ostdeutschland stellten große wirtschaftliche Herausforderungen dar. Die Währungsumstellung, die schnelle Übernahme des westdeutschen Sozialsystems und das daraus und aus dem Zusammenspiel der von westdeutschen Interessen dominierten Tarifvertragsparteien resultierende zu hohe Lohnniveau sowie die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der ostdeutschen Unternehmen führten zu einer schnell ansteigenden Arbeitslosigkeit in den neuen Bundesländern. Im Zuge der Vereinigung entwickelte sich dort zudem ein Immobilienboom, dessen Ende langwierige Anpassungsprozesse in der Bauwirtschaft zur Folge hatte. Diese Entwicklungen führten zu einer verfestigten Schieflage, die sich bis in das neue Jahrtausend

hineinzog. Ihren deutlichsten Niederschlag fand sie in niedrigen durchschnittlichen Wachstumsraten und in einer unerträglich hohen Sockelarbeitslosigkeit, die selbst in konjunkturell guten Jahren nicht abgebaut wurde, in konjunkturell mageren Jahren jedoch immer weiter anwuchs.

178. Seit einigen Jahren haben die wichtigsten Akteure auf diese verfestigte Schieflage reagiert. Die Politik strengte wichtige Reformen an, die Gewerkschaften hielten sich bei ihren Lohnforderungen zurück und die Unternehmen nahmen die Herausforderung an, ihre Aufbau- und Ablauforganisationen grundlegend auf den Prüfstand zu stellen. Insbesondere die zurückhaltende Lohnentwicklung in den 2000er-Jahren ist als Reaktion auf den in den 1990er-Jahren entstandenen **Anpassungsdruck** zu verstehen. Sie leistete einen erheblichen Beitrag zum Abbau der Arbeitslosigkeit. Zusammen mit Restrukturierungen der Unternehmen und der Umsetzung wegweisender Reformen auf dem Arbeitsmarkt, in den sozialen Sicherungssystemen und bei der Unternehmensbesteuerung gelang es auf diese Weise, eine Trendumkehr auf dem Arbeitsmarkt und bei den privaten Investitionen zu erreichen. Nur aufgrund dieser Veränderungen konnte es den Unternehmen in der größten Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit gelingen, die Beschäftigung sogar noch auszubauen, während in anderen Industrieländern, etwa in den Vereinigten Staaten, die Arbeitslosigkeit stark anstieg.

179. Parallel dazu kam es zu einer unterschiedlichen Entwicklung der Leistungsbilanzsalden im Euro-Raum. Einige Länder wiesen im vergangenen Jahrzehnt teilweise erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse beziehungsweise Leistungsbilanzdefizite auf. Deutschland gehörte dabei zu der Gruppe der Überschussländer. Vor allem auf internationaler Ebene interpretieren einige Politiker und Ökonomen die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse immer wieder als Ausdruck einer unfairen **Beggar-thy-neighbour-Politik** – vergleichbar mit der Währungspolitik Chinas –, mittels derer Deutschland seine „Erfolge“ auf Kosten der Defizitländer erreiche. Die Kritiker verweisen dabei auf eine „übermäßige“ Lohnmoderation, durch die Deutschland eine preisliche Wettbewerbsfähigkeit erlangt habe, die den Zusammenhalt der Währungsunion gefährde. Zudem wird von Deutschland verlangt, eine expansivere Lohn- und Fiskalpolitik zu betreiben, um Leistungsbilanzüberschüsse abzubauen.

180. Mit seinem Weg einer marktwirtschaftlichen Ordnung, die den Tarifvertragsparteien die Verantwortung für die Lohnfindung zuweist und die die Bereitstellung einer angemessenen Infrastruktur und den Erhalt der Handlungsfähigkeit des Staats in Krisensituationen über – ohnehin müßige – Versuche stellt, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage kurzfristig zu steuern, verfolgt Deutschland aber die richtige Strategie, sowohl im eigenen Sinne als auch in dem seiner Handelspartner. So unterstellt die **Forderung nach höheren Löhnen** zum Abbau der Ungleichgewichte fälschlicherweise, dass in Deutschland die Löhne zentral gesetzt und gesteuert werden könnten. Die deutsche Wirtschaftsordnung setzt jedoch bewusst auf eine dezentrale Lohnfindung, um zu verhindern, dass Unternehmen und Arbeitnehmer mit unterdurchschnittlicher Produktivität durch eine bloße Mehrheitsentscheidung oder eine Lohnsetzung durch die Politik aus dem Markt beziehungsweise in die Arbeitslosigkeit gedrängt werden.

181. Darüber hinaus ist völlig unklar, ob es überhaupt einen deutlichen Effekt der nationalen Lohnentwicklung auf die Leistungsbilanz gibt. Wie Simulationen mit dem makroökonomischen Modell NiGEM zeigen, sind diese Effekte in der Tat alles andere als eindeutig. Da Lohnsteigerungen ab einer gewissen Höhe die Arbeitslosigkeit ansteigen lassen und damit das gesamtwirtschaftliche Einkommen senken dürften, könnten bei einer Politik der einseitigen Lohnsteigerung – wenn dies denn so einfach ginge – die Importe noch stärker als die Exporte zurückgehen, was dann zu einem Anstieg des Leistungsbilanzsaldos führen würde. Es ist deshalb vorstellbar, dass mit höheren Löhnen ein anderer als der erwünschte Effekt auf die Leistungsbilanz erreicht wird – nämlich noch höhere Überschüsse. Die durchgeführten Simulationen illustrieren datengestützt, dass dieser skeptische Blick auf die Fähigkeiten der nationalen Lohnpolitik, Ungleichgewichte im Euro-Raum entscheidend zu beeinflussen, tatsächlich angebracht ist. Es ist daher weise und keineswegs unfair gegenüber anderen Volkswirtschaften, wenn Motive des Abbaus internationaler Ungleichgewichte bei der Lohnfindung in Deutschland keine dominierende Rolle spielen.

182. Auch eine **expansive Fiskalpolitik** in Deutschland ist kein zielführendes Instrument zum Abbau internationaler Ungleichgewichte. Die in Ziffern 195 ff. dokumentierten Simulationen zeigen deutlich, dass diese vermutlich mit einer weiter steigenden Staatsverschuldung verbunden wäre, ohne einen Beitrag zum Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte oder zur Stimulierung der externen Nachfrage in den Defizitländern zu leisten. Wenn die deutschen Handelspartner von der deutschen Wirtschaftskraft nachhaltig Vorteile erlangen sollen, dann auf anderem Wege, mit Deutschland als Ort einer aus eigener Kraft entstehenden, nicht als politischem Strohfeder entfachten, verstärkten Importnachfrage. Es deutet sich in den aktuellen wirtschaftlichen Entwicklungen an, dass dieser Weg des selbsttragenden Abbaus der Ungleichgewichte in Europa bereits eingeleitet ist. Um dieses Ziel aber noch besser zu erreichen, sollte in Deutschland der Weg der Strukturereformen fortgesetzt werden, um die nationalen Wachstumsperspektiven weiter zu verbessern und damit vor allem über die hiesige Binnenachfrage positiv auf die externe Nachfrage in den Defizitländern zu wirken.

1. Welche Rolle spielte Deutschland beim Aufbau der europäischen Ungleichgewichte?

183. Bei der Diskussion, welche Rolle Deutschland beim Aufbau der Ungleichgewichte spielte, ist es hilfreich, folgende Fragen zu diskutieren. Erstens: War die „Lohnmoderation“ des letzten Jahrzehnts wirklich der entscheidende Grund für die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse und damit das Entstehen der Ungleichgewichte im Euro-Raum? Zweitens: Haben die Leistungsbilanzüberschüsse zu einem höheren Wachstum in Deutschland beigetragen? Schließlich muss drittens diskutiert werden, ob Deutschland wirklich an den Fehlentwicklungen in den Peripherieländern schuld war.

Erstens: Lohnentwicklung in Deutschland

184. Um die Entwicklung der Löhne in Deutschland im letzten Jahrzehnt zu verstehen, muss man zuerst auf die **1990er-Jahre** zurückblicken. In diesem Jahrzehnt musste die deutsche

Volkswirtschaft einen massiven ökonomischen Schock verarbeiten: Die deutsche Einheit und der folgende Immobilienboom stellten große wirtschaftliche Herausforderungen dar. Schnell nach der **deutschen Einheit** im Herbst 1990 wurden die Unterschiede in der wirtschaftlichen Leistungskraft zwischen den alten und neuen Bundesländern deutlich. Die Währungsumstellung, die schnelle Übernahme des westdeutschen Sozialsystems und das daraus und aus dem Zusammenspiel der von westdeutschen Interessen dominierten Tarifvertragsparteien resultierende zu hohe Lohnniveau sowie die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der ostdeutschen Unternehmen führten zu einer schnell ansteigenden Arbeitslosigkeit in den neuen Bundesländern. Im Zuge der Vereinigung stiegen die Bauinvestitionen in Deutschland, im Besonderen in den neuen Bundesländern, stark an (Schaubild 27, Seite 106). Der von staatlichen Förderungsmaßnahmen beflügelte **Immobilienboom** endete mit einem Rückgang der Bauinvestitionen im Jahr 1995 und zog langwierige Anpassungsprozesse in der Bauwirtschaft nach sich.

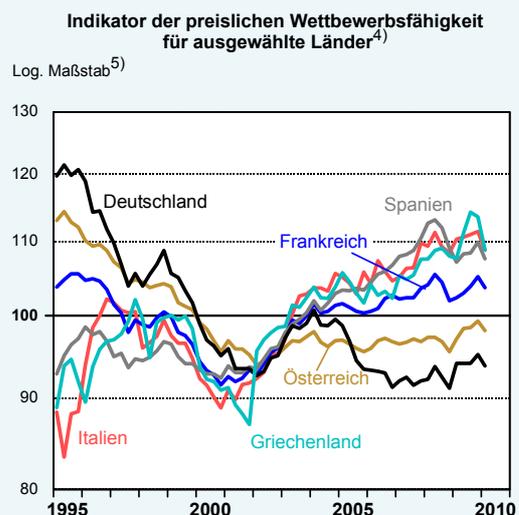
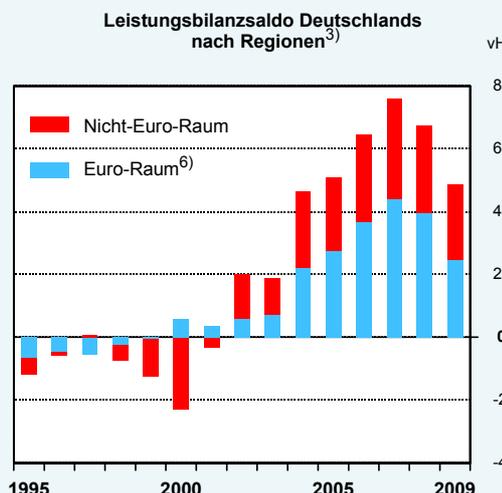
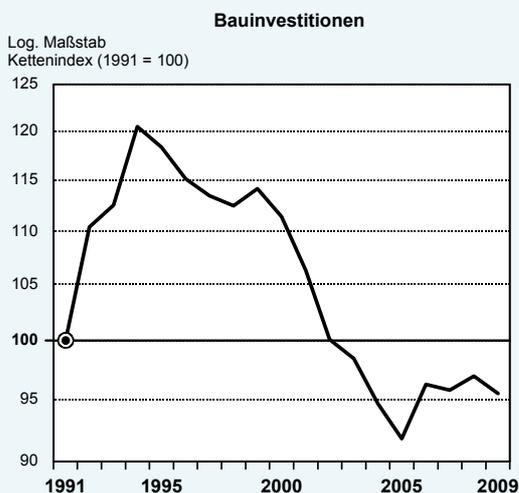
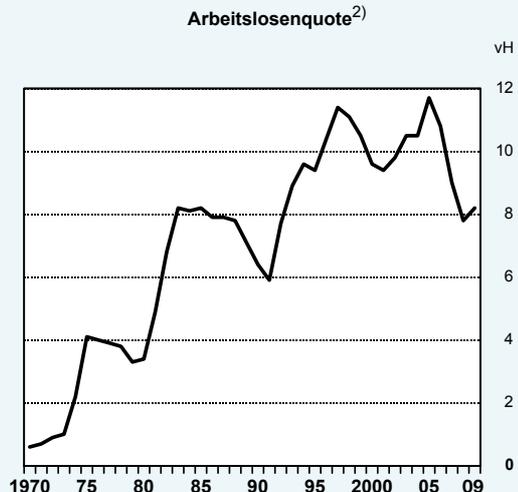
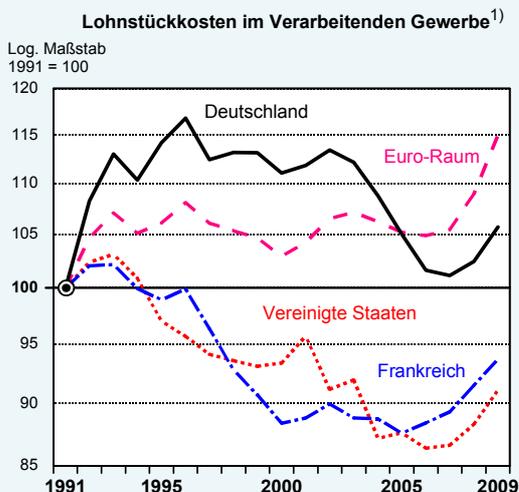
In Folge des ökonomischen Schocks stieg die **Arbeitslosigkeit** massiv an. Hatte die Arbeitslosenquote im Jahr 1992 noch 7,7 vH betragen, stand sie im Jahr 1997 bei 11,4 vH (Schaubild 27, Seite 106). Die ökonomischen Folgen der deutschen Einheit wurden dadurch verschärft, dass der westdeutsche Arbeitsmarkt schon vor diesem Ereignis verkrustete Strukturen aufwies. Von einer Situation, in der fast Vollbeschäftigung herrschte (im Jahr 1970 betrug die Arbeitslosenquote in Westdeutschland 0,6 vH), hatte sich Deutschland weit entfernt. Der Sockelbestand an Arbeitslosen war nach jeder Rezession seit der Ölkrise 1973 angestiegen.

Wie die **reale Aufwertung** der Deutschen Mark in den 1990er-Jahren zeigt, wurde die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen stark in Mitleidenschaft gezogen (Schaubild 27). Zugleich stiegen die Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe zwischen 1991 und 1997 um 12 vH (Schaubild 27). Die Situation in den 1990er-Jahren war somit unter anderem gekennzeichnet durch eine Überhitzung des Immobiliensektors, eine gesunkene Wettbewerbsfähigkeit und eine katastrophale Lage auf dem Arbeitsmarkt. Deutschland wurde zum **kranken Mann Europas**.

185. Diese Ausgangslage ist zu berücksichtigen, bevor man die Situation der letzten Jahre betrachtet. Erst der durch die Fehlentwicklungen in den 1990er-Jahren entstandene Anpassungsdruck führte zu einer zurückhaltenden Lohnentwicklung in den 2000er-Jahren. Diese ist daher als eine endogene **Anpassung** zu verstehen und war ein Beitrag zum Abbau der Arbeitslosigkeit. Die Lohnmoderation hatte natürlich einen Anteil an der Korrektur der preislichen Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen. Die Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe sanken in den Jahren von 2002 bis 2007 um 11 vH, nachdem sie im Zeitraum von 1991 bis 2002 um 13 vH gestiegen waren. Somit kann die Entwicklung des letzten Jahrzehnts als eine Korrektur des früheren Verlusts der Wettbewerbsfähigkeit angesehen werden.

Schaubild 27

Wichtige Wirtschaftsindikatoren für Deutschland



1) Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer in Relation zur Bruttowertschöpfung in jeweiligen Preisen.– 2) Registriert Arbeitslose in vH an allen zivilen Erwerbepersonen; bis 1991 früheres Bundesgebiet.– 3) In Relation zum Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen.– 4) Eine positive Veränderung weist auf einen Rückgang der Wettbewerbsfähigkeit hin. Beide Berechnungen sind methodisch konsistent und entsprechen sich bis auf die verwendeten Gewichte; zu den weiteren Einzelheiten siehe Monatsberichte der EZB und der Deutschen Bundesbank.– 5) Rebasiert auf den Durchschnitt über den Zeitraum 1995 bis 2010.– 6) Stand: 2009.

Quellen für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank, EZB, OECD

Einen maßgeblichen Beitrag zu den Anpassungen lieferten die erheblichen **Reformbemühungen** in Deutschland, im Besonderen die Agenda 2010. Als Folge verbesserte sich die Situation auf dem Arbeitsmarkt erheblich. Die Arbeitslosenquote sank von knapp 12 vH im Jahr 2005 auf 7 vH im Herbst 2010. Die Unternehmen führten Restrukturierungen durch, um sich im Wettbewerb zu behaupten und Arbeitsplätze erhalten zu können. Gemeinsam trugen diese Faktoren zu einer wieder erhöhten Wettbewerbsfähigkeit bei. Wichtig in diesem Zusammenhang ist, dass Arbeitsmarktreformen und eine zurückhaltende Lohnpolitik kein internationales Nullsummenspiel darstellen. Diese sollten nämlich über eine mittelfristige Stärkung der Binnenwirtschaft und der Importe zu Impulsen in Partnerländern führen.

Zweitens: Leistungsbilanzsaldo und Kapitalbilanzsaldo

186. Darüber hinaus ist festzuhalten, dass die Leistungsbilanz nicht nur von der Handelsseite her zu erklären ist (Kasten 9). Da der Leistungsbilanzsaldo der Differenz zwischen **Ersparnissen und Investitionen** entspricht, ist die Höhe der Investitionen ein wichtiger Bestimmungsfaktor. Diese bewegten sich in Deutschland in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf einem niedrigen Niveau, stiegen im Jahr 2006 aber wieder an. Die hohen Ersparnisse – und damit der andere wichtige Bestimmungsfaktor der Leistungsbilanz – spiegeln unter anderem die demografische Entwicklung Deutschlands wider; sie wurden aber nur zu einem Teil in Deutschland investiert. Damit wies Deutschland seit dem Jahr 2002 ein Kapitalbilanzdefizit und einen Leistungsbilanzüberschuss aus (Schaubild 27). Die durchschnittliche Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland im Zeitraum von 2002 bis 2007 lag unter der des Euro-Raums.

187. Die Beurteilung von Leistungsbilanzsalden hängt nicht davon ab, welches Vorzeichen sie aufweisen. In einem intertemporalen Kalkül kann sowohl ein Leistungsbilanzüberschuss als auch ein Leistungsbilanzdefizit von Vorteil für eine Volkswirtschaft sein. Das Vorzeichen gibt auch nicht notwendigerweise Auskunft über die Wettbewerbsfähigkeit eines Lands. Eine Volkswirtschaft, die **Kapitalflüsse** anzieht und damit durch einen Kapitalbilanzüberschuss und ein Leistungsbilanzdefizit gekennzeichnet ist, kann als Standort sehr wettbewerbsfähig sein und hohe Potenzialwachstumsraten aufweisen. Im Gegensatz dazu kann eine Volkswirtschaft, die zwar Leistungsbilanzüberschüsse vorweist, über einen Standort verfügen, der unattraktiv für Investitionen ist, und unter niedrigen Wachstumsraten leiden.

Kasten 9

Die Leistungsbilanz einer Volkswirtschaft

Die Debatte um deutsche Exportüberschüsse sowie globale und europäische Leistungsbilanzungleichgewichte bezieht sich auf die ökonomischen Zusammenhänge einer global integrierten Volkswirtschaft. Diese werden statistisch über die Zahlungsbilanz gemessen. Deshalb bietet es sich an, zuerst die saldenmechanischen Zusammenhänge kurz darzustellen und davon ausgehend die ökonomischen Bestimmungsgründe genauer zu diskutieren.

Die **Zahlungsbilanz** ist eine Transaktionsbilanz, die alle Transaktionen einer Periode zwischen dem Inland und dem Ausland erfasst. Sie untergliedert sich in die **Leistungsbilanz**, die Kapitalbilanz und die Bilanz der Vermögensübertragungen. In der Leistungsbilanz (LB_i) wird neben dem

Saldo des Waren- und Dienstleistungshandels ($EX_t - IM_t$) auch der des Erwerbs- und Vermögenseinkommens (NVE_t) und der laufenden Übertragungen (TR_t) gebucht:

$$LB_t = EX_t - IM_t + NVE_t + TR_t. \quad (1)$$

Die **Kapitalbilanz** (KB_t) erfasst Transaktionen von Vermögenswerten wie etwa von Krediten oder von Unternehmensanteilen, die jeweils Ansprüche auf zukünftige Zahlungen darstellen. Die Rückzahlung wird dann in zukünftigen Perioden beim Erwerbs- und Vermögenseinkommen gebucht. In der **Bilanz der Vermögensübertragungen** (VB_t) werden neben der Übertragung immateriellen Vermögens auch einmalige Übertragungen erfasst, denen keine Gegenleistung gegenüber steht. Hier wird etwa der Verkauf von Patenten oder ein bilateraler Schuldenerlass gebucht. Gemäß der Buchungssystematik gilt, dass Verkäufe des Inlands mit einem positiven Vorzeichen und Käufe mit einem negativen gebucht werden. Das führt bei korrekter Messung und Buchung aller Transaktionen immer zu einer ausgeglichenen Zahlungsbilanz:

$$LB_t + KB_t + VB_t = 0. \quad (2)$$

Beim kreditfinanzierten Verkauf von Waren ins Ausland wird dieser als Export positiv in der Leistungsbilanz gebucht, während die Kreditgewährung als Import eines Vermögenstitels negativ in der Kapitalbilanz gebucht wird. Bei einem Leistungsbilanzüberschuss werden somit per saldo Vermögenstitel importiert, bei einem Defizit hingegen exportiert. Mit der Zunahme an Vermögenstiteln steigt das Nettoauslandsvermögen des Inlands, während es im Falle einer Abnahme sinkt. Jedwede Veränderung des Nettoauslandsvermögens einer Ökonomie bedeutet gleichzeitig, dass die **Investitionen** im Inland nicht mit den inländischen **Ersparnissen** übereinstimmen, da sich die inländischen Ausgaben einer Periode vom Volkseinkommen unterscheiden. Somit reflektiert die Leistungsbilanz ebenfalls den Saldo aus inländischer Ersparnis und Investitionen, jeweils für den privaten und den staatlichen Sektor:

$$LB_t = S_t^{priv} - I_t^{priv} + S_t^{Staat} - I_t^{Staat}. \quad (3)$$

Für sich genommen sagen diese saldenmechanischen Zusammenhänge noch nichts über die kausalen Beziehungen zwischen den einzelnen Bilanzgrößen sowie deren genaue Bestimmungsgründe aus. Allerdings macht eine gedachte Situation, in der Leistungsbilanzen immer ausgeglichen sein müssten, deutlich, welche erheblichen Beschränkungen einer Ökonomie dadurch auferlegt würden. Demnach ist der internationale Handel innerhalb einer Zeitperiode zwar möglich, allerdings unter der Maßgabe, dass für jedes Land der Wert der Ausfuhr genau dem der Einfuhr entsprechen muss. Ein Tausch über die Zeit hinweg wäre hingegen **zwischen Ländern** ausgeschlossen, nicht jedoch innerhalb eines Lands. Dieser **intertemporale Tausch** ist die Ursache für Leistungsbilanzsalden zwischen Staaten (Obstfeld und Rogoff, 1996):

- Länder unterscheiden sich hinsichtlich des gewünschten Konsumpfads. Die Ursachen dafür können vielfältig sein und umfassen neben bloßen Präferenzunterschieden den demografischen Wandel sowie ganz allgemein die wirtschaftspolitischen Maßnahmen der Regierung eines Lands (Cooper, 2008). Deutschland etwa weist eine Bevölkerungsentwicklung auf, die zu einem steigenden Anteil älterer Menschen führen wird. Die zunehmende private Altersversorgung erhöht damit die Tendenz, Leistungsbilanzüberschüsse aufzuweisen, die in späteren Jahren zurückgeführt werden.
- Die Kapitalausstattung differiert international erheblich, was sich in Ländern mit relativer Kapitalarmut in entsprechend hohen Renditen widerspiegelt. Wenn Kapital international mobil ist – wie etwa in einer Währungsunion – sollten deshalb Teile der Ersparnisse von relativ kapitalreichen Ländern in die Länder mit hohen Renditen fließen. Dies ist dann zwangsläufig mit Leistungsbilanzungleichgewichten verbunden (Blanchard und Giavazzi, 2002).

- In Ländern, die über kaum entwickelte soziale Sicherungssysteme und Versicherungsmärkte verfügen, erhöht sich für die Haushalte die Notwendigkeit vorzusorgen. Vorsichtssparen führt dann dazu, dass solche Länder eine wesentlich höhere Ersparnis aufweisen, mit entsprechendem Einfluss auf die Leistungsbilanz (Carroll und Jeanne, 2009).

Weitere maßgebliche Bestimmungsgründe der Entwicklung von Leistungsbilanzen sind etwa die Geschehnisse auf internationalen Vermögenmärkten, die Wechselkurs- und Devisenpolitik von Staaten sowie geld- und fiskalpolitische Maßnahmen (Blanchard et al., 2005; Mann, 2002; Caballero et al., 2008; Mendoza et al., 2009; Chinn und Prasad, 2003). Daher sind Leistungsbilanzungleichgewichte nicht von vornherein negativ zu beurteilen. Vielmehr ist es notwendig, die genauen Ursachen für die Veränderung der Leistungsbilanz zu untersuchen, um Fehlentwicklungen frühzeitig zu erkennen und wirtschaftspolitisch gegenzusteuern.

Drittens: Fehlentwicklungen in den Peripherieländern

188. Die südeuropäischen Peripherieländer waren mit einem Pro-Kopf-Einkommen und einer Kapitalausstattung in die Währungsunion gestartet, die erheblich unter dem Durchschnitt im Euro-Raum lagen. In einer solchen Situation würde man erwarten, dass Kapital aus dem Ausland in einheimische Investitionen fließt und zu einer Ausweitung des Kapitalstocks beiträgt (Kasten 9). Um die Grundlage für die spätere Begleichung der entstandenen Schulden bei den ausländischen Gläubigern zu schaffen, müssen die Kapitalimporte zu einer Ausweitung der Produktionskapazitäten und damit des zukünftigen Einkommens genutzt werden.

Allerdings gelang es den Peripherieländern nicht in ausreichender Weise, die enormen Kapitalzuflüsse für eine nachhaltige Ausweitung der Produktionskapazitäten zu nutzen, die später eine Rückzahlung der Auslandsverschuldung erleichtert hätte. Stattdessen nährten die Kapitalzuflüsse in den Peripherieländern vor allem eine Situation **interner Ungleichgewichte**. Typisch war das Auftreten einer Blasenbildung an den Immobilienmärkten, einer nicht nachhaltigen Verschuldung des privaten und öffentlichen Sektors (letzteres im Besonderen in Griechenland) sowie einer konjunkturellen Überhitzung. In Spanien und Portugal verdoppelten sich beispielsweise im Zeitraum von 1998 bis 2007 die Schulden des privaten Sektors nahezu.

189. Drei Behauptungen stehen im internationalen und nationalen Raum: Die zurückhaltende Lohnpolitik hätte zu den geringen Zinsen im Euro-Raum beigetragen und damit die Blasenbildungen in den Peripherieländern erst ermöglicht; ohne die deutschen Kapitalexporte hätte es die Fehlentwicklungen dort nicht gegeben; die Lohnzurückhaltung in Deutschland stelle unfairerweise eine Beggar-thy-neighbour-Politik innerhalb des Euro-Raums dar, die die Unternehmen in den Peripherieländern aus dem Markt gedrängt hätte.

- Blasenbildungen an den Immobilienmärkten waren auch außerhalb der Europäischen Währungsunion zu beobachten, beispielsweise in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich. Dazu trug das in den Industrieländern in den 2000er-Jahren weit verbreitete niedrige Zinsniveau bei. Die Inflationsgefahren waren in weiten Teilen der Welt sehr gering, was zum Teil am höheren Wettbewerb aus Schwellenländern lag. Das Zinsniveau im

Euro-Raum spiegelte diese weit verbreitete Situation wider und kann nicht allein auf Entwicklungen in Deutschland, im Besonderen die moderate Lohnpolitik, zurückgeführt werden. Auch unabhängig von der Entwicklung in Deutschland wäre das Zinsniveau in Spanien wahrscheinlich auf einem historisch niedrigen Niveau gewesen, das den Erwerb von Immobilien als sehr attraktiv erscheinen ließ.

- Das Argument, deutsche Kapitalexperte hätten den Boom erst ermöglicht, verkennt, dass der Euro-Raum keine geschlossene Volkswirtschaft ist. Die Länder der Währungsunion handeln nicht nur untereinander, sondern auch mit dem Rest der Welt. Analoges gilt für Kapitalflüsse. Wenn kein Kapital aus Deutschland in die Peripherieländer der Währungsunion geflossen wäre, dann wäre dies wohl verstärkt aus Ländern außerhalb des Euro-Raums erfolgt.
- Es wird argumentiert, dass Deutschland innerhalb des Euro-Raums durch eine zurückhaltende Lohnpolitik eine Beggar-thy-neighbour-Politik verfolge, die dazu geführt habe, dass Unternehmen in den Peripherieländern preislich nicht mehr wettbewerbsfähig seien. Zum Ersten muss bei dieser Argumentation berücksichtigt werden, dass das Lohnkostenniveau in Deutschland weiterhin über dem anderer Länder im Euro-Raum liegt und dass, wie oben gezeigt, die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der letzten Jahre lediglich die vorhergegangene Verschlechterung ausgeglichen hat. Zum Zweiten muss beachtet werden, dass es alles andere als offensichtlich ist, dass Unternehmen beispielsweise aus Griechenland auf denselben Märkten konkurrieren wie die Deutschlands.

190. Zwischenfazit: Es gibt gute Gründe anzunehmen, dass es auch ohne die Lohnentwicklung in Deutschland zu erheblichen Fehlentwicklungen in den Peripherieländern des Euro-Raums gekommen wäre. Immobilienblasen waren schließlich nicht auf die Währungsunion beschränkt. Die Frage, ob die Entwicklung in Deutschland der maßgebliche Auslöser der Defizite in den Peripherieländern war, muss daher negativ beantwortet werden.

2. Welche Rolle kann Deutschland beim Abbau der europäischen Ungleichgewichte spielen?

191. Es wäre falsch, die Reduktion der hohen Defizite und die Korrektur der Fehlentwicklungen in der Realwirtschaft ausschließlich als eine Angelegenheit der Defizitländer zu betrachten. Ein Scheitern der wirtschaftlichen Neuausrichtung in den Problemländern würde zu einer erneuten Verunsicherung auf den Finanzmärkten führen und darüber hinaus den Zusammenhalt des Euro-Raums gefährden. Eine erfolgreiche Bewältigung der notwendigen Anpassungen liegt daher im gemeinsamen Interesse aller Mitgliedsländer. Vor diesem Hintergrund wurde in den vergangenen Monaten berechtigterweise diskutiert, wie die Überschussländer ihrerseits zu einem Gelingen der Anpassungen in den Defizitländern beitragen können. Allerdings sind einige der in diesem Zusammenhang diskutierten Maßnahmen wenig geeignet, den Defizitländern in einem Maße zu helfen, das die potenziell gravierenden Nebenwirkungen in den Überschussländern rechtfertigen würde.

192. Besonders problematisch erscheinen zwei Vorschläge, die von Politikern im Euro-Raum intensiv als mögliche Hilfen durch die Überschussländer diskutiert wurden: eine **expansivere Fiskalpolitik** und **stärkere Lohnerhöhungen**. Beide Maßnahmen zielen darauf ab, die externe Nachfrage in den Defizitländern zu stimulieren, um den mit den anstehenden Konsolidierungen verbundenen negativen Nachfrageschock abzufedern. Sie wären daher mit einer Verbesserung der Leistungsbilanz in den Defizitländern und einer umgekehrten Veränderung des Leistungsbilanzsaldos in den Überschussländern verbunden. Folglich wurden die Forderungen nach einer expansiveren Lohn- und Fiskalpolitik auch damit begründet, die Überschussländer könnten so einen Beitrag zum Abbau der europäischen Ungleichgewichte leisten. Vor allem aufgrund des wenig eindeutigen Zusammenhangs zwischen der Lohnentwicklung und dem Leistungsbilanzsaldo ist bei beiden Maßnahmen jedoch nicht von vornherein klar, ob sie den erhofften Effekt auf die Leistungsbilanzen und die externe Nachfrage in den Defizitländern haben. Vielmehr ist zu befürchten, dass sie bei allenfalls geringen Auswirkungen in den Defizitländern mit hohen Kosten in den Überschussländern in Form von weiter steigenden Schuldenstandsquoten oder Arbeitsplatzverlusten verbunden wären.

193. So kann nicht einmal Deutschland als größte Volkswirtschaft des Euro-Raums die Nachfrage in den Defizitländern durch eine **expansivere Fiskalpolitik** gezielt stimulieren. Die Auswirkungen einer solchen Politik auf die Nachfrage im Ausland hängen vor allem von den Außenhandelsverflechtungen ab. Daher ist zu befürchten, dass eine solche Maßnahme vor allem Deutschlands größten Handelspartnern zu Gute kommen würde, zu denen neben den Vereinigten Staaten vor allem die direkten Nachbarländer gehören, nicht aber die Defizitländer an der Peripherie Europas.

194. Ebenso kritisch zu hinterfragen ist, ob **höhere Lohnabschlüsse** in den Überschussländern die externe Nachfrage in den anderen Ländern des Euro-Raums stärken. Zwar dürfte die dadurch ausgelöste Angleichung der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euro-Raums bei einer isolierten Betrachtung auf eine Ausweitung der Nachfrage im Exportsektor der Defizitländer hinwirken. Neben diesem **Preiseffekt** ist jedoch auch ein **Einkommenseffekt** zu berücksichtigen, der möglicherweise in die entgegengesetzte Richtung wirkt: Höhere Löhne in Deutschland werden einerseits das verfügbare Einkommen der Beschäftigten anheben, andererseits können sie zu einem Rückgang der Beschäftigung führen. Zu befürchten ist daher, dass trotz eines Anstiegs des Durchschnittslohns die Summe der verfügbaren Einkommen und mithin auch die Importnachfrage zurückgehen. Zudem würden Lohnerhöhungen in Deutschland zwar die relative Wettbewerbsposition der Defizitländer gegenüber Deutschland verbessern. Gleichzeitig verlören Deutschland und der Euro-Raum dadurch aber an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Rest der Welt.

3. Auswirkungen einer expansiven Lohn- und Fiskalpolitik in NiGEM

195. Die Auswirkungen der diskutierten Maßnahmen lassen sich besonders gut in einem makroökonomischen Mehr-Länder-Modell analysieren, in dem die Arbeitsmärkte und Außenhandelsverflechtungen der beteiligten Länder detailliert abgebildet sind. Um Kosten und Nutzen der vorgeschlagenen Maßnahmen gegeneinander abzuwägen, werden die Auswirkungen einer expansiven Fiskalpolitik und Lohnpolitik in Deutschland auf den Euro-Raum und

insbesondere die Defizitländer daher im Folgenden mit dem makroökonomischen Mehr-Länder-Modell NiGEM (Expertise 2009 Ziffern 212 ff.) simuliert. Das Modell bildet die Außenhandelsverflechtungen eines Lands über jeweils eine empirisch geschätzte Verhaltensgleichung für Exporte und Importe ab, die sowohl den Einkommens- als auch den Preiseffekt berücksichtigen. Ebenfalls ist für jedes Land oder jeden größeren Wirtschaftsraum eine empirisch geschätzte Arbeitsnachfragefunktion vorhanden, mit der sich die Auswirkungen von Reallohnänderungen auf die Beschäftigung untersuchen lassen.

Mit einer expansiven Fiskalpolitik wird im Folgenden eine kurzfristige, schuldenfinanzierte Ausweitung der öffentlichen Ausgaben oder eine Senkung der Steuern bezeichnet, anhand derer sich die Auswirkungen auf die externe Nachfrage im Ausland quantifizieren lassen. Eine expansive Lohnpolitik bezeichnet eine temporäre Erhöhung der Nominallöhne gegenüber ihrem Verlauf im Basisszenario. Die Veränderung der Fiskal- und Lohnpolitik erfolgt **unter sonst gleichen Bedingungen**. Für die betrachteten Lohnerhöhungen bedeutet dies insbesondere, dass in der Simulation die Produktivität nicht gegenüber dem Basisszenario verändert wird.

Die Simulationsergebnisse zeigen, dass die betrachteten Politikänderungen in Deutschland nicht den erhofften Effekt auf die Nachfrage in den Defizitländern oder die Leistungsbilanzen im Euro-Raum haben. Zwar führt eine expansive Fiskalpolitik zu einer höheren Nachfrage bei Deutschlands Handelspartnern. Allerdings macht sich dies in erster Linie bei Deutschlands direkten Nachbarländern bemerkbar. In Spanien und Irland hingegen ist der Nachfrageimpuls kaum spürbar. Noch negativer fallen die Ergebnisse hinsichtlich der Lohnerhöhungen aus. In Deutschland sinken dadurch Beschäftigung und inländische Absorption. Deutschlands Leistungsbilanzüberschuss nimmt sogar noch zu. Die Simulationsergebnisse bestätigen daher anschaulich, dass die Lohnmoderation in Deutschland schwerlich als eine Erklärung der Leistungsbilanzungleichgewichte im Euro-Raum herangezogen werden kann. Sie stellen aber keinesfalls Lohnerhöhungen generell in Frage. Allerdings sollte sich die Lohnpolitik in Deutschland auch weiterhin ausschließlich an der Produktivitätsentwicklung sowie am Arbeitskräfteangebot und an der Arbeitsnachfrage im Inland orientieren.

Simulationsergebnisse: Fiskalpolitik

196. Inwieweit die Konjunktur in einzelnen Ländern des Euro-Raums durch eine expansivere Fiskalpolitik in Deutschland stimuliert werden kann, lässt sich am anschaulichsten anhand von Einnahme- und Ausgabenmultiplikatoren darstellen. Sie geben an, wie stark sich das Bruttoinlandsprodukt in einem Land in Reaktion auf eine Ausweitung des staatlichen Defizits in Deutschland verändert. Erfolgt die Ausweitung des Defizits über eine Steuersenkung, spricht man von einem **Einnahmemultiplikator**. Alternativ kann eine äquivalente Ausweitung des staatlichen Defizits durch höhere Staatsausgaben erreicht werden. In diesem Fall werden die entsprechenden Größen als **Ausgabenmultiplikatoren** bezeichnet. Allgemein gilt: Je größer der Multiplikator eines Lands, desto mehr steigt dort die Nachfrage in Folge einer expansiveren Fiskalpolitik in Deutschland. Umgekehrt wäre jedoch auch der Nachfrageausfall bei einer restriktiveren Fiskalpolitik größer.

197. Für die folgende Untersuchung werden in NiGEM für ausgewählte Länder zwei Ausgabenmultiplikatoren und ein Einnahmemultiplikator berechnet. Die für die Ermittlung der Ausgabenmultiplikatoren notwendige Erhöhung der Staatsausgaben in Deutschland erfolgt über eine Anhebung der staatlichen Investitionen beziehungsweise der staatlichen Konsumausgaben. Der Einnahmemultiplikator wird anhand einer Senkung der Lohnsteuer in Deutschland ermittelt. Die Politikänderungen sind dabei so kalibriert, dass sie zu einer Erhöhung der staatlichen Defizitquote um einen Prozentpunkt für die Dauer von vier Quartalen führen. Ferner wird unterstellt, dass die Notenbank die Fiskalpolitik unterstützt, indem sie für die Dauer des Schocks auf eine Anhebung der Zinsen verzichtet. Bei den im Folgenden berechneten Multiplikatoren handelt es sich um sogenannte On-impact-Multiplikatoren. Sie geben die prozentuale Abweichung des Bruttoinlandsprodukts vom Ausgangswert im Basisszenario für das Jahr an, in dem der Schock erfolgt.

198. Die in NiGEM ermittelten Multiplikatoren sind für alle betrachteten Länder positiv. Dies bedeutet zunächst, dass Deutschlands Handelspartner von einer expansiveren Fiskalpolitik in Deutschland profitieren würden. Allerdings sind die Multiplikatoren für die meisten Länder recht klein (Schaubild 28, Seite 114). Daher ist der Effekt im Durchschnitt eher gering. Eine temporäre Ausweitung der öffentlichen Verschuldung in Deutschland um einen Prozentpunkt ein Jahr würde das Bruttoinlandsprodukt in den betrachteten Ländern (ohne Deutschland) im Mittel um weniger als 0,15 vH steigern. Für die Peripherieländer beläuft sich dieser Effekt im Durchschnitt sogar nur auf 0,08 vH. Dies gilt jedoch nur, wenn der fiskalische Impuls in Deutschland über eine Ausweitung der öffentlichen Investitionen erfolgt. Bei einer Steuersenkung, die ex ante zu einem gleich großen Anstieg der öffentlichen Verschuldung führt, steigt das Bruttoinlandsprodukt in den betrachteten Ländern im Durchschnitt sogar nur um 0,05 vH.

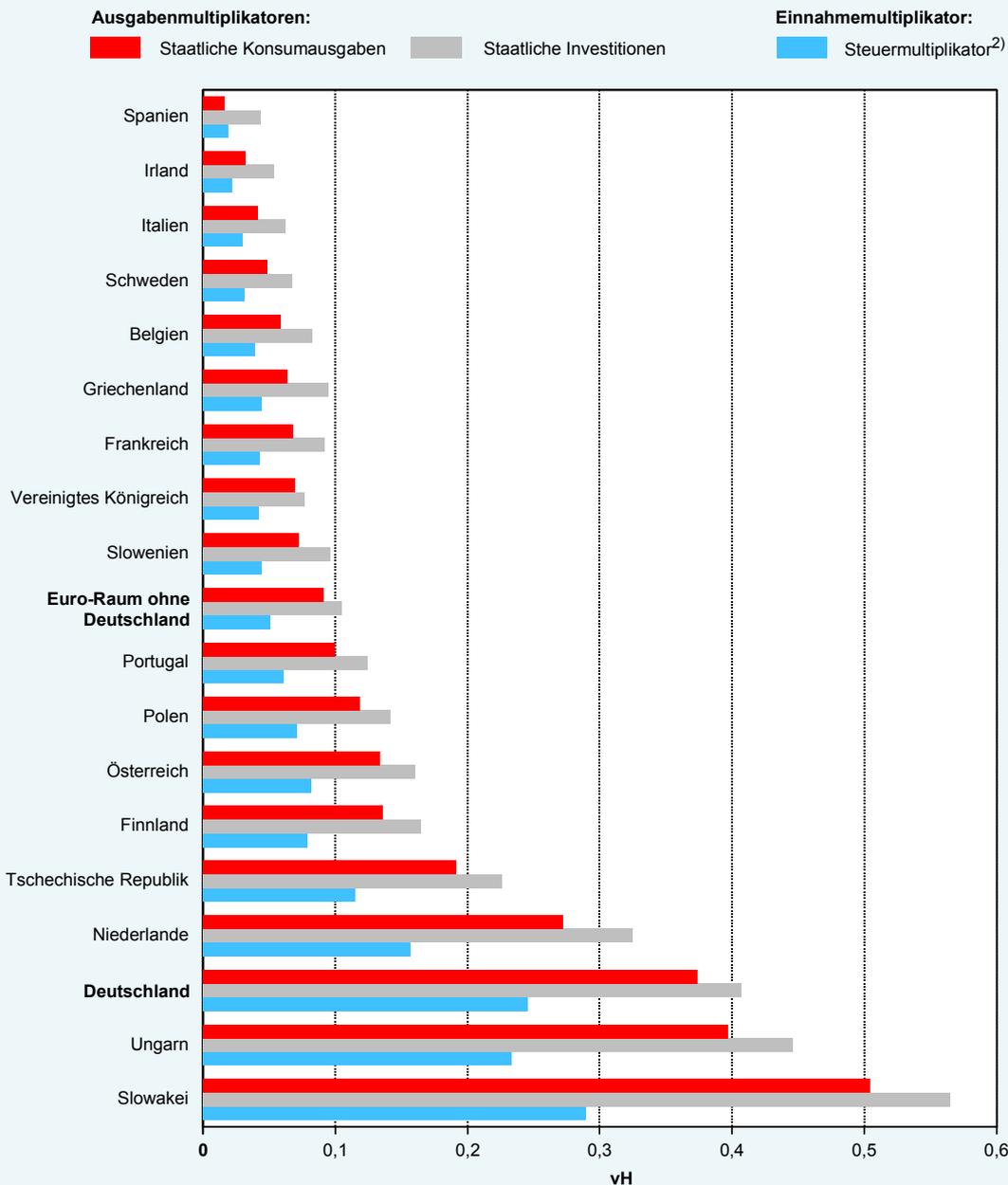
Die Tatsache, dass die Ausgabenmultiplikatoren für alle Länder größer als die Einnahmemultiplikatoren sind, sollte für die hier betrachtete kurze Frist nicht weiter überraschen, da Steuersenkungen im Gegensatz zu staatlichen Konsumausgaben nur indirekt über den Konsum der privaten Haushalte auf die Konjunktur wirken. In der langen Frist können sich hingegen durchaus höhere Einnahmemultiplikatoren ergeben, wenn die Steuersenkung durch einen Abbau besonders verzerrender Steuern herbeigeführt wird.

199. Anhand der errechneten Multiplikatoren wird schnell deutlich, dass eine expansivere Fiskalpolitik in Deutschland kein zielführendes Instrument ist, um den negativen Nachfrageschock in den Defizitländern zu kompensieren. Relativ große Multiplikatoren weisen vor allem die Länder auf, in denen die Exporte nach Deutschland einen vergleichsweise großen Anteil am Bruttoinlandsprodukt haben. In erster Linie handelt es sich dabei um Länder wie Österreich, die Slowakei, die Niederlande und die Tschechische Republik, die zum Teil deutlich mehr als 10 vH ihres Bruttoinlandsprodukts nach Deutschland exportieren (Tabelle 16, Seite 115). In den Defizitländern Spanien und Griechenland hingegen haben die Exporte nach Deutschland mit unter 2 vH nur einen sehr geringen Anteil am Bruttoinlandsprodukt. Dementsprechend ist die Multiplikatorwirkung dort vernachlässigbar. Selbst bei großen Steigerun-

gen der öffentlichen Ausgaben in Deutschland wäre der Nachfrageimpuls in Spanien und Griechenland bei der gegenwärtigen Struktur des Außenhandels so gut wie nicht spürbar.

Schaubild 28

Ausweitung des staatlichen Defizits in Deutschland um 1 vH gemessen am Bruttoinlandsprodukt: Einnahme- und Ausgabenmultiplikatoren für ausgewählte Länder¹⁾



1) Eigene Berechnungen mit dem makroökonomischen Simulationsmodell NiGEM. – 2) Beispiel: Eine Steuersenkung in Deutschland um 1 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr t führt zu einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in Spanien um 0,02 vH im Jahr t .

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Für den Euro-Raum in seiner Gesamtheit ergibt sich ein ähnliches Bild. Die hier betrachtete Ausweitung des staatlichen Defizits um 1 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt entspricht Mehrausgaben von real etwa 23 Mrd Euro im ersten Jahr der Simulation, durch die aber das Bruttoinlandsprodukt im Euro-Raum (ohne Deutschland) um lediglich 5,7 Mrd Euro steigen

würde, was einen Multiplikator von etwa 0,10 vH bedeutet. Dies gilt aber nur für den günstigen Fall, dass die Ausweitung des Defizits über eine Steigerung der staatlichen Investitionen erfolgen würde. Bei einer Ausweitung des staatlichen Defizits über eine Steuersenkung wäre der Effekt noch geringer. Das bedeutet: Realistisch betrachtet kann selbst die Fiskalpolitik der größten Volkswirtschaft Europas die Gesamtnachfrage im Euro-Raum nicht allein stabilisieren.

200. Das heißt aber auch: Wenn es Deutschland allein nicht gelingen kann, die Gesamtnachfrage im Euro-Raum spürbar zu stimulieren, dann bringt eine maßvolle Konsolidierung in Deutschland auch keine nennenswerte Gefahr für die Konjunktur in Europa mit sich. In der Finanzplanung für die Jahre 2010 bis 2014 plant der Bund, seine Ausgaben im Jahr 2011 um 12,1 Mrd Euro gegenüber dem Jahr 2010 zurückzuführen. Das Einsparvolumen ist daher gerade halb so groß wie der oben betrachtete Impuls. Legt man die soeben ermittelten Multiplikatoren zu Grunde, dann verringern die für das kommende Jahr geplanten Einsparungen im Bundeshaushalt die Gesamtnachfrage im Euro-Raum außerhalb Deutschlands um maximal 3 Mrd Euro.

Tabelle 16

Temporäre Ausweitung der staatlichen Investitionen in Deutschland um 1 vH gemessen am Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2009

Auswirkungen auf ausgewählte Länder

Land	Exporte nach Deutschland ¹⁾²⁾	Leistungsbilanzsaldo ¹⁾²⁾	Ausgabenmultiplikator ³⁾ (staatliche Investitionen)	Veränderung der Leistungsbilanz in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt ³⁾
Belgien	15,34	0,28	0,08	0,04
Finnland	2,72	1,32	0,16	0,07
Frankreich	2,90	- 1,93	0,09	0,04
Griechenland	0,67	-11,21	0,09	0,05
Irland	2,92	- 3,02	0,05	0,20
Italien	2,42	- 3,17	0,06	0,04
Niederlande	16,12	5,36	0,33	0,15
Österreich	11,16	2,30	0,16	0,06
Polen	8,15	- 1,67	0,14	0,12
Portugal	2,41	-10,05	0,12	0,09
Schweden	3,30	7,25	0,07	0,00
Slowakei	12,67	- 3,20	0,56	0,24
Slowenien	10,45	- 1,51	0,10	0,01
Spanien	1,65	- 5,53	0,04	0,02
Tschechische Republik	19,25	- 1,13	0,23	0,11
Ungarn	16,55	0,17	0,45	0,15
Vereinigtes Königreich	1,79	- 1,11	0,08	0,03
Vereinigte Staaten	0,31	- 2,68	0,03	0,02

1) Quelle: IWF.– 2) In Relation zum jeweiligen nominalen Bruttoinlandsprodukt in vH.– 3) Eigene Berechnungen mit dem makroökonomischen Simulationsmodell NiGEM. Beispiel: Eine Erhöhung der staatlichen Investitionen in Deutschland um 1 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt im Jahr *t* führt zu einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in Belgien um 0,08 vH und zu einer Veränderung der Leistungsbilanz in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt von 0,04 Prozentpunkten im Jahr *t*.

Daten zur Tabelle

201. Zum Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte im Euro-Raum kann die Fiskalpolitik in Deutschland nur sehr bedingt beitragen. Zwar verbessert sich die Leistungsbilanz bei allen Handelspartnern Deutschlands aufgrund des Anstiegs der Importnachfrage in Deutschland, in den Defizitländern ist der Effekt aber nicht sehr ausgeprägt. Die Verbesserung der Leistungsbilanz im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt liegt dort lediglich zwischen 0,02 Prozentpunkten – im Falle Spaniens – und 0,2 Prozentpunkten in Irland. Deutlich größer als in Portugal, Griechenland und Spanien ist der Effekt verständlicherweise in den Ländern, die einen größeren Teil ihres Bruttoinlandsprodukts nach Deutschland exportieren. Allerdings weisen diese Länder teilweise einen Leistungsbilanzüberschuss auf. So verbessert sich beispielsweise die Leistungsbilanz in den Niederlanden und in Ungarn mit jeweils 0,15 Prozentpunkten relativ stark, obwohl die beiden Länder entweder eine in etwa ausgeglichene Leistungsbilanz (Ungarn) oder einen deutlichen Leistungsbilanzüberschuss (Niederlande) aufweisen (Tabelle 16).

202. Damit ist das **Zwischenfazit** klar: Die Fiskalpolitik in Deutschland ist kein geeignetes Instrument, um die Nachfrage in den Defizitländern gezielt zu stützen oder einen Beitrag zum Abbau der europäischen Leistungsbilanzungleichgewichte zu leisten. Positive Nachfrageeffekte wären vor allem bei denjenigen Handelspartnern zu spüren, in denen die Konjunktur gegenwärtig deutlich robuster verläuft und auch die Lage der staatlichen Finanzen weniger angespannt ist als in den Problemländern. Eine glaubwürdige Konsolidierungsstrategie für die öffentlichen Finanzen in Deutschland ist daher eine größere Hilfe für die Defizitländer als eine weitere Ausweitung des Defizits. Sie würde zu einer Verbesserung der fiskalischen Position des Euro-Raums beitragen und damit helfen, das Vertrauen der Finanzmärkte in die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen zu stärken.

Simulationsergebnisse: Lohnpolitik

203. Forderungen nach einer expansiveren Lohnpolitik in Deutschland sind in der Regel mit der Hoffnung verbunden, dass es dadurch zu einer Angleichung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im Euro-Raum und zu einer über den Außenhandelskanal induzierten Nachfrageerhöhung in den Defizitländern kommt. Zusätzlich würden sich höhere Lohnabschlüsse in einer stärkeren Binnennachfrage niederschlagen, die diesen Effekt noch verstärken. Diese Überlegung setzt im Prinzip an den zwei wesentlichen Determinanten der Leistungsbilanz an: dem Preiseffekt und dem Einkommenseffekt in Bezug auf den internationalen Handel (Goldstein und Khan, 1985). Üblicherweise beschreibt der **Preiseffekt** die Auswirkungen realer Wechselkursänderungen auf das Exportangebot und die Importnachfrage. Eine reale Aufwertung führt unter sonst gleichen Bedingungen zu einem Rückgang der Exporte und einer Zunahme der Importnachfrage. Der **Einkommenseffekt** beschreibt den Einfluss der inländischen Nachfrage, also der Summe aus privatem Konsum, staatlichem Konsum und den Investitionen, auf die Importe. Eine stärkere inländische Nachfrage geht dabei mit einem Anstieg der Importe einher.

204. Weitgehende Einigkeit dürfte darüber bestehen, dass Lohnerhöhungen zu einer realen Aufwertung beitragen und daher über den Preiseffekt positiv auf die Exporte im Ausland wirken. Strittig ist hingegen die Frage, ob der mit einer Lohnerhöhung verbundene Einkommens-

effekt den Preiseffekt noch verstärkt, oder aber in die entgegengesetzte Richtung wirkt. Eine Anhebung der Löhne wird einerseits das **verfügbare Einkommen** der Beschäftigten erhöhen. Andererseits könnten sich höhere Reallöhne negativ auf die **Beschäftigung** auswirken. Trotz eines Anstiegs der Durchschnittslöhne kann die Summe der verfügbaren Einkommen nach einer Lohnerhöhung also auch zurückgehen. Zusätzlich zu beachten ist, dass ein Verlust von Arbeitsplätzen auch mit einem schwächeren Zuwachs des Kapitalstocks und daher mit geringeren Nettoinvestitionen einhergehen würde. A priori ist die Wirkung einer Lohnerhöhung in Deutschland auf die inländische Nachfrage und mithin auf die Entwicklung der Importe und der Leistungsbilanz also alles andere als eindeutig.

205. Um die Auswirkung einer Nominallohnerhöhung in Deutschland auf die Nachfrage in den Defizitländern zu untersuchen, wird in NiGEM das Niveau der Nominallöhne in Deutschland für die Dauer von fünf Jahren einmalig um 1 vH gegenüber dem Basisszenario angehoben. Für die EZB wird eine akkomodierende Politik unterstellt. Das heißt, der Leitzins bleibt während der Schockperiode unverändert. Andernfalls würde die EZB auf den von der Lohnerhöhung verursachten Preisanstieg mit einer restriktiveren Zinspolitik reagieren. Hiermit wäre in den anderen Ländern des Euro-Raums, in denen der Preisanstieg geringer ausfällt, ein negativer Realzinseffekt, mit einem entsprechenden Rückgang der Investitionen verbunden. Zu beachten ist, dass in NiGEM die Entwicklung der Reallöhne von der Arbeitslosigkeit und der Produktivität abhängt. Bei einer gegebenen Arbeitslosenquote steigt der Reallohn langfristig in gleichem Maße wie die Produktivität (Barrell et al., 2001). Die Produktivität wird in der Simulation jedoch nicht gegenüber dem Basisszenario verändert. Anhand des hier betrachteten Schocks lassen sich daher die Auswirkungen einer Nominallohnänderung bei **gegebenem Produktivitätsfortschritt** identifizieren.

206. Die Simulationsergebnisse stützen nicht die Sichtweise, Deutschland könne durch eine expansive Lohnpolitik einen Beitrag zur Nachfragestabilisierung in den Defizitländern oder zu einem Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte leisten. Die Lohnerhöhung hat in der Simulation nur einen **geringen** und zudem **negativen Effekt** auf die Nachfrage in den Defizitländern. Das Bruttoinlandsprodukt geht dort während der Schockperiode um bis zu 0,04 vH gegenüber dem Basisszenario zurück (Schaubild 29, links). Anstatt in den Defizitländern einen positiven Nachfrageeffekt zu entfalten, induziert die Lohnerhöhung dort über den Außenhandelskanal einen negativen Nachfrageimpuls. Dieser Effekt lässt sich sehr einfach an der Veränderung der Leistungsbilanzen ablesen. In Deutschland steigt der Leistungsbilanzüberschuss in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um bis zu 0,2 Prozentpunkte. Spiegelbildlich verschlechtert sich die Leistungsbilanz in den Defizitländern (Tabelle 17, Seite 118).

207. Der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts in den Defizitländern wird vornehmlich von der Entwicklung der inländischen Nachfrage in Deutschland getrieben. Da die Preise nur zeitverzögert auf die Anhebung der Nominallöhne reagieren, führen die Lohnerhöhungen zu einem Anstieg des Reallohns, der sich in einem **Rückgang der Beschäftigung** niederschlägt. In der Simulation sinkt die Anzahl der Beschäftigten um bis zu 237 000 Personen. Der Rückgang der Beschäftigung führt zudem dazu, dass die Unternehmen ihren Kapitalstock anpassen, um zu einem für sie optimalen Verhältnis der eingesetzten Produktionsfaktoren Arbeit

und Kapital zurückzukehren. Folglich sinken in der Simulation die **Investitionen**. Durch den Rückgang der Beschäftigung und des Kapitalstocks geht auch das Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem Status quo zurück (Schaubild 29, rechts). Das geringere Investitionsniveau bewirkt zudem einen Rückgang der inländischen Nachfrage. Für sich genommen dämpft der Einkommenseffekt in diesem Szenario also die Importnachfrage. Insgesamt dominiert er den gegenläufigen Preiseffekt, der für einen Rückgang der deutschen Exporte verantwortlich ist. Der Gesamteffekt auf die Leistungsbilanz in Deutschland ist daher positiv.

Tabelle 17

Auswirkungen einer einmaligen Nominallohnerhöhung auf die Leistungsbilanzen¹⁾ ausgewählter Länder in Europa

Abweichung vom Basisszenario in Prozentpunkten²⁾

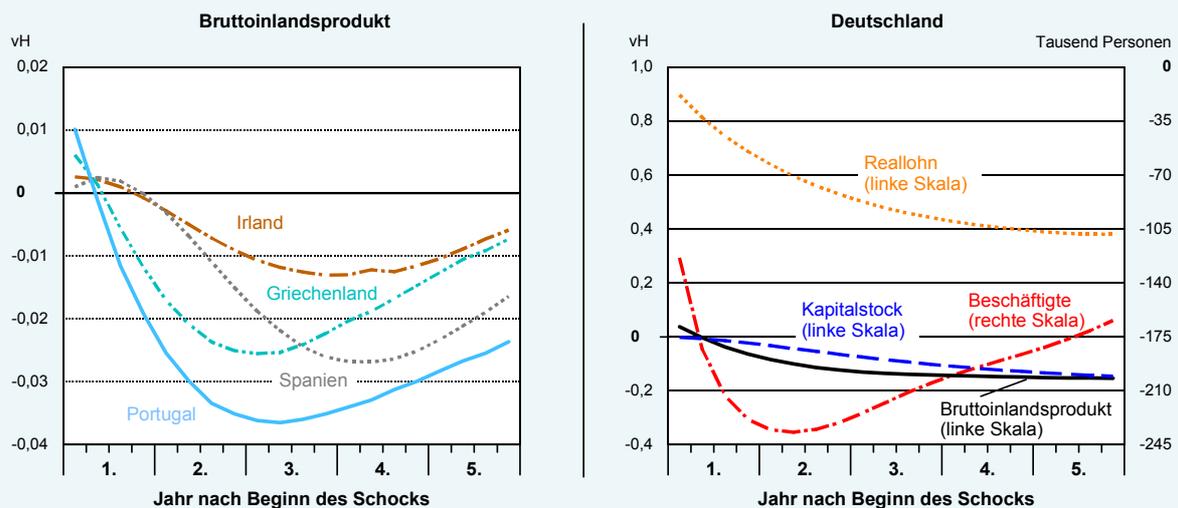
Land	Jahr nach Beginn des Schocks				
	1.	2.	3.	4.	5.
Griechenland	- 0,003	- 0,017	- 0,021	- 0,018	- 0,013
Irland	+ 0,003	- 0,013	- 0,032	- 0,023	- 0,007
Portugal	- 0,009	- 0,028	- 0,027	- 0,016	- 0,008
Spanien	- 0,007	- 0,013	- 0,014	- 0,015	- 0,014
Nachrichtlich:					
Deutschland	+ 0,076	+ 0,198	+ 0,207	+ 0,179	+ 0,146

1) In Relation zum Bruttoinlandsprodukt.– 2) Eigene Berechnung mit dem makroökonomischen Simulationsmodell NiGEM.
[Daten zur Tabelle](#)

Schaubild 29

Auswirkungen einer einmaligen Nominallohnerhöhung auf das Bruttoinlandsprodukt ausgewählter Länder in Europa und auf ausgewählte Indikatoren für Deutschland

Abweichung vom Basisszenario¹⁾



1) Eigene Berechnungen mit dem makroökonomischen Simulationsmodell NiGEM.

© Sachverständigenrat

[Daten zum Schaubild](#)

208. Auch wenn die Simulationsergebnisse in quantitativer Hinsicht nicht überinterpretiert werden sollten, illustrieren sie recht anschaulich, dass Lohnerhöhungen keineswegs zu der erhofften Stimulierung der externen Nachfrage in den Defizitländern führen müssen. Stattdes-

sen bestünde die durchaus ernstzunehmende Gefahr von Arbeitsplatzverlusten und einem damit einhergehenden Rückgang der Summe der inländischen Nachfragekomponenten, mit entsprechend negativen Folgen für die Importnachfrage in Deutschland und die Konjunktur in den Defizitländern.

209. Gleichzeitig zeigen die Simulationsergebnisse, wie problematisch es ist, von dem zeitlichen Zusammentreffen von Lohnzurückhaltung, Arbeitsmarktreformen und einem positiven Leistungsbilanzsaldo auf eine **Kausalität** zwischen diesen Ereignissen zu schließen. Selbst bei einer vorsichtigen Interpretation zeigen die Simulationsergebnisse, dass der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands ohne die Lohnzurückhaltung und die Arbeitsmarktreformen der vergangenen Jahre vermutlich noch höher ausgefallen wäre. Nicht zufällig verzeichneten die Investitionen in Deutschland nach der Umsetzung der Arbeitsmarktreformen im Jahr 2005 ein deutlich stärkeres Wachstum als im Euro-Raum, obwohl sie sich in den Jahren zuvor noch weit unterdurchschnittlich entwickelt hatten (Schaubild 30, Seite 121).

210. Um einem Missverständnis vorzubeugen: Es wäre unzulässig, die Simulationsergebnisse dahingehend zu interpretieren, dass steigende Reallöhne notwendigerweise zu einem Rückgang der Beschäftigung führen. Die Simulationen erfolgten unter der Annahme einer gegebenen Produktivitätsentwicklung. Bei einem gleichzeitigen Anstieg von Löhnen und Produktivität bliebe die Beschäftigung konstant, solange die Reallöhne mit der gleichen Rate steigen wie die Produktivität. Es käme sogar zu einem Anstieg der Beschäftigung, wenn der Zuwachs der Reallöhne hinter dem der Produktivität zurückbliebe.

211. Insgesamt sind die beiden hier betrachteten Politikoptionen einer expansiven Lohnpolitik oder einer expansiven Fiskalpolitik als Unterstützungsmaßnahmen für die Defizitländer wenig geeignet. Bei möglicherweise hohen Kosten in Form von Arbeitsplatzverlusten beziehungsweise einer weiter steigenden Staatsverschuldung blieben die dadurch in den Defizitländern ausgelösten konjunkturellen Impulse im besten Fall ein **Tropfen auf den heißen Stein**. Um die anstehenden Anpassungslasten in den Defizitländern zu mindern, empfiehlt es sich daher, nach Maßnahmen zu suchen, die entweder bei gegebenen Kosten eine größere Wirkung entfalten oder aber bei gegebenen Impulsen in den Defizitländern mit geringeren Nebenwirkungen in Deutschland verbunden sind.

4. Deutschlands Wachstum stärken

212. Es stellt sich daher die Frage, welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen grundsätzlich geeignet scheinen, den bisherigen Defizitländern bei der Bewältigung ihres Anpassungsprozesses behilflich zu sein und dabei Deutschlands Wirtschaftsentwicklung nicht zu beeinträchtigen. In der vergangenen Dekade wurde das deutsche Wachstum stark von der außenwirtschaftlichen Nachfrage getragen. Die binnenwirtschaftlichen Impulse waren hingegen gering. Zur Stärkung der Investitionstätigkeit als Teil der Binnennachfrage sollten **langfristig wirkende Strukturmaßnahmen** ergriffen werden (JG 2009 Ziffern 323 ff.). Mit der Lissabon-Strategie wurde bereits im Jahr 2000 der Versuch unternommen, eine wirtschaftspolitische Koordinierung von Strukturmaßnahmen zu erreichen, um etwaig entstehende Friktionen zwischen den EU-Ländern zu vermeiden.

Die für Deutschland damit verbundenen und bereits in der Vergangenheit regelmäßig vom Sachverständigenrat angemahnten Maßnahmen lassen sich wie folgt zusammenfassen: (1) Ausbau der wachstumswirksamen öffentlichen Infrastruktur durch Investitionen in Bildung und Forschung sowie in die Verkehrsinfrastruktur, (2) Reform der Unternehmenssteuern, um private Investitionen zu steigern, sowie Maßnahmen zur Verbesserung der privaten Innovationsfinanzierung, (3) Arbeitsmarktreformen, um die verfestigte Arbeitslosigkeit abzubauen und Unternehmensinvestitionen in Deutschland attraktiver zu machen, (4) Abbau von Regulierungen in den Produktmärkten, um den Wettbewerb zu fördern sowie (5) Reform der sozialen Sicherungssysteme und deren Finanzierung.

213. Im vergangenen Jahrzehnt hat Deutschland eine Vielzahl von **Strukturenreformen umgesetzt**. So wurden seit dem Jahr 2004 mit der Agenda 2010 viele der für Deutschland identifizierten Defizite abgebaut, die Flexibilität des Arbeitsmarkts erhöht und die Arbeitslosigkeit massiv gesenkt. Weiterhin sind Steuerstrukturenreformen etwa bei der Unternehmensbesteuerung eingeleitet worden. Und schließlich wurden Reformen in den Alterssicherungssystemen initiiert, die im Kern geeignet sind, der demografischen Entwicklung in Deutschland Rechnung zu tragen. Gerade die aus den Konsolidierungszwängen erwachsenden Reformnotwendigkeiten in einigen Mitgliedsländern der EU zeigen deutlich, dass diese oftmals mit erheblichen politischen Widerständen verbundenen Reformen dort eben nicht angegangen wurden. Im Hinblick auf die Reformen in den sozialen Sicherungssystemen ist Deutschland eines der ersten EU-Länder, das in der Alterssicherung den Einstieg in ein ergänzendes kapitalgedecktes System eingeleitet und die Erhöhung des gesetzlichen Renteneintrittsalters beschlossen hat. Der eingeschlagene Weg ist richtig und sollte unbeirrt weiter beschritten werden. Das Renteneintrittsalter doch nicht zu erhöhen, würde die Reformen in Deutschland um Jahre zurückwerfen (Ziffern 430 ff.).

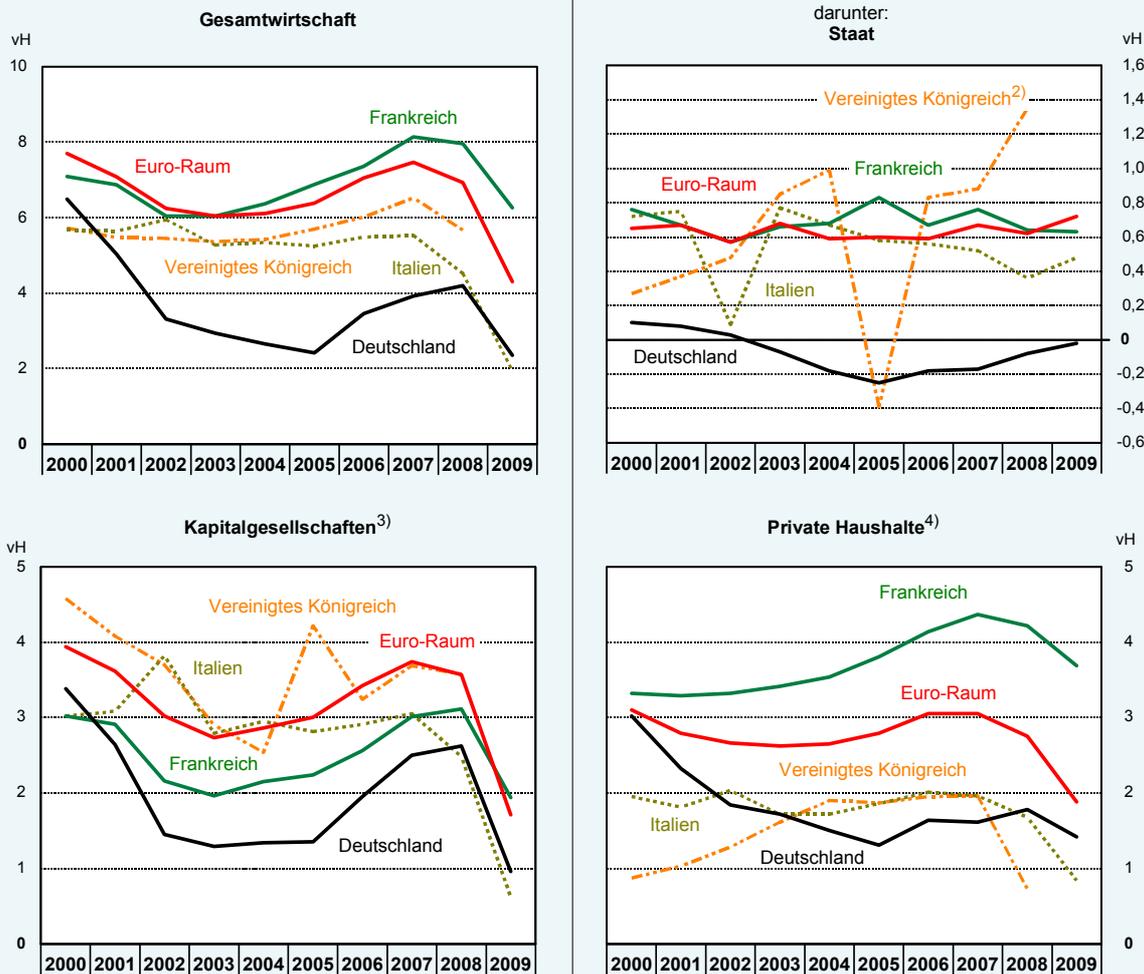
Öffentliche und private Investitionen

214. Der auf internationaler Ebene immer wieder eingeforderte Beitrag Deutschlands zu mehr europäischem Wachstum besteht richtigerweise in der Steigerung der privaten und öffentlichen Investitionen. Aufgrund ihres niedrigen Niveaus und ihres auch im europäischen Vergleich eher unterdurchschnittlichen Anteils am Bruttoinlandsprodukt (Schaubild 30) bleibt hier vieles zu tun, wenngleich die Rahmenbedingungen für private Investitionen bereits in erheblichem Umfang verbessert wurden. Mit der Unternehmenssteuerreform 2008 hat sich die steuerliche Attraktivität des Standorts Deutschland wesentlich erhöht (JG 2007 Ziffern 394 ff.). Mit dem Wachstumsbeschleunigungsgesetz 2009 wurden zudem bestimmte Einzelregelungen verändert, die auf das Investitionsverhalten restriktiv wirkten (JG 2009 Ziffern 289 ff.). Ungeachtet dessen besteht hier weiterhin Handlungsbedarf (JG 2009 Ziffern 291 ff.).

Deutschlands **Nettoinvestitionsquote** hat sich immerhin im Zeitraum von 2005 bis 2008 merklich erhöht und es ist zu erwarten, dass die bisher durchgeführten Reformen einen weiteren Anstieg der Investitionen unterstützen werden. Dies gilt umso mehr, da sich die Investitionsanreize in den bisherigen Defizitländern verringert haben, die letztlich durch Übertreibungen auf den dortigen Vermögenmärkten verstärkt wurden.

Schaubild 30

Bedeutung der Nettoanlageinvestitionen¹⁾ in ausgewählten Ländern



1) In Relation zum Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen.– 2) Die öffentlichen Investitionen sind im Jahr 2005 durch die Übertragung von Kernkraftwerken verzerrt.– 3) Nichtfinanzielle und finanzielle Kapitalgesellschaften.– 4) Einschließlich private Organisationen ohne Erwerbszweck.

Quellen: EU, OECD

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Die Betrachtung der **staatlichen Nettoinvestitionen** zeigt, dass diese im vergangenen Jahrzehnt erheblich zurückgegangen sind und der staatliche Kapitalstock derzeit aufgebraucht wird. Deshalb wurden vom Sachverständigenrat in der Vergangenheit wiederholt mehr Investitionen in den Bereichen Bildung, Forschung und Entwicklung sowie bei der öffentlichen Infrastruktur angemahnt (JG 2009 Ziffern 441 ff.). Damit stellen wachstumsfördernde öffentliche Investitionen ein wichtiges zukünftiges Tätigkeitsfeld der Politik dar.

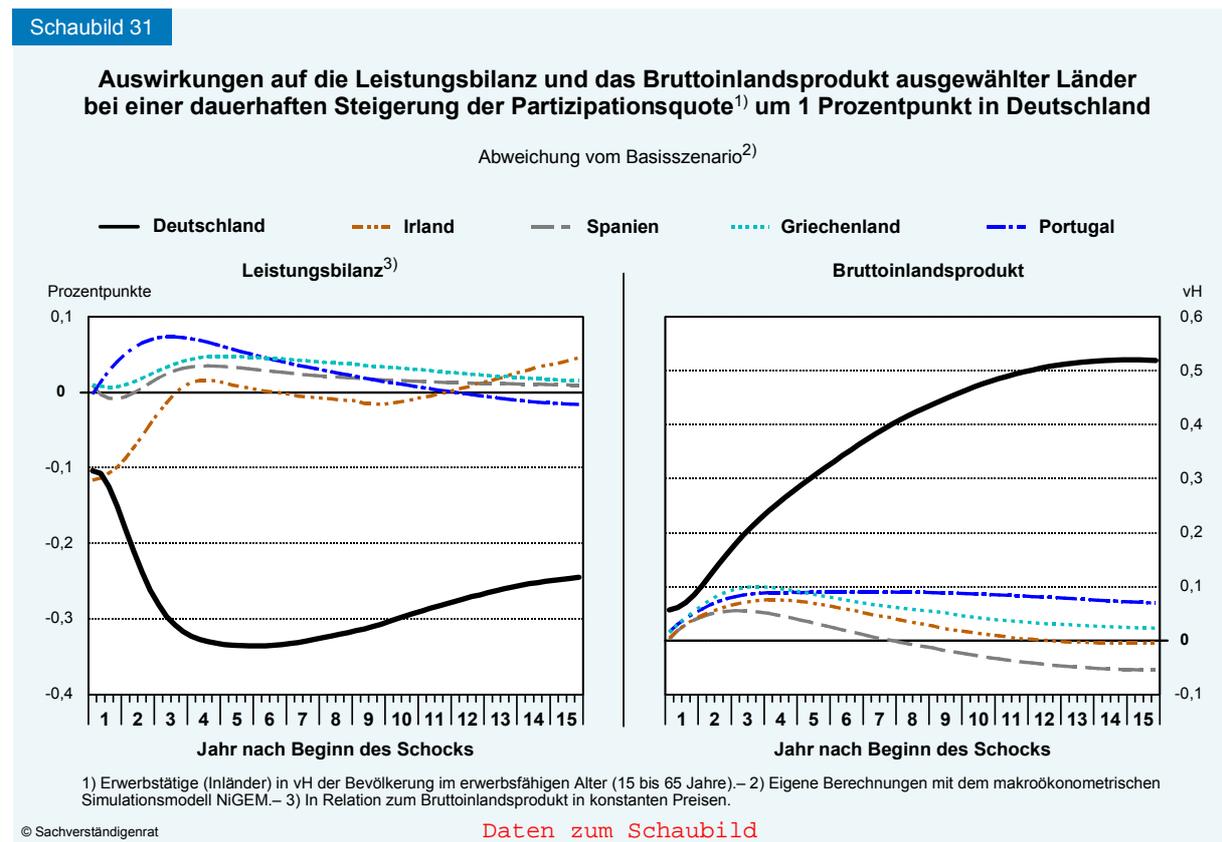
215. Ein zentraler Aspekt, der für mehr binnenwirtschaftliches Wachstum und Produktivitätsfortschritte sorgen kann, ist der Abbau bestehender **Produktmarktregulierungen** sowie vorhandener **Wettbewerbsverzerrungen**. Welche Effizienz- und Produktivitätssteigerungen von intensiviertem Wettbewerb ausgehen können, zeigt sehr anschaulich die weltweite Deregulierung der einstmaligen staatlichen Telekommunikationsmärkte (Olley und Pakes, 1996). Zu möglichen Betätigungsfeldern der Wettbewerbspolitik könnte unter anderem die Stärkung des Wettbewerbs auf dem Energiemarkt gehören (Monopolkommission, 2009).

Simulationsergebnisse: Erhöhung der Partizipationsquote am Arbeitsmarkt

216. Im Gegensatz zu den im vorhergehenden Abschnitt untersuchten Politikoptionen gehen von den hier betrachteten Maßnahmen tendenziell positive Wirkungen sowohl für die Defizitländer als auch für Deutschland aus. Besonders anschaulich lässt sich dies am Beispiel der Arbeitsmarktpolitik illustrieren. Aufgrund der demografischen Entwicklung wird es für die deutsche Politik in den nächsten Jahren entscheidend darauf ankommen, die Erwerbstätigkeit zu erhöhen, um eine Verringerung des Arbeitsvolumens und damit auch des Potenzialwachstums zu verhindern. Eine Ausweitung der Erwerbstätigkeit etwa durch eine höhere Erwerbsbeteiligung von Frauen oder älteren Arbeitnehmern würde das Pro-Kopf-Einkommen steigern und dadurch die Binnennachfrage stärken.

Bereits relativ geringe Veränderungen der Partizipationsquote können ökonomisch signifikante Veränderungen der Leistungsbilanz nach sich ziehen. Im makroökonomischen Modell NiGEM führt eine dauerhafte Zunahme der Partizipationsquote um einen Prozentpunkt in Deutschland zu einem **langfristigen Rückgang** des Leistungsbilanzüberschusses in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt um 0,35 Prozentpunkte (Schaubild 31).

Schaubild 31



Eine Steigerung der Partizipationsquote in der betrachteten Größenordnung stellt für die Politik ein durchaus erreichbares Ziel dar. Empirische Untersuchungen zu den Auswirkungen einer Reform des Arbeitslosengelds II zeigen, dass schon geringfügige Änderungen des Regelsatzes zu einer Zunahme beziehungsweise Abnahme der Partizipationsquote um einen Prozentpunkt führen.

217. Reformen, die auf eine Erhöhung der Erwerbsbeteiligung in Deutschland zielen, bewirken durch das höhere Einkommen in Deutschland indirekt Wachstumseffekten auch in den Defizitländern, wenngleich diese gering ausfallen. Da Unternehmen die neuen Arbeitsplätze mit Kapital ausstatten, steigen neben dem Arbeitsvolumen auch der Kapitalstock und das Produktionspotenzial. In der Simulation liegt das Bruttoinlandsprodukt langfristig um 0,5 vH höher als im Basisszenario. Die zusätzlichen Investitionen erhöhen die inländische Absorption und lösen über den Außenhandelskanal einen **Nachfrageimpuls** bei den Handelspartnern Deutschlands aus. Somit gehen auch für die Defizitländer positive Wirkungen von der Reform aus. Der Anstieg der Importnachfrage in Deutschland verbessert dort die Leistungsbilanz um bis zu 0,05 Prozentpunkte, allerdings klingt der Effekt nach einigen Jahren aus (Schaubild 31). Der über den Außenhandelskanal induzierte Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in den Defizitländern beläuft sich auf 0,05 vH bis 0,1 vH. Der Effekt ist zwar klein, aber nicht mit den im vorherigen Abschnitt herausgearbeiteten Nebenwirkungen einer expansiven Fiskal- oder Lohnpolitik in Form einer steigenden Staatsverschuldung oder höherer Arbeitslosigkeit verbunden.

5. Eine andere Meinung zur Rolle Deutschlands in der Europäischen Währungsunion

Ein Mitglied des Rates, **Peter Bofinger**, vertritt zu den Analysen und Vorschlägen an die Politik in Abschnitt III dieses Kapitels eine andere Meinung.

218. Insbesondere gestützt auf die Simulationen des makroökonomisch Mehr-Länder-Modells (NiGEM) kommt die Mehrheit zu dem Urteil, dass von der Lohnmoderation in Deutschland kein destabilisierender Einfluss auf die anderen Mitgliedsländer des Euro-Raums ausgegangen sei. Auf der Basis dieses Modells wird die Auffassung vertreten, dass Deutschland weder über stärkere Lohnerhöhungen noch über eine expansivere Fiskalpolitik einen Beitrag zum Abbau der Ungleichgewichte in der Europäischen Währungsunion leisten könne. Die einzig sinnvolle Politikoption bestehe in einer konsequenten Fortführung von Strukturformen, um die Wachstumsperspektiven zu stärken und damit über die Binnennachfrage positiv auf die externe Nachfrage in den Defizitländern zu wirken.

Der Einfluss der Lohnentwicklung auf die Ungleichgewichte im Euro-Raum

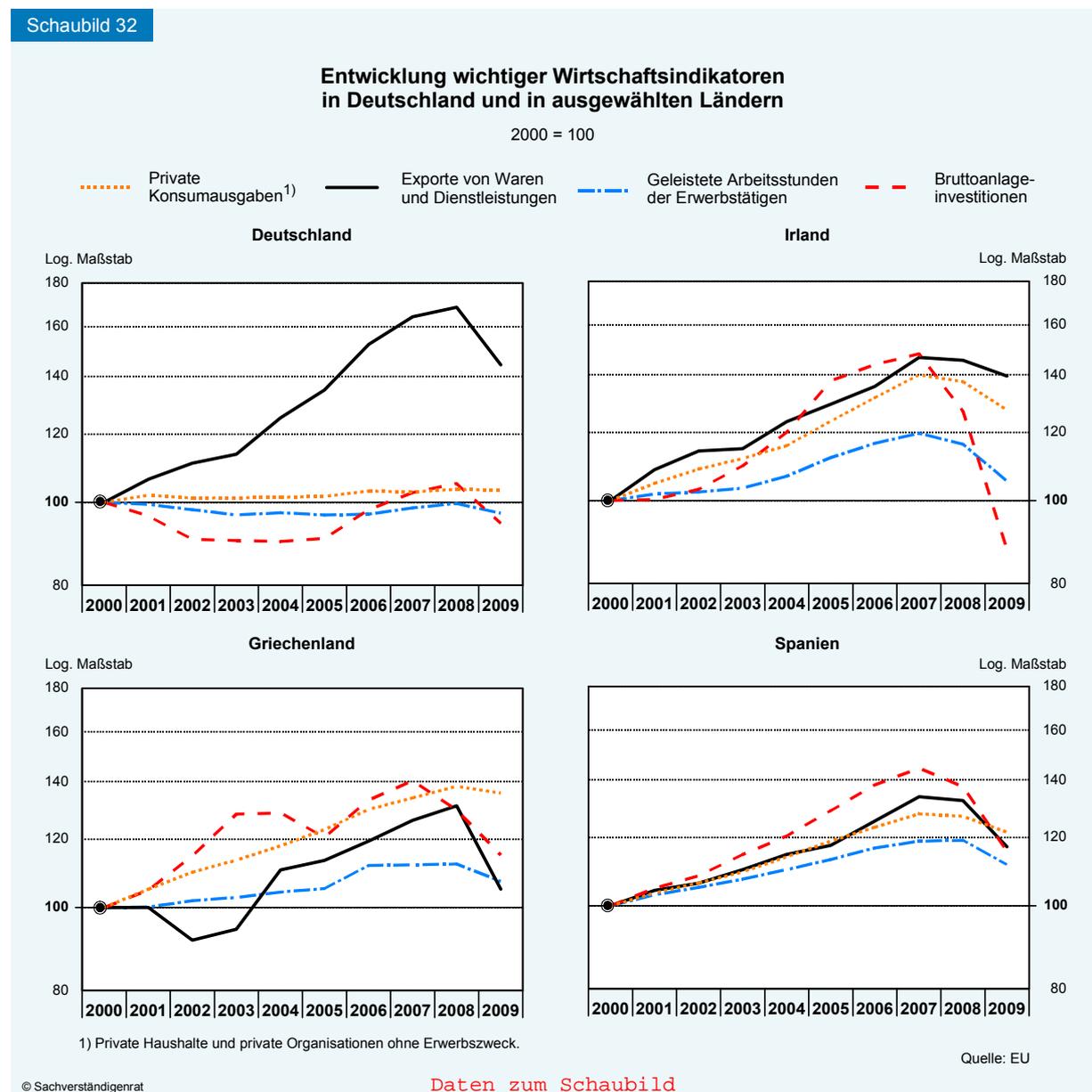
219. Für die Analyse des Entstehens der Ungleichgewichte innerhalb des Euro-Raums kommt dem Einfluss der Lohnentwicklung eine zentrale Bedeutung zu. Aus den Analysen mit **NiGEM** leitet die Mehrheit den überraschenden Befund ab, dass höhere Löhne in Deutschland sogar zu einem noch größeren Überschuss in der deutschen Leistungsbilanz geführt hätten.

Dieses Ergebnis ist auf die spezifischen Effekte einer Lohnmoderation im Rahmen von NiGEM zurückzuführen, dessen Modell-Eigenschaften man sehr gut anhand von **Simulationen der Deutschen Bundesbank** für eine isolierte Lohnsenkung in einer Volkswirtschaft der Währungsunion nachvollziehen kann (Deutsche Bundesbank, 2010). Bei diesen Simulationen führt eine Lohnsenkung zunächst zu einer Ausweitung der Beschäftigung und dann zu einem

Ausbau des Kapitalstocks. Der kurzfristig dämpfende Effekt der Lohnsenkung wird mittelfristig durch den starken Beschäftigungsaufbau mehr als wettgemacht. Interessant sind die dabei ermittelten Effekte auf den Außenhandel: Die Zunahme des realen Exports bleibt hinter der Ausweitung des Bruttoinlandsprodukts und vor allem hinter der Expansion der privaten Investitionstätigkeit zurück, sodass die Bundesbank zu der Aussage gelangt: „Folglich sei der Außenhandel keineswegs der Motor der makroökonomischen Effekte einer Lohnmoderation, wie oftmals behauptet wird“ (Deutsche Bundesbank, 2010).

220. Betrachtet man für Deutschland die **tatsächliche Entwicklung** der entsprechenden Nachfragekomponenten und der Beschäftigung im zurückliegenden Jahrzehnt, könnte die Divergenz zwischen Modell und Realität kaum größer sein. In den Jahren der Lohnmoderation ging die Beschäftigung gemessen an den geleisteten Arbeitsstunden der Erwerbstätigen zurück (Schaubild 32). Die Investitionen erreichten erst im Jahr 2007 wieder das Niveau des Jahres 2000.

Schaubild 32



Ganz im Gegensatz zu den Ergebnissen von NiGEM war der Export die einzige und zudem eine besonders starke Triebkraft der deutschen Wirtschaftsentwicklung. In der Spitze lagen die Exporte um rund 70 vH über dem Ausgangswert des Jahres 2000 und sie dürften dabei auch als Hauptursache für die Belebung der Investitionstätigkeit in den Jahren 2007 und 2008 anzusehen sein. Wie wenig realitätsnah die aus NiGEM abgeleitenden Verläufe sind, lässt sich am Beispiel der südeuropäischen Problemländer und Irlands zeigen: Obwohl dort die Lohnsteigerungen eindeutig zu hoch ausgefallen sind, weist die Entwicklung von Beschäftigung und Investitionen im vergangenen Jahrzehnt Verläufe auf, die in NiGEM nur durch eine Lohnmoderation zu erreichen sind.

Deutschlands Beitrag zu den makroökonomischen Ungleichgewichten in der Europäischen Währungsunion

221. Welchen Beitrag Deutschland zu einer ausgewogeneren Situation des Euro-Raums leisten kann, lässt sich verdeutlichen, wenn man die makroökonomischen Entwicklungen der beiden letzten Jahrzehnte vergleicht. In den Jahren von **1991 bis 2000** zeigen sich für Deutschland – trotz massiver Schocks wie beispielsweise der deutschen Vereinigung und der EWS-Krise – keine nennenswerten Unterschiede zur Gruppe der ursprünglichen Mitgliedsländer des Währungsraums (ohne Deutschland). Bei den wichtigsten Komponenten der Verwendungsseite des Bruttoinlandsprodukts (Private Konsumausgaben, Anlageinvestitionen und auch die inländische Verwendung insgesamt) waren die durchschnittlichen jährlichen Veränderungsraten nahezu identisch (Schaubild 33, Seite 126). Bedingt durch die Anpassungseffekte im Zuge der deutschen Vereinigung fiel der durchschnittliche Anstieg der Nominallöhne je Beschäftigten in Deutschland etwas höher aus als im Rest der Vergleichsgruppe, und die Zunahme der Beschäftigung war unterdurchschnittlich.

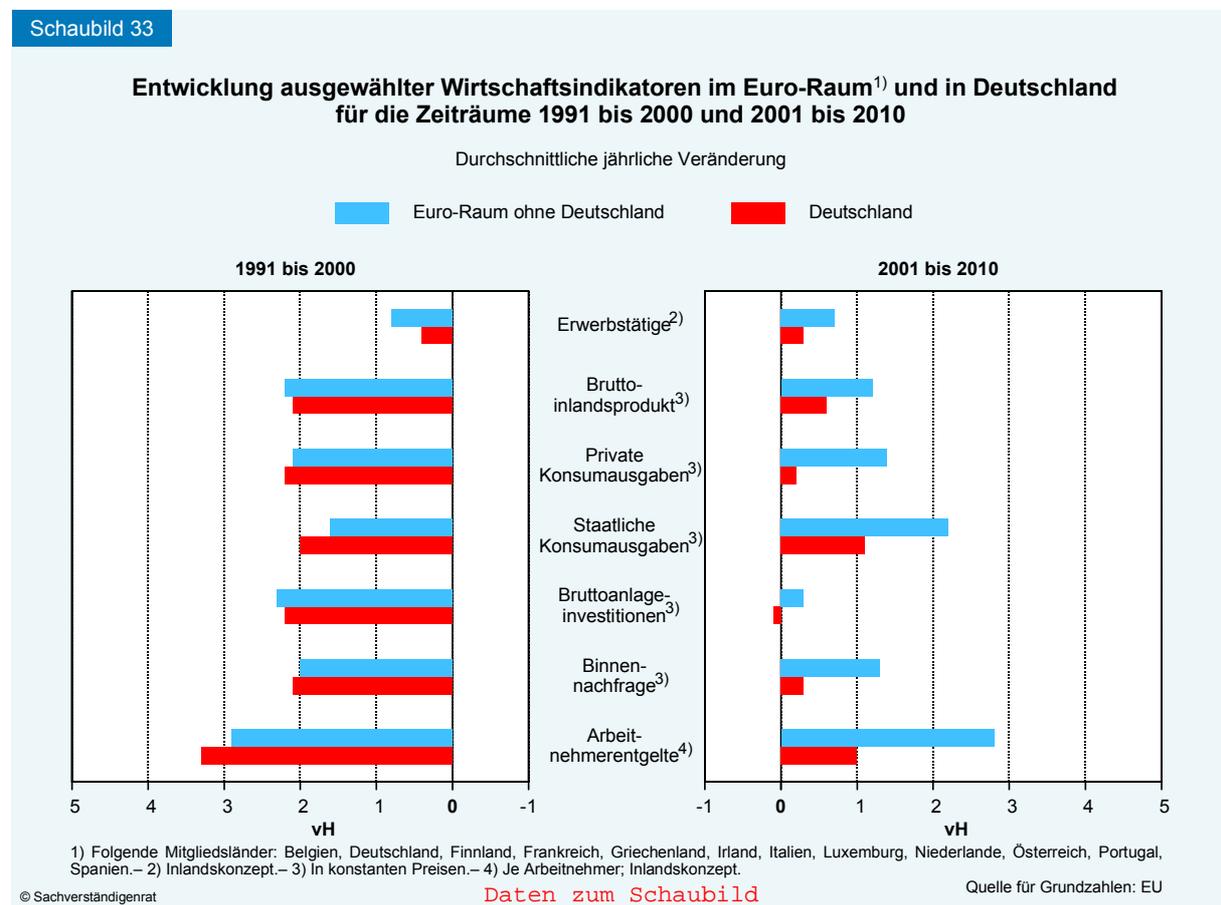
222. Im **zurückliegenden Jahrzehnt**, also in den Jahren 2001 bis 2010, hat sich dieses Bild ganz erheblich verändert. Während die Komponenten der Binnennachfrage in der Vergleichsgruppe weiterhin nach oben gerichtet waren, wenn auch mit einer gewissen Abschwächung gegenüber den 1990er-Jahren, kam es in Deutschland nahezu zu einer Stagnation nicht nur der Privaten Konsumausgaben, sondern der inländischen Verwendung insgesamt. Trotz der starken Exportdynamik konnte das nicht verhindern, dass die durchschnittliche Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts merklich hinter dem Anstieg der Vergleichsgruppe zurückblieb. Auch bei der Beschäftigungsentwicklung nahm der Rückstand gegenüber der Vergleichsgruppe zu.

Neben den Auswirkungen der deutschen Vereinigung, die das Ergebnis in den 1990er-Jahren zugunsten Deutschlands und danach zu dessen Lasten beeinflusst haben, dürfte dieser Regimewechsel wesentlich auf die in der letzten Dekade speziell in Deutschland praktizierte **Strategie der Lohnmoderation** zurückzuführen sein. Sie wurde wirtschaftspolitisch insbesondere „durch die einschneidenden Reformen am Arbeitsmarkt gefördert“ (Deutsche Bundesbank, 2010). Zur Strategie der Senkung der Lohnkosten, die in der Regel als Politik zur Verminderung der Lohnnebenkosten propagiert wurde, zählten zudem im Jahr 2005 die Verschiebung der Parität bei den Krankenversicherungsbeiträgen zulasten der Arbeitnehmer sowie im Jahr 2007 die deutliche Absenkung der Beiträge zur Arbeitslosenversicherung, die mit

einer Erhöhung der Umsatzsteuer verbunden war. Als weitere zentrale Elemente einer konsequenten wirtschaftspolitischen Strategie der Lohnmoderation ist der Verzicht auf einen allgemeinen, flächendeckenden Mindestlohn, der in den meisten anderen Ländern üblich ist, ebenso zu nennen wie die Flexibilisierung der Leiharbeit im Jahr 2004.

Die Lohnzurückhaltung in Deutschland während der Phase 2001 bis 2010 ist daran abzulesen, dass die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer im Euro-Raum (ohne Deutschland) um durchschnittlich 2,8 vH jährlich stiegen und damit nur etwas geringer als in den 1990er-Jahren, während sie sich in Deutschland nur noch um 1,0 vH erhöhten. Da damit nicht einmal ein vollständiger Ausgleich für die Preissteigerungen gewährt wurde, ist es nicht überraschend, dass bei rückläufigen realen Brutto- wie Nettolöhnen je Arbeitnehmer der private Konsum über ein ganzes Jahrzehnt nahezu stagnierte. Dass sich das insgesamt gesehen selbst für Deutschland nicht ausgezahlt hat, erkennt man an der unterdurchschnittlichen Zuwachsrate der Beschäftigung und des Bruttoinlandsprodukts in dieser Dekade.

Schaubild 33



223. Insgesamt zeigt der längerfristige Vergleich, dass sich die deutsche Wirtschaft am Ende der 1990er-Jahre durchaus nicht in einer Verfassung befand, bei der es – insbesondere unter Berücksichtigung des großen Schocks der deutschen Vereinigung – angemessen gewesen wäre, vom „**kranken Mann Europas**“ zu sprechen. Dies ist nicht zuletzt daran abzulesen, dass die Anzahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten im Jahr 2000 höher lag als in allen Folgejahren, einschließlich des noch ganz im Zeichen des weltweiten Booms stehenden Jahres 2008. Von einer „katastrophalen Lage am Arbeitsmarkt“ (Ziffer 184) kann somit keine

Rede sein, zumal das Jahr 2000 auch bei der Arbeitslosigkeit nicht grundsätzlich schlecht abschneidet. In Westdeutschland waren damals 2,4 Millionen Menschen arbeitslos gemeldet, das war kaum mehr als im Jahr 2008 mit 2,3 Millionen (einschließlich der Personen, die allein wegen § 16 Abs. 3 SGB III und § 53a Abs. 2 SGB II nicht arbeitslos sind, im Jahr 2000 jedoch noch zu den registriert Arbeitslosen gezählt wurden); im Jahr 2010 waren mit 2,4 Millionen mehr Menschen arbeitslos als im Jahr 2000 (bei identischer Abgrenzung). Die Verbesserung der Arbeitsmarktlage bezieht sich somit allein auf Ostdeutschland, wo die Anzahl der Arbeitslosen von 1,5 Millionen Personen im Jahr 2000 auf 1,3 beziehungsweise 1,2 Millionen Personen in den Jahren 2008 und 2010 zurückgegangen ist; die beiden letzten Werte wiederum in der erweiterten Abgrenzung. Der Rückgang der „unerträglich hohen Sockelarbeitslosigkeit“ (Ziffer 177) ist somit nicht den Arbeitsmarktreformen zuzuschreiben, sondern in erster Linie auf die allmähliche Rückführung der transformationsbedingten Unterbeschäftigung in Ostdeutschland zurückzuführen.

224. Für die Europäische Währungsunion sind von der deutschen Lohnmoderation eindeutig **negative Effekte** ausgegangen. Es muss einen Wirtschaftsraum destabilisieren, wenn die Binnennachfrage im größten Mitgliedsland über ein ganzes Jahrzehnt hinweg nahezu stagniert. Dies wird unmittelbar deutlich, wenn man einmal unterstellt, dass die anderen Mitgliedsländer dieselbe Politik verfolgt hätten. Bei einer insgesamt stagnierenden Binnennachfrage des Euro-Raums wäre die Zuwachsrate der deutschen Exporte, die zu über 40 vH in Länder der Währungsunion gehen, deutlich geringer ausgefallen. Die Exporterfolge der deutschen Wirtschaft waren daher in diesem Umfang nur möglich, weil sich die anderen Länder gerade nicht so verhalten haben, wie das von der Mehrheit der deutschen Ökonomen für richtig angesehen wird. Wenn Exporterfolge nicht auf Produktivitätsfortschritten, sondern auf einer Politik der Lohnmoderation beruhen, hat man es – ähnlich wie im Fall einer unterbewerteten Währung – mit einem **Nullsummenspiel** zu tun. Es ist deshalb auch unzutreffend, wenn die Mehrheit feststellt, dass eine zurückhaltende Lohnpolitik über eine mittelfristige Stärkung der Binnenwirtschaft zu Impulsen in den Partnerländern führe. So liegt die inländische Verwendung in Deutschland im Jahr 2010 um 3,1 vH über dem Niveau des Jahres 2000; im Euro-Raum (ohne Deutschland) belief sich die Zunahme auf 13,9 vH.

225. Neben den reinen Nachfrageeffekten sind insbesondere nachteilige Auswirkungen auf den **Zinsmechanismus** in der Währungsunion ausgegangen. Die Lohnmoderation hat zu einer sehr niedrigen Inflationsrate in Deutschland geführt. Da die deutsche Inflationsrate zu knapp einem Drittel für die Zinspolitik der EZB bestimmend ist, sind dadurch die Leitzinsen im Euro-Raum tendenziell zu niedrig ausgefallen. Dieser Effekt war natürlich nicht die alleinige Ursache für den Boom in den Defizitländern, aber hat dort die Fehlentwicklungen verstärkt und gleichzeitig die Realzinsen in Deutschland erhöht, da sich die geringere nationale Inflationsrate nur partiell im gemeinsamen Zinsniveau niederschlägt. Der in der Währungsunion aufgetretene Realzinsnachteil für Deutschland wäre ohne die Lohnmoderation somit geringer ausgefallen. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass auch die deutschen Realzinsen (ermittelt als Differenz zwischen Nominalzins und laufender Inflationsrate) in der Phase der Währungsunion, also von 1999 bis 2010, niedriger waren als in den Jahren 1990 bis 1998.

Der kurzfristige Realzins (Tagesgeld) ging von 3,2 % auf 1,2 % zurück, der langfristige (Umlaufrendite) von 4,0 % auf 2,5 %.

226. Dies führt zum häufig angesprochenen Problem der **Investitionsschwäche** der deutschen Wirtschaft im letzten Jahrzehnt. Dabei ist zunächst zu berücksichtigen, dass sich etwa die Hälfte des Rückgangs der gesamtwirtschaftlichen Nettoinvestitionsquote auf die privaten Haushalte und den Staat zurückführen lässt (Tabelle 18). Bei diesen Sektoren ist zum einen die unmittelbar nach der Vereinigung sehr hohe Bautätigkeit zu berücksichtigen, zum anderen dürfte sich die ungünstige Einkommensentwicklung der Arbeitnehmer im letzten Jahrzehnt auch nachteilig auf die Mieten und damit auf den Erwerb von Immobilien ausgewirkt haben. Sieht man einmal von den Vorratsinvestitionen ab, erklärt die rückläufige **Investitionsbereitschaft des Unternehmenssektors** nur knapp ein Drittel der Investitionsschwäche. Aber auch hier dürfte die vergleichsweise schwache gesamtwirtschaftliche Dynamik des letzten Jahrzehnts eine Rolle gespielt haben. So zeigen empirische Studien zum Investitionsverhalten der Unternehmen in der Regel einen positiven Zusammenhang der Investitionen mit der Umsatzentwicklung (JG 2004 Kasten 10).

Tabelle 18

Nettoinvestitionen¹⁾ in Deutschland in den Zeiträumen 1991 bis 2000 und 2001 bis 2009

Durchschnittliche jährliche Relation (vH)

	1991 bis 2000	2001 bis 2009
Private Haushalte ²⁾	4,6	1,9
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	3,5	1,7
Davon:		
Anlagen	3,5	2,2
Vorräte	0,1	- 0,5
Finanzielle Kapitalgesellschaften	0,3	- 0,1
Staat	0,5	- 0,1
Summe	8,9	3,4

1) In Relation zum verfügbaren Einkommen der Volkswirtschaft.– 2) Einschließlich der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck.

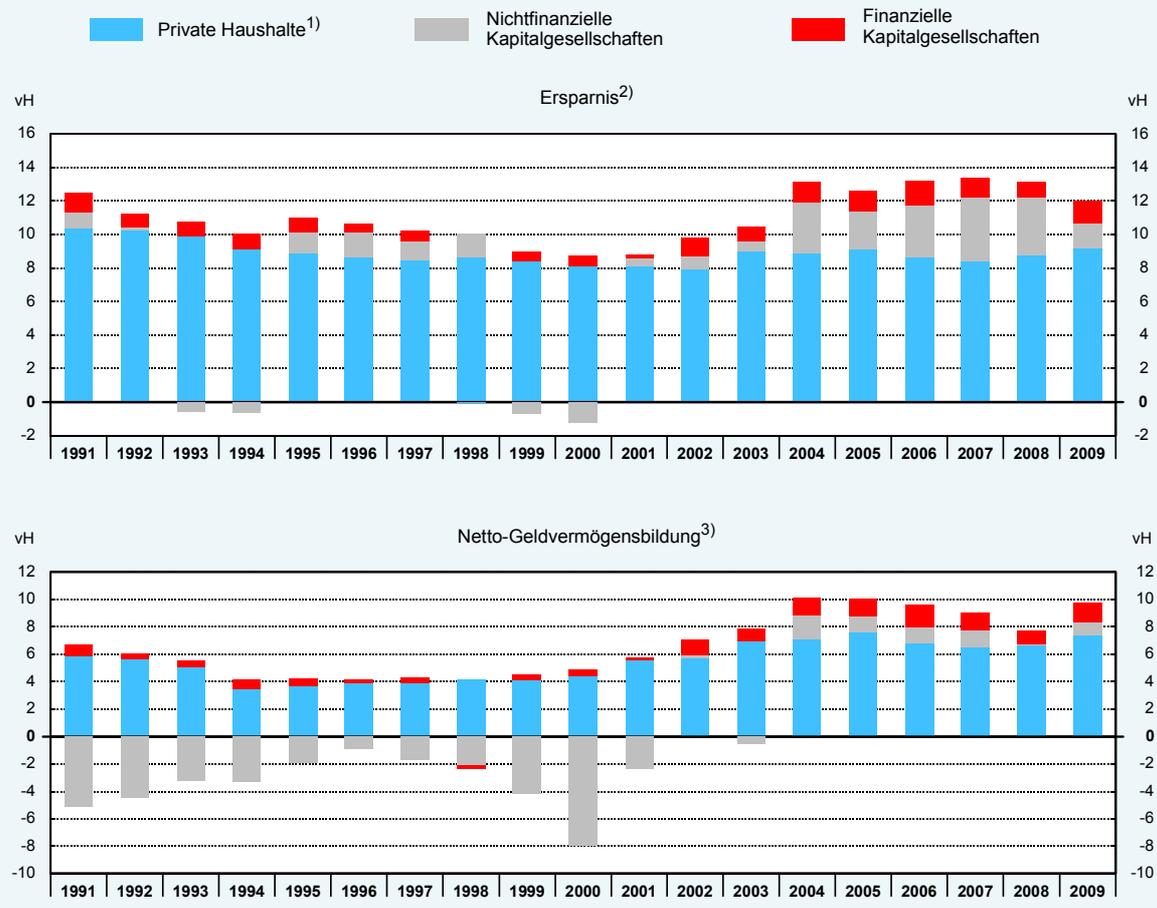
Quelle für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank

Daten zur Tabelle

227. Die gravierende Investitionsschwäche sollte vor allem jene Ökonomen nachdenklich stimmen, die sich von einer Politik der Lohnzurückhaltung verbunden mit Steuersenkungen und Strukturreformen eine größere Investitionsbereitschaft der Unternehmen versprochen hatten. Betrachtet man die gesamtwirtschaftliche Vermögensentwicklung, ist gut zu erkennen, dass diese Strategie – selbst im Krisenjahr 2009 – zu sehr hohen Gewinnen und damit ungewöhnlich starken Vermögenszuwächsen bei Unternehmen und Banken geführt hat (Schaubild 34). Es kam somit zu einer „**Flut von Ersparnissen**“ („savings glut“), die jedoch nicht auf höhere Ersparnisse von privaten Haushalten aufgrund der Demografie zurückzuführen ist; in der Phase von 1991 bis 2000 war die Sparquote der privaten Haushalte mit durchschnittlich 11,0 vH höher als mit 10,6 vH in den Jahren 2001 bis 2009.

Schaubild 34

Ersparnis und Netto-Geldvermögensbildung des privaten Sektors



1) Einschließlich private Organisationen ohne Erwerbszweck.– 2) In Relation zum verfügbaren Einkommen der Volkswirtschaft.– 3) Finanzierungssaldo in Relation zum verfügbaren Einkommen der Volkswirtschaft.

Quelle für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Im Gegensatz zu der Vorstellung, dass Reformen zu mehr Investitionsbereitschaft führen, ist der größte Teil der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis jedoch in der Form von Netto-Geldvermögen gehalten worden. Zusammen mit einer abnehmenden Investitionsbereitschaft der privaten Haushalte erklärt dies den großen Überschuss in der deutschen Leistungsbilanz. Da die hohen Gewinne zu einem erheblichen Teil im Bankensystem investiert wurden, verfügten die **Banken** bis zum Ausbruch der Krise über so **hohe Mittelzuflüsse**, dass sie sich sehr großzügig bei der Kreditvergabe im Ausland verhielten. Die Auslandsforderungen der deutschen Banken gegenüber den Mitgliedsländern der Währungsunion haben sich von 326 Mrd Euro im Januar 1999 in der Spitze auf bis 1 201 Mrd Euro (November 2008) erhöht. Auf diese Weise hat die deutsche Lohnmoderation ebenfalls zur Instabilität in der Währungsunion mit beigetragen.

In Anbetracht der Tatsache, dass Deutschland nach Japan und China in den Jahren 2000 bis 2007 das Land mit dem höchsten Leistungsbilanzüberschuss in der Welt war und dass deutsche Banken der größte Kreditgeber der vier Problemländer (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien) sind (Tabelle 13, Seite 84), erscheint es fraglich, wenn von der Mehrheit be-

hauptet wird, dass man für die kontrafaktische Situation einer ausgeglichenen deutschen Leistungsbilanz trotzdem davon ausgehen könnte, dass anstelle der deutschen Kapitalexporte Mittel verstärkt aus Ländern außerhalb des Euro-Raums gekommen wären (Ziffer 189).

Lösungsansätze

228. Der einzige Vorschlag der Mehrheit, der zum Abbau des Überschusses der Leistungsbilanzgleichgewichts beiträgt, ist ein Ausbau der wachstumswirksamen **öffentlichen Infrastruktur** durch Investitionen in Bildung und Forschung sowie Verkehrsinfrastruktur. Würden solche Maßnahmen über einen längeren Zeitraum durch eine zusätzliche staatliche Kreditaufnahme finanziert, könnte der Staat einen wichtigen Beitrag zur Verminderung der Investitionsschwäche leisten. Er würde damit zugleich dafür sorgen, dass die Geldersparnisse, die zur Sicherung des Lebensstandards der älteren Bevölkerung in den nächsten Jahrzehnten gebildet werden, rentierlicher investiert werden, als dies im letzten Jahrzehnt geschehen ist. Leider lässt es die Mehrheit völlig offen, wie diese zusätzlichen Investitionen finanziert werden sollen, da sie keinen Grund sieht, Abstriche bei der „maßvollen Konsolidierung in Deutschland“ zu machen.

229. Im Einklang mit vielen ausländischen Institutionen und Ökonomen hält es die Mehrheit für zielführend, die Binnennachfrage über weitere „**Strukturreformen**“ in Deutschland zu beleben. Dieser Therapievorschlag erscheint wenig überzeugend, da Deutschland im letzten Jahrzehnt eine Vielzahl solcher Maßnahmen umgesetzt hat und es dadurch – wie erwähnt – bei einer bis zuletzt undynamischen Binnennachfrage zu immer größeren Finanzierungsüberschüssen des privaten Sektors gekommen ist. Es ist deshalb nur schwer nachzuvollziehen, wieso von den jetzt noch ausstehenden und von der Mehrheit nicht näher spezifizierten Reformen so starke Effekte ausgehen, dass sie eine jährliche Netto-Geldvermögensbildung des privaten Sektors von 200 Mrd Euro (im Krisenjahr 2009) nennenswert reduzieren könnten. In Anbetracht der Dimension des Problems ist es erstaunlich, wenn ein international renommierter Ökonom wie Raghuram G. Rajan ernsthaft eine Reform der im Jahr 2004 bereits grundlegend modernisierten Handwerksordnung als Beitrag zum Abbau des deutschen Leistungsbilanzüberschusses vorschlägt (Der Spiegel, 2010).

230. Für die Mehrheit stellt eine „**expansive Lohnpolitik**“ keinen geeigneten Beitrag zur Stimulierung der Binnennachfrage und damit zum Abbau der Ungleichgewichte dar. Dabei muss jedoch klar definiert werden, was man unter einer expansiven Lohnpolitik versteht. Zur Stärkung der Binnennachfrage in Deutschland ist es erforderlich, dass es nach einem Jahrzehnt der Lohnmoderation wieder zu Lohnsteigerungen kommt, bei denen die Reallöhne im Gleichschritt mit der Produktivitätsentwicklung angehoben werden. Eine in diesem Sinne verstandene expansive Lohnpolitik liegt derzeit allen Prognosen für das Jahr 2011 zugrunde, die deshalb durchweg für das Jahr 2011 die stärkste Zuwachsrates für die Privaten Konsumausgaben seit dem Jahr 2001 prognostizieren; nur im Jahr 2006 wurde eine ähnliche Rate wie die für das Jahr 2011 prognostizierte erzielt, dieser Wert war jedoch durch Vorzieheffekte wegen der Umsatzsteuererhöhung des Jahres 2007 verzerrt.

In der Modellsimulation in den Ziffern 203 ff. wird demgegenüber als expansive Lohnpolitik eine Anhebung der Nominallöhne für die Dauer von fünf Jahren einmalig um 1 vH **gegenüber einem Basisszenario** analysiert. Das Basisszenario geht davon aus, dass die Lohnentwicklung in Deutschland ab sofort von der Summe aus Inflationsrate und Produktivitätsanstieg bestimmt wird. Konkret würden sich beim Basisszenario in den nächsten Jahren jährliche Lohnerhöhungen von etwas mehr als 3 vH ergeben.

In der Simulation wird somit eine Lohnentwicklung analysiert, die **über** die Lohnerhöhungen hinausgeht, die für eine Abkehr von der Strategie der Lohnmoderation und eine Belebung der Binnennachfrage erforderlich sind. Die Ergebnisse der Simulation können somit **nicht als Argument gegen einen Regimewechsel** angeführt werden, bei dem es nach Jahren der Lohnmoderation wieder zu Lohnerhöhungen kommt, die dafür sorgen, dass die Reallöhne der Arbeitnehmer wieder im Gleichklang mit dem Produktivitätsfortschritt zunehmen.

231. Ein relativ einfacher Beitrag zur Förderung der Investitionsneigung deutscher Unternehmen könnte schließlich darin bestehen, die **Abgeltungsteuer auf Zinseinnahmen** ersatzlos zu streichen und stattdessen auf eine Versteuerung mit dem persönlichen Steuersatz überzugehen. Im Fünften Kapitel wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Begünstigung der Fremdfinanzierung gegenüber der Eigenfinanzierung kritisch zu sehen sei. Zu den Lehren aus der Finanz- und Wirtschaftskrise gehöre, Anreize zu einer übermäßigen Fremdfinanzierung zu vermeiden und die Eigenkapitalbasis von Banken und Unternehmen zu stärken. Das deutsche Steuerrecht bewirke das Gegenteil.

Asymmetrische Anpassung gefährdet Stabilität des Euro-Raums

232. Der Euro-Raum steht in den nächsten Jahren vor sehr schwierigen Herausforderungen. Die Problemländer an der Peripherie müssen nicht nur enorm ambitionierte Konsolidierungsprogramme umsetzen, sie müssen zugleich ihre Wettbewerbsfähigkeit verbessern, ohne dabei auf das Instrument einer nominalen Abwertung setzen zu können. Aber auch Mitgliedsländer wie Frankreich, das im Jahr 2010 bei seinem Staatshaushalt eine Defizitquote von 8 vH verzeichnet, und die Niederlande mit einer Defizitquote von 6 vH stehen vor gewaltigen Anpassungsaufgaben.

Für den Euro-Raum besteht die größte Gefahr darin, dass in allen Mitgliedsländern gleichzeitig eine Politik der Haushaltskonsolidierung und der Lohnmoderation betrieben wird. Dies könnte in eine deflationäre Entwicklung münden, wie sie in Japan seit Mitte der 1990er-Jahre zu beobachten ist, und damit die Stabilität des Systems insgesamt gefährden.

233. Als größtes Mitgliedsland, das zugleich aufgrund seiner Exportorientierung ein besonderes Interesse am Fortbestand der Währungsunion haben sollte, muss sich **Deutschland** fragen, auf welche Weise es dazu beitragen kann, diese schwierige Phase für den Euro-Raum zu bewältigen.

Bei den hier vorgeschlagenen Maßnahmen handelt es sich durchweg um „win-win“ **Situationen**. Alle Prognosen für das Jahr 2011 zeigen, dass es mit einer Abkehr von der Politik der

Lohnmoderation erstmals zu einer echten Belebung des privaten Verbrauchs kommen wird, die eine wesentliche Stütze für das Wachstum in Deutschland darstellen wird. Mit zusätzlichen staatlichen Investitionen würde die Zukunftsfähigkeit der deutschen Wirtschaft verbessert und es gingen davon spürbare Nachfrageimpulse auf Deutschland und die anderen Mitgliedsländer aus; in NiGEM fallen diese weitaus geringer aus als in anderen gängigen Modellen (Tabelle 22, Seite 186). Bei den historisch niedrigen Zinsen für deutsche Staatsanleihen dürfte es nicht schwer sein, rentierliche öffentliche Investitionsprojekte zu identifizieren. Mit der Abschaffung der Abgeltungsteuer auf Zinseinnahmen und der Rückkehr zu einer regulären Besteuerung dieser Einkünfte würde der Staat nicht nur die Investitionstätigkeit im Vergleich zur Geldersparnis fördern, er könnte auf diese Weise auch noch zusätzliche Steuereinnahmen erzielen.

Soweit die Meinung dieses Ratsmitglieds.

Literatur

- Barrell, R., K. Dury und D. Holland (2001) *Macro-Models and the Medium Term - The NIESR Experience with NiGEM*, National Institute of Economic & Social Research NIESR
- Beetsma, R. und M. Giuliadori (2010) *The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and Other Monetary Unions: An Overview of Recent Research*, Journal of Economic Literature 48 (3), 603 - 641.
- Bini Smaghi, L. (2010) *ECON Committee Hearing on "Improving the economic governance and stability framework of the Union, in particular in the euro area"*, 15.09.2010.
- Blanchard, O. und F. Giavazzi (2002) *Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle?*, Brookings Papers on Economic Activity, 33 (2002-2), 147 - 210.
- Blanchard, O., F. Giavazzi und F. Sa (2005) *International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar*, Brookings Papers on Economic Activity, 36 (2005-1), 1 - 66.
- Blinder, A. S. (2010) *Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies*, Center for Economic Policy Studies, CEPS Working Paper, 204.
- Bofinger, P. und S. Ried (2010) *A New Framework for Fiscal Policy Consolidation in Europe*, Intereconomics, 45 (4), 203 - 211.
- Caballero, R. J., E. Farhi und P. Gourinchas (2008) *An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates*, American Economic Review, 98 (1), 358 - 93.
- Carroll, C. D. und O. Jeanne (2009) *A Tractable Model of Precautionary Reserves, Net Foreign Assets, or Sovereign Wealth Funds*, NBER Working Paper Series, 15228.
- Chinn, M. D. und E. S. Prasad (2003) *Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration*, Journal of International Economics, 59 (1), 47 - 76.
- Cooper, R. N. (2008) *Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability*, Journal of Economic Perspectives, 22 (3), 93 - 112.
- De Grauwe, P. und W. Moesen (2009) *Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond*, Intereconomics, 44 (3), 132 - 135.
- Deutsche Bundesbank (2010), *Monatsbericht Juli 2010*.

- Goldstein, M. und M. S. Khan (1985) *Chapter 20 Income and Price Effects in Foreign Trade*, in: Jones, Ronald W. und Peter B. Kenen (Hrsg.): *Handbook of International Economics*, Bd. 2, Elsevier, 1041 - 1105.
- Gros, D. und T. Mayer (2010) *How to deal with sovereign default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund*, CEPS Policy Brief, 202.
- Mann, C. L. (2002) *Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability*, *Journal of Economic Perspectives*, 16 (3), 131 - 152.
- Mendoza, E. G., V. Quadrini und J. Ríos-Rull (2009) *Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances*, *Journal of Political Economy*, 117 (3), 371 - 416.
- Monopolkommission (2009) *Sondergutachten 54: Strom und Gas 2009: Energiemärkte im Spannungsfeld von Politik und Wettbewerb: Sondergutachten der Monopolkommission gemäß § 62 Abs. 1 EnWG*, Nomos.
- Obstfeld, M. und K. Rogoff (1996) *Foundations of International Macroeconomics*, The MIT Press.
- Oda, N. und K. Ueda (2007) *The Effects of the Bank of Japan's Zero Interest Rate Commitment and Quantitative Monetary Easing on the Yield Curve: A Macro-Finance Approach*, *Japanese Economic Review*, 58 (3), 303 - 328.
- Olley, G. S. und A. Pakes (1996) *The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry*, *Econometrica*, 64 (6), 1263 - 1297.
- Shirakawa, M. (2002) *One Year Under 'Quantitative Easing'*, IMES Discussion Paper Series, 2002-E-30.
- Der Spiegel (2010) *“Die Sache könnte eskalieren”*, 41/2010, 86 - 90
- Spiegel, M. M. (2006) *Did quantitative easing by the Bank of Japan "Work"?*, FRBSF Economic Letter, 2006-28.
- Ugai, H. (2006) *Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses*, Bank of Japan Working Paper Series, 06.
- Weizsäcker, J. V. und J. Delpla (2010) *The Blue Bond Proposal*, Bruegel Policy Brief, 2010/03.