

DRITTES KAPITEL

Geldpolitik und fiskalische Konsolidierung im Euro-Raum

- I.** Das Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik
- II.** Die Zinspolitik der EZB: Einordnung und Kommunikation
 - 1. Konjunktur, Inflation und Notenbankzinsen
 - 2. Kommunikation der EZB: Forward Guidance und Protokolle
 - 3. Zwischenfazit
- III.** Außergewöhnliche geldpolitische Maßnahmen
 - 1. Die Entwicklung an den Staatsanleihe- und Interbankenmärkten
 - 2. Die Outright Monetary Transactions der EZB
 - 3. Die Notfallliquiditätshilfen der nationalen Zentralbanken
 - 4. Zwischenfazit
- IV.** Fiskalische Konsolidierung im Euro-Raum: Vorhaben und Wirkung
 - 1. Notwendigkeit fiskalischer Konsolidierung
 - 2. Wirkungskanäle der fiskalischen Konsolidierung und ihre Modellierung
 - 3. Eine quantitative Analyse der Auswirkungen für den Euro-Raum
 - 4. Zwischenfazit
- V.** Die neue Welt der OMT: Keine Basis für den Schuldentilgungspakt

Literatur

Das Wichtigste in Kürze

Mit der OMT-Ankündigung im Sommer 2012 hat die EZB zwar zur Entspannung an den Staatsanleihe- und Interbankenmärkten beigetragen, aber auch zusätzliche Fehlanreize für die Wirtschaftspolitik gesetzt. Die gegenseitige Abhängigkeit von Banken und Staaten hat mit der fortgesetzten Umschichtung hin zu staatlichen Wertpapieren in den Bankbilanzen eher noch zugenommen. Außerdem sollte die Tragfähigkeit der Staatsschulden nicht über die Geldpolitik, sondern durch fiskalpolitische Maßnahmen sichergestellt werden.

Die Niedrigzinspolitik der EZB bewegt sich im Rahmen ihrer historischen Reaktion auf Inflations- und Wachstumsprognosen. Im Rahmen ihrer neuen „Forward Guidance“ Kommunikation hat sie angekündigt, dass sie über „einen längeren Zeitraum“ keine Leitzinserhöhung erwarte. Unterstellt man, dass die EZB auf Inflations- und Wachstumserwartungen wie in der Vergangenheit reagiert, dürfte dieser Zeitraum nicht viel mehr als drei Quartale betragen. Eine Zinserhöhung ließe sich auch mit der Taylor-Regel rechtfertigen.

Eine Veröffentlichung von EZB-Sitzungsprotokollen, wie sie der EZB-Rat plant, könnte bei der schwierigen Aufgabe helfen, einen transparenten und rechtzeitigen Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik zu organisieren. Es gilt dabei, dem Risiko, dass Regierungen bei niedrigen Zinsen die notwendigen fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen verzögern, genügend Aufmerksamkeit zu geben.

Die sich abzeichnende leichte wirtschaftliche Erholung des Euro-Raums, die von einer sehr lockeren Geldpolitik der EZB gestützt wird, steht auf tönernen Füßen, wenn die nationalen Regierungen den eingeschlagenen fiskalischen Konsolidierungskurs nicht konsequent und zügig fortsetzen. Eine quantitative Untersuchung der für die Jahre 2012 bis 2014 geplanten fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen im Euro-Raum mithilfe eines Kausalmodells belegt, dass durch diese Maßnahmen eine deutliche Reduktion der Schuldenstandsquote erzielt werden könnte. Entscheidende Voraussetzung für den Konsolidierungserfolg ist, dass Ausgaben- und Einnahmeverbesserungen dauerhaft umgesetzt werden. In der kurzen Frist ist von einem negativen Effekt auf das Wirtschaftswachstum auszugehen. Dabei wirken Ausgabenkürzungen tendenziell weniger negativ als Steuererhöhungen. Entscheidend für die längere Frist ist, dass der aus verringerten Schuldzinsen resultierende Spielraum für Steuersenkungen genutzt wird. So führt die fiskalische Konsolidierung zu einer nachhaltigen Erhöhung des Produktionspotenzials und des Konsumniveaus.

Mit dem Schuldentilgungspakt hat der Sachverständigenrat ein proaktives Instrument vorgeschlagen (JG 2011 Ziffern 184 ff.), das präventive Reform- und Konsolidierungsaufgaben mit einem Schuldentilgungsfonds verbindet. Aufgrund der Einführung des OMT-Programms ist es jedoch äußerst unwahrscheinlich, dass die Mitgliedstaaten noch einen hinreichenden Druck verspüren, in Verhandlungen über einen solchen Pakt einzutreten. Letztlich liegt jetzt die Initiative für einen derartigen Pakt bei der EZB, denn nur so könnte sie sich aus der fiskalpolitischen Inanspruchnahme befreien. Hieraus ergibt sich, dass der Schuldentilgungspakt nach wie vor eine Alternative zum OMT-Programm darstellt, aber keinesfalls dessen Ergänzung. Solidarinstrumente, wie etwa Eurobonds und Euro-Bills, die von vornherein als langfristige Instrumente der Risikoteilung gedacht sind, lehnt der Sachverständigenrat ohnehin ab.

I. Das Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik

162. Im Laufe des Jahres 2013 gab es Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung im Euro-Raum. Die Euro-Schuldenkrise ist dennoch nicht überwunden. Die **Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB)** und ihre Ankündigung aus dem Jahr 2012, notfalls umfangreiche Staatsanleihekäufe im Rahmen von **Outright Monetary Transactions (OMT)** zu tätigen, haben zwar zur Verbesserung der wirtschaftlichen Lage in den Krisenländern beigetragen. Geldpolitische Maßnahmen können jedoch die Nachhaltigkeit der Fiskalpolitik nicht dauerhaft herstellen. Entscheidend dafür sind die **Konsolidierungsanstrengungen der nationalen Regierungen**. Im Folgenden werden aktuelle Entwicklungen in der Geld- und Fiskalpolitik im Euro-Raum diskutiert. Schwerpunkte sind die Zinspolitik der EZB, die geldpolitischen Maßnahmen außerhalb der Zinspolitik mit ihren fiskalischen Implikationen sowie die Wirkung fiskalischer Konsolidierungsmaßnahmen. Die Veränderungen im institutionellen Ordnungsrahmen des Euro-Raums sind Gegenstand des nachfolgenden Kapitels.

Ziele, Instrumente, Wechselwirkungen und Risiken

163. Die EZB hat das **Mandat**, für Preisstabilität zu sorgen. Sie betrachtet dieses Ziel als erfüllt, wenn die Inflationsrate mittelfristig unter, aber nahe bei 2 % liegt. Nur wenn das Ziel der Preisstabilität nicht beeinträchtigt ist, soll sie noch andere Ziele der Staatengemeinschaft, wie zum Beispiel Wirtschaftswachstum und Beschäftigung, unterstützen. Wichtigstes **Instrument** zur Erfüllung ihres Mandats ist der Zins für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, mit denen die EZB die Geschäftsbanken mit Liquidität versorgt. Die EZB erklärt ihre Zinsentscheidungen im Rahmen ihrer **Zwei-Säulen-Strategie** als das Ergebnis ihrer Einschätzung der mittelfristigen Inflationsentwicklung auf Basis der realwirtschaftlichen Aktivität und der Geld- und Kreditentwicklung. Im Rahmen ihrer ökonomischen Analyse (erste Säule) untersucht sie zunächst die Risiken für die Preisstabilität auf Basis der Konjunktur sowie der Lohn- und Preisentwicklung inklusive möglicher makroökonomischer Schocks. Die monetäre Analyse (zweite Säule) dient einer Gegenprüfung anhand der mittel- bis längerfristigen monetären Trends.

164. Im Zuge der globalen Finanzkrise seit 2007 und der nachfolgenden Euro-Schuldenkrise hat die EZB weitere Instrumente entwickelt, um dann, wenn die kurzfristigen Geldmarktzinsen nahe der Nullzinsgrenze sind, gegebenenfalls eine weitere geldpolitische Lockerung vornehmen zu können. Dazu gehören zum Beispiel längerfristige Refinanzierungsgeschäfte bis zu einer Laufzeit von drei Jahren sowie diverse Programme für den Ankauf von Wertpapieren.

Mit den OMT hat die EZB zudem ihre Bereitschaft erklärt, unter bestimmten Bedingungen unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen. Damit übernimmt sie das Risiko von Zahlungsausfällen bei einem Schuldenschnitt oder von Abwertungsverlusten im Fall eines Austritts des betreffenden Staates aus dem Euro-Raum. Diese Risiken, die bislang in rein fiskalpolitischer Verantwortung lagen, hatten die Integrität des gemeinsamen Währungsraums aufgrund der Pattsituation zwischen den Regierungen der einzelnen Mitgliedstaaten zunehmend in Frage gestellt. Durch die OMT wurde diese Verhandlungssituation nicht nur entscheidend verändert. Die

OMT dürften zudem auf absehbare Zeit Bestand haben. In den vergangenen Monaten hat die EZB weitere neue Initiativen vorgestellt, wie zum Beispiel ihre Forward Guidance und die geplante Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen, mit denen sie mehr Transparenz über ihre Politik schaffen und Unsicherheit an den Märkten über die zukünftige Zinsentwicklung reduzieren will.

165. Die Instrumente, die die EZB einsetzt, entfalten ihre **Wirkung** über den Tageszins am Geldmarkt, insbesondere aber über die Erwartungen zukünftiger Zinsen an den Kreditmärkten und damit verbundene Risikoprämien. Die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte und Direktkäufe von Anleihen dienen dazu, längerfristige Zinsen und Zinsaufschläge zu beeinflussen. Über diese Kanäle, und noch weitere, wie zum Beispiel Wechselkurs- und Inflationserwartungen oder direkte Nachfrageeffekte des realen Geldvermögens, wirkt die Geldpolitik auf die reale Wirtschaftsaktivität und die Inflation. Dabei besteht weitgehender wissenschaftlicher Konsens, dass die Geldpolitik das reale Wachstum und die Beschäftigung nur temporär verändern, die Preisentwicklung jedoch dauerhaft kontrollieren kann (Mankiw, 2011). Eine Geldpolitik, die auf mittlere Frist die Inflationsrate in Einklang mit ihrem Zielwert bringen will, hat Spielraum, in Rezessionen und Boom-Phasen das reale Wirtschaftswachstum zu stabilisieren. Sie kann zudem Übertreibungen oder Krisen an den Kreditmärkten entgegenwirken, um daraus resultierende Schwankungen des Wirtschaftswachstums zu verringern. Sie kann aber auch selbst Ursache von Instabilitäten sein.

166. Die Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten des Euro-Raums hat ebenfalls Auswirkungen auf die mittel- und längerfristige Zinsentwicklung und wird wiederum durch sie beeinflusst. Insbesondere reduziert eine fiskalische Konsolidierung, wie sie gerade im Euro-Raum stattfindet, die staatliche Nachfrage nach Krediten und dämpft so die Zinsentwicklung. Erwartete Zinssteigerungen und mögliche Aufschläge aufgrund von Inflations-, Abwertungs- oder Insolvenzrisiken erhöhen wiederum die Finanzierungskosten für Regierungen. So entstehen **Wechselwirkungen zwischen Geld- und Fiskalpolitik**, die von Bedeutung für die Entwicklung von Produktion und Preisen sind.

167. Eines der **Ziele der Fiskalpolitik** ist die Dämpfung konjunktureller Schwankungen, und zwar primär über automatische Stabilisatoren wie die Arbeitslosenversicherung und die Progressivität der Einkommensteuer. Für die **Währungsunion** ist der intertemporale Aspekt, das heißt das Konsolidieren in Phasen mit hohem Wachstum und die fiskalische Lockerung in Rezessionen, besonders wichtig. Denn der nominale Wechselkurs im Innenverhältnis zu den anderen Mitgliedstaaten und die Möglichkeit einer inlandsorientierten Geldpolitik sind als Ausgleichsfaktoren weggefallen. Die fiskalische Lockerung konnte in der Krise in einigen Staaten, wie zum Beispiel in Irland und Spanien, umfangreich genutzt werden, da diese Staaten vorher den Schuldenstand deutlich reduziert hatten. Dies spricht dafür, in der Konsolidierungspolitik wieder auf einen deutlich niedrigeren Schuldenstand hinzuarbeiten, um für zukünftige konjunkturelle Schwankungen erneut Spielraum zu gewinnen. Nicht umsonst war die Schuldenstandsquote von 60 % des Bruttoinlandsprodukts im Maastricht-Vertrag als Maximum- und nicht als Zielwert gedacht.

168. Die wiederholten krisenhaften Zuspitzungen, die sich in den Renditen für Staatsanleihen einzelner Länder des Euro-Raums widerspiegelt haben, haben zudem Fragen der **Nachhaltigkeit der Fiskalpolitik** in den Vordergrund gerückt. Spätestens dann, wenn der Marktzugang verlorengelht, sind zumindest die fiskalische Konsolidierung, möglicherweise sogar ein Schuldenschnitt unausweichlich. Ökonomische Vernunft, nicht zuletzt Grundsätze der finanzpolitischen Solidität, gebieten es, über eine vorhersehbare, schrittweise Rückführung der Schuldenstandsquote die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen sicherzustellen. Bezüglich der Nebenwirkungen auf das Wirtschaftswachstum und die Einkommensverteilung ist dabei die Mischung an ausgaben- und einnahmeorientierten Maßnahmen wichtig. Steuererhöhungen belasten einzelne Haushalte umso weniger, je geringer deren Einkommen ist. Sie reduzieren jedoch die Arbeits- und Produktionsanreize und schwächen somit das Wachstum. Eine Konsolidierung über Ausgabenkürzungen ist wachstumsfreundlicher, insbesondere wenn längerfristig entstehender Spielraum für Steuersenkungen verwendet wird.

169. Über den Zins- und Risikoprämienkanal **wirkt die Geldpolitik auf die Staatsfinanzierung**. Neben privaten Kreditnehmern ziehen zudem die Staaten einen Vorteil aus der Niedrigzinspolitik, welche eine Stimulierung der wirtschaftlichen Aktivität zum Ziel hat. Zudem hat die EZB mit dem Securities Markets Programme (SMP) und der OMT-Ankündigung vom August 2012 direkten Einfluss auf die Zinsaufschläge für Staatsanleihen genommen. Da die Zentralbank jedoch lediglich Zentralbankgeld, also ein zinsloses Staatspapier, gegen Anleihen der Regierungen tauschen kann, sind ihrem Einfluss auf die Schuldentragfähigkeit Grenzen gesetzt. Die realen Erträge, die sich aus dem Geldmonopol ergeben, sind begrenzt. Dies sind die sogenannten Seigniorage-Gewinne, die letztlich den nationalen Finanzministerien zufließen. Außerdem kann die EZB über die Ausweitung des Nominalgeldbestands nur temporär und nicht dauerhaft die Wettbewerbsfähigkeit und das Wirtschaftswachstum einzelner Mitgliedstaaten oder des Euro-Raums insgesamt verbessern.

170. Die Interaktion von Geld- und Fiskalpolitik birgt **Risiken**. Wird die Geldpolitik dem Ziel der Staatsfinanzierung untergeordnet, so zeigt die historische Erfahrung, dass über kurz oder lang die Inflation außer Kontrolle gerät. Man spricht in diesem Fall von fiskalischer Dominanz. Dabei kann es zu ausgeprägten Schwankungen der Inflationsraten und damit zu großen Sprüngen des Preisniveaus kommen, bis hin zum Extremfall der Hyperinflation, mit all ihren negativen Wirkungen auf Staat und Gesellschaft. Erfahrungen dieser Art sind es, die Gründe für das hohe Maß an institutioneller Unabhängigkeit der EZB und die Vorkehrungen für eine strikte Trennung zwischen Geld- und Fiskalpolitik in den EU-Verträgen lieferten.

171. Von größerer Bedeutung für die aktuelle Situation im Euro-Raum ist die Gefahr, die von einem Rückgang der Zinsaufschläge für die Konsolidierungs- und Reformanstrengungen der nationalen Regierungen ausgeht. Zwar wäre es aufgrund der positiven Wirkung auf das Wirtschaftswachstum in einem solchen Umfeld leichter, zu konsolidieren und strukturelle Reformen umzusetzen. Mit niedrigeren Zinsen lässt jedoch der **Druck seitens des Marktes** auf die Regierungen nach, unpopuläre Einschnitte vorzunehmen. Der politische Widerstand einzelner Interessengruppen kann dann weitere Maßnahmen zur Herstellung fiskalischer Nachhaltigkeit und anpassungsfähigerer Märkte für Arbeit, Waren und Dienstleistungen ver-

hindern oder zumindest verzögern. Gerade diese Maßnahmen wären aber im Gegensatz zur Geldpolitik in der Lage, das Potenzialwachstum zu steigern und die Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer dauerhaft wiederherzustellen.

172. Die Niedrigzinsphase könnte zu lange andauern, weil die **günstigen Finanzierungsbedingungen im Interesse der nationalen Regierungen** liegen. Die EZB ist zwar allein ihrem Mandat verpflichtet und gehalten, ihre geldpolitischen Entscheidungen unabhängig von nationalen Erwägungen zu treffen. Angesichts der sehr heterogenen Entwicklungen im Euro-Raum kann jedoch die Möglichkeit eines Einflusses nationaler Interessen nicht ohne weiteres ausgeschlossen werden. In den vergangenen Jahren ist es zudem mehrfach zu Situationen gekommen, in denen die EZB es als notwendig erachtete, Maßnahmen zu ergreifen, die den nationalen Regierungen mehr Zeit für Konsolidierungs- und Reformanstrengungen verschafften.

173. Ein weiteres Risiko liegt in der **Wirkung der andauernden Niedrigzinspolitik auf den Finanzsektor**. Es spricht einiges dafür, dass die lange Phase relativ niedriger Zinsen vor Ausbruch der Finanzkrise zu den Übertreibungen an den Immobilien- und Finanzmärkten beigetragen hat. Nicht zuletzt deshalb werden immer wieder Warnungen laut, darauf zu achten, einen solchen Fehler nicht zu wiederholen (siehe zum Beispiel BIZ, 2013). Zwar hat die EZB die Risiken einer Niedrigzinspolitik für den Finanzsektor im Auge. Noch aber dominiert der Wunsch, die Wirtschaft zu stimulieren. In der aktuellen Lage des Euro-Raums kommt hinzu, dass die günstige Liquiditätsversorgung durch die EZB es den Geschäftsbanken leichter macht, hohe Verlustrisiken in ihren Bilanzen zu halten und sich nicht zu entschulden. Damit ermöglicht sie es den Regierungen, mit der Sanierung, Restrukturierung oder Abwicklung kriselnder Banken länger zu warten. Diese Verzögerung birgt das Risiko einer anhaltenden Phase mit wenig oder keinem Wirtschaftswachstum.

II. Die Zinspolitik der EZB: Einordnung und Kommunikation

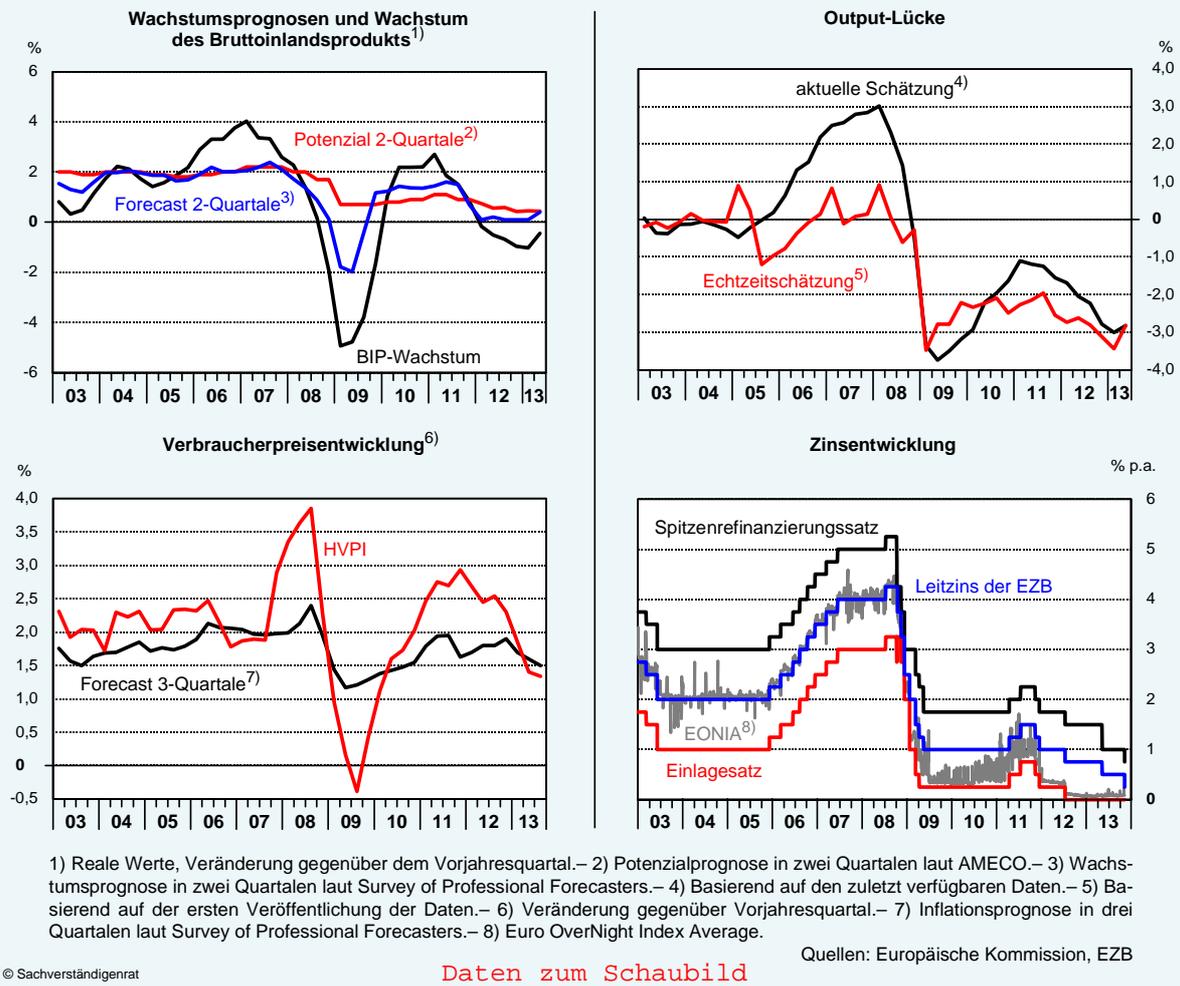
1. Konjunktur, Inflation und Notenbankzinsen

174. Die Niedrigzinspolitik der EZB reflektiert die nach wie vor recht verhaltene Wirtschaftsentwicklung des Euro-Raums. Nach einer längeren Rezession kehrte der Euro-Raum im zweiten Quartal zu **positivem, wengleich schwachem, Wachstum** zurück. Prognosen zeigen eine weitere Zunahme des Wachstums an (Schaubild 35). Der Mittelwert des von der EZB erhobenen Survey of Professional Forecasters (SPF) vom August liegt zum Beispiel bei einer Zuwachsrate im Vorjahresvergleich von 0,6 % für das erste Quartal 2014 und bei einer Rate von 0,9 % im Jahresdurchschnitt 2014. Die entsprechenden Prognosen des Sachverständigenrates liegen jeweils bei 1,0 %.

Damit wird das von der Europäischen Kommission geschätzte Potenzialwachstum von knapp 0,5 % im Jahr 2014 überschritten. Das Niveau des Bruttoinlandsprodukts liegt noch um rund 3 % unter dem Potenzial. Für das Jahr 2014 wird ein Rückgang der Output-Lücke auf -2,2 % erwartet. Schätzungen der Output-Lücke sind jedoch in der Regel sehr ungenau. So zeigt die aktuelle Schätzung der Output-Lücke eine deutliche Überhitzung in den Jahren vor der Finanz-

Schaubild 35

Konjunkturindikatoren für den Euro-Raum



krise an, während die Schätzungen in Echtzeit den Euro-Raum auf dem Potenzialwachstumspfad wähnten.

175. Die **Inflationsrate**, gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), ist im Jahr 2013 deutlich zurückgegangen. Zuletzt betrug die jährliche Inflationsrate im Oktober 2013 nur noch 0,7 % und lag damit deutlich unter dem Ziel der EZB von unter, aber nahe 2 %. Die SPF-Prognose bis Juni 2014 liegt wie diejenige des Sachverständigenrates bei 1,5 %. Sie zeigt eine leicht steigende Tendenz und eine längerfristige Erwartung von 2,0 % bis zum Jahr 2018.

176. Im Mai 2013 senkte die EZB den Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, der als **Leitzins** im Euro-Raum fungiert, um 25 Basispunkte auf 0,5 %. Gleichzeitig wurde der Zinskorridor, der durch den Zinssatz der Einlagefazilität nach unten und den Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität nach oben begrenzt ist, von 1,5 Prozentpunkten auf einen Prozentpunkt reduziert. Allerdings geschah diese Anpassung nicht symmetrisch, da lediglich der Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität um 50 Basispunkte gesenkt wurde. Somit wurde der **Zinssatz der Einlagefazilität** auf Null belassen. Im Zuge der jüngsten Zinssenkung im

November 2013 reduzierte die EZB den Leitzins auf 0,25 %, ohne den Einlagezins zu verändern. Zudem wurde der Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität von 1,0 % auf 0,75 % gesenkt. Der Tagesgeldsatz im europäischen Interbankenmarkt (EONIA) liegt nach wie vor rund 0,1 Prozentpunkte über dem Einlagezinssatz. Während er in den Jahren vor der Finanzkrise durchschnittlich in etwa dem Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte entsprach, liegt er seither aufgrund der Störung des Interbankenmarktes und der Vollzuteilungspolitik im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte wesentlich näher am Einlagezins (JG 2011 Ziffer 72).

EZB-Präsident Draghi hat immer wieder betont, zum Beispiel auf der Pressekonferenz am 4. Juli 2013, dass die EZB technisch vorbereitet sei, den Einlagezins falls nötig in den negativen Bereich zu senken. In diesem Fall sollte sie den Negativzins nicht nur auf die Einlagefazilität, sondern ebenfalls auf die Girokonten der Banken bei der EZB anwenden. Die Erfahrungen in Dänemark (Danmarks Nationalbank, 2012) zeigen, dass sonst mit massiven Ausweichreaktionen und wenig Wirkung auf das Kreditangebot der Banken zu rechnen wäre.

Zinsregeln zur Einordnung der geldpolitischen Entscheidungen

177. Um das Zinssetzungsverhalten von Zentralbanken zu bewerten, werden häufig einfache **Zinsregeln** als Vergleichsbasis verwendet. Eine Zinsregel kann als Maßstab für die Optimalität der Geldpolitik dienen oder als Instrument zur Beschreibung und Prognose Einsatz finden. In der Tat sprach EZB-Präsident Draghi erst vor kurzem davon, – in den Pressekonferenzen im Juli und August 2013 – dass Reaktionsfunktionen einen Weg weisen würden, zukünftige EZB-Zinsentscheide zu prognostizieren.

178. Die **Optimalität** einer Zinsregel ist daran zu bemessen, wie gut eine Zinspolitik, die solch einer Regel folgt, das **Stabilisierungsziel der Zentralbank** erfüllen würde. Zentralbanken und internationale Organisationen verwenden seit langem makroökonomische Modelle der Gesamtwirtschaft, um solche vergleichenden Politiksimulationen durchzuführen. Ein üblicher Bewertungsmaßstab sind dabei die Abweichungen der Inflationsrate von der Zielrate der Zentralbank sowie die Abweichungen des Bruttoinlandsprodukts vom Potenzial. Zielfunktionen dieser Art haben eine lange Tradition (Bryant et al., 1988, 1993; Taylor, 1999; Levin et al., 2003; Kuester und Wieland, 2010). Sie reflektieren das Mandat vieler Zentralbanken, wie zum Beispiel der US-amerikanischen Notenbank (Fed) und der zahlreichen Notenbanken, die eine sogenannte Inflationszielsteuerung (Inflation Targeting) verfolgen (Vereinigtes Königreich, Schweden, Neuseeland, Kanada, Chile und viele andere). Die EZB unterscheidet sich von diesen dadurch, dass in ihrem Mandat die Preisstabilität an vorderster Stelle steht und die Stabilisierung konjunktureller Fluktuationen nachrangig ist.

179. Zinsreaktionsfunktionen erlauben zudem eine **Beschreibung und Prognose** der Zinsentscheidungen der Zentralbanken. Es mag zunächst überraschen, dass die diskretionären Entscheidungen eines Gremiums, das bei jeder Sitzung eine große Menge an Informationen diskutiert und keine Vorfestlegungen für zukünftige Sitzungen trifft, mit einer einfach strukturierten systematischen Reaktion beschrieben werden kann. Ein wichtiger Grund hierfür ist, dass Notenbanken eben nicht nur den aktuellen Leitzins setzen, sondern vielmehr die Erwartungen der Marktteilnehmer beeinflussen wollen. Denn die Erwartungen bezüglich zukünftiger

ger Zinsentscheidungen gehen in die mittel- bis längerfristigen Kreditzinsen ein, auf deren Basis Unternehmen und Haushalte ihre Investitions- und Konsumentscheidungen treffen.

Deshalb kündigen Zentralbanken heutzutage nicht nur eine langfristige Zielrate für die Inflation an, sondern kommunizieren eine explizite Strategie, mit der sie dieses Ziel erreichen wollen. Worte allein genügen jedoch nicht. Erst wenn sich eine **systematische, verlässliche Reaktion** der Zentralbank auf makroökonomische Entwicklungen erkennbar über einen längeren Zeitraum manifestiert, entsteht ein dauerhafter, stabilisierender Einfluss auf die Markterwartungen. Weicht die Zentralbank von ihrer üblichen Reaktion ab, müssen ihre Gründe dafür stichhaltig sein, um von ihren Beobachtern weiterhin als glaubwürdig und verlässlich eingeschätzt zu werden.

180. Die bekannteste Zinsregel, die sogenannte Taylor-Regel (Taylor, 1993), erhielt deshalb so viel Aufmerksamkeit, weil sie als Bewertungsmaßstab und zur Beschreibung der Geldpolitik von Nutzen war. Vergleichende Politiksimulationen zeigten, dass eine Zinspolitik nach dieser Regel Schwankungen im Bruttoinlandsprodukt und der Inflationsrate stabilisieren würde (Bryant et al., 1993). Zudem beschrieb sie die Zinspolitik der Fed zwischen den Jahren 1988 und 1993 sehr genau, einem Zeitraum, in dem Inflation und Wachstum effektiv stabilisiert wurden. Damit bot sie sich zugleich als Instrument für die Zinsprognose an. Die Taylor-Regel bestimmt das Zinsniveau am Geldmarkt, i , abhängig vom realen Zinssatz im langfristigen Gleichgewicht (geschätzte 2 %), der laufenden Inflationsrate, π , in Abweichung vom Ziel der Notenbank, π^* , und dem realen Bruttoinlandsprodukt, q , in Abweichung vom Potenzialniveau, q^* ,

$$i = 2 + \pi + 0,5(\pi - \pi^*) + 0,5(q - q^*).$$

In den Jahren vor der Finanzkrise setzte die Fed den Geldmarktzins deutlich unter dem Niveau fest, das die Taylor-Regel implizierte. Ähnlich wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die aufgrund der rasch zunehmenden Kreditvergabe vor einer anhaltend lockeren Geldpolitik warnte (Borio und White, 2003), lieferte die Taylor-Regel ein – leider zu wenig beachtetes – Signal, dass die Fed die Geldmarktzinsen zu lange zu niedrig hielt und damit den Immobilienboom beschleunigte (Taylor, 2007; Kahn, 2010; McDonald und Stokes, 2013).

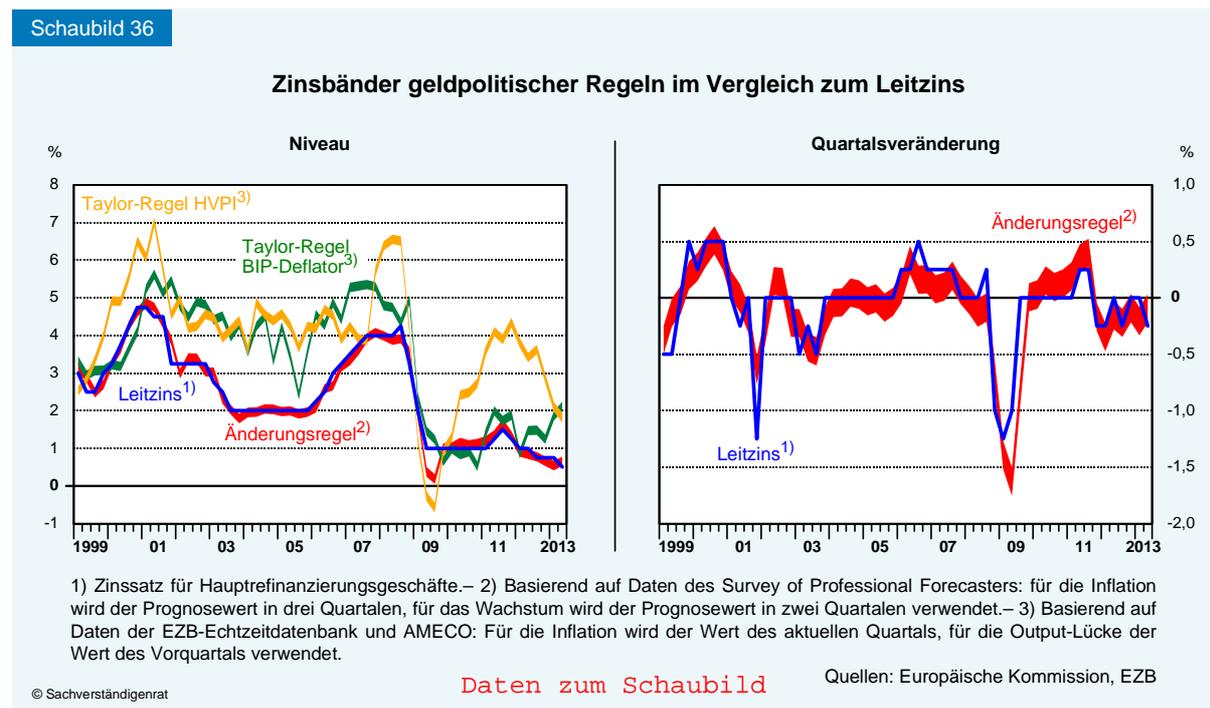
Vergleich der EZB-Leitzinspolitik mit einfachen Zinsregeln

181. Eine Anwendung der ursprünglichen Taylor-Regel auf den Euro-Raum zeigt, dass sie die Zinspolitik der EZB nicht beschreiben kann. Als Inflationsmaß wird dabei entweder der Deflator des Bruttoinlandsprodukts verwendet, den Taylor (1993) für die Vereinigten Staaten in Betracht zog, oder der HVPI, den die EZB mittelfristig nahe, aber unter 2 % stabilisieren will. Da der Deflator des Bruttoinlandsprodukts im Unterschied zum HVPI die Mengenanpassung auf Preisänderungen berücksichtigt, resultiert in diesem Fall ein glatterer Verlauf der gemessenen Inflation. Die Output-Lücke für den Euro-Raum wird relativ zu dem von der Europäischen Kommission geschätzten Potenzial bestimmt. Bei dieser Anwendung der Taylor-Regel werden die Werte der Inflationsmaße und der Output-Lücke verwendet, die in

Echtzeit vorlagen. Zudem wird das Inflationsziel der EZB durch eine Bandbreite von 1,5 % bis 2 % für die Zielrate, π^* , approximiert.

Das so entstehende Leitzinsband liegt seit Beginn der Währungsunion im Jahr 1999 meist deutlich über dem Leitzins der EZB (Schaubild 36, links). Verwendet man die Taylor-Regel als Bewertungsmaßstab statt als Instrument zur Beschreibung der EZB-Politik, liefert sie ein Signal, das dafür spricht, mit dem Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik nicht mehr lange zu warten.

Schaubild 36



182. Die Zinsentscheidungen der EZB lassen sich dagegen recht gut mit einer **einfachen Regel für die Änderung des Zinsniveaus**, ausgehend vom Zins der Vorperiode, beschreiben (Orphanides und Wieland, 2013). Im Gegensatz zur Taylor-Regel benötigt diese Regel keinen Schätzwert bezüglich des gleichgewichtigen Zinsniveaus, da die jeweilige Veränderung des Zinssatzes am vorangegangenen tatsächlichen Zinsniveau der EZB ansetzt. Die Regel setzt die **Veränderungen des EZB-Leitzinses**, Δi , mit einer Reaktion auf die Abweichung der Inflationsprognose, π^P , von der Zielrate, π^* , und einer Reaktion auf die Abweichung der Wachstumsprognose, Δq^P , vom geschätzten Potenzialwachstum, Δq^* , in Verbindung. Der Reaktionsparameter ist wie in der Taylor-Regel jeweils 0,5:

$$\Delta i = 0,5(\pi^P - \pi^*) + 0,5(\Delta q^P - \Delta q^*).$$

Die dabei verwendeten Prognosen des SPF beziehen sich auf die erwartete Inflationsrate in drei Quartalen und das erwartete Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im übernächsten Quartal. Letzteres bedeutet, dass nur Änderungen in der Output-Lücke die Zinssetzung beeinflussen. Das resultierende Leitzinsband beinhaltet in fast allen Fällen, im Besonderen aber in den vergangenen beiden Jahren, die tatsächlich von der EZB beschlossenen Änderungen des

Hauptrefinanzierungssatzes (Schaubild 36, rechts).¹ Die EZB hat offenbar in den Jahren der Finanzkrise und der Rezession im Euro-Raum ihre Zinsentscheidungen mit Blick auf Inflation und Wachstum ähnlich wie in den vorangegangenen Jahren getroffen. Während die EZB mit anderen Maßnahmen Neuland betreten hat, hat sich ihr Zinssetzungsverhalten, insbesondere die systematische Reaktion auf Inflations- und Wachstumsprognosen, die von der oben genannten Zinsänderungsregel aufgefangen wird, bisher nicht verändert. Ein Vergleich des aktuellen Leitzinses von 0,25 % mit dem entsprechenden Wert der Zinsänderungsregel wird erst zum 14. November 2013 möglich sein, wenn die SPF Inflations- und Wachstumsprognosen, die der EZB im Vorfeld ihrer Zinsentscheidung am 7. November zur Verfügung standen, veröffentlicht werden. Dann kann geklärt werden, ob diese Zinssenkung mit einer Verschlechterung des Inflations- und Wachstumsausblicks im Rahmen der Zinsregel beschrieben werden kann, oder ob sich damit ein Abweichen von der historischen Reaktion auf diese Prognosen andeutet.

183. Die empirische Reaktionsfunktion bildet die Orientierung am Inflations- und Wachstumsausblick gemäß der offiziellen Strategie der EZB ab. Sie berücksichtigt jedoch nicht die Geld- und Kreditentwicklung, das heißt die zweite Säule der Strategie. EZB-Beobachter haben schon in der Vergangenheit darauf hingewiesen, dass deren Zinspolitik nicht auf Schwankungen des Geldmengenwachstums reagieren würde. Dies muss nicht im Widerspruch zur offiziellen Strategie stehen, die lediglich eine Gegenprüfung anhand monetärer Trends vorsieht. Da sich diese Trends nur langsam ändern und eine Trendwende erst nach einiger Zeit erkennbar wird, dürften sie sich nur gelegentlich erkennbar in den Zinsentscheidungen niederschlagen (Beck und Wieland, 2008). Der frühere EZB-Präsident Trichet hat zum Beispiel wiederholt betont, dass die Kehrtwende hin zu Zinserhöhungen im Jahr 2005 von der Analyse der monetären Trends getrieben wurde (Trichet, 2006, 2008).

184. Dass sich die Leitzinspolitik der EZB gut durch die oben genannte Zinsänderungsregel beschreiben lässt, impliziert jedoch nicht automatisch, dass sie die Inflationsrate und das Bruttoinlandsprodukt besonders gut stabilisiert. Zum Beispiel zeigen Politiksimulationen mit einer Reihe von makroökonomischen Modellen, darunter Modelle, die von der EZB entwickelt wurden, dass eine Zinsregel, die auf **aktuelle Daten statt Prognosen** reagiert, die Schwankungen von Inflation und Bruttoinlandsprodukt besser ausgleicht. Eine solche Regel ist robuster als eine Reaktionsfunktion mit Prognosen, wenn Unsicherheit über die makroökonomischen Zusammenhänge und Wirkungskanäle berücksichtigt wird (Orphanides und Wieland, 2013). Würde man die Inflations- und Wachstumsprognosen in der Zinsänderungsregel mit kontemporären Schätzungen ersetzen, wichen die Ergebnisse in der Regel stärker vom tatsächlichen Zinspfad der EZB ab. Außerdem ist die Empfehlung höherer Zinsen durch die ur-

¹ Die von Orphanides und Wieland (2013) gewählten Reaktionsparameter von 0,5 unterscheiden sich nicht in statistisch signifikantem Maße von den Werten, die sich bei einer ökonometrischen Regressionsschätzung ergeben würden (Bletzinger und Wieland, 2013). Der resultierende Schätzwert für das Inflationsziel liegt mit 1,74 % direkt in der Mitte der oben verwendeten Bandbreite von 1,5 % bis 2 %. Das Bestimmtheitsmaß R^2 zeigt dabei an, dass 70 % der Variation der EZB-Leitzinsänderungen mit der Abweichung der SPF-Inflationsprognose vom Ziel und der Abweichung der SPF-Wachstumsprognose vom Potenzialwachstum erklärt werden kann. Die verbleibenden Residuen weisen zudem keine Autokorrelation auf. Mittels eines ökonometrischen Testverfahrens lässt sich zudem belegen, dass die EZB-Stabsprognosen für Inflation und Wachstum im Vergleich zu den SPF-Prognosen keinen nennenswerten zusätzlichen Erklärungsgehalt für die Leitzinsänderungen liefern.

sprüngliche Taylor-Regel beachtenswert, da sie vor Beginn der Finanzkrise zu niedrige Zinsen im Euro-Raum signalisiert hatte.

2. Kommunikation der EZB: Forward Guidance und Protokolle

185. Im Juli 2013 kündigte der EZB-Rat erstmals nicht nur eine Entscheidung für den aktuellen Zinssatz an, sondern informierte auch über seine Erwartungen zu den zukünftigen Leitzinsen. EZB-Präsident Draghi teilte mit, der Rat erwarte, dass er den Politikzins noch für einen **längeren Zeitraum auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau** belassen werde. Damit zielte die EZB darauf ab, die Unsicherheit zu reduzieren, mit der sich Marktteilnehmer konfrontiert sehen – und zwar konkret die Unsicherheit über die Erwartungen der Mitglieder des EZB-Rates bezüglich ihrer zukünftigen Zinsentscheidungen. Dies ist zu begrüßen, denn es erleichtert Marktteilnehmern, ihre eigenen Prognosen für die zukünftige Entwicklung zu formulieren. Mit einer **Forward Guidance** dieser Art wollen Zentralbanken die mittel- bis längerfristigen Zinssätze besser beeinflussen (Kasten 8). Aus Sicht der EZB ist eine Forward Guidance sinnvoll geworden, da sich die weiterhin sehr expansive Liquiditätsbereitstellung nicht ausreichend in den längerfristigen Geldmarktzinssätzen widerspiegelt hat (EZB, 2013).

186. Die EZB hat klargestellt, dass ihre Forward Guidance **keine unbedingte Festlegung** auf zukünftige Zinsen beinhaltet, sondern auf einer Anwendung ihrer Zwei-Säulen-Strategie für die Zukunft basiert. Sie muss nicht als Abkehr von früheren Aussagen, dass sich der EZB-Rat nie im Voraus festlege, verstanden werden. Die Zinserwartung der EZB orientiert sich demnach daran, ob die Inflationsrate und das Wirtschaftswachstum sowie das Geld- und Kreditwachstum auf ihrem momentan niedrigen Niveau verharren. Sollte sich diese Einschätzung im Lauf der Zeit ändern, würde sich die Zinsprognose der EZB ändern. Deshalb folgt aus der Offenlegung der Zinserwartungen der EZB nicht, dass sich die **Erwartungen der Marktteilnehmer** zwingend an die der EZB anpassen müssen. Ein Marktteilnehmer mit einer optimistischeren Einschätzung der Wachstumschancen würde zum Beispiel eine frühere Zinserhöhung als die EZB prognostizieren. Die systematische Umsetzung der „internen“ Reaktionsfunktion der EZB in ihrer Zinsprognose ist jedoch zu begrüßen. Wenn sie von den Marktteilnehmern richtig verstanden wird, wird die EZB-Politik damit vorhersagbarer und gewinnt mehr Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung.

Kasten 8

Forward Guidance: Absichten und aktuelle Beispiele

Indem sie Informationen über ihre eigenen Zinserwartungen bereitstellen, verringern Notenbanken die Unsicherheit, mit der die Marktteilnehmer konfrontiert sind. Mehr und mehr Notenbanken legen ihre Einschätzungen über die Zukunft offen. Am weitesten gehen dabei die Notenbanken von Norwegen und Schweden, die regelmäßig den kompletten erwarteten Zinspfad veröffentlichen, zusammen mit ihren Prognosen der Inflations- und Wachstumsraten. Ziel dieser Transparenz ist es, die Geldpolitik vorhersagbarer zu machen. Denn Zentralbanken beeinflussen die wirtschaftliche Aktivität und Inflationsentwicklung über die Erwartungen der Marktteilnehmer für die Zukunft, die in mittel- bis längerfristige Kreditzinsen eingehen, und nicht allein über den aktuellen Tageszinssatz. Deshalb spielt die Kommunikation der Politikentscheidungen eine so große Rolle und deshalb wird so viel Wert auf die Darstellung der geldpolitischen Strategie gelegt.

Während viele Notenbanken bis vor der Finanzkrise des Jahres 2007 noch von einer Veröffentlichung eigener Zinsprognosen abgesehen haben, ist mit der Wendung zu einem Zinsniveau nahe Null das Interesse daran gestiegen, stärkere Signale für die zukünftige Zinspolitik zu setzen. Da der weitere Zinssenkungsspielraum begrenzt ist, versuchen die Notenbanken, verstärkt Informationen zur erwarteten zukünftigen Zinsentwicklung zu kommunizieren. Die Fed publiziert zum Beispiel jedes Quartal die Erwartungen der Mitglieder des Federal Open Market Committee (FOMC) bezüglich des Zeitpunkts der nächsten Zinserhöhung, zusammen mit deren Prognosen zur Entwicklung der Inflations- und Wachstumsrate sowie der Arbeitslosenquote in den Vereinigten Staaten. Zudem hat die Fed konkrete numerische Werte der Arbeitslosenquote und Inflationsrate genannt, die erst erreicht werden müssten, bevor eine Zinserhöhung vorgenommen würde. Auch die Bank of England (BoE) hat angekündigt, dass sie erwartet, den Geldmarktzins zumindest so lange konstant zu halten, bis die Arbeitslosenquote auf 7 % fällt.

Da die Mitglieder der Entscheidungsgremien der Notenbanken die Möglichkeit haben, bei jeder Sitzung eine neue Politikentscheidung treffen zu können, sind glaubwürdige Vorfestlegungen praktisch nicht möglich. Vielmehr gilt es im Lauf der Zeit systematisch und verlässlich zu agieren, sodass eine entsprechende Erwartungsbildung am Markt stattfindet. Transparenz über Ziele, Strategien und Vorhaben ist dafür nützlich.

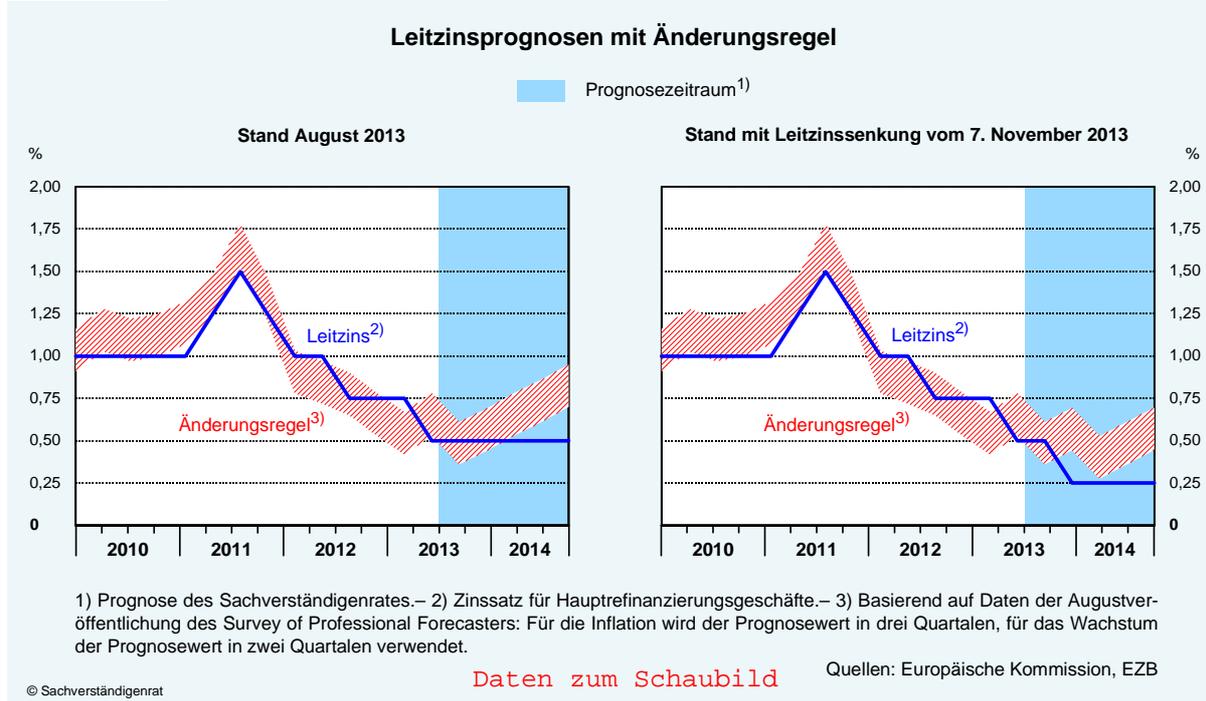
Im Rahmen der Forward Guidance gibt es zwei unterschiedliche Ansätze. Der eine Ansatz besteht darin, mehr Informationen über die bisherige systematische Vorgehensweise, das heißt, in den Worten von EZB-Präsident Draghi, die Reaktionsfunktion, offenzulegen, um mehr Vertrauen und Vorhersehbarkeit zu erzielen. Damit können Erwartungen eines längeren Verharrens an der Nullzinsgrenze präzisiert und eine stärkere Stimulierung der realwirtschaftlichen Aktivität erreicht werden. Der andere Ansatz, der von Reifschneider und Williams (2000) vorgestellt und von Woodford (2012) weiterentwickelt wurde, setzt darauf, eine Abweichung von der historischen Reaktionsfunktion zu signalisieren. Über eine Festlegung, die Zinsen länger niedrig zu halten als in der Vergangenheit bei einem vergleichbaren Ausblick für Inflation und Wachstum, soll eine zusätzliche Stimulierung der Wirtschaft erreicht werden, zusammen mit einem zügigeren Anstieg der Inflation.

Die EZB hat klargestellt, dass sie den ersten Ansatz verfolgt. Ihre Ankündigung bezüglich der Zinsentwicklung basiere in einer Weise auf ihrer Prognose für Inflation, Wachstum und Geld- und Kreditentwicklung, die nicht von ihrer bisherigen Reaktionsfunktion abweiche. Ebenso haben Vertreter der BoE erklärt, dass es das Ziel ihrer Forward Guidance sei, ihre Reaktionsfunktion besser zu erklären (Bean, 2013; Dale und Talbot, 2013). Im Fall der Fed beschreibt möglicherweise der zweite Ansatz besser ihre Forward Guidance. Obwohl sich die Prognosen der FOMC-Mitglieder für die Arbeitslosenquote stetig verbessert haben, ist der Zeitpunkt, für den sie mehrheitlich eine Zinserhöhung erwarten, im Lauf des letzten Jahres von 2014 auf 2015 gerückt.

187. Die **Dauer des „längeren Zeitraums“** niedriger Zinsen wurde von der EZB nicht näher spezifiziert. Allerdings wies EZB-Präsident Draghi in der Pressekonferenz vom August 2013 darauf hin, dass jeder Beobachter eine Reaktionsfunktion extrahieren könne, um damit eine vernünftige Zeitspanne zu schätzen. Genau dies lässt sich mit der oben genannten Zinsänderungsregel durchführen (Bletzinger und Wieland, 2013). Die SPF-Prognosen vom August 2013, die der EZB-Rat bei Bestätigung der Forward Guidance-Kommunikation im August vorlagen, erlauben eine Fortschreibung des Zinsbandes bis einschließlich des dritten Quartals

2014. Bereits im ersten Quartal des Jahres 2014 überschreitet das fortgeschriebene Zinsband den im August gültigen Leitzins von 0,5 %. Im zweiten Quartal liegt der Mittelwert des Zinsbands bei 0,74 % (Schaubild 37, links). Aus der Perspektive der EZB-Entscheidung im August und unter Verwendung der damals vorliegenden SPF-Prognosen liegt die mit der Zinsänderungsregel geschätzte Dauer des Zeitraums ohne Zinserhöhung somit bei drei Quartalen. Sollte der Leitzins bis dahin nicht erhöht werden, was sehr wahrscheinlich ist, und sollten die jeweils drei beziehungsweise zwei Quartale in die Zukunft gerichteten Prognosen von Inflation und Wachstum dann die gleichen Werte annehmen, die jetzt als Prognosewerte für diesen Zeitpunkt vorhergesagt werden, wäre eine Zinserhöhung der EZB zu erwarten.

Schaubild 37



Ursächlich für diese Änderung wäre weniger die Inflationserwartung. Sie zeigt in den aktuellen Prognosen nur einen leicht ansteigenden Trend. Vor allem spiegelt die erwartete Zinserhöhung stattdessen die Erwartung eines steigenden Wirtschaftswachstums wider. Ergäbe sich aus der Sicht des zweiten Quartals 2014 tatsächlich die Erwartung, dass am Ende des Jahres 2014 ein sehr kräftiges Wachstum zu verzeichnen sei, dann wäre das Ausbleiben eines Zins-schritts nicht mit dem bisherigen, durch eine einfache Zinsregel gut zu beschreibenden Verhalten der EZB vereinbar.

Die Einschätzung der Dauer des Zeitraums ohne Zinserhöhung mittels der Zinsänderungsregel lässt sich vierteljährlich, jeweils im zweiten Monat des Quartals, aktualisieren. Mit der Zinssenkung vom 7. November, die der EZB-Präsident mit dem überraschenden Rückgang der Inflation und der Erwartung, dass die Inflation für einen längeren Zeitraum niedrig bleibt, begründet hat, ist der Ausgangspunkt für die nächste Projektion auf einen Zins von 0,25 % gefallen. Die SPF-Prognosen für Inflation und Wachstum, die der EZB zum Zeitpunkt der Entscheidung vorlagen, werden jedoch erst am 14. November veröffentlicht. Verwendet man

die SPF-Prognose vom August für diese Projektion (Schaubild 37, rechts), so ergibt sich eine erwartete Zinserhöhung von 0,25 % auf 0,5 % im zweiten Quartal 2014. Eine Erhöhung über dieses Niveau hinaus würde dann erst für Ende 2014 projiziert. Ob die Zinssenkung vom 7. November konsistent mit einer Verschlechterung der SPF-Prognosen im November ist, oder ein Abweichen von der historischen Reaktion auf diese Prognosen andeutet, wird sich erst nach ihrer Veröffentlichung am 14. November feststellen lassen.

Transparenz durch Veröffentlichung der EZB-Sitzungsprotokolle erhöhen

188. Die EZB hat angekündigt, einen Plan zur Veröffentlichung von Protokollen ihrer Sitzungen zu entwickeln, um die Transparenz ihrer Geldpolitik weiter zu erhöhen. Viele Zentralbanken veröffentlichen bereits **Protokolle und Abstimmungsergebnisse ihrer Sitzungen** (Tabelle 14). Mit dieser Maßnahme ist es der breiten Öffentlichkeit möglich, Einblick in den Entscheidungsprozess zu erlangen und zukünftige Entwicklungen besser abzuschätzen. Dadurch können die Marktteilnehmer präzisere Erwartungen über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung und die Zinspolitik bilden.

Ein Grund dafür ist, dass sie möglicherweise neue Informationen über die wirtschaftliche Entwicklung aus den Prognosen und Einschätzungen der Zentralbankratsmitglieder gewinnen können. Zudem können sie zukünftige Entscheidungen der Zentralbanken besser prognostizieren. Tendenziell dürfte dies die Volatilität an den Märkten reduzieren. Dies bedeutet jedoch nicht, dass Protokollveröffentlichungen keine Auswirkungen auf die Marktentwicklung hätten. Im Gegenteil, neue Informationen rufen sinnvollerweise Preisänderungen auf den Finanzmärkten hervor.

Tabelle 14

Publikationspraxis der Sitzungsprotokolle ausgewählter Notenbanken

| | Bank of England | Bank of Japan | Federal Reserve |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Zeitspanne zwischen Sitzung und Veröffentlichung des Protokolls | Etwa zwei Wochen | Etwa vier Wochen | Drei Wochen |
| Standpunkt des wissenschaftlichen Stabs zur wirtschaftlichen und finanziellen Lage | Nein | Ja | Ja |
| Standpunkt des wissenschaftlichen Stabs zum wirtschaftlichen Ausblick | Nein | Nein | Ja |
| Standpunkt der Mitglieder zur wirtschaftlichen Lage und dem Ausblick | Ja, aber nur die Mehrheitsmeinung, abweichende Meinungen werden nicht dargestellt | Ja, ohne namentliche Nennung | Ja, ohne namentliche Nennung |
| Abstimmungsergebnis | Ja, mit namentlicher Nennung und Begründung von abweichenden Meinungen | Ja, mit namentlicher Nennung und Begründung von abweichenden Meinungen | Ja, mit namentlicher Nennung und Begründung von abweichenden Meinungen |
| Besonderheiten | | Finanzministerium wird in den Sitzungen angehört | Veröffentlichung der individuellen Prognosen der Mitglieder des FOMC ¹⁾ (jede 2. Sitzung) |

1) Federal Open Market Committee - Offenmarktausschuss.

189. Die EZB veröffentlicht ihre Sitzungsprotokolle bisher nicht. Sie sollen der Öffentlichkeit erst nach 30 Jahren zur Verfügung gestellt werden. Abstimmungsergebnisse wurden nie genauer vorgestellt. Im Zusammenhang mit der Einführung der Programme zu Staatsanleihekäufen ist aber die Opposition einzelner EZB-Ratsmitglieder bekannt geworden, zum Beispiel im Fall des früheren Bundesbankpräsidenten Axel Weber sowie des jetzigen Präsidenten Jens Weidmann. In der Vergangenheit wurde seitens der EZB immer wieder betont, dass die Geheimhaltung der Sitzungsprotokolle und Abstimmungsergebnisse die **Unabhängigkeit der EZB-Ratsmitglieder** stärken würde. Sie sind aufgefordert, sich in ihren Entscheidungen streng an der Entwicklung im Euro-Raum insgesamt zu orientieren und nicht an rein nationalen Entwicklungen. Es wurde deshalb befürchtet, dass sie bei einer zeitnahen Veröffentlichung durch Medien und nationale Regierungsvertreter stärker unter Druck gesetzt werden könnten, den nationalen Entwicklungen mehr Gewicht in ihren Entscheidungen zu geben.

Im Zuge der heterogenen Entwicklung im Euro-Raum und der Einführung neuer Instrumente (SMP, OMT), die die Finanzierungsbedingungen einzelner Staaten beeinflussen, wurden Vermutungen laut, die Ratsmitglieder würden nach nationalen Gesichtspunkten entscheiden. Eine zeitnahe Veröffentlichung von Abstimmungsergebnissen und Protokollen könnte in dem Fall helfen, den Fokus auf den Euro-Raum in der Argumentation der Ratsmitglieder transparenter und damit glaubwürdiger zu machen. Das breite, europaweite Medieninteresse würde einen zusätzlichen Grund bieten, die Diskussion innerhalb des Gremiums am gesamteuropäischen Interesse auszurichten. Diese Wirkung ist in den öffentlichen Pressekonferenzen des EZB-Präsidenten zu beobachten. Die Befürchtung, dass der nationale Druck überwiegt, könnte dadurch aufgefangen werden, dass man zunächst auf eine namentliche Zurechnung der Argumente in den Protokollen verzichtet. Andere Notenbanken sind nach einiger Zeit zur Namensnennung übergegangen, da Ratsmitglieder wünschten, dass ihre in den Protokollen veröffentlichten Argumente zurechenbar werden.

190. Außerdem wäre es sehr sinnvoll, zu einem späteren Zeitpunkt, zum Beispiel nach fünf Jahren wie im Fall der Fed, die **Mitschnitte der Sitzungen im Wortlaut (Transcripts)** zu veröffentlichen, zusammen mit den damals vorgelegten Dokumenten mit Analysen und Schätzungen. Zu diesem Zeitpunkt bestünde keine Gefahr, dass durch eine solche große Menge an Informationen ein großer Erklärungsaufwand entstehen könnte. Stattdessen würde jedoch der Wissenschaft die Möglichkeit gegeben, zu untersuchen, welche Ursachen zu bestimmten historischen Entscheidungen und möglicherweise Politikfehlern geführt haben. Deren Nutzen hat sich bereits in den Vereinigten Staaten bei der Analyse der Ursachen der großen Inflation in den 1970er-Jahren erwiesen. Dafür war es notwendig, Zugang zu den historischen Prognosen und Schätzwerten wichtiger Größen wie der Abweichung des tatsächlichen Bruttoinlandsprodukts vom Potenzial zu bekommen. So konnte ihre Rolle in den Diskussionen des Federal Open Market Committee untersucht werden (Orphanides, 2003). Ebenso gilt dies für die Deutsche Bundesbank, die in dieser Zeit mit ihrer an Geldmengenzielen orientierten Strategie eine weitaus geringere Inflation erzielen konnte (Beck und Wieland, 2008).

3. Zwischenfazit

191. Das Zinssetzungsverhalten der EZB hat sich bislang in der Krise nicht entscheidend verändert. Die Niedrigzinspolitik der letzten Jahre ist konsistent mit der systematischen Reaktion der EZB auf Inflations- und Wachstumsprognosen in der Vergangenheit, wie sie von einer einfachen Zinsänderungsregel beschrieben wird. Die Ankündigung der EZB, den Politikzins noch für einen längeren Zeitraum auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau zu belassen, ist ebenso wie die Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen hilfreich, insoweit sie den Marktteilnehmern eine bessere Einschätzung zukünftiger Entwicklungen erlaubt. Diese Ankündigung wirft jedoch die Frage auf, wie lange solch eine Niedrigzinspolitik noch angemessen ist. Eine Projektion auf der Basis aktueller Inflations- und Wachstumsprognosen legt eine erste Zinserhöhung für das Jahr 2014 nahe.

Die Anwendung der ursprünglichen Taylor-Regel auf den Euro-Raum spricht ebenfalls dafür, mit dem Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik nicht mehr lange zu warten. Anhaltend niedrige Zinsen machen es den Geschäftsbanken leichter, hohe Verlustrisiken auf ihren Bilanzen zu halten, statt sich zu entschulden. Regierungen können die Sanierung, Restrukturierung oder Abwicklung solcher Banken verzögern. Vor diesem Hintergrund ist zu klären, inwieweit die geldpolitischen Maßnahmen außerhalb der Zinspolitik zur Verbesserung der wirtschaftlichen Lage und zu einer Verzögerung notwendiger Entschuldungsprozesse beitragen.

III. Außergewöhnliche geldpolitische Maßnahmen

1. Die Entwicklung an den Staatsanleihe- und Interbankenmärkten

192. Seit der zweiten Hälfte des Jahres 2012 hat sich die Lage an den Finanzmärkten im Euro-Raum entspannt. Die Zinsaufschläge auf Staatsanleihen von Krisenländern des Euro-Raums gingen deutlich zurück. In Ländern wie Spanien wurden Fortschritte bei der Entschuldung des Bankensektors erzielt, rückläufige TARGET2-Salden signalisierten Entspannung am Interbankenmarkt, und viele Banken nutzten die Möglichkeit zur frühzeitigen Rückzahlung der dreijährigen EZB-Refinanzierungsgeschäfte vom Dezember 2011 und Februar 2012. Infolgedessen ging die Bilanzsumme der EZB deutlich zurück.

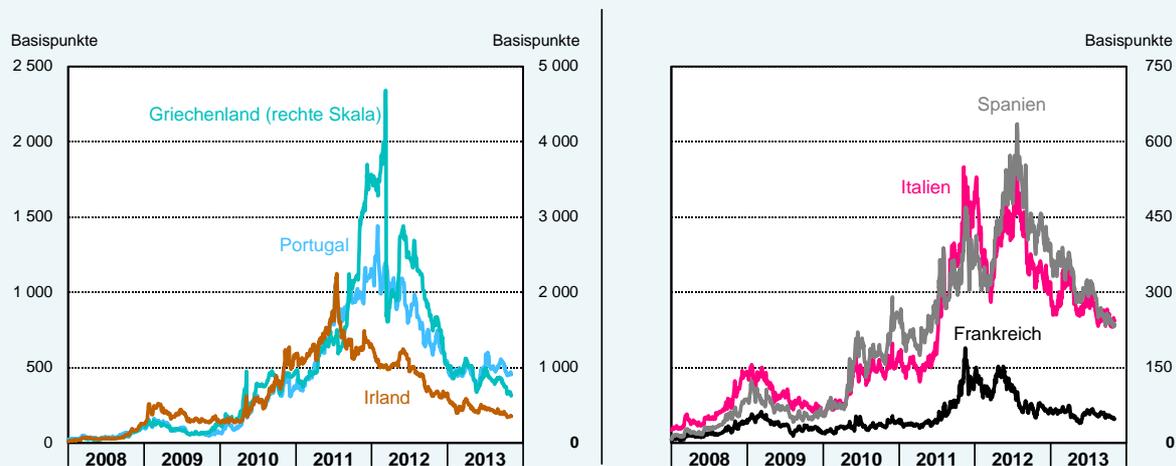
Diese positiven Entwicklungen bedeuten jedoch nicht, dass die Euro-Schuldenkrise bereits überstanden ist. Es ist unklar, ob die Ursache für die Entspannung primär in der Ankündigung des OMT-Programms für den Kauf von Staatsanleihen im August 2012 zu suchen ist oder in den Konsolidierungsfortschritten und wirtschaftlichen Reformen auf nationaler Ebene und der Fortentwicklung des Ordnungsrahmens des Euro-Raums. Wäre etwa allein die Ankündigung der EZB für die Entschärfung der Lage verantwortlich gewesen, bestünde große Gefahr, dass sie nicht von Dauer sein wird, weil die notwendigen Konsolidierungsmaßnahmen unterbleiben.

193. Die **verbesserte Lage an den Staatsanleihemärkten** zeigt sich deutlich an den gesunkenen Renditedifferenzen von Anleihen der Krisenländer gegenüber der deutschen Bundesanleihe (Schaubild 38). Die Spreads für die Programmländer Irland, Griechenland und Portugal

sind bereits seit Mitte des Jahres 2011 beziehungsweise Anfang 2012 gefallen. Die Aufschläge für Staatsanleihen Spaniens und Italiens erreichten dagegen einen Höhepunkt am 24. Juli 2012 und gehen seither zurück. Dieser Rückgang setzte somit zeitnah zu der schrittweisen Ankündigung des OMT-Programms ein. Am 26. Juli 2012 brachte EZB-Präsident Draghi in einer vielzitierten Rede in London die Bereitschaft der EZB zum Ausdruck, alles zu tun, um die Integrität des Euro-Raums zu erhalten. Am 2. August 2012 kündigte er in der EZB-Pressekonferenz ein neues Programm für den Kauf von Staatsanleihen an, in dessen Zusammenhang die EZB im Gegensatz zum SMP nicht auf dem Senioritätsstatus bestehen würde. Die genauen Modalitäten des OMT-Programms wurden dann am 6. September 2012 veröffentlicht.

Schaubild 38

Renditedifferenzen¹⁾ für ausgewählte Mitgliedstaaten des Euro-Raums



1) Renditedifferenzen 10-jähriger Staatsanleihen des jeweiligen Landes gegenüber deutschen Staatsanleihen.

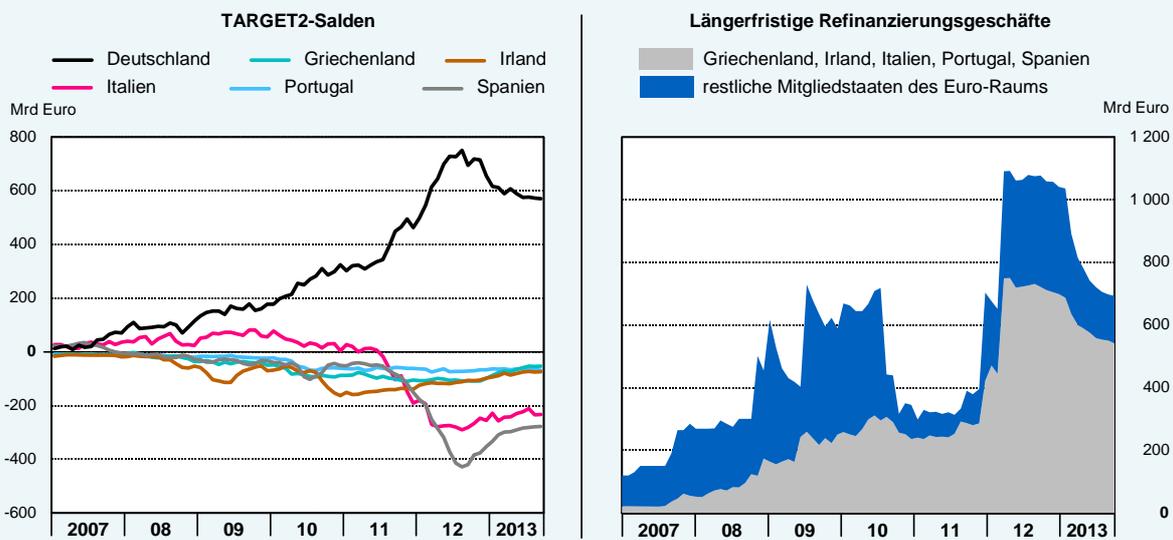
© Sachverständigenrat

[Daten zum Schaubild](#)

Quelle: Thomson Financial Datastream

194. Die Entspannung am Interbankenmarkt zeigt sich daran, dass die Refinanzierung der Banken bei der EZB zurückgegangen ist und sich die länderspezifischen Salden im Zahlungsverrechnungssystem der Europäischen Währungsunion, TARGET2, zurückgebildet haben (Schaubild 39, links). So hat sich der TARGET2-Saldo der Deutschen Bundesbank seit dem Höchststand von 751 Mrd Euro im August 2012 um nahezu 178 Mrd Euro oder 24 % stark reduziert. Auf der Gegenseite sind insbesondere die negativen Salden in Spanien und Italien zurückgegangen, um etwa 150 Mrd Euro beziehungsweise 56 Mrd Euro oder um 35 % beziehungsweise 19 %. Der vorangegangene Anstieg im Jahr 2012 hing eng mit den Nettokapitalabflüssen aus diesen Mitgliedstaaten und der damit einhergehenden, verstärkten Refinanzierung ihrer Geschäftsbanken bei der EZB zusammen (JG 2012 Ziffern 125 f.). Anstelle von grenzüberschreitenden Interbankenkrediten konnten sich deren Banken insbesondere durch die beiden Refinanzierungsgeschäfte der EZB mit dreijähriger Laufzeit im Dezember 2011 und Februar 2012 mit Liquidität versorgen.

Schaubild 39

Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte und TARGET2-Salden¹⁾ im Euro-Raum

1) Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System.

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Quelle: EZB, nationale Zentralbanken

195. Der Umfang langfristiger Refinanzierungsgeschäfte in den Krisenländern Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien ging seit Anfang des Jahres 2013 um 21 % zurück. In den restlichen Mitgliedstaaten des Euro-Raums war der Rückgang mit rund 57 % jedoch noch deutlich stärker ausgeprägt (Schaubild 39, rechts). Viele Geschäftsbanken haben die Möglichkeit zur **vorzeitigen Rückzahlung der dreijährigen EZB-Refinanzierungsgeschäfte** genutzt – ein Zeichen, dass sie wieder besseren Liquiditätszugang am Markt genießen. Das Zuteilungsvolumen im Dezember 2011 und Februar 2012 belief sich auf 489 Mrd Euro beziehungsweise 530 Mrd Euro (JG 2012 Ziffer 136). Dies entsprach damals jeweils 18 % der Bilanzsumme der EZB. Frühestens nach einem Jahr können die Geschäftsbanken diese Kredite an die EZB zurückzahlen, sodass seit Ende Januar 2013 die Kredite aus dem ersten Geschäft und seit Ende Februar 2013 die Mittel aus dem zweiten Geschäft zurückfließen. Ein Großteil der bisherigen Rückzahlung wurde bereits zum erstmöglichen Termin geleistet. Seitdem bewegen sich die wöchentlichen Rückzahlungen der einzelnen Geschäfte maximal im einstelligen Milliardenbereich. Insgesamt verringerte sich dadurch die Ausleihsumme um 353 Mrd Euro, was 15 % der heutigen Bilanzsumme der EZB entspricht.

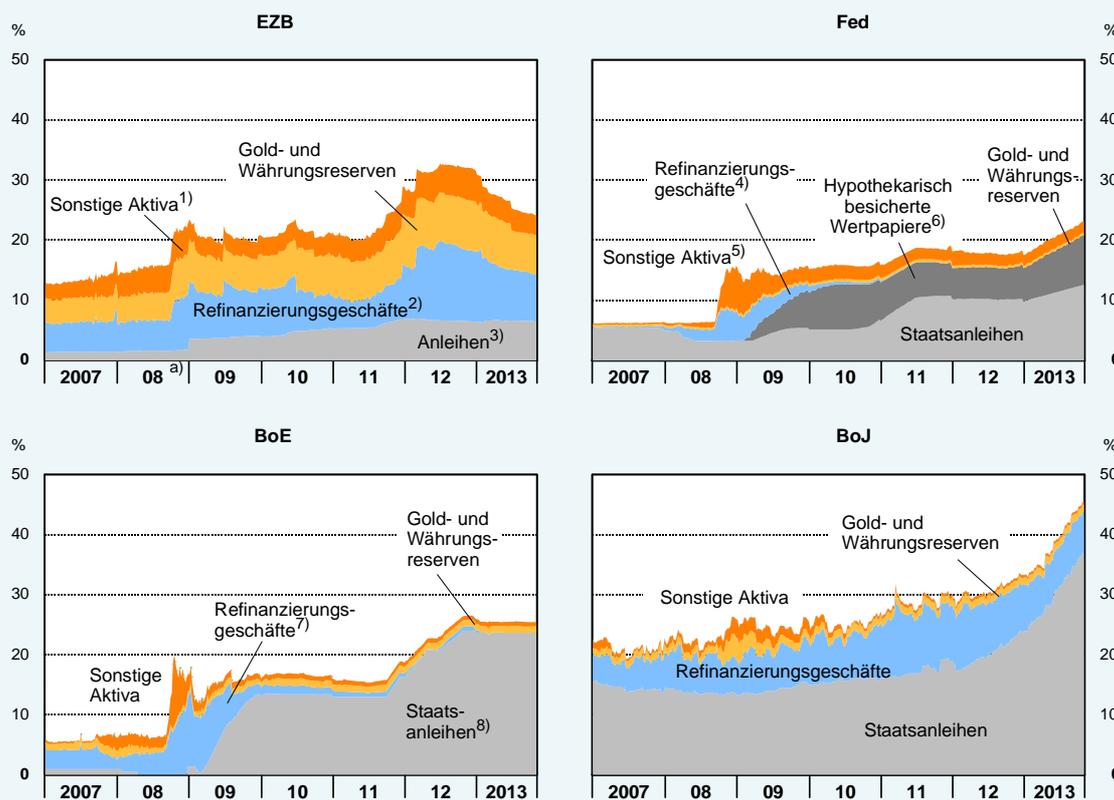
196. Vor allem durch die frühzeitige Rückzahlung dieser beiden Refinanzierungsgeschäfte reduzierte sich die **Bilanzsumme der EZB**. Damit ging die bei der EZB angelegte Überschussliquidität, bestehend aus der Nutzung der Einlagefazilität und der Girokonten, letztere bereinigt um die Mindestreserveanforderungen, von 621 Mrd Euro im Januar 2013 auf 249 Mrd Euro im September 2013 zurück. Trotz des **deutlichen Abbaus der Überschussliquidität** blieb der Effekt auf den Tagesgeldsatz im europäischen Interbankenmarkt (EONIA), der weiterhin nur rund 0,1 Prozentpunkte über dem EZB-Einlagezinssatz liegt, vernachlässigbar.

197. Im Gegensatz zur EZB sind die **Bilanzsummen anderer großer Zentralbanken** im Jahr 2013 nicht zurückgegangen. Während die Entwicklung der EZB-Bilanz von den Refinanzierungsgeschäften bestimmt ist, spielt diese Position in den Notenbankbilanzen der Vereinigten Staaten, Japans und des Vereinigten Königreichs kaum noch eine Rolle. Durch die Anleihekäufe dieser Notenbanken ist dort im Zuge der quantitativen Lockerung ein hoher Bestand an Überschussreserven im Bankensystem entstanden. Die Anleihekäufe der EZB fallen vergleichsweise gering aus. Die Bank of Japan (BoJ) und die Fed in den Vereinigten Staaten haben die Bilanzsummen noch einmal erheblich ausgeweitet (Schaubild 40). Lediglich die Bank of England (BoE) hat im letzten Jahr keine weiteren Maßnahmen zur quantitativen Lockerung unternommen, sodass die Bilanzsumme stabil blieb. Trotz des Rückgangs der EZB-Bilanzsumme liegt diese gemessen am Bruttoinlandsprodukt noch um knapp 2,6 Prozentpunkte über der Bilanzsumme der Fed. Allerdings lag sie aufgrund des größeren Bankensystems schon vor Ausbruch der Finanzkrise im Durchschnitt der Jahre 2004 bis 2006 um 5,5 Prozentpunkte höher.

Schaubild 40

Struktur der Aktiva verschiedener Zentralbanken

in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt



- 1) Einschließlich sonstiger Kredite an Banken.– 2) Hauptrefinanzierungs- und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte.–
- 3) Von Emittenten aus dem Euro-Raum, einschließlich der Käufe von Staatsanleihen für geldpolitische Zwecke.– 4) Repogeschäfte, Term Auction Facility und andere Kredite (unter anderem Stützungsaktion für die Versicherungsgesellschaft AIG).–
- 5) Beteiligung an Maiden Lane LLC (Zweckgesellschaft zum Aufkauf bestimmter Vermögenswerte von Bear Stearns), Commercial Paper Funding Facility LLC (Nettobestand an im Rahmen der Commercial Paper Finanzierungsfazilität gehaltenen unbesicherten Geldmarktpapieren) sowie Federal Agency Debt Securities: Verbindlichkeiten von Fannie Mae, Freddie Mac und der Federal Home Loan Banken.– 6) Mortgage-Backed Securities (durch Hypotheken besicherte Wertpapiere, garantiert durch Fannie Mae, Freddie Mac und Ginnie Mae).– 7) Kurzfristige Refinanzierungs- und längerfristige Repogeschäfte.– 8) Einschließlich der ausgelagerten Tochtergesellschaft „Asset Purchase Facility Fund Limited“. – a) Ende 2008: Änderung der Zuordnung von „Sonstige Aktiva“ in die Kategorie „Anleihen“.

Quellen: BoE, BoJ, EZB, Fed

198. Die **BoJ** gab im April 2013 eine neue Strategie bekannt, nach der die Inflationsrate in spätestens zwei Jahren von gegenwärtig 1,0 % auf 2 % gesteigert werden soll. Schon seit dem Jahr 2001 liegt der kurzfristige Leitzins nahe Null und die BoJ hat wiederholt über massive Staatsanleihekäufe die monetäre Basis ausgeweitet. Diese soll bis Ende 2013 auf 200 Billionen Yen und bis Ende 2014 auf 270 Billionen Yen steigen, was etwa einer Verdoppelung der monetären Basis zum Ende des Jahres 2012 entspricht. Die Steigerung wird im Wesentlichen durch den Kauf von japanischen Staatsanleihen erreicht, deren durchschnittliche Laufzeit in der Bilanz der BoJ von drei auf sieben Jahre steigen wird.

Die **Fed** hat die dritte Runde ihrer quantitativen Lockerung unvermindert fortgesetzt (QE3). In diesem Rahmen werden monatlich Wertpapiere mit einem Volumen von 85 Mrd US-Dollar gekauft, wobei 40 Mrd US-Dollar für hypothekenbesicherte Wertpapiere verwendet werden und 45 Mrd US-Dollar für langlaufende Staatsanleihen. Dies entspricht 2,2 % der heutigen Bilanzsumme und 0,5 % des US-amerikanischen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2012. Die Fed strebt eine durchschnittliche Laufzeit aller gehaltenen Staatsanleihen von ungefähr neun Jahren an, während die gehaltenen hypothekenbesicherten Wertpapiere nahezu vollständig eine Restlaufzeit von über zehn Jahren aufweisen. Im Laufe des Jahres 2013 machte die Fed aufgrund der guten Lage der US-amerikanischen Wirtschaft erste Andeutungen, dass das monatliche Volumen reduziert werden könnte und das Programm im Jahr 2014 möglicherweise ganz eingestellt wird (Tapering). Sie hat jedoch im September 2013 entschieden, die Aufkäufe mit der bisherigen Geschwindigkeit fortzusetzen.

Seitdem die Grenze des Anleihekaufprogramms der **BoE** von 375 Mrd Britischen Pfund im November 2012 erreicht wurde, fand dort keine weitere Ausdehnung statt. Allerdings wird aus den Sitzungsprotokollen ersichtlich, dass in der Zukunft eher mit einer weiteren Ausweitung als mit einer Rückführung des Programms zu rechnen ist.

2. Die Outright Monetary Transactions der EZB

199. Die Verbesserung der Finanzierungskosten von Regierungen in den Krisenländern des Euro-Raums ist zumindest zum Teil auf die Ankündigung der OMT durch die EZB zurückzuführen. Gerade in Deutschland hat sich an diesem Programm eine **intensive Debatte** entzündet. Das Bundesverfassungsgericht prüft nun im Rahmen der Verfahren, deren Gegenstand die Änderung des Primärrechts der EU, der Fiskalpakt und die Einrichtung eines Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) ist, ob die „unkonventionellen Maßnahmen“ des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) mit dem Grundgesetz vereinbar sind. Auch wenn das Bundesverfassungsgericht grundsätzlich nur Akte der deutschen öffentlichen Gewalt am Maßstab des Grundgesetzes prüft, könnte es zu dem Schluss kommen, dass die Ankaufprogramme des ESZB Kompetenzüberschreitungen oder eine verbotene monetäre Staatsfinanzierung darstellen, die möglicherweise als „ausbrechende Rechtsakte“ mit deutschem Verfassungsrecht unvereinbar sind (Siekman und Wieland, 2013). Im Folgenden wird von einer Diskussion der juristischen Fragen bezüglich der möglichen Rechtsverletzungen, sowie der Zuständigkeit und des Entscheidungsproblems des Bundesverfassungsgerichtes abgesehen. Dafür werden einige zentrale ökonomische Aspekte näher beleuchtet.

Die OMT beinhalten eine explizite Konditionalität: Ein Ankauf von Staatsanleihen im Rahmen dieses Programms ist nur möglich, wenn das betreffende Land vorher einen Antrag auf ein ESM-Programm gestellt hat und damit der makroökonomischen Konditionalität, die mit einem solchen Programm verbunden wird, unterliegt. Dies kann die Form eines vollständigen makroökonomischen Anpassungsprogramms oder eines vorsorglichen Programms im Sinne einer Enhanced Conditions Credit Line annehmen. Ein bankensektorspezifisches Programm genügt nicht.

Laut EZB handelt es sich jedoch um eine notwendige aber nicht hinreichende Bedingung. Sie behält sich trotzdem noch eine unabhängige Entscheidung über den Einsatz und Umfang der Staatsanleihenkäufe vor. Die im Rahmen der OMT erworbenen Staatsanleihen sollen dabei keinen Senioritätsstatus gegenüber anderen Anleihen haben, wie dies noch im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP) der Fall war. Die EZB verzichtet bei im Rahmen der OMT gekauften Staatsanleihen darauf, von Verlusten, die bei einem möglichen zukünftigen Schuldenschnitt oder einem Austritt des betreffenden Landes aus dem Euro-Raum auftreten könnten, ausgenommen zu werden. Die Käufe sollen zudem auf Anleihen mit ein- bis dreijähriger Restlaufzeit begrenzt sein.

200. Begründet hat die EZB das neue Programm im Rahmen ihres Mandats der Preisstabilität mit einer **Störung des Transmissionskanals der Geldpolitik** aufgrund unbegründeter Markterwartungen von möglichen Austritten aus dem Euro-Raum (Redenominierungsrisiko). Dies ist jedoch nur schwer nachzuweisen. Zuerst ist eine Einschätzung vorzunehmen, inwieweit Renditedifferenzen durch fundamentale Faktoren oder durch Abwertungserwartungen aufgrund eines möglichen Austritts erklärt werden können. Dann gilt es zu beurteilen, ob die Erwartungen begründet sind und inwieweit die Transmission der Geldpolitik beeinträchtigt ist.

Neuere **empirische Studien** zeigen, dass der Einfluss fundamentaler Faktoren wie des Schuldenstands und der Haushaltslage für die Renditedifferenzen auf Staatsanleihen der Krisenländer im Zuge der Finanzmarktkrise extrem zugenommen hat (Bernoth und Erdogan, 2012). Um den zusätzlichen Beitrag des Austrittsrisikos abzuschätzen, verwenden Klose und Weigert (2012) Daten zur Wahrscheinlichkeit des Austritts eines (ersten) Landes aus der Währungsunion vor Ende 2013 von einem internetbasierten Prognosemarkt. Für Spanien und Italien berechnen sie erhebliche Beiträge zwischen Januar und April 2012. Im verbleibenden Zeitraum bis zur OMT-Ankündigung Anfang August 2012 sind jedoch die fundamentalen Faktoren bestimmend. Trifft diese Einschätzung zu, so hätte diese Ankündigung fundamental begründete Ausfallrisiken reduziert.

201. Die Markterwartung eines Austritts aus dem Euro-Raum könnte durch das Interesse des betroffenen Mitgliedstaats an dieser Option begründet sein. Schließlich kann die Regierung souverän über die Mitgliedschaft in der EU und dem Euro-Raum entscheiden. Es könnte zum Beispiel die Einschätzung vorliegen, dass Wettbewerbsvorteile und schuldenreduzierende Effekte einer Abwertung einen wirtschaftlichen und politischen Anreiz für einen Austritt bieten. Allerdings könnte auch eine **unbegründete Austrittserwartung** entstehen. Eine erste anfängliche Befürchtung eines Austritts würde Risikoprämien erhöhen, die wiederum die

Austrittserwartung verstärken. So könnte eine Regierung an einen Punkt getrieben werden, an dem sie sich zwischen einem Schuldenschnitt oder der Ausgabe einer eigenen Währung entscheiden müsste. Mit den OMT will die EZB einer unbegründeten, sich selbst verstärkenden Markterwartung entgegenwirken. Dieses Vorgehen wäre in dem Maße durch ihr Preisstabilitätsmandat gedeckt, wie die unbegründeten Prämien für Austrittsrisiken auf die Kreditkonditionen im Privatsektor durchschlagen und die Transmission der Geldpolitik stören.

202. Für die Frage der **monetären Staatsfinanzierung**, mit der sich das Bundesverfassungsgericht beschäftigt, spielt die Verlustübernahme durch die EZB ebenso eine Rolle wie die Unbegrenztheit des Programms und der Zeitraum, ab dem die EZB nach Primärmarktmissionen Anleihen auf dem Sekundärmarkt kaufen würde.

Mit dem Verzicht auf den Senioritätsstatus im Rahmen der OMT übernimmt die EZB beim Kauf von Staatsanleihen Ausfallrisiken. Dies bedeutet eine Umverteilung von Risiken von den Gläubigern hoch verschuldeter Staaten hin zur EZB. Etwaige Verluste der EZB würden die Gewinne der nationalen Zentralbanken gewichtet nach ihrem Anteil am Eigenkapital der EZB reduzieren und somit die Einkünfte der Finanzministerien aller Mitgliedstaaten schmälern. Allein die Ankündigung bedeutet eine Versicherung von Risiken durch die EZB. Mit diesem Programm wird so die **Trennlinie zwischen Fiskal- und Geldpolitik verwischt**.

In der Stellungnahme der EZB vor dem Bundesverfassungsgericht (Schorkopf, 2013) wird darauf verwiesen, dass das OMT-Programm bereits **begrenzt** sei. Das maximale Volumen entspräche 524 Mrd Euro an ankauffähigen Anleihen der Krisenländer mit einer ein- bis dreijährigen Laufzeit auf dem Sekundärmarkt. Allerdings ist zu befürchten, dass die Krisenländer ihre Refinanzierung zunehmend auf OMT-fähige ein- bis dreijährige Anleihen umstellen. Die Selbstbeschränkung kann zudem vom EZB-Rat jederzeit aufgehoben werden.

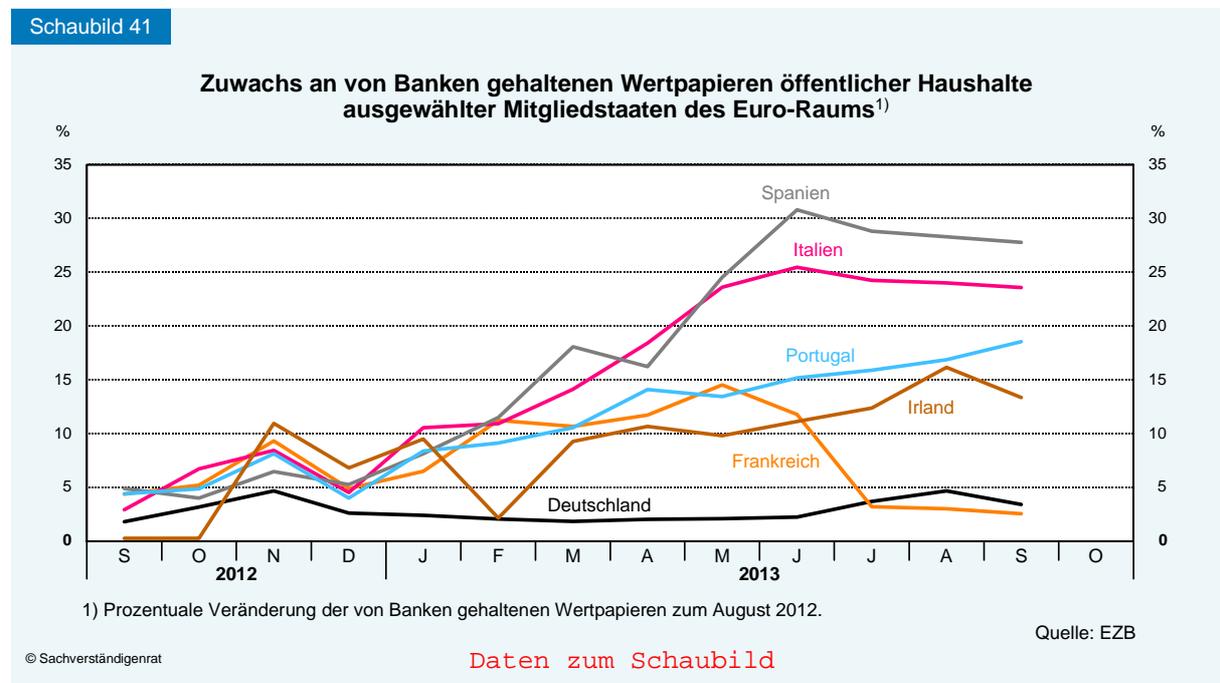
Eine Härtung dieser Begrenzung und damit die Festlegung des maximalen Verlustrisikos für Deutschland dürfte einer der Schlüsselfaktoren für das Bundesverfassungsgericht sein. Selbst ein deutlicher begrenztes OMT-Programm könnte noch eine starke Wirkung auf die Renditedifferenzen bei Staatsanleihen entfalten, solange die EZB weiterhin auf den Senioritätsstatus verzichtet. Der Vorläufer SMP verlor seine Wirkung erst mit dem Schuldenschnitt auf griechische Anleihen. Damals mussten private Investoren befürchten, dass ihr Verlustrisiko für den Fall eines Schuldenschnitts mit weiteren Ankäufen durch die EZB im Rahmen des SMP-Programms aufgrund deren Vorrangigkeit eher ansteigen statt fallen würde.

Die EZB spricht von einer **Stillhaltefrist nach einer Primärmarktmission**, die in Tagen bemessen sein soll, um so eine neutrale Preisbildung auf dem Sekundärmarkt zu ermöglichen, ohne sich an eine konkrete Vorgabe zu binden. Eine verbindliche Regel für die Stillhaltefrist würde bei der Beurteilung, ob die EZB monetäre Staatsfinanzierung betreibt, ein klareres Bild erlauben.

203. Mit der Anknüpfung an die Konditionalität eines ESM-Programms will die EZB vermeiden, dass die OMT **Fehlanreize in der nationalen Wirtschaftspolitik** setzen. Allerdings

könnte allein schon die Ankündigung der OMT im August 2012 über eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen zu einem geringeren Marktdruck und damit zu einer Verzögerung der Konsolidierungs- und Reformanstrengungen in den Krisenländern beigetragen haben. Hinzu kommt, dass die Kreditinstitute dieser Staaten den Anteil der staatlichen Anleihen an ihren Aktiva nach der OMT-Ankündigung noch erhöht haben (Schaubild 41). Somit wurden Fehlanreize für eine zu hohe Staatsverschuldung verstärkt.

Schaubild 41



Zudem nimmt die Krisenanfälligkeit des Bankensystems aufgrund der größeren Abhängigkeit von der staatlichen Solvenz zu. Die Umschichtung hat zwar eine Abnahme der risikogewichteten Aktiva in den Bankbilanzen zur Folge (Ziffer 362), da die Staatsanleihen bei der Berechnung der Eigenkapitalanforderungen der Banken immer noch ein Risikogewicht von Null besitzen. Damit geht jedoch eine Unterschätzung von Risiken einher. Deshalb hat sich der Sachverständigenrat für eine (schrittweise einzuführende) positive Risikogewichtung von Staatsanleihen ausgesprochen (JG 2012 Ziffer 318).

204. Mit der Konditionalität will die EZB vor allem ihre Unabhängigkeit schützen und die **Gefahr der fiskalischen Dominanz** im Zuge der Umsetzung der OMT vermeiden (EZB-Präsident Draghi, Pressekonferenz vom 04.10.2012). Die EZB müsste ihre Transaktionen stoppen, falls die Konsolidierungs- und Reformvorgaben des betreffenden ESM-Programms nicht eingehalten würden. Im politischen Prozess bestünde jedoch ein Anreiz, die Einhaltung des Programms zu attestieren, um so die weitere Unterstützung durch die EZB zu sichern. Die EZB müsste sich dann entscheiden, ob sie ein solches Land weiter stabilisiert oder nicht. Im ersten Fall riskiert sie, Tür und Tor für unverantwortliche Fiskalpolitiken zu öffnen, die mittelfristig zu deutlich höheren Inflationsraten führen. Im zweiten Fall könnte es zu erheblichen Erschütterungen auf den Finanzmärkten kommen. Der Sachverständigenrat hat bereits im Jahresgutachten 2011/12 seine großen Bedenken bezüglich dieser Aufweichung der Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik zum Ausdruck gebracht (JG 2011 Ziffer 162). Aus ord-

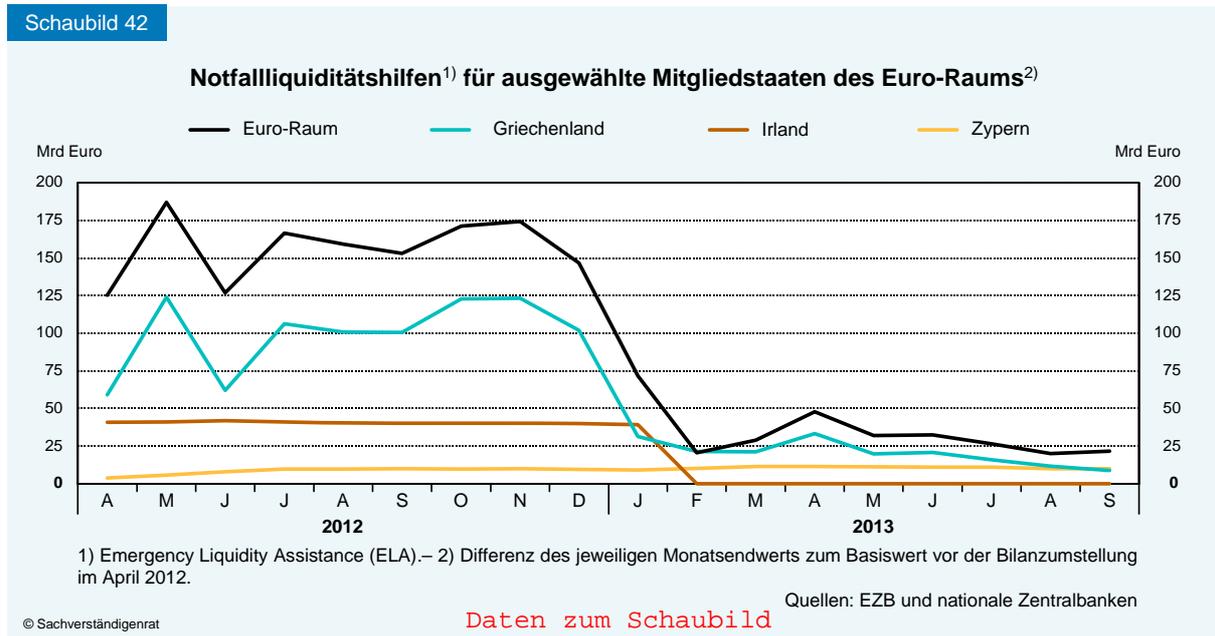
nungspolitischer Sicht sollte die Verantwortung für die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen bei der Fiskalpolitik bleiben.

3. Die Notfallliquiditätshilfen der nationalen Zentralbanken

205. Wenn Geschäftsbanken vorübergehend illiquide sind, dürfen die nationalen Zentralbanken des Euro-Raums sie auf eigene Rechnung mit Zentralbankliquidität versorgen. Dabei können sie Sicherheiten annehmen, welche die EZB in den üblichen Refinanzierungsgeschäften nicht akzeptiert. Diese Emergency Liquidity Assistance (ELA) darf aber nur gewährt werden, sofern die Solvabilität dieser Institute gewährleistet ist. Die Entscheidung liegt grundsätzlich im Ermessen der jeweiligen nationalen Notenbank, welche die Risiken und Kosten der Maßnahme trägt. Damit kommt ihnen und nicht der EZB die Rolle des Kreditgebers letzter Instanz zu. Der EZB-Rat, der die Maximalhöhe der Liquiditätshilfe für individuelle Banken genehmigen muss, kann diese Kredite aber mit einer Zweidrittelmehrheit stoppen (JG 2012 Ziffer 141).

206. Informationen zur Inanspruchnahme von Notfallliquiditätshilfen im Euro-Raum lassen sich aus der EZB-Bilanz an der Position „Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet“, in der die ELA-Kredite im April 2012 zusammengeführt wurden, ablesen (Schaubild 42). Parallel dazu ist die Entwicklung auf nationaler Ebene an den Bilanzen der Zentralbanken von Griechenland, Irland und Zypern erkennbar, die dieses Instrument stark genutzt haben. Unter der Annahme, dass Bewegungen in dieser Bilanzposition der EZB und der drei betreffenden nationalen Notenbanken vorwiegend auf Schwankungen in der Nutzung der ELA zurückzuführen sind, lassen sich Schlüsse auf den Verlauf dieser Art der Kreditgewährung ziehen. Die Summe dieser Bilanzpositionen der drei nationalen Zentralbanken bildet das Aggregat des Euro-Raums sehr gut nach. Kleinere Differenzen sind wohl darauf zurückzuführen, dass andere Posten in dieser Bilanzposition schwanken oder noch andere Länder ELA nutzen könnten. Um im Nachhinein eine bessere Bewertung der ELA-Kredite zu ermöglichen, wäre eine Offenlegung der Kredite an einzelne Banken nach einem angemessenen Zeitraum nötig.

Schaubild 42



207. In Griechenland werden ELA-Kredite seit Anfang des Jahres 2013 in weitaus geringerem Maße als zuvor vergeben. In Irland wurden sie sogar ganz eingestellt. Lediglich in Zypern verharret das Ausleihvolumen auf einem für dieses Land hohen Wert von rund 10 Mrd Euro. Es scheint den betroffenen Banken in Griechenland und Irland wieder möglich zu sein, sich direkt am Finanzmarkt oder mit akzeptablen Sicherheiten bei der EZB zu refinanzieren. Es sind jedoch Zweifel angebracht, ob diese Rückführung der ELA-Kredite bereits eine dauerhafte Entspannung auf den Finanzmärkten der betreffenden Länder begründen kann. Während die Rekapitalisierung der griechischen Banken aus Krediten des ESM der angemessene Weg ist, bleibt doch die Unsicherheit über die Tragfähigkeit der griechischen Staatsfinanzen. Im Fall Irlands scheint der Staat hingegen im Zuge der Abwicklung der Irish Bank Resolution Corporation durch die Zentralbank entlastet worden zu sein. Dieser Vorgang ist vermutlich als monetäre Staatsfinanzierung einzuordnen (Kasten 9).

Kasten 9

Gründe für die Reduktion von ELA-Krediten in Griechenland und Irland seit Ende des Jahres 2012

In **Griechenland** ist der Rückgang der ELA-Kredite um über 100 Mrd Euro zu einem großen Teil darauf zurückzuführen, dass griechische Staatspapiere aufgrund der positiven Evaluation Griechenlands durch die Troika wieder als Sicherheiten bei der EZB hinterlegt werden konnten. Außerdem erlitten die griechischen Banken im Zuge des Schuldenschnitts vom Mai 2012 so dramatische Verluste, dass im zweiten Griechenlandpaket bereits eine Rekapitalisierung der Banken mit 50 Mrd Euro aus Mitteln der EFSF vorgesehen wurde. Die Rekapitalisierung ist nun so weit fortgeschritten, dass die Überbrückungsfinanzierung über ELA-Kredite erheblich zurückgefahren werden konnte, und die Banken wieder an den normalen Refinanzierungsgeschäften des Euro-Raums teilnehmen können.

Irland konnte die Nutzung von ELA-Krediten im Februar 2013 sogar schlagartig von rund 40 Mrd Euro auf Null reduzieren. Dies ist auf die Abwicklung der Irish Bank Resolution Corporation (IBRC) zurückzuführen. Bei der IBRC handelte es sich um einen Zusammenschluss der beiden im Zuge der Finanzkrise verstaatlichten Banken Anglo Irish Bank und Irish Nationwide Building Society. Auf die IBRC entfielen bis Februar 2013 alle ELA-Kredite der irischen Zentralbank. Als Sicherheiten erhielt sie staatlich garantierte Promissory Notes im Wert von 25 Mrd Euro. Hinzu kam das Recht zur Verwertung aller Aktiva der IBRC im Fall eines Zahlungsausfalls (Floating Charge) und eine staatliche Zuschussgarantie falls weitere Verluste auftreten. Die Ausleihungen für dieses Paket an die IBRC beliefen sich auf die verbleibenden 15 Mrd Euro ELA-Kredite.

Durch die Abwicklung der IBRC wurden die Promissory Notes mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 7 bis 8 Jahren in langlaufende Staatsanleihen mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 34 bis 35 Jahren umgewandelt. So wurden 25 Mrd Euro ELA-Kredite abgebaut, die sich nun in der Bilanz der irischen Notenbank unter der Position „Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet“ wiederfinden. Zugleich wurde die Floating Charge durch staatlich garantierte Anleihen der National Asset Management Agency (NAMA) ersetzt, einer im Jahr 2009 gegründeten Agentur, die als Bad Bank für die problembehafteten Immobilienkredite der fünf größten irischen Kreditinstitute fungiert. Diese Anleihen werden seitdem ebenfalls nicht mehr unter ELA-Krediten, sondern unter der Position „Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet“ gebucht. Während die Annahme staatlich garantierter Promissory Notes im Gegenzug für ELA-Kredite noch als kurzfristige Maßnahme zur Stützung des irischen Finanzsektors seitens der

irischen Zentralbank aufgefasst werden kann, fällt es schwer, die Umwandlung in langlaufende Staatsanleihen ebenfalls mit diesem Argument zu rechtfertigen. Vielmehr scheint es so, dass mit dieser Maßnahme der irische Staat über die Zentralbank entlastet wurde, wenngleich vorgesehen ist, dass die Zentralbank die Staats- und NAMA-Anleihen nach und nach veräußert.

4. Zwischenfazit

208. Die bisherige Entspannung an den Staatsanleihe- und Interbankenmärkten bedeutet nicht, dass die Euro-Schuldenkrise bereits überstanden ist. Diese Entspannung ist zumindest zum Teil auf die Ankündigung des OMT-Programms für den Kauf von Staatsanleihen im August 2012 zurückzuführen. Geldpolitische Maßnahmen können jedoch die notwendige Rekapitalisierung des Bankensystems nicht ersetzen. Die Abnahme der risikogewichteten Aktiva in den Bankbilanzen ist zumindest zum Teil durch eine Umschichtung in Staatsanleihen getrieben (Ziffer 362). Die Rückführung der Notfallliquiditätshilfen in Griechenland und Irland ist zwar ebenfalls erfreulich, sie scheint jedoch in Irland mit einem Fall von monetärer Staatsfinanzierung einhergegangen zu sein. Geldpolitische Maßnahmen können die Nachhaltigkeit der Fiskalpolitik nicht dauerhaft garantieren. Die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung muss durch fiskalpolitische Maßnahmen sichergestellt werden. Insbesondere die Ankündigung der OMT brachte Fehlanreize für die nationale Wirtschaftspolitik mit sich und könnte dazu beitragen, dass fiskalische Konsolidierungsanstrengungen verzögert oder abgeschwächt werden.

IV. Fiskalische Konsolidierung im Euro-Raum: Vorhaben und Wirkung

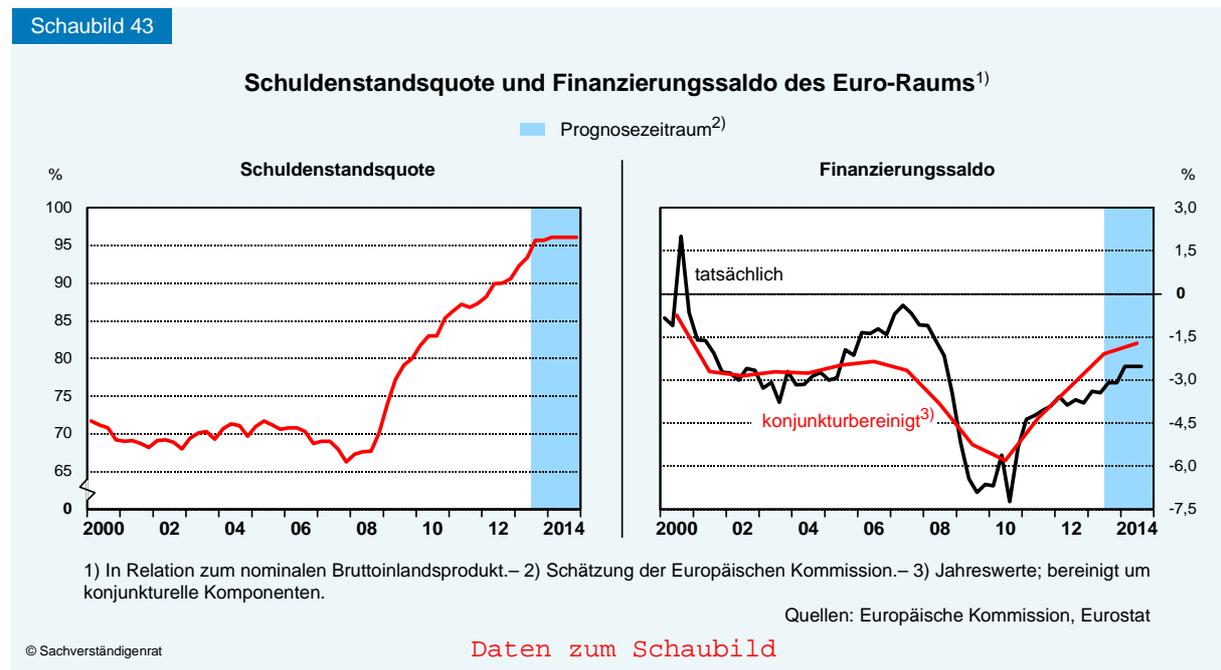
1. Notwendigkeit fiskalischer Konsolidierung

209. Für die Einschätzung der weiteren Entwicklung im Euro-Raum ist von erheblicher Bedeutung, ob die bisherigen Konsolidierungspläne ausreichen, um die Schuldenstandsquoten zu stabilisieren und in der längeren Frist auf ein verträgliches Maß zurückzuführen. In Folge der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise sind die **Schuldenstandsquoten** in vielen Industrieländern stark gestiegen und nehmen meist noch immer zu. Im Euro-Raum haben die hohen privaten und öffentlichen Schuldenstände in Griechenland, Portugal und Irland bereits dazu geführt, dass diese Länder den Zugang zum Kapitalmarkt verloren haben und sich seither über Programme des ESM und des Internationalen Währungsfonds (IWF) finanzieren müssen. Zudem waren große Mitgliedsländer wie Spanien und Italien mehrmals krisenhaften Zuspitzungen an den Anleihemärkten ausgesetzt.

Für das Jahr 2013 rechnet die Europäische Kommission mit einer durchschnittlichen Schuldenstandsquote von knapp 96 % für den Euro-Raum insgesamt, also 36 Prozentpunkte über dem ursprünglich anvisierten Maximum von 60 % je Mitgliedstaat (Schaubild 43). Die großen Mitgliedstaaten – Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien – liegen bei 80 %², 93 %, 133 % beziehungsweise 95 %. In Griechenland und Irland ist die Schuldenstandsquote im

² Der Sachverständigenrat rechnet in seiner diesjährigen Prognose für Deutschland mit einer Schuldenstandsquote von 78,3 %. Die Abweichung zur Schätzung der EU-Kommission erklärt sich aus verschiedenen Faktoren, wie zum Beispiel einem neuerem Datenstand, abweichenden Annahmen zu den Entwicklungen von Bruttoinlandsprodukt und gesamtstaatlichem Defizit sowie zum Voranschreiten des Schuldenabbaus bei den Abwicklungsanstalten.

Zeitraum 2012 bis 2013 noch einmal deutlich angestiegen, während sie in Portugal leicht zurückgegangen ist.



210. Für das Jahr 2014 prognostiziert die Kommission eine Abflachung des Anstiegs der durchschnittlichen **Schuldenstandsquote** im Euro-Raum, aber noch keine Abnahme. Der durchschnittliche **Finanzierungssaldo** ist stark zurückgegangen und zeigt Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung an. Für das Jahr 2014 wird er auf -2,53 % geschätzt. Um konjunkturelle Effekte bereinigt liegt er bei -1,72 % und damit über dem durchschnittlichen Wert vor Ausbruch der Finanzkrise (-2,65 %, in den Jahren 2001 bis 2006). Um eine Verbesserung der Schuldenstandsquote zu erreichen, ist auf zwei Seiten anzusetzen. Zum einen gilt es, das Haushaltsdefizit konsequent weiter zu reduzieren. Zum anderen sollten der Zeitpfad und die Kombination unterschiedlicher Konsolidierungsmaßnahmen so gewählt werden, dass negative Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum begrenzt bleiben, um dabei die Schuldenstandsquote nicht noch mehr nach oben zu treiben.

Aufgrund der Wechselwirkungen zwischen Schuldenstand, Staatshaushalt und Wirtschaftswachstum ist das Bemühen darum, Konsolidierung und Wachstum miteinander zu verbinden, aktuell besonders aussichtsreich. Denn neuere **empirische Studien** belegen, dass der Schuldenstand ab einer gewissen Höhe tendenziell mit anhaltend niedrigeren Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts einhergeht (Reinhart und Rogoff, 2010; Checherita-Westphal und Rother, 2010; Cecchetti et al., 2011; Reinhart et al., 2012; Égert, 2013). Dieser Zusammenhang bleibt trotz der weitbeachteten Diskussion um die Ergebnisse von Reinhart und Rogoff (2010) bestehen. Diese Studie hatte ab einer Schuldenstandsquote von 90 % gar eine negative Zuwachsrate von -0,1 % ausgewiesen – einen Extremwert, der bei einer weiteren Auswertung der Datengrundlage nicht Bestand hatte (Herndon et al., 2013; Stevenson und Wolfers, 2013). Die Schwelle, ab der das Bruttoinlandsprodukt zwar noch wächst, jedoch mit einer geringeren

Rate, wird in Studien der BIZ (Cecchetti et al., 2011) und der EZB (Checherita-Westphal und Rother, 2010) auf 85 % bis 100 % Schuldenstandsquote geschätzt.

211. Die negative Korrelation kann jedoch **nicht als Kausalzusammenhang** interpretiert werden. Schuldenstand und Wirtschaftswachstum sind Ergebnisgrößen, bei denen sich Ursache und Wirkung nicht einfach unterscheiden lassen. Die Kausalität kann auch vom Wirtschaftswachstum zu den Schulden gehen, schließlich führen unerwartet niedrige Wachstumsraten bei unveränderten Staatsausgaben zu höheren Schulden (Panizza und Presbitero, 2013). Entscheidend sind nicht etwa empirische Schwellenwerte, sondern die **Frage der Tragfähigkeit der Staatsschulden**. Die Euro-Schuldenkrise zeigt beispielhaft, dass Investoren höhere Risikoaufschläge verlangen, wenn sie an der Tragfähigkeit der Schulden zweifeln. Höhere Zinsen wiederum schwächen das Wirtschaftswachstum. So ergibt sich ein Kausalzusammenhang. Fiskalische Konsolidierungsmaßnahmen können, wenn sie nachhaltig und glaubwürdig sind, das Vertrauen stärken und Risikoprämien reduzieren.

Ein weiterer Kausalzusammenhang zwischen Schulden und Wachstum entsteht durch die Steuerpolitik. Höhere Schulden bringen höhere Zinsausgaben mit sich und engen dadurch den Handlungsspielraum der Regierungen ein. Sieht sich dann eine Regierung veranlasst, den Anstieg der Schulden zu begrenzen, liegt es aus polit-ökonomischen Gründen nahe, die Einnahmen zu steigern. Höhere Steuersätze haben jedoch eine negative Wirkung auf die Angebotsseite der Volkswirtschaft. Sie verringern die Investitions-, Arbeits- und Produktionsanreize und reduzieren auf diese Weise das Niveau des Produktionspotenzials. Es darf nicht übersehen werden, dass die Steuerzahler Erwartungen darüber bilden, ob aufgrund der aktuellen Entwicklungen in der Zukunft eher Steuererleichterungen oder Steuererhöhungen zu erwarten seien.

212. Für den Erfolg einer Konsolidierungspolitik spielt neben der glaubwürdigen Ankündigung und der verlässlichen Umsetzung eines mehrjährigen Konsolidierungsplans die **Gewichtung von ausgaben- versus einnahmeseitigen Maßnahmen** eine zentrale Rolle. **Empirische Studien**, in denen frühere Konsolidierungsepisoden untersucht wurden, zeigen, dass eine Senkung der staatlichen Ausgaben schon in der kürzeren Frist mit einem Anstieg der Wirtschaftsleistung korreliert ist (Giavazzi und Pagano, 1990, 1995; Alesina und Perotti, 1996; Alesina und Ardagna, 1998; Braguinsky et al., 2011; Perotti, 1999, 2012; Ardagna, 2004). Studien des Internationalen Währungsfonds (IWF, 2013; Guajardo et al., 2011) legen dagegen nahe, dass fiskalische Konsolidierungen zunächst mit einem Rückgang des Wachstums einhergehen. Sie bestätigen jedoch, dass einnahmeorientierte Konsolidierungsmaßnahmen mit tieferen Rezessionen zusammenfallen als ausgabenorientierte Konsolidierungen. Alesina et al. (2012) dokumentieren, dass Steuererhöhungen typischerweise mit tiefen und langen Rezessionen einhergehen, während sich bei ausgabenorientierten Konsolidierungen keine oder nur kurzlebige Rezessionen zeigen.

Mögliche Erklärungen der empirischen Ergebnisse müssen mehrere, **teils gegenläufige Kausalzusammenhänge berücksichtigen**. Staatliche Ausgabenkürzungen reduzieren die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit die aktuelle Wachstumsrate. Ein möglicher gegen-

läufiger Effekt entsteht, wenn Kürzungen von Löhnen und Gehältern im öffentlichen Sektor zu entsprechenden Anpassungen im privaten Sektor und damit zu einer höheren Beschäftigung und Produktion führen. Ausgabenkürzungen können das Wachstum zudem über Vermögenseffekte steigern. Sie erlauben dem Staat, zukünftige Steuererhöhungen zu vermeiden oder gar Steuern zu senken. Damit steigt das Lebenszeiteinkommen der privaten Haushalte und ihr Konsum nimmt zu. Ein weiterer positiver Wirkungskanal ergibt sich, wenn die Konsolidierung einen Rückgang der Risikoaufschläge auslöst und so mehr Konsum und Investitionen bewirkt.

Konsolidierungspläne für den Euro-Raum

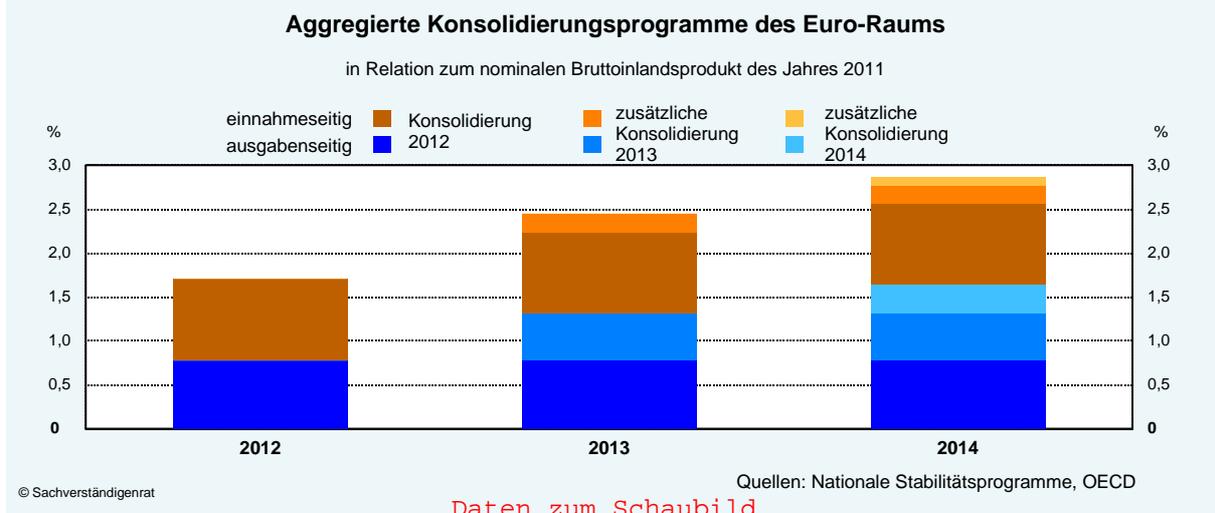
213. Im Folgenden wird ein Überblick über die Konsolidierungspläne von zwölf Mitgliedstaaten³ des Euro-Raums für die Jahre 2012 bis 2014 gegeben. Dabei handelt es sich um eine Zusammenfassung der **zu Jahresbeginn 2012 bekannten Konsolidierungspläne**. Teilweise wurden von den Parlamenten bereits entsprechende Maßnahmen zur Umsetzung der Planungen beschlossen. Grundsätzlich dürften die geplanten Maßnahmen geeignet sein, dauerhafte Verbesserungen der Haushaltssalden zu erzielen. Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass es sich bei den dargestellten Maßnahmen zum Teil lediglich um temporäre Kürzungen oder Einnahmeerhöhungen handelt.

Zudem lassen sich schon heute Beispiele finden, dass geplante Sparmaßnahmen oder Einnahmeerhöhungen im Zeitverlauf verändert wurden. So hat zum Beispiel Italien die bereits eingeführte Immobiliensteuer für den Erstwohnsitz zum Jahr 2014 wieder abgeschafft, was jährlichen Mindereinnahmen von rund 4 Mrd Euro entspricht. Eine Gegenfinanzierung ist geplant, aber bis jetzt noch nicht näher spezifiziert. Frankreich hat seine Konsolidierung für das Jahr 2013 hingegen von rund 14 Mrd Euro auf 30 Mrd Euro erhöht, wobei der zusätzliche Anstieg komplett durch Steuererhöhungen erreicht werden soll. Für das Jahr 2014 soll die zusätzliche Konsolidierung weitere 18 Mrd Euro betragen, wovon nun allerdings der überwiegende Teil durch Einsparmaßnahmen auf der Ausgabenseite (15 Mrd Euro) und weniger durch Einnahmeerhöhungen (3 Mrd Euro) erreicht werden soll. Im Vergleich zu der im Jahr 2011 geplanten Konsolidierung sinken die Ausgaben damit zusätzlich um rund 4 Mrd Euro, während die Einnahmen um zusätzliche 3 Mrd Euro steigen.

214. Schaubild 44 fasst die **kumulierten Konsolidierungsimpulse** in den Jahren 2012, 2013 und 2014 für den Euro-Raum insgesamt zusammen. Positive Beträge bedeuten jeweils eine Konsolidierung. Die Konsolidierungssummen werden dabei in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2011 angegeben. Der Umfang der Maßnahmen ist gemessen am jährlichen Bruttoinlandsprodukt des gesamten Euro-Raums moderat. Für das Jahr 2012 beläuft er sich auf 1,7 % des Bruttoinlandsprodukts. Mit den geplanten zusätzlichen Maßnahmen in den Jahren 2013 und 2014 (farblich abgesetzt) steigt der gesamte Impuls auf knapp 2,9 %. Somit waren fast 60 % des Konsolidierungsumfanges für das Jahr 2012 geplant.

³ Bei diesen Ländern handelt es sich um die elf Gründungsmitglieder des Euro-Raums und Griechenland. Die Konsolidierungspläne basieren auf der OECD Publikation „Restoring public finances, 2012 update“ und sind für Deutschland um das Zukunftspaket und für Italien durch das nationale Stabilitätsprogramm ergänzt.

Schaubild 44



215. Der Anteil der Einnahmeerhöhungen überwiegt im Jahr 2012. In den Jahren 2013 und 2014 wird mehr Gewicht auf Ausgabenkürzungen gelegt. Ausgabenkürzungen stellen kumuliert 57 % des Konsolidierungsimpulses dar (Tabelle 15). Bei der **Einordnung unterschiedlicher Maßnahmen** auf der Ausgabenseite wird zwischen Kürzungen bei den direkten Ausgaben des Staates und den Transfers an die privaten Haushalte unterschieden. Direkte Ausgaben beinhalten Käufe von Waren und Dienstleistungen sowie Löhne und Gehälter der staatlich Beschäftigten. Über diese Ausgaben beeinflusst der Staat die volkswirtschaftliche Gesamtnachfrage direkt. Die Transferausgaben wirken auf das verfügbare Einkommen der Privathaushalte und indirekt über den Haushaltskonsum auf die Gesamtnachfrage. Bezüglich der Einnahmen werden die Einzelmaßnahmen in drei Kategorien gruppiert: Arbeitseinkommensteuern, Konsumsteuern oder Steuern auf Kapitalerträge.

Tabelle 15

Aggregierte Konsolidierungsprogramme des Euro-Raums
in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2011 (%)

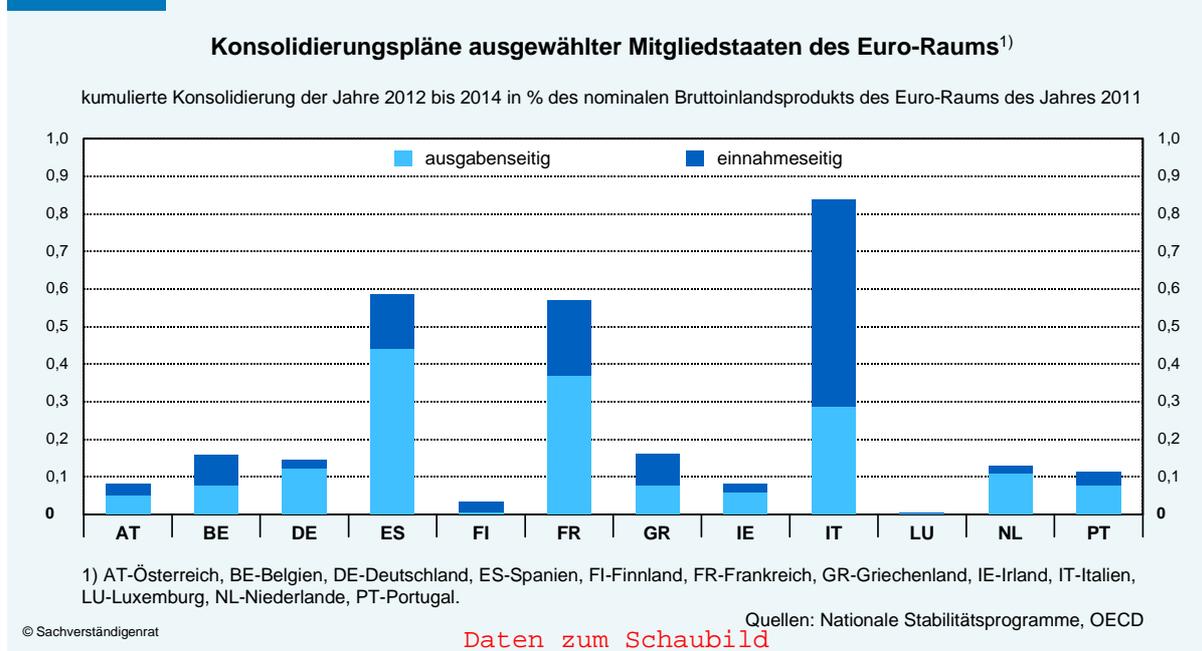
| | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|
| Ausgabenseitig | - 0,78 | - 1,32 | - 1,65 |
| Konsumausgaben des Staates | - 0,55 | - 0,94 | - 1,11 |
| Transfers | - 0,23 | - 0,38 | - 0,55 |
| Einnahmeseitig | 0,92 | 1,13 | 1,22 |
| Arbeitseinkommensteuer | 0,35 | 0,50 | 0,60 |
| Konsumsteuern | 0,26 | 0,26 | 0,26 |
| Kapitalertragsteuer | 0,31 | 0,37 | 0,36 |
| Gesamt (Einnahmen – Ausgaben) | 1,70 | 2,45 | 2,87 |

Quellen: Nationale Stabilitätsprogramme, OECD
Daten zur Tabelle

216. Betrachtet man den Umfang der geplanten Konsolidierungsmaßnahmen in den **einzelnen Ländern**, so zeigt sich, dass gemessen am Bruttoinlandsprodukt des Euro-Raums insgesamt die größten Beiträge in Italien (etwas mehr als 0,8 % des Bruttoinlandsprodukts des Euro-Raums), Spanien (knapp 0,6 %) und Frankreich (ebenfalls knapp 0,6 %) geplant waren. Für Spanien wurden dabei sogar nur die Maßnahmen bis zum Jahr 2013 berücksichtigt. In

Italien liegt der Schwerpunkt auf einnahmeseitigen Maßnahmen, während in Frankreich und Spanien Ausgabenkürzungen stärker gewichtet sind. In Spanien werden dabei die Konsumausgaben des Staates stark gekürzt, Frankreich legt hingegen ein größeres Gewicht auf Transferzahlungen (Schaubild 45).

Schaubild 45



Gemessen am nationalen Bruttoinlandsprodukt haben die Programmländer Griechenland, Portugal und Irland die ambitioniertesten Konsolidierungsmaßnahmen geplant, im Gesamtumfang von 7,3 %, 6,2 % beziehungsweise 4,7 %. Am aggregierten Konsolidierungsplan für den Euro-Raum haben sie allerdings nur einen kleineren Anteil von etwa 0,36 % des Bruttoinlandsprodukts.

2. Wirkungskanäle der fiskalischen Konsolidierung und ihre Modellierung

217. Um zu verstehen, wie sich Politikentscheidungen auf die Wirtschaft insgesamt und auf die wichtigsten makroökonomischen Kenngrößen auswirken, ist ein **Kausalmodell der Wirtschaftszusammenhänge** unerlässlich. Zu diesem Zweck werden von Zentralbanken, internationalen Institutionen wie dem IWF und der Europäischen Kommission sowie der Wissenschaft strukturelle makroökonomische Modelle entwickelt. Im Zuge der Finanzkrise sind diese Anstrengungen noch verstärkt worden. Es gibt kein Modell, das die Wirtschaft vollauf zufriedenstellend erfassen würde. Der Verzicht auf ein explizites Strukturmodell würde jedoch keineswegs bedeuten, dass man sich von den Begrenzungen eines Denkens in Modellen befreien könnte. Stattdessen sind dann implizite Modellüberlegungen leitend, die bestenfalls verbal formuliert werden. Dem Außenstehenden wird so keine Gelegenheit gegeben, die Konsistenz der Argumente im impliziten Modell zu prüfen, noch kann er die Güte und empirische Validität des Modells bewerten.

218. Im Folgenden wird ein strukturelles, makroökonomisches Modell Neu-Keynesianischer Prägung verwendet. Es umfasst zwei Volkswirtschaften, die des Euro-Raums insgesamt und

die der Vereinigten Staaten. Es wurde von der EZB als **New Area-Wide Model (NAWM)** entwickelt (Coenen et al., 2008) und zur Analyse von Wirkungen fiskalpolitischer Maßnahmen verwendet (Kasten 10). Eine fortentwickelte Variante wird von der EZB regelmäßig im Prognoseprozess eingesetzt. Das Modell wurde außerdem für eine vom IWF organisierte vergleichende Analyse fiskalischer Konjunkturprogramme benutzt, bei der insgesamt neun Modelle des IWF, der Fed, der OECD, der Europäischen Kommission, der kanadischen Zentralbank und akademischer Autoren zum Einsatz kamen (Coenen et al., 2012). Auf diese Weise wurden unterschiedliche Theorien und Modellierungen der Kausalzusammenhänge berücksichtigt, um robuste Politikempfehlungen bezüglich der Wirkung bestimmter fiskalischer Instrumente zu entwickeln. Eine praktische Anwendung betraf die Wirkung der geplanten Ausgabenerhöhungen im Rahmen des US-amerikanischen Konjunkturprogramms vom Jahr 2009 (American Recovery and Reinvestment Act) auf das Bruttoinlandsprodukt. Das NAWM lieferte dabei eine quantitative Einschätzung, die im Mittelfeld der betrachteten Modelle lag.

Kasten 10

Die Wirkung von Konsolidierung auf das Wachstum – der verwendete Modellrahmen

Zur Analyse der Wirkung von Konsolidierungsmaßnahmen auf das Wirtschaftswachstum dient ein strukturelles, makroökonomisches Modell Neu-Keynesianischer Prägung. Es umfasst zwei offene große Volkswirtschaften: Den Euro-Raum insgesamt und die Vereinigten Staaten. Eine weiterentwickelte Variante des hier verwendeten sogenannten New Area-Wide Model (NAWM) von Coenen et al. (2008) wird von der EZB regelmäßig im Prognoseprozess eingesetzt.

Mithilfe von Modellsimulationen des NAWM können die Auswirkungen unterschiedlicher Konsolidierungspläne auf die Gesamtwirtschaft quantifiziert werden. Die Methodik folgt dabei neueren Studien, in denen konkrete Haushaltsreformvorschläge des Repräsentantenhauses der Vereinigten Staaten sowie die Rolle der Steuerpolitik für Konsolidierungsmaßnahmen in Europa analysiert wurden (Cogan et al., 2013; Burgert und Wieland, 2012). Auf diese Weise können die erwarteten Auswirkungen der Konsolidierungspläne auf Schuldenstandsquoten, Wachstum, Konsum, Investitionen und Inflation berechnet werden. Vor- und Nachteile einzelner Pläne können abgewogen und ihre Wirkung isoliert von anderen Faktoren, die gegenwärtig die wirtschaftliche Entwicklung beeinflussen, untersucht werden.

Das Modell umfasst drei Sektoren: Haushaltssektor, Unternehmenssektor und öffentlichen Sektor. Der öffentliche Sektor ist in den geldpolitischen Bereich der Zentralbank und einen fiskalpolitischen Bereich unterteilt. Das Modell ist ein allgemeines Gleichgewichtsmodell, was bedeutet, dass die Akteure der drei Sektoren die erwarteten Reaktionen der anderen Marktteilnehmer auf die Konsolidierungsmaßnahmen in ihrem eigenen Entscheidungsprozess mit einkalkulieren. Der Haushaltssektor wird anhand zweier repräsentativer Haushalte modelliert: Der erste Haushaltstyp hat Zugang zum Finanzmarkt, während der zweite Haushaltstyp kreditbeschränkt ist. Die Haushalte entscheiden in jeder Periode, wie viel sie arbeiten, wie viel sie konsumieren und welchen Teil ihres Einkommens sie sparen. Dabei ziehen sie erwartete wirtschaftliche Entwicklungen in Betracht. Hierbei werden zwar Ansätze der Verhaltensökonomie, wie etwa die Gewohnheitsbildung, berücksichtigt, Ausstattungseffekte bleiben hingegen unberücksichtigt. Die Haushalte besitzen einen unendlichen Planungshorizont, wobei Entwicklungen, die weiter in der Zukunft liegen, weniger stark als kurzfristig erwartete Entwicklungen gewichtet werden.

Nur den Haushalten mit Finanzmarktzugang ist es durch Kreditaufnahme möglich, zukünftig erwartetes Einkommen für gegenwärtige Konsumausgaben einzusetzen. Sie können außerdem

Ersparnisse im in- und ausländischen Kapitalmarkt investieren. Dem Modell liegt keine explizite Modellierung der Einkommensverteilung der Volkswirtschaften zugrunde. Vielmehr werden in dieser Hinsicht alle Mitglieder der jeweiligen Haushalte in gleicher Weise modelliert. Im Modell wird von der idealtypischen Modellierung des Arbeitsmarkts abgewichen, indem die Annahme vollkommener Konkurrenz ersetzt wird. Dadurch gibt es auf Arbeitnehmerseite einen gewissen Lohnsetzungsspielraum, wobei dieser Spielraum in jeder Periode nur unvollkommen genutzt werden kann. Die Löhne entwickeln sich daher kurzfristig recht träge und passen sich nur langfristig den gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen an.

Innerhalb des Unternehmenssektors werden insgesamt vier Wirtschaftsbereiche unterschieden: Ein Vorleistungssektor, der international handelbare Vorprodukte produziert, die im Konsumgütersektor, dem Investitionsgütersektor und dem Sektor für Konsumgüter des Staates verwendet werden. Die Produkte dieser drei Endproduktsektoren sind im Gegensatz zu den Vorleistungen nicht international handelbar. Die Unternehmen des Vorproduktsektors verwenden Kapital und Arbeit für die Produktion und verfügen beim Absatz der Produkte über einen gewissen monopolistischen Preissetzungsspielraum; es wird somit auch hier von der Annahme vollkommener Konkurrenz abgewichen. Allerdings können nicht alle Unternehmen zu jedem Zeitpunkt ihre Preise auf das gewünschte Niveau anpassen. Bei der Preissetzung berücksichtigen die Firmen daher zukünftig erwartete gesamtwirtschaftliche Entwicklungen.

Konsumgüter für den Staat werden nur mit inländischen Vorleistungen produziert. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass viele der staatlich nachgefragten Güter nicht international handelbar sind. Verändert sich die Nachfrage des Staates nach Konsumgütern, hat dies somit einen stärkeren Einfluss auf die relative Nachfrage nach inländischen Vorprodukten als eine Änderung in den anderen beiden Endproduktsektoren. Neben den beschriebenen nominalen Rigiditäten, also den Einschränkungen in der Lohn- und Preissetzung, gibt es reale Rigiditäten, so dass gesamtwirtschaftliche Änderungen nur langsam zu einer Anpassung im Sinne eines neuen langfristigen Gleichgewichts führen. Beispielsweise sind eine Veränderung der Intensität der Kapitalnutzung und des Investitionsniveaus mit Kosten verbunden.

Der Analyserahmen trägt somit dem vorausschauenden, nutzenmaximierenden Verhalten von Marktteilnehmern und dem Zusammenwirken von Angebot und Nachfrage auf den Märkten Rechnung. Dabei bezieht er jedoch eine Vielzahl von Beschränkungen der Entscheidungsprozesse und insbesondere der freien Lohn- und Preisanpassung ein. Aus letzterem Grund ist der Verweis auf John Maynard Keynes in der Einordnung als Neu-Keynesianisches Modell begründet, denn die Modellstruktur reflektiert Rigiditäten in der Lohn- und Preissetzung und die Marktmacht von Unternehmen und Gewerkschaften. Infolge der Lohn- und Preisrigiditäten kommt es, wie von Keynes postuliert, zu größeren konjunkturellen Schwankungen von Arbeit und Produktion als im klassischen Modellrahmen mit flexibler Lohn- und Preisanpassung. Das NAWM übersetzt die Änderungen im Arbeitseinsatz jedoch nicht in Arbeitslosenzahlen. Dafür wäre eine detailliertere strukturelle Modellierung des Arbeitsmarkts wie im Modell des Euro-Raums von Christoffel et al. (2009) nötig. In diesem ist jedoch der Staatssektor nicht ausreichend detailliert abgebildet, um die Konsolidierungsprogramme im Euro-Raum zu untersuchen.

Die Geldpolitik wird durch eine Zinsregel abgebildet. Somit reagieren die Zentralbanken auf Veränderungen der Inflationsrate und des Wirtschaftswachstums mit einer Anpassung des Leitzinses, der wiederum das Spar- und Konsumverhalten der Haushalte und die Investitionen der Unternehmen beeinflusst (Ziffern 177 ff.). Die Transmission der Geldpolitik über längerfristige Zinsen wird ebenso berücksichtigt, wie über den nominalen Wechselkurs. Der Bankensektor ist jedoch nicht im Detail modelliert. Zu diesem Zweck wurde an der EZB ein weiteres neu-

keynesianisches Modell entwickelt (Christiano et al., 2010), das allerdings nur über einen rudimentären Fiskalsektor verfügt.

Im Vergleich zu anderen makroökonomischen Modellen, die primär für konjunkturelle Analysen verwendet werden, ist der Staatssektor im NAWM relativ detailliert spezifiziert. Das Modell unterscheidet nicht nur die Wirkung von direkten Staatsausgaben und Transferleistungen, sondern berücksichtigt Arbeitseinkommensteuern, Konsumsteuern, Kapitalertragsteuern sowie Sozialversicherungsbeiträge der Arbeitnehmer und Arbeitgeber. Da dem Modell allerdings keine Einkommensverteilung zugrunde liegt, verfügt es nicht über eine Abbildung des Steuertarifs in den jeweiligen Ländern. Zudem fehlt eine Modellierung der Unterschiede im Lebensalter der Haushalte, sodass Zahlungsströme zwischen dem Staat und den Haushalten im Rahmen des Rentensystems nicht den Generationen entsprechend dargestellt werden können. Das NAWM ist somit im Vergleich zu den Modellen, die für die längerfristige Analyse öffentlicher Finanzen verwendet werden (Kasten 24), immer noch stark vereinfacht. Dafür beinhaltet das NAWM jedoch strukturelle Aspekte, die für die Analyse kurz- und mittelfristiger konjunktureller Entwicklungen unerlässlich sind.

Zentrale Wirkungskanäle der fiskalischen Konsolidierung

219. Für die Auswirkungen der Fiskalpolitik in der kurzen bis mittleren Frist ist das **Konsumverhalten der Haushalte** besonders wichtig. Der meistverwendete wissenschaftliche Erklärungsansatz auf der makro- wie auf der mikroökonomischen Ebene geht davon aus, dass private Haushalte im Zeitverlauf ein möglichst gleichverteiltes Konsumniveau anstreben. Dies ergibt sich direkt aus dem Nutzenkalkül, bei dem zusätzlicher Nutzengewinn mit steigendem Konsum abnimmt. Aus dieser Perspektive ist es sinnvoll, die Konsumententscheidung am Lebenszeiteinkommen auszurichten. Erwartet ein Haushalt einen dauerhaften Anstieg des Nettoeinkommens in der Zukunft, zum Beispiel aufgrund einer Beförderung oder eines dauerhaften Rückgangs der Steuerbelastung, würde er seinen Konsum schon heute steigern. Zu diesem Zweck kann er vorhandene Ersparnisse verbrauchen und Kredite aufnehmen. Dieses Verhalten kann im Kauf von dauerhaften Gütern auf Kredit, zum Beispiel einem Fahrzeug, oder in höheren Mietausgaben zum Ausdruck kommen.

220. Die Theorie der **Konsumglättung**, der zufolge Konsum vom Lebenszeiteinkommen abhängt, hat sich gegenüber dem früheren Erklärungsmodell von Keynes, das den Konsum allein mit dem laufenden Einkommen in Verbindung bringt, als empirisch überlegen erwiesen (Hall, 1978; Zeldes, 1989; Browning und Lusardi, 1996; Fuchs-Schündeln, 2008). Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene hilft sie zu erklären, warum der aggregierte Konsum weitaus weniger variiert als das Einkommen. Empirische Studien zum Konsumverhalten verwenden die Konsumglättung in der Regel als Bezugspunkt und untersuchen Abweichungen davon. Beispielsweise hat zumindest ein Teil der Haushalte keinen Zugang zum Kreditmarkt. Sie wären deshalb nicht in der Lage, dem Nutzenkalkül entsprechend Kredite aufzunehmen, wenn sie ein höheres Einkommen erwarteten. Außerdem ist es wahrscheinlich, dass die meisten Haushalte nicht in allen Entscheidungen streng rational vorgehen und dass manche einfach konsumieren, was sie zur Verfügung haben.

221. Neuere **empirische Studien** haben untersucht, welcher Anteil der Haushalte den Konsum eher am Lebenszeiteinkommen ausrichtet. Empirische Analysen mit strukturellen Modellen für die Vereinigten Staaten und Europa schätzen den Anteil der optimierenden, also nicht kreditbeschränkten Haushalte auf 65 bis 80 % (Coenen und Straub, 2005; Coenen et al., 2008; Ratto et al., 2009; Cogan et al., 2010). Von großem Interesse ist dabei die Entwicklung des Konsumverhaltens in Rezessionen und Finanzkrisen, wobei lediglich nicht kreditbeschränkte Haushalte in der Lage sind, ihren Konsum durch Kreditaufnahme in der Gegenwart zu erhöhen. Die besonderen Steuerrückvergütungen im Rahmen der Konjunkturpakete der Bush- und Obama-Regierungen im Frühjahr 2008 beziehungsweise 2009 bieten ein natürliches Experiment. Sie lösten deutliche, rein temporäre Anstiege des verfügbaren Einkommens aus. Eine sichtbare Reaktion des aggregierten Konsums blieb hingegen aus (Taylor, 2011). Umfragebasierte Studien ergaben, dass lediglich 25 % der Haushalte die Rückvergütung im Jahr 2008 verausgabten und nur 13 % im Jahr 2009 (Sahm et al., 2009).

Haushaltsumfragen in Deutschland in Folge des Konjunkturpakets II ergaben, dass 73 % der Haushalte ihre Konsumausgaben nicht aufgrund eines temporären Konsumzuschusses erhöhen würden. Zudem gaben 75 % der Haushalte an, dass sie höhere Steuern infolge der Konjunkturmaßnahmen erwarteten (Börsch-Supan et al., 2009). Vor dem Hintergrund dieser empirischen Ergebnisse erscheint die Annahme des NAWM, dass 75 % der Haushalte in der Lage sind, ihren Konsum am Lebenszeiteinkommen auszurichten, während 25 % von ihnen keinen Zugang zum Kreditmarkt haben, angemessen. Trotzdem wird in der nachfolgenden Simulationsanalyse die Sensitivität der Ergebnisse für den Fall, dass sogar die Hälfte der Haushalte kreditbeschränkt wäre, untersucht.

222. Von besonderer Bedeutung für die Einschätzung der mittel- bis langfristigen Wirkung fiskalpolitischer Maßnahmen ist die **Verzerrung** von Arbeits-, Investitions- und Produktionsanreizen und -entscheidungen durch Steuern. Kopfsteuern, die in der Praxis kaum verwendet werden, würden solche Verzerrungen vermeiden. Stattdessen finden in der Steuerpolitik, nicht zuletzt aus Verteilungsmotiven, vielfach verzerrende Steuern auf Einkommen, Erträge, Transaktionen und Konsum Anwendung. Im verwendeten Analyserahmen hängen die Budgetrestriktionen der Haushalte von der Arbeitseinkommen-, Verbrauch- und Kapitalertragsteuer und den Sozialbeiträgen ab. Die Arbeitseinkommensteuer verzerrt zum Beispiel die Arbeitsangebotsentscheidung der Haushalte, während die Kapitalertragsteuer eher die Investitionsentscheidung der Unternehmen beeinträchtigt. Die Höhe der Sozialversicherungsbeiträge auf der Arbeitgeberseite beeinflusst zudem das Einstellungsverhalten der Firmen.

223. Ein weiterer Aspekt, der für die Einschätzung der kurz- und mittelfristigen Wirkung der Konsolidierungspläne von Bedeutung ist, betrifft die **Risikoprämien auf Staatsanleihen**. Insbesondere in den Krisenländern besteht die Hoffnung, dass ein glaubwürdiges Konsolidierungsprogramm hilft, den Befürchtungen von Investoren entgegenzutreten, dass sie mit signifikanten Ausfall- oder Abwertungsrisiken zu rechnen hätten. Ein Rückgang dieser Prämien würde dann automatisch negative Effekte der Konsolidierung auf die Gesamtnachfrage und das Bruttoinlandsprodukt abschwächen. Dieser Wirkungskanal ist jedoch nicht Teil des verwendeten Modellrahmens. Die nachfolgenden Politiksimulationen für den Euro-Raum über-

zeichnen deshalb den rezessiven Effekt der Konsolidierungsmaßnahmen etwas im Vergleich zu einer Analyse, die diesen Wirkungskanal mit berücksichtigen würde.

3. Eine quantitative Analyse der Auswirkungen für den Euro-Raum

224. Mithilfe von Politiksimulationen im NAWM lässt sich der Effekt der Konsolidierungspläne isoliert von anderen Faktoren abschätzen, die gegenwärtig zur Entwicklung im Euro-Raum beitragen (Wolters, 2013). Die tatsächliche Entwicklung der Haushaltsdefizite, des Schuldenstands und des Wirtschaftswachstums hängt zum Beispiel ebenso von der Entwicklung der Auslandsnachfrage, von der Geldpolitik, vom Vertrauen der Marktteilnehmer in die Wirtschaftspolitik und von vielen möglichen nachfrage- und angebotsseitigen Schocks ab. Aus den laufenden Daten (Schaubild 43, Seite 125) lässt sich nicht direkt herauslesen, ob die Schuldenstandsquote steigt, weil Nachfrageausfälle aus dem Ausland oder nichtstaatlichen Sektoren im Inland auf das Wachstum drücken, oder ob es an dem rezessiven Effekt der Konsolidierungsmaßnahmen liegt.

225. Den folgenden Simulationen liegt die entscheidende Annahme zugrunde, dass die betrachteten Maßnahmen nach dem Ende der dokumentierten Pläne im Jahr 2014 nicht wieder rückgängig gemacht werden. Sie führen dann zu einer **strukturellen Verbesserung des Haushaltssaldos**. Unter dieser Annahme würde die Schuldenstandsquote jedoch immer weiter sinken, ohne zu einem neuen Gleichgewichtswert zu konvergieren. Deswegen muss ein entsprechender Zielwert für die Schuldenstandsquoten definiert werden, der dann langfristig konstant gehalten werden soll. In der vorliegenden Analyse wird ein langfristiger Zielwert von 60 % des Bruttoinlandsprodukts unterstellt (Wolters, 2013). Demnach sinkt in Folge der Konsolidierung die Schuldenstandsquote im Euro-Raum von 88 % im Jahr 2011 um 28 Prozentpunkte und wird danach konstant gehalten. In den Politiksimulationen wird dieses Ziel erreicht. Die durch Einsparung von Schuldzinsen entstehenden Spielräume geben dann wieder die **Möglichkeit zu Ausgabenerhöhungen oder zu Steuersenkungen**. Deshalb werden zwei unterschiedliche Langfrist-Szenarien simuliert. Im ersten Szenario wird der Spielraum für höhere Transferleistungen (Szenario Transferausgleich) genutzt, im zweiten Szenario für eine Senkung der Arbeitseinkommensteuer (Szenario Steuersenkung).

Die Gewichtung von ausgaben- und einnahmeorientierten Maßnahmen

226. Ein Ergebnis der empirischen Literatur auf der Basis früherer Konsolidierungsepisoden ist, dass ausgabenbasierte **Konsolidierungsprogramme** wachstumsfreundlicher sind als Programme, die primär bei der Steigerung der staatlichen Einnahmen ansetzen. Aus verteilungspolitischen Gründen mag jedoch eine Konsolidierung, die bei den Einnahmen ansetzt, besser erscheinen. Zumindest würden Überlegungen zur Verteilungswirkung dafür sprechen, die Konsolidierungsanstrengungen auf viele Ausgabenpositionen und Steuerinstrumente zu verteilen. Dies ist beim aggregierten Konsolidierungsplan für den Euro-Raum der Fall.

Weitere Überlegungen betreffen die **kurzfristige gegenüber der längerfristigen Perspektive**. Maßnahmen, die kurzfristig den rezessiven Effekt eher noch verstärken, dürften die fortgesetzte Umsetzung der Konsolidierungspolitik erschweren. Bezüglich der längeren Frist ist

es naheliegend, Maßnahmen zu ergreifen, die das Produktionspotenzial steigern und damit zu mehr Beschäftigung und Wohlstand führen. Aufgrund des komplexen Modellrahmens, der zahlreiche Wirkungskanäle explizit abbildet, ist es für das Verständnis und die Beurteilung der Ergebnisse der konkreten Konsolidierungspläne wichtig, die Wirkungsweise einzelner Politikinstrumente erst isoliert zu betrachten. Nur so ist es möglich, das Zusammenspiel bei Einsatz eines Instrumentenmix zu verstehen und verschiedene Konsolidierungsstrategien miteinander zu vergleichen.

227. Dafür ist es hilfreich, Politiksimulationen durchzuführen, in denen die Konsolidierung nur mit jeweils einem einzelnen fiskalischen Instrument vorgenommen wird – nämlich einer singulären Änderung des Staatskonsums, der Transfers an die Haushalte, der Arbeitseinkommensteuer, der Kapitalertragsteuer oder der Konsumsteuer. Bei diesem Vorgehen werden ganz bewusst **Extrem Szenarien** betrachtet, die jedoch nicht als Empfehlung aufzufassen sind und in dieser Form politisch kaum umgesetzt werden dürften. Zur besseren Vergleichbarkeit mit den späteren Modellergebnissen der konkreten Konsolidierungspläne wird dabei das Ausmaß der Änderung des jeweils betrachteten Instruments so gewählt, dass es dem Gesamtumfang der aggregierten Konsolidierungspläne für den Euro-Raum entspricht (Tabelle 16). In allen Fällen wird außerdem angenommen, dass langfristige Einsparungen bei den Schuldzinsen verwendet werden, um langfristig die Arbeitseinkommensteuer zu reduzieren (Szenario Steuersenkung).

Tabelle 16

Wirkung der gesamten europäischen Konsolidierung über einzelne Instrumente¹⁾

Prozentpunkte²⁾

| | Staatskonsum | | Transferleistungen | | Arbeitseinkommensteuer | | Konsumsteuer | | Kapitalertragsteuer | |
|-----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|--------------------|-----------|------------------------|-----------|--------------|-----------|---------------------|-----------|
| | Durchschnittliche Veränderung in den Jahren 2012 bis 2014 gegenüber dem Jahr 2011³⁾ | | | | | | | | | |
| Schuldenstandsquote ⁴⁾ | - 7,17 | (- 28,00) | - 7,25 | (- 28,00) | - 4,13 | (- 28,00) | - 6,38 | (- 28,00) | - 4,55 | (- 28,00) |
| Bruttoinlandsprodukt | - 0,43 | (1,34) | 0,70 | (3,14) | - 0,86 | (0,53) | - 0,08 | (1,37) | - 2,19 | (- 2,11) |
| Konsumausgaben ⁵⁾ ... | 2,25 | (3,82) | 0,69 | (2,32) | - 0,50 | (0,39) | 0,13 | (1,01) | 1,44 | (0,91) |
| Investitionen ⁵⁾ | - 0,28 | (0,10) | - 0,20 | (0,44) | - 0,14 | (0,08) | - 0,20 | (0,19) | - 1,01 | (- 2,11) |

1) Im Szenario Steuersenkung.– 2) Werte für das Bruttoinlandsprodukt in %.– 3) Werte für die lange Frist in Klammern.– 4) Kein Durchschnitt, sondern Stand Ende des Jahres 2014 in %.– 5) Wachstumsbeitrag zum Bruttoinlandsprodukt.

Daten zur Tabelle

Quelle: Wolters (2013)

228. In der **langen Frist** führen ausgabenorientierte Konsolidierungen, die entweder den Staatskonsum oder die Transfers an die Haushalte reduzieren, zu einem höheren privaten Konsum und Bruttoinlandsprodukt als eine Konsolidierung, die über eine vorübergehende Erhöhung der Arbeitseinkommensteuer bei gleichbleibenden Staatsausgaben herbeigeführt wird. Wird die Konsolidierung über eine Konsumsteuererhöhung erreicht, resultiert ein höheres Bruttoinlandsprodukt als bei der Arbeitseinkommensteuer. Der Grund hierfür ist, dass eine langfristige Umschichtung von Arbeitseinkommen- zu Konsumsteuern das Ausmaß an Verzerrungen von Arbeits- und Produktionsanreizen reduziert. Langfristig negativ ist insbesonde-

re die Konsolidierung über die Kapitalertragsteuer, da sie zu einem niedrigeren Kapitalstock und damit einem niedrigeren Produktionspotenzial führt. Würden jedoch langfristig die Einsparungen bei den Schuldzinsen nicht für eine Senkung der Arbeitseinkommensteuer, sondern für eine Erhöhung der Transferleistungen eingesetzt (Szenario Transferausgleich), so würde in allen Fällen das Produktionspotenzial absinken.

229. In der **kurzen Frist** reduzieren fast alle Konsolidierungsmaßnahmen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und wirken deshalb negativ auf das Bruttoinlandsprodukt. Dies ist ein Grund dafür, dass selbst Reformen, die langfristig positive Effekte erbringen, im politischen Prozess schwer durchsetzbar sind. Am stärksten schlagen Erhöhungen der Kapitalertragsteuer und der Arbeitseinkommensteuer auf das Bruttoinlandsprodukt durch. Ein Rückgang des Staatskonsums hat zwar einen kleineren aber noch deutlich rezessiven Effekt. Er dürfte jedoch geringer ausfallen, wenn im Analyserahmen berücksichtigt würde, dass Lohn- und Gehaltskürzungen im öffentlichen Sektor über eine entsprechende Reaktion im privaten Sektor zu mehr Beschäftigung und Produktion führen können. Eine Konsolidierung über die Konsumsteuer reduziert das Bruttoinlandsprodukt nur wenig, allerdings lediglich dann wenn längerfristig eine Senkung der Arbeitseinkommensteuer folgt.

230. Eine Ausnahme mit positiver Wirkung auf das Wirtschaftswachstum bildet eine Konsolidierung, die durch die **Reduktion der Transferleistungen** herbeigeführt wird. Dieses Ergebnis hat drei Ursachen: Erstens, selbst in der traditionellen keynesianischen Analyse ist der Nachfrageausfall bei einer Kürzung von Transferleistungen an die privaten Haushalte geringer als bei der Kürzung des Staatskonsums, weil die Haushalte dann weniger sparen. Zweitens, die Spielräume im Staatshaushalt, die sich nach erfolgreicher Konsolidierung ergeben, werden in dieser Simulation für Einkommensteuersenkungen verwendet und tragen zu einer Ausweitung der Lebenszeiteinkommen der Haushalte bei. Drittens, vorausschauende Haushalte, die über Ersparnisse verfügen oder in der Lage sind, einen Kredit aufzunehmen, nutzen das höhere Lebenszeiteinkommen, um sich nicht nur in der ferneren Zukunft, sondern auch in der kürzeren Frist höhere Konsumausgaben zu leisten.

Bei einer glaubwürdigen und dauerhaften Konsolidierung, wie sie in diesen Politiksimulationen angenommen wird, ist der Effekt der Transferkürzung auf den aggregierten Konsum gering. Er wird kompensiert durch die zukünftig zunehmenden Arbeits- und Produktionsanreize, die ein höheres Bruttoinlandsprodukt bewirken. Der private Konsum steigt zwar nicht so stark wie im Fall einer Kürzung des staatlichen Konsums. Dafür steigt das Bruttoinlandsprodukt bei einer Konsolidierung über Transferleistungen bereits in der kurzen Frist.

231. Natürlich wäre bei einer fiskalischen Konsolidierung, die allein über Transferleistungen erzielt wird, zumindest temporär von **negativen Verteilungseffekten** auszugehen, da Transfers häufiger an Haushalte mit geringeren Einkommen gezahlt werden. Dies gilt nicht in allen Fällen. Auch Haushalte mit mittleren und höheren Einkommen können zu den Beziehern von Transferleistungen gehören, zum Beispiel im Bereich der Renten- und der Familienpolitik. Da der Modellrahmen jedoch eine genauere Betrachtung der Konsequenzen fiskalischer Konsolidierung in Abhängigkeit von unterschiedlichen Einkommen nur sehr begrenzt erlaubt, wird

hier von einer weiteren quantitativen Analyse von Verteilungseffekten abgesehen. Stattdessen wird zusätzlich die Wirkung einer Konsolidierung allein über die Transferleistungen an Haushalte, die freien Zugang zum Kreditmarkt haben, untersucht. In diesem Fall bleibt der Konsum der kreditbeschränkten Haushalte stabil, da sie unverändert ihre Transferleistungen erhalten, während das Bruttoinlandsprodukt weiterhin schon in der kurzen Frist zunimmt.

Effekte der aggregierten Konsolidierungspläne für den Euro-Raum

232. Die Simulationsergebnisse für die aggregierten Konsolidierungspläne des Euro-Raums (Tabelle 17, Szenario Transferausgleich) zeigen erst im Jahr 2013 einen deutlichen Rückgang der Schuldenstandsquote um etwa 2 Prozentpunkte. Im Jahr 2014 liegt die Schuldenstandsquote schon um 4,7 Prozentpunkte unter dem Ausgangswert. Das Langfristziel von 60 % des Bruttoinlandsprodukts wird nach zehn Jahren im Szenario Transferausgleich und nach neun Jahren im Szenario Steuersenkung erreicht. Da die Simulationsergebnisse die Wirkung der Konsolidierungspläne isoliert von anderen Faktoren wiedergeben, können sie mit **unterschiedlichen Basisszenarien** verknüpft werden.

Geht man zum Beispiel von einem Basisszenario aus, in dem das Ausgangsdefizit nicht Null, sondern wie derzeit im Euro-Raum deutlich negativ ist, dann hält der Anstieg der Schuldenstandsquote noch eine gewisse Zeit an (Ziffern 85 f.). Außerdem könnte das Basisszenario noch andere Quellen von Nachfrageschwächen außerhalb der Konsolidierung berücksichtigen, zum Beispiel eine Schwäche der Auslandsnachfrage oder eine Investitionszurückhaltung aufgrund politischer Unsicherheit. Letztendlich könnte mangelnde Glaubwürdigkeit oder Umsetzung der Konsolidierungspläne für einen Anstieg der Schuldenstandsquote verantwortlich sein.

233. Für das Jahr 2012 dürften die Konsolidierungspläne, falls sie vollständig umgesetzt wurden, zu einem Rückgang von etwa 0,5 % des Bruttoinlandsprodukts des Euro-Raums geführt und damit zu der Rezession beigetragen haben (Szenario Transferausgleich). Bis zum

Tabelle 17

Aggregierte Konsolidierungspläne des Euro-Raums – Simulationsergebnisse

Veränderung gegenüber dem Jahr 2011

| Auswirkungen auf ... | Einheit | Szenario Transferausgleich ¹⁾ | | | | Szenario Steuersenkung ²⁾ | | | |
|------------------------------------------------------------------------|------------------------|------------------------------------------|--------|--------|-------------|--------------------------------------|--------|--------|-------------|
| | | 2012 | 2013 | 2014 | lange Frist | 2012 | 2013 | 2014 | lange Frist |
| Schuldenstandsquote | %-Punkte | - 0,39 | - 2,22 | - 4,73 | - 28,00 | - 1,09 | - 3,51 | - 6,21 | - 28,00 |
| Bruttoinlandsprodukt | % | - 0,53 | - 0,88 | - 1,03 | - 2,08 | - 0,06 | - 0,50 | - 0,91 | 1,12 |
| Konsumausgaben | %-Punkte ³⁾ | 0,36 | 0,52 | 0,51 | - 0,13 | 0,95 | 1,28 | 1,23 | 2,26 |
| Investitionen | %-Punkte ³⁾ | 0,00 | 0,08 | 0,18 | - 0,57 | - 0,18 | - 0,41 | - 0,56 | - 0,12 |
| Inflation | %-Punkte | - 0,04 | - 0,08 | - 0,11 | 0,00 | 0,11 | 0,20 | 0,14 | 0,00 |
| Leitzins | %-Punkte | - 0,06 | - 0,10 | - 0,14 | 0,00 | 0,01 | 0,04 | 0,05 | 0,00 |
| nachrichtlich: Bruttoinlandsprodukt der Vereinigten Staaten | % | - 0,13 | - 0,16 | - 0,10 | - 0,16 | - 0,05 | - 0,18 | - 0,25 | 0,05 |

1) Langfristiger Ausgleich des Budgets durch Transfererhöhungen.– 2) Langfristiger Ausgleich des Budgets durch Arbeitseinkommensteuersenkungen.– 3) Wachstumsbeitrag zum Bruttoinlandsprodukt.

Daten zur Tabelle

Quelle: Wolters (2013)

Jahr 2014 verringert sich das Bruttoinlandsprodukt aufgrund dieser Maßnahmen um etwa 1 %. Längerfristig geht das Bruttoinlandsprodukt aufgrund der höheren Steuern sogar um gut 2 % zurück. Wird dagegen der finanzielle Spielraum aufgrund der verringerten Zinslast für **Steuersenkungen** verwendet (Szenario Steuersenkung), steigt das Bruttoinlandsprodukt in der langen Frist um mehr als 1 %. Auch die kurzfristig rezessiven Effekte der Konsolidierung fallen dann etwas geringer aus, und die Schuldenstandsquote fällt rascher. Längerfristig niedrige Arbeitseinkommensteuern führen zu einem höheren Arbeitsangebot und damit einem höheren Produktionspotenzial. Hier greifen die bereits diskutierten **positiven Anreizeffekte** für Arbeit und Produktion, die von weniger verzerrenden Steuern ausgehen.

234. Der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts in der kurzen Frist wird primär von den Kürzungen bei der staatlichen Nachfrage, also den direkten staatlichen Ausgaben für Waren, Dienstleistungen und Beschäftigte, verursacht. Er wird teilweise von einem Anstieg des privaten Konsums kompensiert. Hierbei ist das bereits diskutierte **vorausschauende Konsumverhalten** bei der Erwartung eines anhaltenden Anstiegs der Nettoeinkünfte von Bedeutung. Der Konsum trägt etwa einen halben Prozentpunkt mehr zur Gesamtnachfrage bei. Dieser gegenläufige Effekt in der kurzen Frist hängt davon ab, welcher Anteil der Haushalte Ersparnisse abbauen und zusätzliche Käufe auf Kredit tätigen kann. Im Rahmen der Simulation wurde angenommen, dass 75 % der Haushalte dazu in der Lage sind, wie die neuere empirische Literatur nahelegt.

Bei einem Anteil der Haushalte ohne Zugang zum Kreditmarkt von 50 % würde der Anstieg des Konsums etwas schwächer ausfallen (0,18 % im Szenario Transferausgleich und 0,95 % im Szenario Steuersenkung im Jahr 2014). Das Bruttoinlandsprodukt würde etwas stärker zurückgehen, um 1,10 % im Szenario Transferausgleich und 0,98 % im Szenario Steuersenkung bis zum Jahr 2014.

235. Werden Einsparungen bei den Schuldzinsen nach Konsolidierung für eine Senkung der Arbeitseinkommensteuer verwendet, dann nehmen Arbeit und Produktion dauerhaft zu. Damit ermöglichen sie den Haushalten ein dauerhaft höheres Konsumniveau. Die Investitionsnachfrage ändert sich dagegen kaum. Würde nicht nur die Arbeitseinkommensteuer sondern auch die Kapitalertragsteuer längerfristig etwas gesenkt, so würden auch Investitionen und damit der Kapitalstock anhaltend zunehmen.

236. Die Konsolidierung im Euro-Raum hätte nur sehr geringe Auswirkungen auf die Inflationsrate und die kurzfristigen Nominalzinsen. Zudem sind die Effekte auf das Ausland begrenzt. Aufgrund des Nachfragerückgangs im Euro-Raum führt die Konsolidierung zu einem geringen negativen Effekt auf das Bruttoinlandsprodukt in den Vereinigten Staaten.

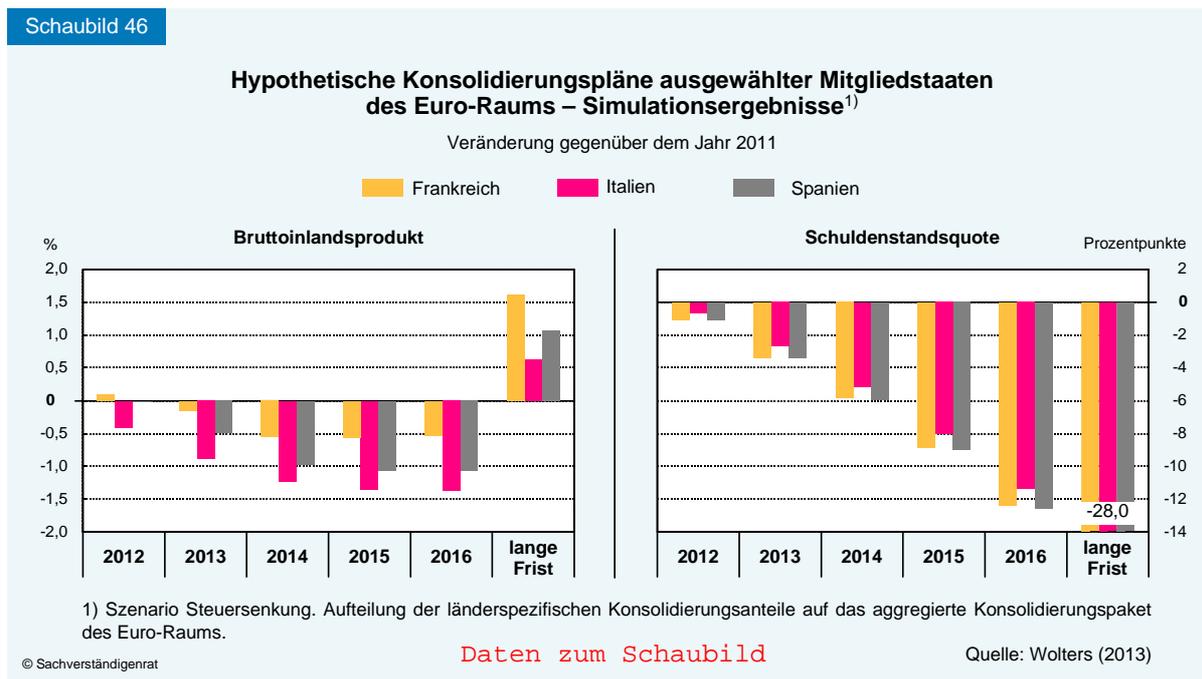
237. Eine Reihe von Begleitumständen könnte die Wirkung der betrachteten Konsolidierung in die eine oder andere Richtung beeinflussen. Zum Beispiel wurden die Maßnahmen im Euro-Raum für einen Zeitraum geplant, in dem sich die Wirtschaft der meisten Mitgliedsländer noch in einer **Rezession** befindet. Die negative Wirkung auf das Bruttoinlandsprodukt in der kurzen Frist könnte in einem solchen Umfeld stärker ausfallen als in normalen Wachstums-

phasen (Auerbach und Gorodnichenko, 2012). Insbesondere könnte der Anteil der kreditbeschränkten Haushalte in der Rezession höher sein, während der Spielraum für die Geldpolitik, dem rezessiven Effekt mit Zinssenkungen entgegenzuwirken, nahe Null begrenzt ist (Cwik und Wieland, 2011; Burgert und Wieland, 2012). Für den Fall, dass die Hälfte aller Haushalte im NAWM keinen Zugang zum Kreditmarkt hat und die Geldpolitik den Leitzins zwei Jahre konstant hält, würde das Bruttoinlandsprodukt in den Jahren 2012 bis 2014 durchschnittlich um 1,5 % niedriger ausfallen (Wolters, 2013). Tatsächlich verbleibt der EZB jedoch noch Spielraum für zumindest eine Leitzinssenkung.

238. Ein gegenläufiger Effekt ergibt sich aus der Wechselwirkung zwischen Schuldenstand und Risikoprämien auf Staatsanleihen. Der rasche Anstieg der Schuldenstandsquoten hat entscheidend zu höheren **Zinsaufschlägen** in den Krisenländern des Euro-Raums beigetragen, die Rezession verschärft und eine Reduktion des Schuldenstands erschwert. In einem solchen Umfeld eröffnet sich jedoch ein zusätzlicher Wirkungskanal für Konsolidierungsmaßnahmen über die Risikoprämien auf Staatsanleihen (Corsetti et al., 2013; Müller, 2013; Ilzetzki et al., 2013; Nickel und Tudyka, 2013). Eine glaubwürdige Ankündigung und planmäßige Umsetzung der Konsolidierung würde zu einem Rückgang staatlicher Anleihezinsen beitragen und könnte zudem auf die Kreditkonditionen für private Schuldner ausstrahlen. Würde dieser Wirkungskanal in der betrachteten Politiksimulation berücksichtigt, dann würde der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts in der kurzen Frist geringer ausfallen.

239. Die zuvor beschriebenen Extremszenarien sind hilfreich, um die Konsequenzen der unterschiedlichen Gewichtung von Ausgabenkürzungen und Einnahmesteigerungen in den jeweiligen nationalen Konsolidierungsplänen besser zu verstehen. Im Folgenden wird die **unterschiedliche Komposition** in den Plänen der französischen, italienischen und spanischen Regierungen der Jahre 2011 und 2012 untersucht (Schaubild 46). Zu diesem Zweck wird der jeweilige nationale Plan auf den Umfang der aggregierten Pläne für den Euro-Raum skaliert.

Schaubild 46



Unterschiede in den Wirkungen auf die Volkswirtschaft sind dann nicht mehr auf den Umfang, sondern nur noch auf die Unterschiede in der Zusammensetzung der Pläne zurückzuführen.

240. In der Simulation des **französischen Plans** für den Euro-Raum insgesamt sinkt das Bruttoinlandsprodukt in der kurzen Frist am geringsten, um etwa 0,5 %, steigt aber langfristig am stärksten. Der französische Plan gewichtet Ausgabenkürzungen stärker als einnahmesteigernde Maßnahmen, während der **italienische Plan** stärker auf Steuererhöhungen setzt. Im Ergebnis sinkt das Bruttoinlandsprodukt beim italienischen Plan kurzfristig deutlicher und bleibt langfristig auf einem niedrigeren Niveau. Der **spanische Plan** liegt dazwischen. Er legt zwar den Schwerpunkt auf ausgabenorientierte Maßnahmen, die aber eher den Staatskonsum betreffen als im französischen Plan. Die Schuldenstandsquote geht unter dem weniger wachstumsfreundlichen italienischen Plan langsamer zurück als in den beiden anderen Fällen.

4. Zwischenfazit

241. Ob und wenn ja wie schnell die bisher geplanten Konsolidierungsmaßnahmen zu einer Stabilisierung und Rückführung der Schuldenstandsquote führen können, lässt sich nicht einfach an den aktuellen Daten ablesen. Eine **quantitative Analyse** der aggregierten Konsolidierungspläne der Mitgliedstaaten des Euro-Raums mittels eines Kausalmodells zeigt, dass diese Pläne eine deutliche Reduktion der Schuldenstandsquote erzielen könnten. Entscheidende Voraussetzung für den Konsolidierungserfolg ist, dass Ausgaben- und Einnahmeverbesserungen dauerhaft umgesetzt werden.

Die Glaubwürdigkeit der Maßnahmen ist von größter Bedeutung, damit die Marktteilnehmer ihr Entscheidungsverhalten an den angekündigten Plänen ausrichten und so eine stabilisierende Wirkung auf die wirtschaftliche Entwicklung erzielt wird. Deshalb wäre es sinnvoll, die **Umsetzung** der geplanten Maßnahmen, die in den nationalen Stabilitätsprogrammen der Jahre 2011 und 2012 aufgeführt wurden, ähnlich detailliert in den Stabilitätsprogrammen der nachfolgenden Jahre zu dokumentieren. So könnte die Umsetzung der Einzelmaßnahmen transparent dargelegt werden, und eine Prüfung der Umsetzungsfortschritte wäre möglich.

242. Unter der Annahme, dass die Konsolidierungspläne glaubwürdig und von Dauer sind, dürften sie nach den vergleichenden Politiksimulationen **in der kurzen Frist einen moderat negativen Effekt** in der Größenordnung von etwa 1 % des Bruttoinlandsprodukts für den Euro-Raum insgesamt haben. Im Durchschnitt könnte die Schuldenstandsquote innerhalb von drei Jahren um etwa 4,5 Prozentpunkte sinken. Hierbei ist natürlich zu berücksichtigen, dass **fehlendes Vertrauen** in die Umsetzung der Konsolidierungsmaßnahmen den rezessiven Effekt verstärken und den Rückgang der Schuldenstandsquote verzögern würde.

Entscheidend für die längere Frist ist, dass der aus verringerten Schuldzinsen resultierende Finanzspielraum für **Steuersenkungen** genutzt wird. So führt die fiskalische Konsolidierung zu einer nachhaltigen Stärkung des Produktionspotenzials. Die Konsolidierungspläne der Mitgliedsländer weisen zudem eine unterschiedliche Gewichtung von ausgaben- und einnah-

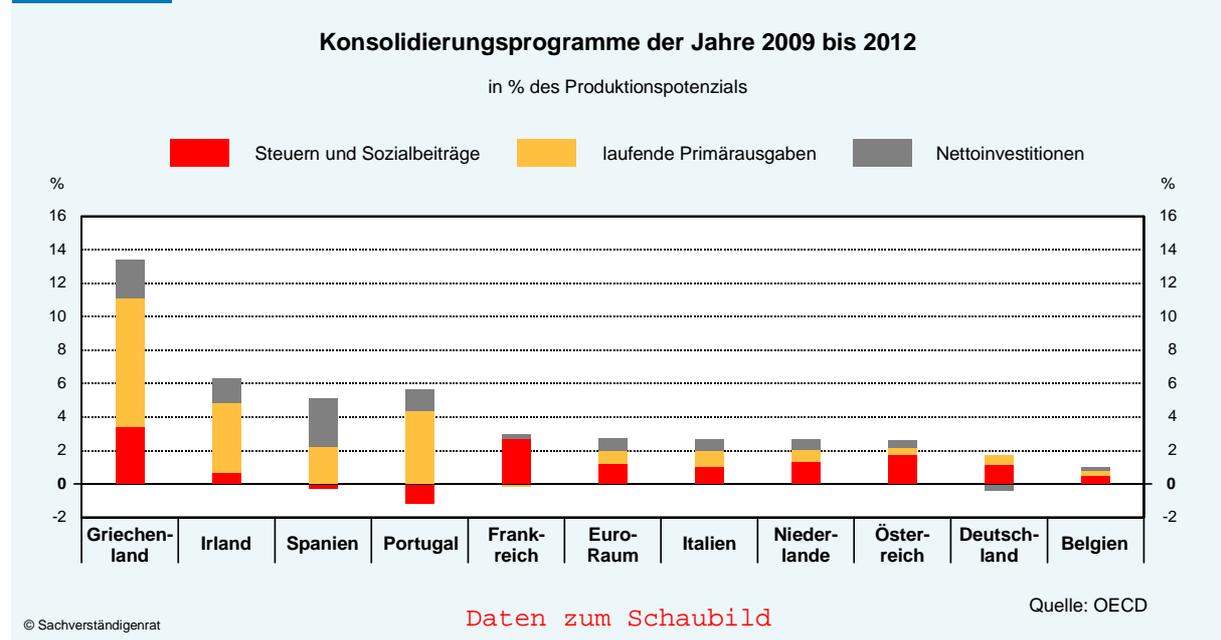
meorientierten Maßnahmen auf. **Ausgabenorientierte Konsolidierungspläne sind wachstumsfreundlicher.** Sie gehen mit einem höheren Pfad des Bruttoinlandsprodukts und des privaten Konsums einher.

Eine andere Meinung

243. Ein Mitglied des Sachverständigenrates, Peter Bofinger, kann sich nicht der Einschätzung anschließen, dass Ausgabenkürzungen im Euro-Raum weniger negativ als Steuererhöhungen wirken.

244. In der seit dem Jahr 2009 andauernden Konsolidierung des Euro-Raums ist ein derartiger Zusammenhang jedenfalls nicht zu beobachten (Schaubild 47). Nach Schätzungen der OECD haben die Problemländer Griechenland, Portugal, Spanien und Irland bei ihren Konsolidierungsprogrammen der Jahre 2009 bis 2012 überwiegend und teilweise fast ausschließlich auf **Ausgabenkürzungen** gesetzt. Ein Übergewicht der ausgabenseitigen Konsolidierung in den Problemländern zeigt auch eine Analyse des Internationalen Währungsfonds für die Jahre 2009 bis 2013 (IWF, 2013).

Schaubild 47



Gleichwohl sind diese Länder mit Ausnahme Irlands in eine **tiefe Rezession** geraten. Umgekehrt konnte Frankreich mit einer fast ausschließlich einnahmeseitigen Konsolidierung in dieser Phase noch eine vergleichsweise günstige Wachstumsentwicklung verzeichnen. Dies gilt auch für Deutschland, wobei die Konsolidierung hier allerdings vergleichsweise schwach ausgefallen ist.

245. Dieser Befund deckt sich mit neueren Studien, die zwischen den **Multiplikator-Effekten in unterschiedlichen Konjunkturphasen** differenzieren. Es zeigen sich dabei für

Rezessionsphasen wesentlich höhere negative Multiplikatoren für Staatsausgaben (in der Größenordnung von 2) als in Expansionsphasen, während sich die Steuermultiplikatoren (mit Werten um 0,5) vergleichsweise wenig unterscheiden (Batini et al., 2012; Baum et al., 2012). Die hohen Multiplikatoren der Staatsausgaben in Rezessionsphasen sind eine wichtige Erklärung dafür, dass es trotz der starken Konsolidierung in allen Ländern zu einem deutlichen Anstieg der Schuldenstandsquoten gekommen ist. Ein solcher kontraproduktiver Effekt tritt bereits dann ein, wenn der Multiplikator der Staatsausgaben größer als eins ist und die Schuldenstandsquote über 100 % liegt.

246. Die in diesem Kapitel vorgenommene - auf der Studie von Wolters (2013) basierende - **Modell-Analyse** der für die Jahre 2012 bis 2014 im Euro-Raum geplanten Konsolidierungspolitik erscheint als wenig zweckmäßig. Es wird dabei unterstellt, dass in jedem Mitgliedsland eine Konsolidierung in Höhe der durchschnittlichen Konsolidierung des Euro-Raums durchgeführt worden ist. Die nationalen Konsolidierungsprogramme weisen jedoch sehr große Divergenzen auf. Weiterhin wird angenommen, dass die vorgenommenen Transfer-Kürzungen auf alle Haushalte in gleicher Höhe entfallen. In der Realität dürften jedoch überwiegend sozial schwächere Haushalte von Transfer-Kürzungen betroffen werden, die eine sehr geringe Sparquote aufweisen. Die in allen Problemländern sehr hohe unfreiwillige Arbeitslosigkeit kann dabei in dieser Modellierung ebenso wenig berücksichtigt werden wie die gravierenden Probleme ihrer Bankensysteme.

Grundsätzlich ist bei der hier mit diesem Modell abgeleiteten Prognose zu berücksichtigen, dass sich Modelle dieses Typs zwar nicht relativ, aber absolut durch eine **sehr schlechte Prognosequalität** auszeichnen. Zwischen den von derartigen Modellen prognostizierten Quartalswerten und den tatsächlichen Quartalswerten des Bruttoinlandsprodukts oder der Inflationsrate ergeben sich Korrelationen in der Nähe von Null. (Edge und Gürkaynak, 2011; Gürkaynak et al., 2013)

247. Dem Modell zufolge hätten sich **negative Effekte auf das Bruttoinlandsprodukt** vermeiden lassen, wenn die Mitgliedsländer die Konsolidierung ausschließlich über **Kürzungen von Transfers** vollzogen hätten. Die Annahmen über die Reaktion der von einer dauerhaften Transfer-Kürzung betroffenen Haushalte sind dabei recht abenteuerlich. Im Durchschnitt steigern die Haushalte dem Modell zufolge ihren Konsum bereits in der kurzen Frist. Dabei kommt es bei den kreditbeschränkten Haushalten zwar zu einem Rückgang des Konsums. Dieser wird jedoch mehr als überkompensiert von der Ausweitung des Konsums der nicht kreditbeschränkten Haushalte. Diese nehmen die Transferkürzung zum Anlass, ihren Konsum bereits in den Jahren 2012 bis 2014 um fast 1,5 % zu erhöhen. Dieser Effekt ergibt sich daraus, dass sie aufgrund der angestrebten Konsolidierung in der fernerer Zukunft eine Steuer-senkung erwarten. In der Zwischenzeit ist es für sie kein Problem, sich die fehlenden Einnahmen auf dem Kreditweg zu verschaffen. Zudem erhöhen die kreditbeschränkten Haushalte ihre Arbeitsleistung. Dass sie das wegen der teilweise sehr hohen Arbeitslosigkeit in den Problemländern möglicherweise überhaupt nicht umsetzen können, wird nicht weiter problematisiert.

248. Wie wenig die Modellergebnisse mit der Realität übereinstimmen, verdeutlicht das **Beispiel Griechenlands**. Das Land bietet grundsätzlich ein gutes Anschauungsbeispiel für die von der Mehrheit des Rates präferierte Politik **massiver Transfer-Kürzungen**. Die gesamten staatlichen Transfers wurden von 2009 bis 2013 um mehr als 40 % reduziert. Kein anderes Problemland hat in dieser Phase eine vergleichbare Kürzung der staatlichen Transfers vorgenommen. Die auf der Basis des Modells gewonnene Erkenntnis, dass das Bruttoinlandsprodukt bei einer Konsolidierung über Transferleistungen bereits in der kurzen Frist steigt (Ziffer 230), lässt sich im Fall Griechenlands beim besten Willen nicht bestätigen. Dies gilt auch für die vom Modell prognostizierte Ausweitung des Privaten Verbrauchs. In Griechenland ist es in dieser Phase zu einem Einbruch des Privaten Verbrauchs um fast 30 % gekommen. Konsumglättung sieht anders aus.

249. Insgesamt sollte daher bei der Konsolidierungspolitik nicht einseitig auf Kürzungen bei der Ausgabenseite und bei staatlichen Transfers für sozial schwächere Haushalte gesetzt werden. Eine Studie des IWF (2013) zeigt, dass in Griechenland, Irland, Spanien und Portugal die Steuereinnahmen niedriger liegen als in vergleichbaren Ländern, sodass hier durchaus **Spielräume für eine Konsolidierung auf der Einnahmenseite** gegeben wären. Eine weitere Studie des IWF (Woo et al., 2013) untersucht die Verteilungswirkungen von Konsolidierungsprogrammen. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass von Ausgabenkürzungen sehr viel ungünstigere Verteilungswirkungen ausgehen als von Steuererhöhungen.

Soweit die Meinung dieses Ratsmitglieds.

V. Die neue Welt der OMT: Keine Basis für den Schuldentilgungspakt

250. Seit dem Sommer des Jahres 2012 hat sich die **Krise im Euro-Raum beruhigt**. Dies ist auf die **gemeinsame Wirkung** von konventionellen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen sowie der fiskalpolitischen Konsolidierungsanstrengungen zurückzuführen. So überwand der Euro-Raum im zweiten Quartal 2013 die mehr als anderthalb Jahre währende Rezession. Für das kommende Jahr 2014 wird darüber hinaus aktuell ein Wachstum erwartet, das in der Nähe der Potenzialwachstumsrate liegt.

Die **Zinsaufschläge** auf Staatsanleihen von größeren Mitgliedstaaten des Euro-Raums, allen voran jene von Spanien und Italien, nahmen spürbar ab. Am **Interbankenmarkt** zeigte sich ebenfalls eine deutliche Entspannung. Die bislang zwischen den nationalen Zentralbanken stark divergierenden Salden im Verrechnungssystem des Euro-Systems, TARGET2, gingen dabei merklich zurück. So reduzierten sich die TARGET2-Forderungen der Deutschen Bundesbank um gut ein Viertel, während die TARGET2-Verbindlichkeiten von Italien um ein Fünftel zurückgingen, die von Spanien um mehr als ein Drittel.

Dass die von der EZB im Rahmen ihres **LTRO-Programms** zum Jahreswechsel 2011/12 großzügig bereitgestellte Liquidität von vielen Banken rasch wieder zurückgezahlt wurde, verdeutlicht ebenfalls deren verbesserte Refinanzierungsmöglichkeiten am Interbankenmarkt.

Nicht zuletzt deshalb verringerte sich die Bilanzsumme der EZB merklich, im Gegensatz zu den Zentralbanken anderer großer Währungsräume. Schließlich sind die in den Krisenländern an angeschlagene Banken ausgereichten **Notfallkredite** der EZB (ELA) deutlich zurückgegangen. Nichtsdestoweniger verfügen viele Banken im Euro-Raum nach wie vor über eine zu geringe Kapitaldecke. Die Banken halten viele notleidende Forderungen und die Unsicherheit über die Werthaltigkeit ihrer Aktiva ist nach wie vor groß (Ziffer 365).

251. Die Schuldenstandsquoten der meisten Mitgliedstaaten des Euro-Raums sind allerdings weiter stark angestiegen. Damit bleibt der **Konsolidierungsbedarf** im gesamten Euro-Raum hoch, denn ohne die Stützung durch die EZB dürften die Risikoprämien und damit die Zinslasten für einige Euro-Mitgliedstaaten rasch wieder ansteigen. Es zeigen sich jedoch in einigen Mitgliedstaaten durchaus gewisse Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung. Darüber hinaus bildeten sich die Leistungsbilanzsalden der Krisenländer stark zurück, teilweise werden in diesem Jahr sogar Leistungsbilanzüberschüsse erwartet. Zudem scheinen die von den Mitgliedstaaten vor der Ankündigung des OMT-Programms aufgelegten Konsolidierungsprogramme zumindest prinzipiell in der Lage zu sein, die Schuldenstandsquoten zurückzuführen (Ziffer 241). Dies gilt natürlich nur dann, wenn die Pläne in die Tat umgesetzt und die Defizite dauerhaft reduziert werden.

252. Insgesamt hat sich die Krise im Euro-Raum temporär beruhigt, wenngleich sie nicht dauerhaft bewältigt worden ist. Zur **Beruhigung** haben zumindest teilweise die Anstrengungen der Mitgliedstaaten auf den relevanten Handlungsfeldern beigetragen: bei der Haushaltskonsolidierung, mit ersten Schritten zur Lösung der Bankenprobleme oder bei der Reform der Wirtschaftsstrukturen. Eine trennscharfe isolierte Zuweisung des Beitrags einzelner Maßnahmen ist zwar nicht möglich. Allerdings dürften die Konsolidierungs- und Reformbemühungen lediglich für einen geringen Anteil verantwortlich gewesen sein.

Stattdessen legt vor allem die zeitliche Entwicklung der Zinsdifferenzen zwischen spanischen und italienischen auf der einen und deutschen Staatsanleihen auf der anderen Seite nahe, dass von der **Ankündigung des OMT-Programms** durch die EZB ein **erheblicher Beitrag** zu dieser Beruhigung geleistet wurde. Denn das Ausmaß dieser Renditedifferenzen nahm im Fall der großen Euro-Mitgliedstaaten Spanien und Italien unmittelbar nach der Ankündigung der OMT dramatisch ab. Doch es dürfte unstrittig sein, dass damit bestenfalls weitere Zeit erkaufte wurde, um die grundlegenden Probleme des Euro-Raums tatsächlich zu überwinden.

Die Welt der OMT: Die EZB zwischen Geld- und Fiskalpolitik

253. Mit dem **OMT-Programm** hat sich die EZB in den Graubereich zwischen Geld- und Fiskalpolitik vorgewagt, da sie sich prinzipiell bereit erklärt hat, gezielt und unbegrenzt Staatsanleihen von solchen Euro-Mitgliedstaaten aufzukaufen, die sich einem ESM-Programm unterwerfen. Unabhängig von der Beurteilung der Frage, ob das OMT-Programm damit bereits zu weit in fiskalpolitisches Terrain vorgedrungen ist, hatte die Ankündigung der OMT **drei Wirkungen**: (i) die Lage auf den Anleihemärkten hat sich spürbar stabilisiert, (ii) die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik wurde bis zur Unkenntlichkeit verwischt und

(iii) die Anreizstrukturen für die fiskalpolitischen Entscheidungsträger wurden deutlich verändert.

Wenngleich in der aktuellen politischen Diskussion um das OMT-Programm von den Befürwortern die **kurzfristige Stabilisierungswirkung** und von den Kritikern die **langfristig drohenden Gefahren** für die Preis- und Finanzstabilität betont werden, ist es eigentlich die dritte Wirkung, die zu diskutieren ist. Denn von der **Anreizwirkung der OMT** hängt es wesentlich ab, ob die sich aus der Dreifachkrise ergebenden drei **zentralen Handlungsfelder** – die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, die Bereinigung des Bankensektors und die Stärkung des Potenzialwachstums – tatsächlich entschieden angegangen werden. Denn nur so kann der Weg aus der Krise tatsächlich gelingen.

254. Die EZB hat in der Tat die zugespitzte Situation beruhigt, die sich bis zum Sommer des Jahres 2012 aufgebaut hatte. Dabei reichte bislang die Ankündigung aus, um die **Zinsspreizungen** im Euro-Raum zurückzuführen, denn bislang hat die EZB im Rahmen des OMT-Programms keine Staatsanleihen gekauft. Die akute Sorge, größere Euro-Staaten wie Italien und Spanien könnten den Zugang zum Finanzmarkt verlieren, wich der Erwartung des **Fortbestands des Euro-Raums**. Sollten bei der Zuspitzung des vergangenen Jahres tatsächlich die sogenannten Redenominationsrisiken eine maßgebliche Rolle gespielt haben, das Risiko **sich selbst erfüllender Erwartungen** über die Desintegration des Euro-Raums aufzubauen, so dürfte diesem Problem mit den OMT begegnet worden sein. Verbleibende Zinsspreizungen spiegelten demnach ausschließlich die Unterschiede in den fundamentalen wirtschaftlichen Gegebenheiten wider.

Man mag der Auffassung sein, dass sich die fiskalpolitischen Entscheidungsträger ohne das Eingreifen der EZB unter dem hohen Druck im Herbst 2012 auf eine Vorgehensweise koordiniert hätten, welche ebenfalls zu geringeren Zinsspreizungen geführt hätte. Man mag die Einschätzung der EZB teilen, dass es ohne ihr Eingreifen entgegen der Wünsche aller Beteiligten möglicherweise zum unkontrollierten Auseinanderbrechen des Währungsraums gekommen wäre. Doch sind beide **Einschätzungen in gewisser Hinsicht irrelevant**: Das OMT-Programm ist jetzt Realität und wird aufgrund der mit ihm verknüpften kurzfristigen Stabilisierungswirkungen in absehbarer Zeit nicht mehr abgeschafft werden.

255. Die langfristigen Risiken des Eingreifens der EZB liegen allerdings auf der Hand. So könnte die Bereitschaft der EZB, gezielt Staatsanleihen solcher Staaten des Euro-Raums aufzukaufen, die an den Finanzmärkten unter Druck geraten sind, als Bereitschaft interpretiert werden, zur Rettung der Integrität des Euro-Raums sogar in die **direkte Staatsfinanzierung** einzusteigen. Die EZB weist dies jedoch von sich. Eine direkte Finanzierung von Mitgliedstaaten läge in der Tat außerhalb des Mandats der EZB. Vor diesem Hintergrund ist eine heftige Diskussion darum entbrannt, ob die Durchführung des OMT-Programms mit den europäischen Verträgen – und insbesondere mit der deutschen Verfassung – vereinbar wäre.

Die entscheidenden Implikationen des OMT-Programms liegen allerdings in der Verschlechterung der **Anreizstrukturen** für die Regierungen der Mitgliedstaaten. Denn mit dem OMT-

Programm wird eine Rolle der EZB als "**Lender of Last Resort**" für Staaten im Euro-Raum etabliert. Davon wird sie sich wohl kaum wieder zurückziehen können, selbst wenn die Voraussetzungen, die zum OMT-Programm geführt haben, so nicht mehr gegeben sein sollten. Und dies gilt selbst, wenn im Ernstfall die von ihr als Gegenleistung des OMT eingeforderte Konditionalität nicht greifen würde. Die EZB ist nunmehr fester Bestandteil in fiskalpolitischen Überlegungen, und sie hat ihr eigenes Handeln von den fiskalpolitischen Entscheidungen der Mitgliedstaaten abhängig gemacht. Dies wird zumindest solange der Fall sein, bis sie sich dieser fiskalpolitischen Inanspruchnahme verweigert und dadurch Glaubwürdigkeit zurückgewinnt.

Ob die EZB mit den bisherigen Krisenmaßnahmen ihre geldpolitische, das heißt die auf das Ziel der Preisniveaustabilität gerichtete Glaubwürdigkeit beschädigt hat, kann trotz derzeit stabiler Inflationserwartungen nicht abschließend beurteilt werden. Zumindest deutet vieles darauf hin, dass die geldpolitische Reaktion der EZB im Verlauf der vergangenen Jahre konsistent mit den Entscheidungen vor Ausbruch der Krise ist und sich an ökonomischen Fundamentaldaten des Euro-Raums orientiert (Ziffer 182).

Haftung ohne starke Kontrolle: Die Anreizprobleme der OMT

256. Schon das zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten bestehende **Verhandlungspatt** um die langfristige Architektur der Währungsunion und darum, wer welchen Teil der Altlasten übernimmt, hatten mit zur Zuspitzung der Krise im ersten Halbjahr 2012 beigetragen. Dabei hatte die beteiligten Mitgliedstaaten bei gegensätzlichen Interessen eines durchaus geeint: Die Verlagerung der Risiken auf die EZB ist aus Sicht aller beteiligten Mitgliedstaaten vermutlich mit den geringsten (politischen) Kosten verbunden, weil sie nicht transparent ist und damit für den Wähler nicht unmittelbar als Risikoübernahme erkennbar ist.

Mit dem OMT-Programm gibt es kaum die Notwendigkeit, eine internationale **Verteilung der Haftungsrisiken** zu verhandeln, auf deren Basis die eigentlich in nationaler Verantwortung liegenden zentralen Handlungsfelder angegangen werden können. Dies betrifft Schuldner wie Gläubiger gleichermaßen. Damit ist eine **Vergemeinschaftung** von Risiken vollzogen. Sie ist implizit formuliert, aber dennoch **eindeutig** über den EZB-Schlüssel festgelegt. Allerdings impliziert dieser Weg, dass der größte Akteur, die Bundesrepublik Deutschland, dafür keine zusätzlichen Konditionen hat festlegen können.

257. Zudem sind mit dem weichenden Druck durch die Finanzmärkte die Anreize zur Konsolidierung und für Strukturreformen in erheblichem Maße geschrumpft. Bei solchen Maßnahmen fallen die Kosten zumeist gegenwärtig an, während deren Erträge vielfach erst mittel- bis langfristig entstehen und damit nach der Amtszeit der Entscheidungsträger. Man darf daher davon ausgehen, dass die Mitgliedstaaten angesichts der **enormen heimischen Widerstände**, denen sie sich bei Reformen entgegen sehen, eine nunmehr **abgeschwächte Reformagenda** verfolgen werden.

Somit besteht die Gefahr, dass sich niedrige Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts in den Mitgliedstaaten des Euro-Raums bei gleichzeitigem hohen Engagement der Notenbank ver-

festigen. Ob sich dieses Szenario in der Tat manifestieren wird, liegt nunmehr ausschließlich bei der **nationalen Politik** der Euro-Mitgliedstaaten. Notwendig sind stetige Fortschritte bei der fiskalischen Konsolidierung, der Sanierung des Bankensektors und bei Reformen der Marktstrukturen.

Dass die Arbeiten auf diesen zentralen Handlungsfeldern in der Ära des OMT-Programms weniger engagiert ausfallen werden, als es unter alternativen Rahmenbedingungen der Fall gewesen wäre, dürfte unstrittig sein. In welchem konkreten Ausmaß dies der Fall sein wird, dürfte kaum zweifelsfrei zu klären sein. Zwar scheinen die geplanten und teilweise bereits implementierten fiskalischen Konsolidierungsschritte im Euro-Raum grundsätzlich geeignet zu sein, die öffentlichen Haushalte zu sanieren, den Anstieg der Schuldenstandsquoten zu stoppen und deren Rückführung einzuleiten (Ziffer 241). Doch über das Schicksal des Euro-Raums werden nicht die Pläne entscheiden, sondern die Tatkraft, mit der sie tatsächlich umgesetzt werden.

Bei der Beantwortung der Frage, ob die EZB in die fiskalische Dominanz gerät, ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Regeln für die **fiskalpolitische Überwachung und Koordination**, etwa im Stabilitäts- und Wachstumspakt, im Rahmen des Twopack und des Sixpack erheblich gestärkt worden sind (Ziffern 317 ff.). Zudem sind mit dem Fiskalpakt nationale Schuldenbremsen verpflichtend eingeführt worden, die, sofern ihre Bindungswirkung zukünftig groß genug ist, Anreize zu soliden öffentlichen Haushalten bieten. Letztlich sah der Schuldentilgungspakt ebenfalls derartige nationale Schuldenbremsen vor, die im Gegensatz zu anderen Elementen des Paktes von dauerhafter Natur wären.

258. Die Chance, mit dem Schuldentilgungspakt auf einem Höhepunkt der Krise die **Balance zwischen Haftungsübernahme und Reformverpflichtungen** explizit festzulegen und somit in einer Verlängerung dieser bisherigen Strategie eines „quid pro quo“ den Euro-Raum entschlossen aus der Krise zu führen, hatte die Bundesregierung nicht ergriffen. Eine Rückkehr zur Strategie eines „quid pro quo“ ist nur noch in einer wenig wünschenswerten Situation möglich, nämlich dann, wenn die Mitgliedstaaten sogar ein Mindestmaß an Reformbereitschaft vermissen lassen. Dann könnte eine neuerliche, vermutlich umso stärker ausfallende krisenhafte Zuspitzung entstehen. Sofern sich die EZB an ihre eigene Ankündigung hält und ein ESM-Programm für einen Mitgliedstaat einfordert, dessen Anleihen sie kaufen wollte, könnte die Bundesregierung reaktiv wieder konkrete Reformen einfordern. Wenn ein Mitgliedstaat ein Anpassungsprogramm beim ESM beantragt, sollten dafür die von den Mitgliedstaaten dem ESM gestellten Mittel verwendet und gegebenenfalls private Gläubiger mit herangezogen werden, sodass eine Aktivierung der OMT nicht erforderlich werden würde.

Haftung mit mehr Kontrolle: Der Schuldentilgungspakt als Alternative

259. Demgegenüber war der Vorschlag des Sachverständigenrates zur Auflage eines **Schuldentilgungspakts** ein proaktives Instrument (JG 2011, SG 2012, JG 2012): Dieses Konzept verbindet präventive Reform- und Konsolidierungsaufgaben mit einem Schuldentilgungsfonds in einem umfangreichen und viele Jahre bindenden Vertrag der Euro-Mitgliedstaaten. Denn mit der Strategie, **einzelne Fortschritte** bei der Reform der Architektur des gemeinsamen

Währungsraums mit einzelnen Solidarhandlungen zu verknüpfen, hat die Bundesregierung in den vergangenen Jahren zwar durchaus bemerkenswerte Fortschritte erzielt. Doch eine Zuspitzung der Krise, die zu einem Eingreifen der EZB in Form des OMT-Programms geführt hat, konnte sie damit nicht effektiv verhindern.

260. Es ist allerdings aus der Sicht der neuen Ära, die durch das Ausrufen des OMT-Programms geschaffen wurde, **nicht mehr erheblich**, dass es ratsam gewesen wäre, anstelle des Eingreifens der EZB in einen derartigen Schuldentilgungspakt einzutreten. Damit wäre explizit gemacht worden, wie Staatsschulden abgebaut und dabei strenge Konditionen eingehalten werden müssen. Insbesondere wären die Risiken einer derartigen Strategie geringer gewesen als die des Eingreifens der EZB, welches mit einer impliziten Vergemeinschaftung der Risiken ohne eine von der EZB selbst formulierten Konditionalität einhergeht. Vor dieser impliziten Vergemeinschaftung wollte der Sachverständigenrat die Bundesrepublik mit der Ausarbeitung seines Konzepts bewahren. Doch jetzt muss die Diskussion nicht mehr vor dem Hintergrund der Anreizstrukturen einer zugespitzten Krise geführt werden. Stattdessen ist sie vor dem aktuellen Hintergrund zu führen, in dem die Krise durch das OMT-Programm temporär beruhigt, aber eben nicht überwunden wurde.

In der Welt des OMT-Programms ist es äußerst unwahrscheinlich, dass die Mitgliedstaaten, die eigentlich ihre Haushalte konsolidieren, ihren Bankensektor sanieren und ihre Faktor- und Gütermärkte umfassend reformieren sollten, noch hinreichend Druck verspüren, um in die Verhandlung eines solchen Paktes einzutreten. Letztlich liegt jetzt **die Initiative** für einen derartigen Pakt bei der EZB, denn nur so könnte sie sich aus der fiskalpolitischen Inanspruchnahme befreien. Die Umsetzung des Paktes ist allerdings ungleich schwieriger als in der Zeit vor dem OMT-Programm. Mit dem OMT-Programm sind bereits heute Erleichterungen für die Krisenstaaten eingetreten, die durch den Pakt lediglich ersetzt werden würden. Allerdings träten zusätzliche Konditionen hinzu, weshalb es unrealistisch ist, dass ein solcher Pakt anstelle des OMT-Programms politisch durchsetzbar wäre.

261. Hieraus ergibt sich erstens, dass der **Schuldentilgungspakt** nach wie vor eine **Alternative zum OMT-Programm** darstellt, aber **keinesfalls dessen Ergänzung**. Solidarinstrumente, wie etwa Eurobonds und Euro-Bills, die von vornherein als langfristige Instrumente der Risikoteilung gedacht sind, hat der Sachverständigenrat ohnehin abgelehnt.

Zweitens wird es umso wichtiger, die Disziplinierungsfunktion der Finanzmärkte durch **regulatorische Maßnahmen** zu stärken. Dafür wären unter anderem Risikogewichte für Staatsanleihen und die Ausweitung der Großkreditbeschränkung auf Kredite an öffentliche Gläubiger erforderlich. Damit die Banken die neuen Regulierungen einhalten können, ist eine Sanierung des Bankensektors erforderlich. Die Bundesregierung sollte sich daher aktiv für konkrete Lastenteilungsvereinbarungen einsetzen (Ziffern 377 ff.).

Drittens muss Deutschland mit gutem Beispiel vorangehen und mit dazu beitragen, die reformierten Regeln der **fiskalpolitischen Überwachung und Koordinierung durchzusetzen**.

Dazu zählt insbesondere, dass die Schuldenbremse und ihre dazugehörigen Institutionen, wie der unabhängige Fiskalrat, den Erfordernissen des Fiskalpakts vollumfänglich genügen.

Eine andere Meinung

262. Ein Mitglied des Sachverständigenrates, Volker Wieland, vertritt zur Frage ob der Vorschlag des Sachverständigenrates zur Auflage eines Schuldentilgungspakts in der aktuellen Situation noch umgesetzt werden sollte, eine abweichende Meinung.

263. Die Mehrheit des Rates hält es für äußerst unwahrscheinlich, dass die Krisenstaaten des Euro-Raums nach Ankündigung des OMT-Programms durch die EZB noch Druck verspüren, in die Verhandlung solch eines Paktes einzutreten. Sie sieht nun die Initiative für einen derartigen Pakt bei der EZB, denn nur so könne die EZB sich aus der fiskalpolitischen Inanspruchnahme befreien. Zudem sieht die Mehrheit des Rates den Schuldentilgungspakt zwar nicht als Ergänzung aber weiterhin als Alternative zum OMT-Programm.

264. Zu Recht weist die Mehrheit des Rates darauf hin, dass infolge der OMT-Ankündigung die Staatsanleihezinsen so stark gesunken sind, dass Krisenstaaten des Euro-Raums keinen Anreiz mehr haben, sich auf so weitgehende Verpflichtungen, wie sie im Rahmen des Schuldentilgungspaktes vorgesehen sind, einzulassen. Der Verweis, die Initiative läge nun bei der EZB, führt jedoch nicht weiter. Die EZB hat die OMT im Rahmen ihres Mandats zur Stabilisierung des Preisniveaus im Euro-Raum gerechtfertigt. Zwar kann nicht ausgeschlossen werden, dass das anstehende Urteil des Bundesverfassungsgerichts noch zu gewissen Einschränkungen bei der Umsetzung der OMT führt (Siekmann und Wieland, 2013). Insoweit das Programm aber durch das Mandat der EZB gedeckt ist, bleibt es dauerhaft als Instrument der Geldpolitik verfügbar. Selbst wenn die EZB das Programm für beendet erklären würde, könnte sie es in Zukunft wieder aktivieren. Ein Tauschhandel in Form der Einführung des Schuldentilgungspaktes gegen die Abschaffung der OMT wäre unglaublich.

265. Natürlich könnten Mitgliedsstaaten weiterhin Interesse an der Verhandlung eines Schuldentilgungspaktes haben. Mit dem gemeinsamen Tilgungsfonds könnten sie den Einstieg in die gemeinschaftliche Haftung organisieren, ohne größere Zugeständnisse bezüglich Auflagen und Sicherheiten zu machen. Damit könnte die Einführung von Euro-Bonds, für die alle Mitgliedsstaaten des Euro-Raums gemeinsam gerade stehen, vorbereitet und umgesetzt werden. In dem Verhandlungsprozess, der vor dem Hintergrund relativ niedriger Zinsen stattfinden würde, hätte die Bundesregierung keine ausreichende Verhandlungsmacht, um ähnlich weitreichende Auflagen und Sicherheiten wie im Vorschlag des Sachverständigenrates zu realisieren. Deshalb sollte sie den Beginn solch eines Verhandlungsprozesses nicht forcieren, sondern unter allen Umständen vermeiden, selbst für den unwahrscheinlichen Fall dass eine Abschaffung der OMT vorgeschlagen würde.

Eine gemeinschaftliche Haftung für die Schulden der nationalen Regierungen wäre selbst dann nicht wünschenswert, wenn sich der Euro-Raum zu einer politischen Union entwickeln

würde. Bundesstaaten wie die USA und die Schweiz wenden gegenüber überschuldeten Teilstaaten und Kantonen die Nichtbeistandsregel an. Zudem sind in Deutschland die negativen Anreizwirkungen, die sich in einem Föderalstaat ergeben, der diese Regel nicht praktiziert, leicht zu erkennen.

Soweit die Meinung dieses Ratsmitglieds.

Literatur zum Kapitel

- Alesina, A.F. und S. Ardagna (1998), Tales of fiscal adjustment, *Economic Policy* 13, 487-545.
- Alesina, A.F., C. Favero und F. Giavazzi (2012), *The output effect of fiscal consolidations*, NBER Working Paper 18336, Cambridge.
- Alesina, A.F. und R. Perotti (1996), *Fiscal adjustments in OECD countries: Composition and macroeconomic effects*, NBER Working Paper 5730, Cambridge.
- Ardagna, S. (2004), Fiscal stabilizations: When do they work and why, *European Economic Review* 48, 1047-1074.
- Auerbach, A.J. und Y. Gorodnichenko (2012), Fiscal multipliers in recession and expansion, in: Alesina, A.F. und F. Giavazzi (Hrsg.), *Fiscal policy after the financial crisis*, University of Chicago Press, Chicago, 63-98.
- Bean, C. (2013), *Global aspects of unconventional monetary policies*, Konferenzpapier, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, 22.-24. August.
- Beck, G.W. und V. Wieland (2008), Central bank misperceptions and the role of money in interest-rate rules, *Journal of Monetary Economics* 55, 1-17.
- Bernoth, K. und B. Erdogan (2012), Sovereign bond yield spreads: A time-varying coefficient approach, *Journal of International Money and Finance* 31, 639-656.
- BIZ (2013), *83. Jahresbericht – 1. April 2012-31. März 2013*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.
- Bletzinger, T. und V. Wieland (2013), *Estimating the European Central Bank's „extended period of time“*, Working Paper No. 74, Institute for Monetary and Financial Stability, Frankfurt am Main.
- Borio, C. und W.R. White (2003), *Whither monetary and financial stability: The implications of evolving policy regimes*, Konferenzpapier, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, 28.-30. August.
- Börsch-Supan, A., T. Bucher-Koenen, M. Gasche und M. Ziegelmeier (2009), *Deutsche Privathaushalte in der Finanz- und Wirtschaftskrise – Betroffenheit und Reaktion*, meastudies 10, Mannheim.
- Braguinsky, S., L.G. Branstetter und A. Regateiro (2011), *The incredible shrinking Portuguese firm*, NBER Working Paper 17265, Cambridge.
- Browning, M. und A. Lusardi (1996), Household saving: Micro theories and micro facts, *Journal of Economic Literature* 34, 1797-1855.
- Bryant, R.C., D.W. Henderson, G. Holtham, P. Hooper und S. Symansky (1988), *Empirical macroeconomics for interdependent economies*, Brookings Institution Press, Washington, DC.
- Bryant, R.C., P. Hooper und C.L. Mann (1993), *Evaluating policy regimes: New research in empirical macroeconomics*, Brookings Institution Press, Washington, DC.
- Burgert, M. und V. Wieland (2012), *The role of tax policy in fiscal consolidation: Insights from macroeconomic modelling*, Konferenzpapier, „The role of tax policy in times of fiscal consolidation“ Europäische Kommission, Brüssel, 18. Oktober.
- Cecchetti, S.G., M.S. Mohanty und F. Zampolli (2011), *The real effects of debt*, BIS Working Papers No. 352, Basel.
- Checherita-Westphal, C. und P. Rother (2010), *The impact of high and growing government debt on economic growth: An empirical investigation for the Euro Area*, Working Paper No. 1237, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.

- Christiano, L., M. Rostagno und R. Motto (2010), *Financial factors in economic fluctuations*, Working Paper No. 1192, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Christoffel, K., K. Kuester und T. Linzert (2009), The role of labor markets for Euro Area monetary policy, *European Economic Review* 53, 908-936.
- Coenen, G. et al. (2012), Effects of fiscal stimulus in structural models, *American Economic Journal: Macroeconomics* 4, 22-68.
- Coenen, G., P. McAdam und R. Straub (2008), Tax reform and labour-market performance in the Euro Area: A simulation-based analysis using the New Area-Wide Model, *Journal of Economic Dynamics and Control* 32, 2543-2583.
- Coenen, G. und R. Straub (2005), Does government spending crowd in private consumption? Theory and empirical evidence for the Euro Area, *International Finance* 8, 435-470.
- Cogan, J.F., T. Cwik, J.B. Taylor und V. Wieland (2010), New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers, *Journal of Economic Dynamics and Control* 34, 281-295.
- Cogan, J.F., J.B. Taylor, V. Wieland und M.H. Wolters (2013), Fiscal consolidation strategy, *Journal of Economic Dynamics and Control* 37, 404-421.
- Corsetti, G., K. Kuester, A. Meier und G.J. Müller (2013), Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability, *Economic Journal* 123, F99-F132.
- Cwik, T. und V. Wieland (2011), Keynesian government spending multipliers and spillovers in the Euro Area, *Economic Policy* 26, 493-549.
- Dale, S. und J. Talbot (2013), *Forward guidance in the UK*, VoxEU.org, 13. September.
- Danmarks Nationalbank (2012), *Interest rate reduction*, Pressemitteilung, Kopenhagen, 5. Juli.
- Égert, B. (2013), *The 90% public debt threshold: The rise and fall of a stylised fact*, OECD Economics Department Working Papers No. 1055, Paris.
- EZB (2013), Zukunftsgerichtete Hinweise des EZB-Rats zu den EZB-Leitzinsen, *EZB-Monatsbericht* Juli 2013, Europäische Zentralbank, 7-10.
- Fuchs-Schündeln, N. (2008), The response of household saving to the large shock of German reunification, *American Economic Review* 98, 1798-1828.
- Giavazzi, F. und M. Pagano (1990), Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries, *NBER Macroeconomics Annual* 5, 75-111.
- Giavazzi, F. und M. Pagano (1995), *Non-Keynesian effects of fiscal policy changes: International evidence and the Swedish experience*, NBER Working Paper 5332, Cambridge.
- Guajardo, J., D. Leigh und A. Pescatori (2011), *Expansionary austerity new international evidence*, IMF Working Paper 11/158, Washington, DC.
- Hall, R.E. (1978), Stochastic implications of the life cycle-permanent income hypothesis: Theory and evidence, *Journal of Political Economy* 86, 971-87.
- Herndon, T., M. Ash und R. Pollin (2013), *Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff*, Working Paper No. 322, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.
- Ilzetki, E., E.G. Mendoza und C.A. Végh (2013), How big (small?) are fiscal multipliers?, *Journal of Monetary Economics* 60, 239-254.
- IWF (2013), *World economic outlook October 2010 – Recovery, risk, and rebalancing*, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- Kahn, G.A. (2010), Taylor rule deviations and financial imbalances, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* Second Quarter, 63-99

- Klose, J. und B. Weigert (2012), *Sovereign yield spreads during the Euro-crisis – Fundamental factors versus redenomination risk*, Arbeitspapier 07/2012, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.
- Kuester, K. und V. Wieland (2010), Insurance policies for monetary policy in the Euro Area, *Journal of the European Economic Association* 8, 872-912.
- Levin, A., V. Wieland und J.C. Williams (2003), The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty, *American Economic Review* 93, 622-645.
- Mankiw, N. G. (2011), *Makroökonomik*, 6. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- McDonald, J. und H. Stokes (2013), Monetary policy and the housing bubble, *Journal of Real Estate Finance and Economics* 46, 437-451.
- Müller, G.J. (2013), Fiscal austerity and the multiplier in times of crisis, *German Economic Review*, im Erscheinen.
- Nickel, C. und A. Tudyka (2013), *Fiscal stimulus in times of high debt: Reconsidering multipliers and twin deficits*, Working Paper No. 1513, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Orphanides, A. (2003), The quest for prosperity without inflation, *Journal of Monetary Economics* 50, 633-663.
- Orphanides, A. und V. Wieland (2013), Complexity and monetary policy, *International Journal of Central Banking* 9, 167-204.
- Panizza, U. und A.F. Presbitero (2013), Public debt and economic growth in advanced economies: A survey, *Swiss Journal of Economics and Statistics* 149, 175-204.
- Perotti, R. (1999), Fiscal policy in good times and bad, *Quarterly Journal of Economics* 114, 1399-1436.
- Perotti, R. (2012), The „austerity myth“: Gain without pain?, in: Alesina, A.F. und F. Giavazzi (Hrsg.), *Fiscal policy after the financial crisis*, University of Chicago Press, Chicago, 307-354.
- Ratto, M., W. Roeger und J. in't Veld (2009), QUEST III: An estimated open-economy DSGE model of the Euro Area with fiscal and monetary policy, *Economic Modelling* 26, 222-233.
- Reifschneider, D. und J.C. Williams (2000), Three lessons for monetary policy in a low-inflation era, *Journal of Money, Credit and Banking* 32, 936-966.
- Reinhart, C.M., V.R. Reinhart und K.S. Rogoff (2012), *Debt overhangs: Past and present*, NBER Working Paper 18015, Cambridge.
- Reinhart, C.M. und K.S. Rogoff (2010), Growth in a time of debt, *American Economic Review* 100, 573-578.
- Sahm, C.R., M.D. Shapiro und J. Slemrod (2009), Household response to the 2008 tax rebate: Survey evidence and aggregate implications, in: Brown, J.R. (Hrsg.), *Tax policy and the economy*, University of Chicago Press, Chicago, 69-110.
- Schorkopf, F. (2013), *Stellungnahme der Europäischen Zentralbank zu den Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1439/12 und 2 BvR 1824/12, Organstreitverfahren 2 BvE 6/12*, Göttingen.
- Siekmann, H. und V. Wieland (2013), *The European Central Bank's outright monetary transactions and the Federal Constitutional Court of Germany*, Working Paper No. 71, Institute for Monetary and Financial Stability, Frankfurt am Main.
- Stevenson, B. und J. Wolfers (2013), *Refereeing Reinhart-Rogoff debate*, bloomberg.com, 29. April.

- Taylor, J.B. (1993), Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195-214.
- Taylor, J.B. (1999), The robustness and efficiency of monetary policy rules as guidelines for interest rate setting by the European Central Bank, *Journal of Monetary Economics* 43, 655-679.
- Taylor, J.B. (2007), The explanatory power of monetary policy rules, *Business Economics* 42, 8-15.
- Taylor, J.B. (2011), An empirical analysis of the revival of fiscal activism in the 2000s, *Journal of Economic Literature* 49, 686-702.
- Trichet, J.-C. (2006), *The role of money: Money and monetary policy at the ECB*, Rede, Fourth ECB central banking conference, Frankfurt am Main, 9.-10. November.
- Trichet, J.-C. (2008), *Interview mit Le Figaro*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, *Irish Times* und *Jornal de Negócios*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18. Juli.
- Wolters, M. (2013), *Möglichkeiten und Grenzen von makroökonomischen Modellen zur (ex ante) Evaluierung wirtschaftspolitischer Maßnahmen*, Arbeitspapier 05/2013, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.
- Woodford, M. (2012), *Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound*, Konferenzpapier, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, 30. August-1. September.
- Zeldes, S.P. (1989), Consumption and liquidity constraints: An empirical investigation, *Journal of Political Economy* 97, 305-46.

Literatur zum Minderheitsvotum Peter Bofinger

- Baum, A., M. Poplawski-Ribeiro und A. Weber (2012), *Fiscal multipliers and the state of the economy*, IMF Working Paper 12/286, Washington, DC.
- Batini, N., G. Callegari und G. Melina (2012), *Successful austerity in the United States, Europe and Japan*, IMF Working Paper 12/190, Washington, DC.
- Edge, R.M. und R.S. Gürkaynak (2011), *How useful are estimated DSGE model forecasts?*, FEDS Working Paper 2011-11, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.
- Gürkaynak, R.S. B. Kisacikoglu und B. Rossi (2013), *Do DSGE models forecast more accurately out-of-sample than VAR Models?*, Arbeitspapier, Universität Pompeu Fabra.
- IWF (2013), *Fiscal monitor: Taxing times - October 2013*, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- Woo, J., E. Bova, T. Kinda, und Y.S. Zhang (2013), *Distributional consequences of fiscal consolidation and the role of fiscal policy: What do the data say?*, IMF Working Paper 12/190, Washington, DC.
- Wolters, M. (2013), *Möglichkeiten und Grenzen von makroökonomischen Modellen zur (ex ante) Evaluierung wirtschaftspolitischer Maßnahmen*, Arbeitspapier 05/2013, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.

Literatur zum Minderheitsvotum Volker Wieland

Siekmann, H. und V. Wieland (2013), *The European Central Bank's outright monetary transactions and the Federal Constitutional Court of Germany*, Working Paper No. 71, Institute for Monetary and Financial Stability, Frankfurt am Main.