



The EEAG Report on the European Economy 2010

Zusammenfassung

Das Ausmaß der Krise überraschte die westlichen Länder, wobei trotz der anwachsenden großen globalen Ungleichgewichte ein erholungsfähiger makroökonomischer Rahmen die Oberhand gewann. In den USA wurde der Aufschwung in erster Linie von einer Vermögensblase und einer sehr niedrigen Sparquote getragen. Dies führte zu einem Handelsbilanzdefizit, das von China und Rohstoffanbietern finanziert wurde. Europa durchlief - nach einer Phase niedrigen Wachstums - eine moderate wirtschaftliche Wiederbelebung und befand sich in einem mühsamen Prozess zur Reform des Sozialstaats und der unflexiblen Arbeitsmärkte, um die Lage der öffentlichen Finanzen und die enttäuschenden langfristigen Wachstumsaussichten zu verbessern. Aufgrund der Krise wurden diese Maßnahmen gestoppt, da alle Regierungen umfangreiche fiskalische und monetäre Hilfsprogramme verabschiedeten. Infolgedessen dürfte die Weltwirtschaft aus dieser Krise mit den gleichen ungelösten Ungleichgewichten und strukturellen Probleme hervorgehen, die bereits vor der Krise herrschten, allerdings verschärft durch die massiven Zuwächse der Staatsschulden als Folge der Krise.

Der diesjährige EEAG-Bericht widmet sich den Herausforderungen der entwickelten Welt, die Krise zu beenden, ohne die langfristigen Perspektiven zu gefährden.

Neben dem üblichen ersten Kapitel, das einen kurzfristigen makroökonomischen Ausblick gibt, dokumentieren wir die negativen Auswirkungen der Krise auf das Vertrauen in die Finanzmärkte. Dieser Faktor wird bei der Feststellung, ob die Weltwirtschaft wieder auf ein stabiles Fundament aufgestellt werden kann, nützlich sein. Tatsächlich stellen wir fest, dass die Krise erhebliche negative Auswirkungen auf das Vertrauensniveau hatte. Dies lässt an der Fähigkeit des Finanzsektors zweifeln, an seine Vorkrisenaktivität wieder anzuknüpfen. In Kapitel 3 werden die Auswirkungen der hohen Haushaltsdefizite der wichtigsten entwickelten Länder auf die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in der langen Frist diskutiert. In Kapitel 4 wird der Einfluss der Krise auf die langfristige Zukunftsperspektive der US-Wirtschaft unter dem Aspekt der Staatsverschuldung und der Leistungsbilanz diskutiert. Die Krise vergrößerte die bereits bestehenden Probleme in beiden Bereichen. Kapitel 5 zeigt den Einfluss der Krise auf den Euroraum. Bisher hat der Euro die Mitgliedsländer vor ernststen Zahlungsbilanzkrisen geschützt. Jedoch steht die Eurozone an ihrem äußeren Rand vor enormen Herausforderungen, da sich Zahlungsbilanzkrisen in den potentiellen Beitrittsländern abzeichnen und die Entwicklung in Griechenland darauf hindeutet, dass die Glaubwürdigkeitsprämie der Euro-Mitgliedschaft eine intakte Wirtschaftspolitik erfordert.

Kapitel 1: Makroökonomischer Ausblick

Nach der heftigen Rezession im Winter 2008/2009, ausgelöst durch eine US-induzierte Finanzkrise, gingen viele Länder durch eine Stabilisierungsperiode und scheinen sich nun in einer Erholungsphase zu befinden. Die globale Fiskal- und Geldpolitik konnte Schlimmeres vermeiden und zur gegenwärtigen wirtschaftlichen Erholung beigetragen. Dies wurde durch einen positiven Lagerhaltungszyklus sogar verstärkt.

Jedoch rechnen wir mit einer Reihe von Faktoren, die die Erholungsphase in den entwickelten Ländern dämpfen werden. Erstens ist der Restrukturierungsprozess im Bankensektor noch nicht beendet. Die Kreditklemme kann sich während des Wiederaufschwungs vergrößern, da die ansteigende Nachfrage nach Krediten auf eine zurückhaltende Kreditvergabe der Banken stößt. Zweitens ist die Kapazitätsauslastung gering und die Investitionen werden solange nicht anziehen, bis sich dieser Puffer nicht reduziert. Drittens wird die Situation auf dem Arbeitsmarkt nicht nur angespannt bleiben, sondern sich weiter leicht verschlechtern – und damit den privaten Konsum bremsen. Und viertens können fiskalpolitische Impulse in Anbetracht der sich rasch verschlechternden Staatshaushalte nicht mehr lange verlängert werden.

Die ökonomischen Rahmenbedingungen werden in Entwicklungs- und Schwellenländern deutlich besser sein und wir erwarten, dass sie sich zu den Wachstumsmotoren der Weltwirtschaft entwickeln.

Nachdem wir eine seit dem zweiten Weltkrieg beispiellose Talfahrt – mit -2,3 % im vergangenen Jahr – erlebt haben, erwarten wir einen Anstieg des Welt-BIP um 2,5 % für 2010. Damit bleibt das Weltwirtschaftswachstum unter seinem Potential. Die Inflation wird sich leicht verstärken, sie bleibt jedoch ebenfalls unter ihrem langfristigen Durchschnitt.

In den *Vereinigten Staaten von Amerika* ist die schlimmste Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg zu einem Ende gekommen. Das BIP war im Jahr 2009 um 2,4 % niedriger als 2008. Der private Konsum fiel 2009 um 0,6 %, während die private Sparquote kontinuierlich anstieg. Den größten Anteil am negativen Wachstum im Vorjahr hatten die Investitionen. Die inländischen Probleme führten zu einem starken Nachfragerückgang nach ausländischen Gütern und Dienstleistungen. Der Rückgang der Exporte war dagegen weniger stark ausgeprägt. Infolgedessen konnte sich die US-Handelsbilanz wesentlich verbessern und dadurch zur Verminderung der globalen Ungleichgewichte beitragen. Nach ungefähr drei Jahren hörten Mitte 2009 die Immobilienpreise auf zu fallen. Zu einem großen Teil kann diese Entwicklung auf massive Subventionen und Steuersenkungen der US-Regierung zurückgeführt werden. Daher wird erst, wenn die Unterstützung des Staates ausläuft, eine Beurteilung, ob die Erholung auf dem Immobilienmarkt auch nachhaltig ist, möglich sein.

Auch wenn die Rezession vorbei ist, muss die US-Wirtschaft ihre strukturellen Probleme beseitigen. Die US-Verbraucher haben zu lange über ihre Verhältnisse gelebt. Um zu einem nachhaltigen Wachstum zurückzukehren, müssen die US-Konsumenten ihren Konsum einschränken. Dieser Prozess hat bereits eingesetzt, er muss aber weiter geführt werden. Auch wenn das Schlimmste für den Bankensektor vorbei zu sein scheint, sind weitere Abschreibungen sehr wahrscheinlich, so dass die Interventionen des Staates im Bank- und Immobiliensektor hoch bleiben werden. Zusätzlich ist die Nachhaltigkeit des Haushalts ein Thema, das auch in den nächsten Jahren auf der Tagesordnung bleiben wird.

Von den großen Wirtschaftsnationen war *Japan* im Winter 2008/2009 am stärksten betroffen. Die wirtschaftliche Erholung setzte aber bereits im zweiten Quartal des Vorjahres ein. Die wichtigsten Einflussfaktoren für die sanfte Wiederbelebung waren der Außenhandel und der private Konsum. Jedoch konnte dies die jährliche Wachstumsrate nicht davor schützen, auf -5,3 % zu fallen. Japan wird die wirtschaftliche Erholung kurzfristig fortsetzen, jedoch sind seine mittelfristigen Aussichten eher trostlos. In diesem und im nächsten Jahr wird der Export weiterhin der Hauptwachstumsfaktor bleiben. Die japanische Exportwirtschaft profitiert von ihrer geographischen Nähe zu den asiatischen Schwellenländern, die ein rasches Anwachsen der Binnennachfrage verzeichnen.

Im Verlauf des Sommers erreichte *China* wieder Wachstumsraten, die beinahe auf dem Vorkrisenniveau lagen. Größtenteils wurde dies durch einen starken Anstieg der Investitionsaktivität verursacht, der von großen fiskalischen und monetären Impulsen des Staates ausging. Der kurzfristige Ausblick für China fällt recht positiv aus. Dies kann besonders der Regierungspolitik zugeschrieben werden, der es gelang – mit einem massiven Konjunkturprogramm – die Wirtschaft zu stützen, ohne sich auf Impulse von außen zu verlassen. Das Programm wird Mitte des Jahres auslaufen und wird danach nicht vollständig durch Impulse aus dem Ausland kompensiert werden. Aus einem strukturellen Blickwinkel bürdet die Wirtschaftspolitik der chinesischen Wirtschaft immer mehr Lasten auf, indem sie unausgeglichene wirtschaftliche Entwicklungen anhäuft. In den vergangenen Jahren machten die Bruttoinvestitionen 40 % des BIPs aus, gegenüber lediglich 35 % privater Konsum. In einem typischen entwickelten Land belaufen sich diese Zahlen auf rund 20 % bzw. 65 %. Mit dem klaren Fokus auf Investitionstätigkeiten, oft in großen, meist staatlich geführten Unternehmen, werden die Konjunkturprogramme die Investitionsquote weiter erhöhen. Mittelfristig können sich viele dieser Investitionen als fehlgeleitet und unprofitabel entpuppen und können zu Überkapazitäten in einigen Sektoren führen.

Mit Ausnahme von Polen gingen im Vorjahr alle Mitgliedsländer der *Europäischen Union* durch eine tiefe Rezession. Ein Vergleich des Höhepunkts im ersten Quartal 2008 mit dem Tiefpunkt im 2. Quartal 2009 zeigt, dass die Europäische Union – und damit die Eurozone – um 5,1 % über einen Zeitraum von fünf Quartalen schrumpfte. Die drei baltischen Staaten – Estland, Lettland und Litauen – wurden von der Wirtschaftskrise besonders stark getroffen und sahen sich einem BIP-Einbruch von etwa 20 % ausgesetzt.

Obwohl sich der Rückgang des privaten Konsums und der Investitionen fortsetzte, begann die Europäische Union sich während der zweiten Hälfte 2009 zu erholen. Von den west- und

südeuropäischen Mitgliedstaaten befanden sich nur Zypern, Griechenland, Spanien und das Vereinigte Königreich im dritten Quartal des vergangenen Jahres noch immer in einer Rezession. Ähnlich wie in den USA ist die Erholung Europas schwach. Auch wenn sich die Aussichten der Unternehmen verbessert haben, bleiben die Probleme im Bankensektor bestehen. Dies wird sehr wahrscheinlich zu einem restriktiveren Kreditangebot führen, das zusammen mit einer anhaltenden Unterauslastung der Produktionsfaktoren eine schnelle Erholung der Investitionstätigkeit verhindern wird. Außerdem werden die sich verschlechternden Arbeitsmarktbedingungen, die geringen Lohnsteigerungen und eine etwas höhere Inflation zu einem Rückgang des frei verfügbaren realen Einkommens und dadurch zu einem Rückgang des Konsumwachstums führen. Letztlich erwarten wir wie in den USA, dass die fiskalischen Impulse kurzlebig sein werden. Deshalb wird, gemäß unserer Prognosen, nach einem Absinken um 4,0 % im Vorjahr das BIP in diesem Jahr um 1,0 % steigen.

Die Inflationsraten in der Europäischen Union fielen bis zum Sommer des vergangenen Jahres in erster Linie aufgrund des Rückgangs der Ölpreise. Der Preisanstieg wird sich im großen und ganzen beschleunigen, jedoch – gegeben der niedrigen Kapazitätsauslastungsraten und der stabilen Inflationserwartungen – verhalten ausfallen. Der Anstieg der Konsumentenpreise wird im Jahr 2010 in der Europäischen Union 1,2 % betragen (nach 0,8 % im Jahr 2009). In der Eurozone wird die Inflationsrate 0,9 % im Jahr 2010 betragen (nach 0,3 % im Vorjahr). Die steigenden Staatsschulden der europäischen Länder aufgrund der großen Konjunkturpakete gepaart mit den allmählich steigenden Zinsen, werden die Schuldenlast erhöhen. Die Zinsausgaben der Staaten werden sicherlich in den kommenden Jahren ansteigen und somit andere Staatsausgaben verdrängen. Dies ist für die Länder bereits ein guter Grund, Ausstieg- und Konsolidierungsstrategien vorzubereiten und zu kommunizieren, um zu soliden und nachhaltigen öffentlichen Finanzen zurückzukehren. Noch wichtiger ist es, dass solche Strategien gebraucht werden, um die gesamte makroökonomische Stabilität zu stärken und um zu garantieren, dass jede zukünftige Krise durch geeignete fiskalpolitische Maßnahmen wieder entspannt werden kann.

Zusammengefasst kann über den makroökonomischen Ausblick gesagt werden, dass die Politik eine neue große Depression und eine Deflationsspirale erfolgreich verhindert hat. Die Erholung bleibt fragil und die zukünftigen Wachstumsaussichten werden von strukturellen Problemen überschattet. Viele dieser strukturellen Probleme gab es schon vor der Krise, aber einige neue wurden durch die Krise geboren, insbesondere im Finanzsektor. Im zweiten Kapitel des Berichts werden wir eines dieser Probleme, den Vertrauensverlust, diskutieren.

Kapitel 2: Eine vertrauensgetriebene Finanzkrise

Der gravierende Vertrauensverlust in die Finanzintermediäre, Banker und den Finanzmarkt ist der Hauptbestandteil zum Verständnis der Finanzkrise. Während viele herkömmliche Faktoren zum Auftauchen und Ausbreiten der Finanzkrise beigetragen haben, so können sie allein den plötzlichen Zusammenbruch der Wirtschaftsleistung nicht erklären, der nach dem Oktober 2008 eintrat.

Wir behaupten, dass beginnend im Sommer 2008 etwas sehr Wichtiges zerstört wurde: das Vertrauen, das die Intermediäre einander schenken und welches die Investoren in die Finanzbranche haben. Vertrauen – der Glaube, den eine Person hat, dass ihn sein Gegenüber in einer Transaktion nicht übervorteilt – wird in der Regel in ökonomischen Standardanalysen nicht betrachtet, ist jedoch in vielen Transaktionen – sicher in denen mit dem Handel von Finanzmitteln – entscheidend. Ohne Vertrauen verschwindet die Finanzierung und die wirtschaftliche Aktivität kommt plötzlich zum Erliegen. Genau das geschah im Oktober 2008 und den darauf folgenden Monaten. Die Daten belegen, dass der Prozentsatz der Menschen, die volles Vertrauen in Banken, Börsenmakler, Investmentfonds und die Börse bekundeten, der in den siebziger Jahren bei hohen 40 % und bei ungefähr 30 % kurz vor der Krise lag, auf 5 % absank und sich seitdem nicht wieder erholt hat. Ebenso stellen wir fest, dass, zum ersten Mal seit Daten zum Vertrauen erhoben werden, die Selbsteinschätzung von Vertrauen in Banken und Banker unter das Vertrauensniveau gefallen ist, welches Menschen anderen zufällig ausgewählten Menschen gegenüber haben.

Dieser merkbare Vertrauensverlust wurde größtenteils durch die Enthüllung des opportunistischen Verhaltens hervorgerufen, das durch die Entfaltung der Krise ans Licht gebracht wurde – symbolisch sei der Bernard Madoff-Betrugsfall genannt – und einen dunklen Schatten über die gesamte Finanzbranche legte. Tatsächlich können wir zeigen, dass in Staaten, in denen die Anzahl der vom Madoff-Betrugsfall Betroffenen höher war, auch das Vertrauensniveau gegenüber Banken, Bankern, Börsenmaklern und Investmentfonds stärker zurückging als in Staaten mit einer geringeren Konzentration an Madoff-Betroffenen. Das durch die Krise zerstörte Vertrauen hat maßgebliche Auswirkungen auf die Zukunft des Finanzmarktes und damit auf die Nachfrage nach Finanzprodukten und die Portfolioentscheidungen von Investoren. Höchstwahrscheinlich wird sich daraus Folgendes ergeben:

- Ein Rückgang der Investitionen in riskante Anlagen. Solche Anlagen eignen sich für opportunistisches Verhalten deutlich besser als einfachere Wertpapiere. Portfolios dürften sich deutlich in Richtung sichere Wertpapiere und somit weg von Aktien entwickeln.
- Ein Rückgang der Nachfrage nach komplexen Finanzinstrumenten mit unklaren Ertragsaussichten. Diese Anlagen sind der Gefahr eines Betrugs stärker ausgesetzt und können einfacher bei Investoren mit hohem Vertrauen platziert werden. Wenn das Vertrauen abnimmt, sinkt auch die Nachfrage nach diesen Instrumenten und Investoren kehren zu „bewährten“ Produkten zurück.
- Weniger diversifizierte Portfolios und größere Anteile an einheimischen Anlagen, von denen letztere als geläufiger und vertrauenswürdiger wahrgenommen werden. Andererseits werden Investoren mit mehreren Intermediären in Kontakt stehen, um das Risiko opportunistischen Verhaltens zu diversifizieren, indem es auf mehrere Schultern verteilt wird. Beide Effekte sind kostspielig: beim ersten gehen die Vorteile der Diversifizierung verloren, beim zweiten entstehen Kosten zur Einrichtung und Aufrechterhaltung zahlreicher Beziehungen.
- Weniger Verlass und weniger Vollmachtsübertragung auf Intermediäre. Unsere Ergebnisse zeigen, dass ein wesentlicher Bestandteil für die Intensität der Finanzdelegation im Vertrauensniveau der Investoren liegt. Da Vollmachtsübertragungen notwendiger werden, je

mehr in komplexe Anlagen investiert wird, sollte sich eine Entwicklung hin zu einfacheren Portfolios abzeichnen.

- Da ein Versicherungsvertrag ein Finanzvertrag ist und als solcher anfällig für opportunistisches Verhalten des Versicherungsunternehmens ist, sollte demnach der Vertrauensverlust die Versicherungsnachfrage beeinflussen.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass der Vertrauensverlust über sämtliche Teile des Finanzsektors zu einer pauschalen Flucht aus dem Finanzhandel führt, vor allem aus dem Handel, der opportunistischem Verhalten ausgesetzt ist.

Sofern eine Verschiebung zu sichereren Vermögensanlagen resultiert, wird die Eigenkapitalprämie ansteigen und so die Eigenkapitalfinanzierung verteuern. Dies könnte Konsequenzen für schnell wachsende und innovative Firmen haben, die stärker von dieser Finanzierungsart abhängen. Ebenso wird es die langfristigen Finanzierungskosten erhöhen und Projekte mit hohen Erträgen aber längeren Laufzeiten einschränken, wenn das gestiegene Misstrauen dazu führt, dass Finanzierungsinstrumente mit kürzeren Fälligkeiten bevorzugt werden. Daher ist es wichtig zu verstehen, wie Vertrauen in Finanzmärkte und Intermediäre wieder aufgebaut werden kann. Dieses Kapitel untersucht folgende zwei Möglichkeiten: Die erste baut auf verstärkte Regulierung, die zweite auf einer Reaktion der Industrie.

Der regulative Ansatz, der bislang als einziger zum Wiederaufbau des Vertrauens aufgegriffen wurde, beinhaltet die Stärkung der Finanzregulierung. Dieser Ansatz war Gegenstand mehrerer G20-Treffen, die kürzlich stattfanden, und auch der Vorschläge, die im Financial Stability Board diskutiert wurden. Viele dieser Vorschläge, die genauer geprüft werden, gehen über die Zielsetzung des Vertrauensaufbaus hinaus. Sie dürften auf die wahrgenommene Solvenz der Intermediäre wirken, um die Wahrscheinlichkeit einer zukünftigen Krise zu reduzieren. Allerdings dürften die Maßnahmen nur einen kleinen Einfluss auf das Vertrauen haben.

Aus Sicht einer Regulierung der Beziehungen zwischen Investoren und Finanzintermediären ist der wichtigste Ansatz, der zu einem Vertrauensaufbau beitragen kann, der Aufbau einer Konsumentenschutzbehörde, wie sie die Regierung Obama vorgeschlagen hat. Diese Behörde würde die Finanzprodukte für Konsumenten überwachen, die in der Vergangenheit zu nachlässig reguliert wurden. Auch sollte in den USA den Aufbau einer Arbeitsgruppe zur Finanzbetrugsvollstreckung zur Bekämpfung von Finanzstraftaten erwägt werden.

Beide Ansätze zielen speziell auf den Schutz der Investoren vor Missständen ab und können dazu beitragen, Vertrauen wieder aufzubauen. Jedoch gibt es auch Grund zu glauben, dass diese Interventionen nur einen begrenzten Einfluss haben.

Die alternative Strategie zum Vertrauensaufbau, basiert auf der Idee, dass der Vertrauensverlust der Investoren sehr kostspielig für die Finanzbranche ist. Wenn das in der Tat so ist, hätten Intermediäre einen starken Anreiz, Maßnahmen zum Wiederaufbau *ihrer* eigenen Reputation und zur Wiedergewinnung des Konsumentenvertrauens zu ergreifen. Leider gibt es keine einfachen

Rezepte, die beschreiben wie eine Partei A eine andere Partei B davon überzeugt, dessen Meinung über die Vertrauenswürdigkeit von A zu überdenken. In diesem Kapitel werden drei mögliche Mechanismen untersucht:

- Ein Bewertungssystem, das sogar finanzmarkt-unerfahrene Investoren verstehen können. Es besteht aus der Bewertung von Intermediären bezüglich ihrer Fähigkeit, vertrauenswürdige Dienstleistungen anzubieten, und der Begrenzung von Anreizen, Interessenskonflikte zu Lasten der Investoren auszunutzen. Das Bewertungssystem, das als ein leicht verständliches Maß (z.B. als Zahl zwischen 0 und 10) angeboten wird, würde es allen Investoren ermöglichen, ihre Intermediäre auf Basis ihrer Seriösität auszuwählen, und damit den Raum für opportunistisches Verhalten verringern. Es würde den Intermediären faktisch Anreize bieten, ihre Vertrauenswürdigkeit zu steigern, indem sie die Bestrafungsmöglichkeit an die Investoren abtreten.
- Ein vertrauensbasiertes Kompensationssystem. Ein zweiter, direkterer Mechanismus, Vertrauen wieder aufzubauen, ist das Schaffen von Anreizen für den Vertrauensaufbau. Wenn die Kompensation des Anlageberaters davon abhängt, welches Vertrauen der Investor seinem Anlageberater entgegenbringt, wird dieser einen starken Anreize haben, sich vertrauenswürdig zu verhalten. So kann das Vertrauen des Investors und seine Investitionsbereitschaft langsam wieder gestärkt werden.
- Förderung des Wissens der Investoren bezüglich der Finanzmärkte. Eine dritte Strategie sollte Maßnahmen ergreifen, um das Wissen der Investoren über Finanzmärkte zu verbessern – z.B. sollte Lobbyarbeit bei der Regierung betrieben werden, so dass Finanzmarktthemen an (öffentlichen) Schulen unterrichtet werden, Lehrmaterial, das von einer dritten Instanz zertifiziert wird, entworfen wird und den Investoren zur Verfügung steht, und andere ähnliche Maßnahmen. Ein Intermediär, der diesen Unterricht unterstützt, signalisiert damit seine Bereitschaft, mit erfahrenen und anspruchsvollen Investoren Geschäfte zu machen, die genug Verstand besitzen, Finanzverstößen und verfälschten Empfehlungen nicht zum Opfer zu fallen. Dies sollte dazu beitragen, das Vertrauen der Investoren zu erhöhen.

Natürlich zahlen sich Investitionen in diese Art von Aus- und Weiterbildung erst langfristig aus. Die Erträge der Intermediäre in Form von gesteigener Glaubwürdigkeit können bereits kurzfristig entstehen, wenn die Zusage der Intermediäre, die Bestrafungsmöglichkeiten auf die Investoren zu übertragen, glaubwürdig ist. Die Glaubwürdigkeit könnte erhöht werden, wenn die Unterstützung der Bildungsprogramme Teil einer breit angelegten Politik ist, die darauf abzielt, die Anreize der Intermediäre zur Täuschung der Investoren einzudämmen, wie bspw. das vertrauensbasierte Kompensationssystem und der Banken-Fairness Index.

Die oben erwähnten Maßnahmen bemühen sich, aus verschiedenen Richtungen den Raum für opportunistisches Verhalten seitens der Intermediäre einzugrenzen. In keinem der Fälle wird die Maßnahme vorgeschrieben. Sich daran zu halten, liegt in der Entscheidungsfreiheit der Intermediäre. Wir sind allerdings der Meinung, dass es keinen Automatismus gibt, der garantiert, dass die Intermediäre freiwillig diese Maßnahmen treffen werden. Es ist sogar möglich, dass –

wenn unehrliches Verhalten bei den Intermediären vorherrscht – der Ehrlichste nicht gewillt ist, die Maßnahmen auf eigene Faust umzusetzen und die Wirtschaft dabei zu unterstützen, zu einem besseren Ergebnis zu kommen, in welchem Wettbewerb unehrliches Verhalten verdrängt. Wir sind auch der Meinung, dass die Regulierung für sich – ohne das Mitwirken der Intermediäre – beim Wiederherstellen von Vertrauen scheitern könnte. Regulierungsbehörden dürften eine große Rolle in der Auswahl des „ehrlichen“ Gleichgewichts spielen. Wenn sie bspw. eine sehr kleine, aber entscheidende Anzahl von Intermediären davon überzeugen können, „ein ehrliches Spiel zu spielen“, kann dies die gleiche Reaktion bei den Unehrlchen auslösen und so die Branche in ein neues Gleichgewicht bringen.

Das nächste Kapitel erörtert die langfristigen Themen, die mit dem enormen Anstieg der Staatsverschuldung, der derzeit in den meisten entwickelten Ländern zu beobachten ist, zusammen hängen.

Kapitel 3: Von der staatlichen Rettungsaktion zur globalen Verschuldung

Innerhalb eines Jahres bewegte sich die Welt vom Konsens, dass die Wirtschafts- und Finanzkrise eines großen und koordinierten Anschubs bedarf, hin zu ernsthaften Bedenken über das Ausmaß der Staatsverschuldung.

Ende 2008 war es Konsens, dass ein Konjunkturprogramm notwendig ist. Der IWF argumentierte, ein „optimales Konjunkturpaket solle rechtzeitig, groß, nachhaltig, breit angelegt, bedingt, kollektiv und tragfähig sein“. Der Europäische Rat verabschiedete im Dezember 2008 ein europäisches Konjunkturprogramm, nämlich das „European Economic Recovery Program“ (EERP), das diskretionäre fiskalische Impulse mindestens in Höhe von 1,5 % des BIP forderte. Und im April 2009 erklärten die G20: „Wir nehmen einen noch nie da gewesenen Staatseingriff vor, der Millionen von Arbeitsplätzen sichern oder schaffen wird, die sonst vernichtet worden wären.“

In der gesamten EU – und andernorts – führte der enorme Anstieg der Neuverschuldung zu einem erheblichen Anstieg der Schuldenquote. 2009 lag das Budgetdefizit in der EU bei 6-7 % des BIP und ein weiterer Anstieg wird für 2010 erwartet. Die Schuldenquote stieg 2009 auf ungefähr 72 % und wird 2010 und in den Folgejahren sicher noch steigen.

Es gibt allerdings große Unterschiede zwischen den Ländern, sowohl in Bezug auf die Größenordnung der Defizite der Jahre 2009 und 2010, als auch in Bezug auf die Höhe der Gesamtverschuldung. So weisen das Vereinigte Königreich, Irland und Lettland besonders hohe Defizite aus, während die Schuldenstand (im Verhältnis zum BIP) in allen drei Fällen relativ moderat ausfällt. Die Staatsschulden von Italien, Griechenland und Belgien sind deutlich höher, da alle drei Länder über mehrere Jahre hohe Defizite hatten.

Die großen Defizite spiegeln nicht generell die einzelstaatlichen Konjunkturmaßnahmen der europäischen Staaten wider. Die meisten Konjunkturprogramme in den einzelnen Ländern waren in

den Jahren 2008 und 2009 relativ klein, verglichen mit dem Gesamtdefizit. Art und Umfang der Programme variierten sehr zwischen den Ländern.

Empirische Untersuchungen zeigen, dass Konjunkturprogramme einen positiven Effekt auf die Wirtschaftsleistung haben, auch wenn es schwierig ist, diesen Effekt zu messen, und die Höhe des Staatsausgabenmultiplikators nicht konkret bekannt ist. Es gibt aber wenig Grund anzunehmen, dass Effekte, die auf Basis historischer Daten geschätzt wurden, mitten in einer Rezession weiter gültig sind. Das ist bspw. der Fall, wenn die Zinsen effektiv bei Null sind und die Wirtschaft eine anhaltenden Wirtschafts- und Finanzkrise durchläuft. Dann könnte der Staatsausgabenmultiplikator sehr groß sein. Jüngste theoretische und empirische Arbeiten weisen darauf hin, dass eine Erhöhung der Staatsausgaben und Steuersenkungen, welche die aktuelle Nachfrage unterstützen, unter solchen Umständen nützlich sind.

Der Umfang der Defizitreduzierung hängt entscheidend von der Wachstumsrate der Wirtschaft in den nächsten Jahren und dem Anteil, um den die realen Staatsausgaben gekürzt werden können, ab. Eine einfache Rechnung zeigt, dass durch ein Konstanthalten der realen Staatsausgaben in der gesamten EU, bei einem Wachstum von rund 2 %, das Gesamt-EU-Defizit bis 2017 auf Null reduziert und die Gesamtverschuldung einen Spitzenwert von 100 % des BIP erreichen würde. Natürlich bräuchten einige Länder ein stärkeres Wachstum, um innerhalb dieser Periode einen ausgeglichenen Haushalt zu erreichen.

Durch hohe Staatsverschuldung entstehen Kosten, die nicht aus dem Ruder laufen sollten. Insbesondere bei niedrigen Zinssätzen liegen die Kosten zum Bedienen der Schulden bei einer Größenordnung von 3 % des BIP; es gibt aber auch hier große Unterschiede zwischen den Ländern. Zwei Faktoren können diese Kosten in der kurzen und mittleren Frist erhöhen. Erstens dürften die Zinsen steigen. Zweitens werden Staatsschulden vom Markt als riskanter angesehen, so dass höhere Risikoprämien verlangt werden.

Obwohl diese Risikoprämien für die meisten Länder momentan nicht hoch sind, könnten sie in naher Zukunft ansteigen und damit Zweifel an der Nachhaltigkeit der Schulden reflektieren – jüngste Entwicklungen in Griechenland zeigen, dass eine solche Möglichkeit nicht abwegig ist. Die Regierungen müssen daher glaubwürdige Strategien definieren, wie sie die Defizite mittelfristig abbauen wollen.

Ein zentrales Problem bei der Ausgestaltung solcher Strategien ist, dass durch das Antizipieren zukünftiger Steuererhöhungen und/oder Ausgabensenkungen die Wirtschaft bereits heute behindert werden kann, da die Individuen ihr Lebenseinkommen als niedriger beurteilen und Firmen deshalb einen Rückgang der Nachfrage erwarten. Dies muss nicht zwangsläufig eintreten. Im Gegenteil ist es möglich, Strategien zur Schuldenkonsolidierung zu entwerfen, die sogar die aktuellen Impulse unterstützen.

Ein Weg zur Abstimmung einer glaubwürdigen Strategie zur Defizitreduzierung mit der Notwendigkeit, der geschwächten Wirtschaft nicht zu schaden, ist das Ankündigen von Erhöhungen

von Konsumsteuern, z.B. der Mehrwertsteuer, in der Zukunft, z.B. in einem Jahr. Die Individuen würden ihre Ausgaben vorziehen und so die Wirtschaft ankurbeln.

Ein anderer Weg ist das Ankündigen wohl definierter Maßnahmen, welche die Staatsausgaben für Güter und Dienstleistungen unter ihren bisherigen Trend bringen würden. Sie sollen jedoch erst in ferner Zukunft implementiert werden, um zu verhindern, dass die Wirtschaft einem zusätzlichen deflationären Druck ausgesetzt wird, wenn die Regelzinssätze nahe Null sind. Vorausgesetzt, dass sie nicht zu früh in Kraft treten, sind zukünftige Ausgabenkürzungen für die Erholungsphase der Wirtschaft vorteilhaft, da sie einen Anstieg der langfristigen Zinssätze mit sich bringen (genauso wie sie die Bedenken der Nachhaltigkeit der Schulden vermindern).

Ein letzter Punkt betrifft die Koordinierung. Die Versuche, die Wirtschaft anzukurbeln, profitierten von den Koordinationsbestrebungen. Für ein einzelnes Land könnte sich ein Ausgabenanstieg zu einem großen Teil in höheren Importen widerspiegeln und somit Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen andernorts erzeugen. Koordinierte Politik reduziert dieses Risiko. Im Prinzip gilt ein ähnliches Argument bei der Anpassung der Staatsausgaben (mit unterschiedlichem Vorzeichen). Wenn alle Länder gleichzeitig und unabhängig voneinander einen Sparkurs einleiteten, ohne die negativen Effekte auf die ausländische Produktion zu berücksichtigen, würde dies den wirtschaftlichen Erholungsprozess behindern. Dieser nachteilige Effekt könnte durch eine Koordinierung der Politikmaßnahmen verringert werden und so möglicherweise zu einer Politik der kleinen Schritte führen.

Jedoch sollte dieses abgestimmte Verhalten nicht mit der Einführung der notwendigen Maßnahmen zur Stabilitätssicherung in Konflikt geraten. Die am stärksten betroffenen Länder oder die mit den desolatesten Staatsfinanzen sollten sich als erstes und tiefgreifend anpassen, um ein Ausbreiten der Zweifel über ihre Nachhaltigkeit zu verhindern. Wenn das schrittweise Vorgehen im Namen der Koordination Zweifel an der Schuldenkonsolidierung nährt, dann ist keine Koordination die bessere Option.

Unter allen entwickelten Ländern ist das Land mit den größten Ungleichgewichten – nicht nur bei den Staatsfinanzen, sondern auch mit seiner Leistungsbilanz – die USA. Kapitel 4 diskutiert die Sachverhalte, die mit den Anpassungsmaßnahmen der Vereinigten Staaten in Verbindung gebracht werden.

Kapitel 4: Die US-Anpassungsnotwendigkeiten

Gegeben der Größe des US-Haushalts- und Leistungsbilanzdefizits kommt die zentrale Frage auf, ob sich die US-Wirtschaft auf einem nachhaltigen Pfad befindet, und in welchem Ausmaß sich die Antwort auf diese Frage während der jüngsten Finanzkrise verändert hat.

Als erstes müssen wir anmerken, dass ein Leistungsbilanzdefizit nicht zwangsläufig umgekehrt werden muss, um Nachhaltigkeit garantieren zu können. Grundsätzlich gilt genau dasselbe für ein

Haushaltsdefizit. Es hängt von dem Verhältnis der Wachstumsrate der Wirtschaft zum Schuldzinssatz ab. Liegt die Wachstumsrate der Wirtschaft über dem Zinssatz, verringern sich die Schulden im Verhältnis zum BIP stärker als die Schulden durch die zusätzlichen Zinszahlungen ansteigen.

Vor der Finanzkrise sah die Prognose für das kommende Jahrzehnt klare Fortschritte für den US-amerikanischen Haushalt. Die Vorausschätzung des Congressional Budget Office (CBO), die kurz vor der Krise gemacht worden war, beinhaltete die Umwandlung des Defizits in einen Überschuss und ein Absinken der Schuldenquote ab 2013. Allerdings sahen die langfristigen Prognosen schon vor der Krise deutlich weniger rosig aus. Wegen der alternden Gesellschaft und der steigenden Kosten im Gesundheitswesen wurde mit einem beschleunigten Anstieg der Bundesgesundheitsausgaben (Medicare), des Gesundheitsdiensts für Bedürftige (Medicaid) und der Sozialhilfe gerechnet, wodurch ein offenkundiges und alarmierendes Ungleichgewicht zwischen den Ausgaben der Regierung und der Zahlungsbereitschaft der Wähler offenbart wird.

Die CBO-Prognosen veränderten sich während der Finanzkrise im Jahr 2009 dramatisch. Im August 2009 wurde erwartet, dass die US-Staatsschulden sehr schnell ansteigen würden. Der steigende Trend der Schuldenquote aus den 80er Jahren ist zurück und eventuell noch stärker als zuvor.

Mitte 2009 wurde die Prognose in ein noch nie dagewesenes Defizit von 11,2 % geändert. Dies ist beinahe doppelt so hoch wie das bisherige Rekorddefizit von 6,0 % im Jahr 1983. Außerdem sieht die CBO-Prognose vor, dass das Defizit auch in den Jahren 2010 und 2011 über diesem vorherigen Rekord liegen wird.

Das BIP-Wachstum wird 2012 wieder zu seiner alten Stärke zurückfinden. Anders sieht es beim Budgetdefizit aus, das vermutlich nicht auf seinen vorherigen Kurs zurückgebracht werden kann. Anstatt schwarzer Zahlen für Mitte dieses Jahrzehnts, weist nun die Prognose für die gesamte Periode ein Defizit in Höhe von 3 % des BIP auf. Teilweise kann dies durch höhere Zinskosten im Zusammenhang mit dem Schuldenaufbau erklärt werden. Es ist jedoch alarmierend, dass, auch wenn man um die Zinszahlungen bereinigt, der Haushaltsplan um 2 % des BIP schwächer als vor der Krise ausfällt.

Vor der Krise deuteten wichtige Indikatoren auf eine nicht-tragbare Haushaltssituation in der langen Sicht hin, d.h. für den Zeitraum nach diesem Jahrzehnt. Mittelfristig gab es jedoch keine unmittelbare Gefahr. Nach der Krise sind die Bedingungen nun auch kurzfristig alarmierend.

In Bezug auf die Außenhandelsbilanz weisen wir darauf hin, dass es erhebliche Unterschiede in der Art der Leistungsbilanzberechnung gibt. Insbesondere werden die Erträge, inklusive der Kapitalerträge des beträchtlichen Bestands an ausländischen Bruttowertanlagen, in einigen offiziellen Berechnungen der Leistungsbilanz unterschätzt. Die Vereinigten Staaten besitzen ausländische Bruttowertanlagen, die über dem Wert des jährlichen BIP liegen. Außerdem lagen jahrzehntelang die Erträge aus ihren Wertanlagen über den Kosten ihrer Verbindlichkeiten. Dieses

Ertragsprivileg erlaubt es den USA, ein Handelsbilanzdefizit von etwa 4 % des BIP zu haben, ohne dabei die Nettoauslandsschulden zu erhöhen.

Wenn diese besondere Ertragslage bestehen bleibt, wird der Schuldenaufbau die USA nicht zu großen Anpassungsmaßnahmen und einer Abwertung zwingen. Dementsprechend besteht für das Leistungsbilanzdefizit kein Grund zur Sorge. Allerdings wissen wir nicht, warum die USA ein solches Ertragsprivileg genießen. Es scheint plausibel zu sein, dass Teile davon durch den überlegenen Finanzsektor in den USA erklärt werden können. In diesem Fall dürfte durch die Finanzkrise ein Teil dieser Überlegenheit vernichtet worden sein, was zu niedrigeren Erträgen und einer verminderten Möglichkeit amerikanischer Bürger, Einkommen durch die Aufnahme von ausländischen Risiken zu erwirtschaften, führen könnte. Sollte das Ertragsprivileg verschwinden, müssten ziemlich dramatische und schnelle strukturelle Anpassungsmaßnahmen getroffen werden, die einen großen Einfluss auf die Weltwirtschaft und den Wert des US-Dollars hätten.

Das letzte Kapitel erörtert die Auswirkungen der Krise auf den Erfolg der Eurozone.

Kapitel 5: Die Auswirkungen der Krise auf den Euroraum

Die aktuelle Krise führte dazu, dass zahlreiche Analysten die Rolle des Euro neu bewerten. Man muss kritiklos hinnehmen, dass sich der Euroraum in der Verhinderung der gewaltigen Finanzkrise der angelsächsischen Länder recht gut machte. Hat die Krise die Tugenden des Euro bewiesen oder kann sie der Ursprung einer Anspannung sein, welche die Überlebensfähigkeit der Europäischen Währungsunion belastet?

Wir erkennen, dass die Zugehörigkeit zum Euroraum geholfen hat, eine mögliche „Doppelkrise“ zu vermeiden, sprich eine gleichzeitige Krise der Banken und der Zahlungsbilanz der Mitgliedsländer. Solche Krisen können auftreten, wenn die Verbindlichkeiten der Finanzinstitute in Fremdwährungen bewertet sind. Während solcher Krisen mindern die Erwartungen eines plötzlichen Wechselkurseinbruchs die Zahlungsfähigkeit der Institute, wodurch ein Ansturm auf die Banken wahrscheinlicher wird. Wenn diese Krisen eher selbsterfüllend sind als dass sie auf Fundamentalwerten basieren, ist der Euro zweifelsohne vorteilhaft. Er reduziert die Wahrscheinlichkeit solcher Krisen, da die Mitgliedsländer Kredite in Euro aufnehmen und es sehr unwahrscheinlich ist, dass, selbst wenn sie dies in einer fremden Währung machen müssten, der Schuldenüberhang in einem bestimmten Land eine starke Abwertung des Euros zur Folge hätte, da dieses Land nur für einen kleinen Teil der gesamten Wirtschaft des Euroraums verantwortlich ist.

Auf der anderen Seite bringt die Krise einige problematische Szenarien mit sich. Ein denkbares Szenario ist eine schnelle exzessive Aufwertung des Euro, die eine Flucht aus US-amerikanischen Anlagen widerspiegelt. Ein anderes ist eine Zahlungsbilanzkrise in zentral- und osteuropäischen Ländern. Trotz der Tatsache, dass diese Länder nicht Teil der Währungsunion sind, betreffen die dortige finanzmarkttechnische und makroökonomische Fragilität den Euroraum, da erwartet wird, dass sie der Währungsunion eines Tages beitreten werden. Während wir das erste Szenario für

unwahrscheinlich halten – obwohl es keineswegs ausgeschlossen werden kann (in Anbetracht unserer Analyse der US-Anpassungsnotwendigkeiten) – wird das zweite Szenario die Politiker des Euroraumes vor schwierige Entscheidungen stellen. Diese wären Rettungsaktionen einzelner osteuropäischer Länder, die den Euroraum schwächen könnten, eine früher Beitritt von östlichen Beitrittskandidaten zu inadäquaten Wechselkursrelationen und unter ungünstigen wirtschaftlichen Bedingungen, oder eine Zahlungsbilanzkrise im Osten, die den Beitritt verzögert.

Zum Schluss zeigen wir, insbesondere in Hinblick auf Inflationsunterschiede und ausländische Nettokapitalpositionen, eine Reihe von Asymmetrien und Ungleichgewichten unter den Kernmitgliedern der Währungsunion. Es ist unklar, ob die Krise diese Asymmetrien verschärft oder dämpft. Aber die Entwicklung der Zinsdifferentiale (Spreads) bei Staatsanleihen während der Krise legt nahe, dass die Glaubwürdigkeit des Euroraums nicht vollkommen ist. Plausibel ist, dass die Asymmetrien, obwohl nicht durch die Krise hervorgehoben, die Glaubwürdigkeit der Währungszone unterminieren, welche in Krisenzeiten ohnehin ein kritischer Faktor ist. Eine sinkende Wirtschaftsleistung kann Ungleichgewichte, wie zum Beispiel eine niedrige Wettbewerbsfähigkeit, hohe Handelsbilanzdefizite oder hohe Staatsschulden, problematischer machen und so die Wahrscheinlichkeit eines Ausstiegs aus dem Euroraum oder das Nichtbedienen der Staatsschulden erhöhen. Der Anstieg der Spreads während der Krise deutet darauf hin, dass über einen 10-Jahres-Horizont und für ein am Rand liegendes Land die Märkte diese Möglichkeiten als nicht seltene Ereignisse ansehen.

Ein solcher Fall ist Griechenland: im Dezember 2009 wurde seine Staatsverschuldung auf BBB herabgestuft. Die Spreads schnellten wieder hoch als die Schulden auf weit über 100 % des BIP stiegen. Die niedrige Wettbewerbsfähigkeit, aufgrund der zuletzt angehäuften Inflationsunterschiede, macht es schwierig, aus der Rezession herauszukommen. Mögliche Szenarien beinhalten die vollständige Zahlungsunfähigkeit, den Ausstieg aus dem Euroraum oder eine Rettungsaktion durch die europäischen Kernländer. Keines dieser Szenarien ist für den Euro von Vorteil. Eine Rettungsaktion kann besonders problematisch sein, wenn es nicht gelingt, eine Ansteckung anderer, deutlich größerer Ökonomien mit einem Staatsverschuldungsüberhang wie Belgien oder Italien, für die eine Rettungsaktion zu kostspielig wäre, zu verhindern.