

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Der Ruf nach Reformen in der Euro-Zone ist in aller Munde. Sie sind die Lösung für Wachstumsschwäche, hohe Arbeitslosigkeit und steigende Schuldenquoten. Über den Inhalt der Reformen scheint grundsätzlich Konsens zu bestehen. So sollte die Wirtschaft flexibler sein, z. B. durch Abbau von Bürokratie, Flexibilisierung des Arbeitsmarktes und Öffnung der Wirtschaft zu globalen Märkten. Eine Verbesserung bzw. ein Überschuss der Leistungsbilanz wird häufig als Hinweis auf eine Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit eines Landes interpretiert. Ein Überschuss gilt als Indiz für erfolgreiche Reformen. Nach diesem Maßstab steht die Euro-Zone, die seit 2012 einen merklichen Leistungsbilanzüberschuss aufweisen kann, insgesamt relativ gut da.

Die Schuldenquote in der Euro-Zone steigt zwar seit fast zehn Jahren, aber jetzt scheint die Wende möglich – wozu in großem Maße die EZB beigetragen hat. Denn ihre Politik senkt nicht nur die Zinslast, sondern stützt auch das nominale BIP-Wachstum. Das bedeutet eine Entlastung und die Möglichkeit, einen Überschuss der Primärbilanz (Staatseinnahmen minus Ausgaben ohne Zinszahlungen) zu erreichen. Zudem sollte die Zinslast auf Sicht sinken, da die aktuellen Renditen weit unter der effektiven Zinsrate der Staaten liegen. Jedoch sieht Deutschland diese Entwicklung eher kritisch, da die EZB mit ihrer Zinspolitik den Reformdruck lähmt. Ob hohe Zinsen und Spardruck ein effektives Mittel sind, Länder auf Reformkurs zu bringen, ist angesichts des systematischen Risikos einer solchen Politik für die Euro-Zone eher zweifelhaft. So ist es nicht die EZB, die Reformen verhindert, sondern es sind fehlende Reformen der Euro-Zone, die einen Zinsanstieg verhindern. Doch warum ist es so schwer, Reformen umzusetzen? Das könnte daran liegen, dass EU-Mitgliedsländer trotz Stabilitätspakt immer noch eine unterschiedliche Sichtweise haben, nicht nur über die Rolle der Geld- und Wirtschaftspolitik, sondern auch über Eigenverantwortung und Solidarität.

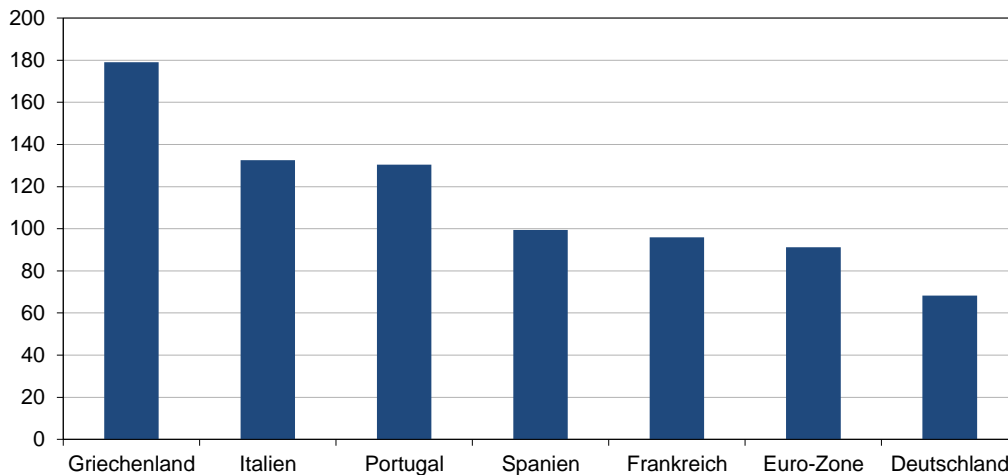
Die Finanzkrise hat durch den konjunkturellen Einbruch und den daraus resultierenden Konsolidierungs- und Reformdruck die grundsätzliche Uneinigkeit über die Wirtschaftspolitik sichtbar gemacht. Vereinbarte Defizitziele werden nur schwer und durch eigene Anstrengungen erst gar nicht erreicht ([siehe IKB Barometer Spezial Oktober 2016](#)). Zudem wird die Rolle der EZB und deren Rettungsmechanismen unterschiedlich beurteilt, und regionale Wahlen entwickeln sich oftmals als eine Abstimmung über die Zustimmung zu EU-Regeln. Doch Krisenzeiten können auch Phasen des Neuanfangs sein und das Verhalten in Folge der Krisenerfahrung verändern. EZB-Präsident Draghi forderte deshalb jüngst vor dem EU-Parlament eine gemeinsame Ausrichtung der Euro-Mitgliedsstaaten. Jedoch scheint nach der Krise und den Erfahrungen einzelner EU-Länder immer noch keine Annäherung in einem gemeinsamen Handeln und einem Verständnis über die notwendigen Schritte zu herrschen. Frankreich und Italien sehen vor allem die EZB in der Pflicht, ihre Probleme zu lösen, und forcieren eine Sozialisierung ihrer Probleme. Mit jeder weiteren Rezession und dem dauerhaft bestehenden Rettungsmechanismus (ESM) werden sie in ihrem Handeln bestärkt. In Deutschland hat ebenfalls kein Umdenken stattgefunden. Die Sparpolitik wird weiterhin trotz der Folgeschäden in Ländern wie Portugal oder Griechenland als richtig angesehen, und grundsätzlich bleiben Zweifel Deutschlands an der EZB-Krisenpolitik bestehen.

Angesichts der gegensätzlichen Meinungen über die wirtschaftspolitische Ordnung in der Euro-Zone scheint eine homogene Interessensgemeinschaft, die zu einer „Vollendung“ der Euro-Zone mit einem hohen Maß an Eigenverantwortung führt, nur mit anhaltend hohem Wachstum erreichbar zu sein. Doch solch eine Harmonie wäre trügerisch, da mit anhaltendem Wachstum nicht zu rechnen ist. Und dennoch gibt man sich – ohne schwierige Entscheidungen und Reformen treffen zu müssen – weiterhin den Anschein eigenverantwortlichen Handelns. So mag aktuell durch die konjunkturelle Erholung ein Interessenkonsens vieler Euro-Staaten bestehen; die Gegensätze insbesondere zwischen Deutschland und den anderen großen Euro-Ländern über die Themen Haftung, Gemeinschaft und Wirtschaftspolitik scheinen jedoch grundsätzlich weiter zu existieren. Umso überraschender ist es, dass die EU-Kommission in ihrem jüngsten Dokument zur Stärkung der EU ein höheres Maß an Solidarität, Lastenteilung des Risikos und der Verantwortung fordert und sich dementsprechend für eine Banken-, Kapitalmarkt- und Fiskalunion ausspricht. Wird hier der zweite vor dem ersten Schritt getan? EZB-Präsident Draghi betonte jüngst vor dem EU-Parlament, dass sich die Probleme der Euro-Zone vor allem aus der noch nicht vollendeten Währungsunion ergeben. Doch scheint es nicht eher an dem unterschiedlichen Bild der EU-Mitgliedsstaaten über eine vollendete Union zu liegen?

Ein breiter allgemeiner konjunktureller Abschwung würde wie ein Katalysator wirken, der die Euro-Zone relativ zügig in eine Haftungsunion führen wird. Dies gilt insbesondere für die aktuell ausgereizte Geldpolitik sowie die fragile Schuldentragfähigkeit einzelner Länder. Eine Euro-Zone mit hoher Eigenverantwortung der einzelnen im Sinne der deutschen Sichtweise zur Währungsunion ist somit nur mit anhaltendem hohem Wachstum möglich. Das ist angesichts der unterschiedlichen Sichtweisen über Reformen und dem aktuellen Wachstumspotenzial wenig realistisch. Spätestens mit einem erneuten

konjunkturellen Einbruch wird die einseitige Neigung zu einer Haftungsunion erneut im Vordergrund stehen, was vor allem Deutschland unter Druck setzen sollte.

Abb. 1: Staatsschuldenquote ausgewählter Euro-Länder 2016 in % des BIP



Quelle: Europäische Kommission

Sind EU-Verträge nur Absichtserklärungen, die bei veränderten Rahmenbedingungen angepasst werden? Dies scheint sicherlich im Falle des Maastricht-Vertrags die Realität zu sein. Rückblickend ist es zweifelhaft, ob überhaupt ein Euro-Mitgliedsland jemals die Ziele dieses Vertrags als absolut bindend angesehen hat. Der Grund ist offensichtlich. Euro-Verträge sind nicht zwischen einzelnen Personen geschlossen worden, die unter einem bindenden Gesetz stehen, sondern zwischen souveränen Staaten. So sind diese Verträge kein bindendes Gesetz, sondern eher als Absichtserklärung zu sehen, die nicht bedingungslos umgesetzt werden. Die EU bleibt den Beweis noch schuldig, dass Vereinbarungen wie der Stabilitätspakt oder die Nichtbeistandsklausel unabhängig von der Konjunktur oder politischen Wahlen gelten. Das Argument, dass eine Krise eine Ausnahme der Nichtbeistandsklausel rechtfertigt, ist naiv, da jedes Schuldenproblem eines EU-Mitgliedslandes bereits eine Krise ist.

Zur Bewältigung einer Krise braucht es eine Krisenpolitik, vor allem was die Geld- und Fiskalpolitik angeht. Die EZB hat die Gemeinschaftswährung durch ihre Liquiditätsbereitstellung, Zinssenkungen und Aufkaufprogramme gerettet und stabilisiert. Die Umstände haben es notwendig gemacht, dass sie ihr Instrumentarium deutlich ausweitet hat. Auch hier gelten Mandate und Verträge immer in Abhängigkeit zu den Rahmenbedingungen, was sich hier als richtig erweisen könnte. Ob sich dies unter einer deutschen EZB-Präsidentschaft ändern sollte, ist zweifelhaft bzw. womöglich unerwünscht. Schließlich sind es nicht Prinzipien oder mögliche langfristige Folgen, die eine Geldpolitik treiben sollten, sondern das effektive Löschen des Brandes. Dies wäre nicht nur die Sichtweise von Keynes, sondern sie wird auch durch die Bewältigung von historischen Finanzkrisen und Notenbankaktivitäten bestätigt. So ist auch weniger die Krisenpolitik der EU zu kritisieren als die Tatsache, dass sich die Länder durch die Krise in ihrem wirtschaftspolitischen Denken nicht näher gekommen sind. Außerdem steht ein permanenter Krisenmechanismus wie der ESM trotz Auflagen im Falle einer Aktivierung im Widerspruch zum Prinzip der Eigenverantwortung der Länder. Die Lehre aus der Krise scheint mehr Regulierung, gemeinschaftliches Handeln und Haftung zu sein. Die Lösung wird in einem engeren Zusammenhalt gesehen, der sich vor allem durch die Sozialisierung von Problemen und Verantwortungen ergibt und unweigerlich in einer Haftungsunion mündet. Aktuelle Äußerungen der EU-Kommission gehen in diese Richtung.

Die EZB kann nicht alle Brände auf Dauer löschen. Konjunkturzyklen und eine schwindende Schuldentragfähigkeit können durch ihre Politik nicht aufgehoben werden, die Konsequenzen können bestenfalls kurzfristig gemildert werden. So hat die EZB der Euro-Zone wichtigen Handlungsraum verschafft. Doch auch hierüber scheint immer noch kein Konsens zu bestehen. Für manche (vor allem Deutschland) ist es nicht die Aufgabe der Notenbank, die Kapitalmärkte zu fluten und die Refinanzierung der Staaten zu vereinfachen. Für andere dagegen steht die EZB in der Pflicht dies zu tun. Entscheidend für die Geldpolitik wird jedoch sein, in welchem Maße die Länder der EZB mit Reformen und damit höherem Wachstum den Raum geben, sich von ihrer Krisenpolitik zu verabschieden. So bleibt es abzuwarten, in welchem Maße sich die EZB vollständig von ihrer Krisenpolitik mittelfristig lösen kann.

Fazit: Noch immer sind sich die Euro-Länder in ihrem Grundverständnis über die wirtschaftliche Ordnung nicht viel näher gekommen, auch wenn die aktuell gute Konjunktur den Schein eines Konsens schafft. Dies gilt vor allem für Themen wie notwendige Reformen, die mittelfristige Rolle der EZB sowie die zukünftige Ausgestaltung von Anreizen und Pflichten innerhalb der Währungsunion. Der Gedanke, dass auf Grundlage von Verträgen eine homogene Wirtschaftspolitik von Staaten eingefordert werden kann, bleibt hingegen in einem Umfeld volatiler Konjunktur und eingeschränkter Effektivität der Geldpolitik eher eine Illusion. Das bedeutet, dass die EU-Mitgliedsstaaten ihre einseitige Neigung für eine Sozialisierung von Länderproblemen fortsetzen werden; ein Kurs, der auch aktuell von der EU-Kommission mehr und mehr als ultimative Lösung gesehen wird. Nur eine andauernde robuste Konjunkturerholung würde ein stärker ausgeglichenes Meinungsbild bzw. Grundverständnis der Staaten zur Währungsunion sicherstellen und ursprünglich gültige Prinzipien der Eigenverantwortung wieder zum Tragen kommen lassen. Das bleibt allerdings eine Herausforderung.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Böttkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

6. Juni 2017

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann

Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz