

Wirtschaftspolitik

Roland Döhrn / Wim Kösters

Im Verlauf des Jahres 2013 hat sich die Konjunktur in der EU deutlich belebt. Nachdem das reale BIP sechs Quartale in Folge nicht gewachsen war, expandierte es ab dem zweiten Quartal 2013 wieder spürbar. Im Jahresdurchschnitt war die Zunahme mit 0,1% zwar nur gering, im Jahr zuvor war die Wirtschaftsleistung aber um 0,4% gesunken. Früher als in der EU insgesamt setzte der Aufschwung in Großbritannien ein, wo die Belebung auch deutlich schwungvoller verlief. Hier expandierte das BIP im Jahr 2013 bereits mit einer Rate von 1,7%. Später vollzog sich die konjunkturelle Wende im Euro-Raum, wo die Rezession ausgeprägter war und der Aufschwung weniger Kraft entfaltete. Immerhin erhöhte sich hier die Wirtschaftsleistung wieder nach sechs rückläufigen Quartalen. Im Jahresdurchschnitt lag das BIP allerdings, auch aufgrund des statistischen Unterhangs, nochmals unter dem des Vorjahres. Zudem war die Entwicklung in den einzelnen Ländern sehr unstet.

Unter den Ländern, die Hilfen der EU in Anspruch nehmen mussten, scheint insbesondere Spanien die konjunkturelle Wende vollzogen zu haben. Hier wächst das BIP nach neun rückläufigen Quartalen seit der Jahresmitte 2013 wieder. Auch in Portugal ist die Wirtschaft inzwischen wohl auf Expansionskurs. Für Griechenland erwartet die Europäische Kommission einen Anstieg des BIP im Jahr 2014, allerdings ist hier die Datenlage nach wie vor wenig aussagekräftig. Noch nicht vorüber ist die Rezession in Zypern.

Von den großen Ländern des Euro-Raums wartet Italien immer noch auf eine Wende zum Besseren. Ausgesprochen schwach blieb die Expansion in Frankreich. Sehr unstet, mit zeitweiligen Rückgängen der Wirtschaftsleistung, verlief die Entwicklung in Finnland und in den Niederlanden. Deutlich aufwärts gerichtet war unter den Euro-Raum-Ländern die Konjunktur in Deutschland, in Belgien, in Luxemburg, in Österreich und in der Slowakei. Außerhalb des Euro-Raums befanden sich – außer in Großbritannien – die meisten EU-Mitglieder in Mitteleuropa in einem spürbaren Aufschwung, wobei sie insbesondere von der besseren Konjunktur im Euro-Raum profitieren.

Die bessere Konjunktur schlägt inzwischen auch positiv auf den Arbeitsmarkt in der EU durch. Seit Mai 2013, als die Arbeitslosenquote mit 10,9% ihren höchsten Stand aufwies, ist sie im Verlauf eines Jahres um 0,6 Prozentpunkte gesunken. Im Euro-Raum setzte der Rückgang etwas später ein und er fiel mit 0,4 Prozentpunkten auch etwas schwächer aus. Außer in Großbritannien, wo die kräftige gesamtwirtschaftliche Expansion den Arbeitsmarkt inzwischen deutlich antreibt, war der Abbau der Arbeitslosigkeit in Irland, in Spanien und in Portugal besonders ausgeprägt. Dies hat allerdings nicht nur konjunkturelle Gründe. Vielmehr wanderten aus diesen Ländern auch zahlreiche Arbeitnehmer in EU-Länder mit besserer Wirtschaftslage. Allerdings sinkt die Arbeitslosigkeit inzwischen auf breiter Front. Allein in Italien ist noch keine Trendwende erreicht. Ungeachtet dessen bleiben die Unterschiede zwischen den Ländern beträchtlich. Während in Spanien und in Griechenland die (harmonisierten) Arbeitslosenquoten zuletzt noch über 25% lagen, liegen sie in Deutschland und Österreich im Bereich von 5%.

Eine in vielen Ländern weiterhin geringe Kapazitätsauslastung und eine hohe Arbeitslosigkeit übten dort einen Druck auf Löhne und Preise in der EU aus. In nahezu allen Ländern sank die Inflationsrate seit Mitte 2012 mehr oder weniger kontinuierlich. Im Euro-Raum hatte sie damals noch bei 2,7% gelegen, zur Jahresmitte 2014 belief sie sich auf nur noch 0,5%. Damit lag sie weit unterhalb des Zielwerts der EZB, die eine Preissteigerungsrate von unter aber nahe bei 2% anstrebt. Zwar ist die Verlangsamung des Preisauftriebs zum Teil auf rückläufige Energiepreise zurückzuführen. Aber auch die Kernrate der Inflation, gemessen am Preisindex ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, war zuletzt mit 0,8% ausgesprochen niedrig. Insbesondere in Griechenland, aber auch in Portugal und Zypern sank dabei das Preisniveau, und in Spanien und Italien war der Preisanstieg äußerst moderat. Mit Blick auf die Herstellung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder ist diese Preisentwicklung zwar positiv zu bewerten. Allerdings blieb der Preisanstieg in den Ländern mit höherer Kapazitätsauslastung ebenfalls deutlich unter der Marke von 2%.

EZB verstärkt Expansionskurs

Angesichts der anhaltend rückläufigen und niedrigen Inflation wurden in zunehmendem Maße Befürchtungen laut, der Euro-Raum steuere auf eine Deflation zu. Zwar schloss sich die EZB dieser Argumentation nicht an. Sie verwies vielmehr wiederholt darauf, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen weiterhin an ihrem Inflationsziel verankert seien, die Märkte also erwarten, dass die Phase äußerst geringer Preissteigerungen nicht von Dauer sein wird. Gleichwohl sah sie geldpolitischen Handlungsbedarf, begründete mit der nach wie vor unzureichenden Transmission ihrer Geldpolitik in die Realwirtschaft, die unter anderem daran abzulesen sei, dass die Kreditvergabe weiterhin schwach sei.

Bereits im Verlauf von 2013 hatte die EZB den Hauptrefinanzierungssatz zweimal um jeweils 25 Basispunkte auf 0,25% gesenkt. Mit Wirkung vom 11. Juni 2014 reduzierte sie ihn ein weiteres Mal auf 0,15% und am 10. September 2014 ein weiteres Mal auf den historischen Tiefststand von 0,05%. Zeitgleich mit dieser Zinssenkung wurde der Zinssatz auf Einlagen von Geschäftsbanken bei der EZB, der seit Mitte 2012 ohnehin schon 0% betragen hatte, auf -0,2% festgesetzt, womit Geschäftsbanken einen – wenn auch kleinen – Strafzins zahlen, wenn sie Geld auf Konten der EZB belassen. Der Zins für Spitzenrefinanzierungsgeschäfte liegt bei 0,3%. Ferner kündigte die EZB gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte und zwei Programme zum Ankauf von Wertpapieren an. Im Rahmen des ersten Programms sollen besicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities) höchster Bonität erworben werden, im Rahmen des zweiten gedeckte Schuldverschreibungen.

Primäres Ziel der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte ist es, die Kreditvergabe im Euro-Raum zu stärken. Das Volumen der an Private vergebenen Kredite war nämlich – ungeachtet der expansiven Geldpolitik – bis zuletzt rückläufig. Im Jahresdurchschnitt 2013 war es um 1,5% gesunken, und im ersten Halbjahr 2014 war es sogar gut 2% geringer als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Da eine bessere Kreditvergabe auch den Aufschwung der Realwirtschaft stützen dürfte, zielt die EZB mit ihrer stark akkommodierenden Geldpolitik – zumindest nach offizieller Lesart – darauf, die mittelfristigen Inflationserwartungen bei 2% zu halten. In diesem Sinne hat der Rat der EZB einstimmig beschlossen, „innerhalb seines Mandats auch unkonventionelle Instrumente einzusetzen, falls es erforderlich werden sollte, den Risiken einer zu lang anhaltenden Phase niedriger Inflation weiter entgegenzutreten.“¹

1 Monatsbericht der EZB vom Juni 2014, Editorial.

Ausgewählte Wirtschaftskennindikatoren der EU-Länder

	Reales Wirtschaftswachstum ¹				Anstieg der Verbraucherpreise ²				Arbeitslosenquote ³				Finanzierungssaldo des öffentlichen Haushalts ⁴			
	2011	2012	2013	2013	2011	2012	2013	2013	2011	2012	2013	2013	2011	2012	2013	
Belgien	1.8	0.1	0.2	0.2	3.4	2.6	1.2	1.2	7.2	7.6	8.4	8.4	-3.8	-4.1	-2.6	
Deutschland	3.3	0.7	0.4	0.4	2.5	2.1	1.6	1.6	5.9	5.5	5.3	5.3	-0.8	0.1	0.0	
Estland	9.6	3.9	0.8	0.8	5.1	4.2	3.2	3.2	12.3	10.0	8.6	8.6	1.1	-0.2	-0.2	
Finnland	2.8	-1.0	-1.4	-1.4	3.3	3.2	2.2	2.2	7.8	7.7	8.2	8.2	-0.7	-1.8	-2.1	
Frankreich	2.0	0.0	0.2	0.2	2.3	2.2	1.0	1.0	9.2	9.8	10.3	10.3	-5.2	-4.9	-4.3	
Griechenland	-7.1	-7.0	-3.9	-3.9	3.1	1.0	-0.9	-0.9	17.7	24.3	27.3	27.3	-9.6	-8.9	-12.7	
Irland	2.2	0.2	-0.3	-0.3	1.2	1.9	0.5	0.5	14.7	14.7	13.1	13.1	-3.7	-8.2	-7.2	
Italien	0.4	-2.4	-1.9	-1.9	2.9	3.3	1.3	1.3	8.4	10.7	12.2	12.2	-3.7	-3.0	-3.0	
Lettland	5.3	5.2	4.1	4.1	4.2	2.3	0.0	0.0	16.2	15.0	11.9	11.9	-3.5	-1.3	-1.0	
Luxemburg	1.9	-0.2	2.1	2.1	3.7	2.9	1.7	1.7	4.8	5.1	5.8	5.8	0.2	0.0	0.1	
Malta	1.6	0.6	2.4	2.4	2.5	3.2	1.0	1.0	6.5	6.4	6.5	6.5	-2.7	-3.3	-2.8	
Niederlande	0.9	-1.2	-0.8	-0.8	2.5	2.8	2.6	2.6	4.4	5.3	6.7	6.7	-4.3	-4.1	-2.5	
Österreich	2.8	0.9	0.4	0.4	3.6	2.6	2.1	2.1	4.2	4.3	4.9	4.9	-2.5	-2.6	-1.5	
Portugal	-1.3	-3.2	-1.4	-1.4	3.6	2.8	0.4	0.4	12.9	15.9	16.5	16.5	-4.3	-6.4	-4.9	
Slowakei	3.0	1.8	0.9	0.9	4.1	3.7	1.5	1.5	13.7	14.0	14.2	14.2	-4.8	-4.5	-2.8	
Slowenien	0.7	-2.5	-1.1	-1.1	2.1	2.8	1.9	1.9	8.2	8.9	10.1	10.1	-6.4	-4.0	-14.7	
Spanien	0.1	-1.6	-1.2	-1.2	3.1	2.4	1.5	1.5	21.7	25.0	26.4	26.4	-9.6	-10.6	-7.1	
Zypern	0.4	-2.4	-5.4	-5.4	3.5	3.1	0.4	0.4	7.9	11.9	15.9	15.9	-6.3	-6.4	-5.4	
Euro-Raum	1.6	-0.7	-0.4	-0.4	2.7	2.5	1.3	1.3	10.1	11.3	12.0	12.0	-4.1	-3.7	-3.0	
Bulgarien	1.8	0.6	0.9	0.9	3.4	2.4	0.5	0.5	11.3	12.3	13.0	13.0	-2.0	-0.8	-1.5	
Dänemark	1.1	-0.4	0.4	0.4	2.7	2.4	0.5	0.5	7.6	7.5	7.0	7.0	-1.9	-3.8	-0.8	
Großbritannien	1.1	0.3	1.7	1.7	4.5	2.8	2.6	2.6	8.0	7.9	7.5	7.5	-7.6	-6.1	-5.8	
Kroatien	-0.2	-1.9	-1.0	-1.0	2.2	3.4	2.3	2.3	13.5	15.9	17.2	17.2	-7.8	-5.0	-4.9	
Litauen	6.0	3.7	3.3	3.3	4.1	3.2	1.2	1.2	15.4	13.4	11.8	11.8	-5.5	-3.2	-2.2	
Polen	4.5	2.0	1.6	1.6	3.9	3.7	0.8	0.8	9.7	10.1	10.3	10.3	-5.1	-3.9	-4.3	
Rumänien	2.3	0.6	3.5	3.5	5.8	3.4	3.2	3.2	7.4	7.0	7.3	7.3	-5.5	-3.0	-2.3	
Schweden	2.9	0.9	1.5	1.5	1.4	0.9	0.4	0.4	7.8	8.0	8.0	8.0	0.2	-0.6	-1.1	
Tschechische Rep.	1.8	-1.0	-0.9	-0.9	2.1	3.5	1.4	1.4	6.7	7.0	7.0	7.0	-3.2	-4.2	-1.5	
Ungarn	1.6	-1.7	1.1	1.1	3.9	5.7	1.7	1.7	10.9	10.9	10.2	10.2	4.3	-2.1	-2.2	
EU insgesamt	1.6	-0.4	0.1	0.1	3.1	2.6	1.5	1.5	9.6	10.4	10.8	10.8	-4.4	-3.9	-3.3	

Eigene Berechnungen nach Angaben von EUROSTAT und nationalen Quellen.

– ¹Jahresdurchschnittliche Veränderungsrate des realen BIP. – ²EU: Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). – ³Standardisierte Arbeitslosenquote nach EUROSTAT, Jahresdurchschnitt. – ⁴In % des BIP.

Die gezielten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte sollen ein Volumen von 400 Mrd. Euro aufweisen und so konstruiert werden, dass Banken sich für bis zu 7% ihrer an den nicht-finanziellen Privatsektor vergebenen Kredite bei der EZB Zentralbankgeld leihen können zu einem Zinssatz, der nur leicht über dem Leitzins liegt. Immobilienkredite sollen dabei ausgeklammert werden. Allerdings bestehen Zweifel, ob mit Hilfe eines solchen Programms die Vergabe von Firmenkrediten angekurbelt werden kann. Hierfür sprechen zum einen die Erfahrungen aus Großbritannien. Dort läuft bereits seit 2012 das ähnlich konstruierte „Lending for Funding“-Programm, dessen Effekte auf die Vergabe von Firmenkrediten eher gering war. Zum anderen ist insbesondere in den Peripherieländern die notwendige Bereinigung der Bilanzen vieler Banken keineswegs abgeschlossen, was für sich genommen die Kreditvergabe weiter dämpfen wird. Für eine skeptische Sicht spricht auch, dass die erste Inanspruchnahme des Programms im September 2014 eher bescheiden war.

Ehrgeiz bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte lässt nach

Im Jahr 2013 haben sich die Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte insgesamt gesehen verbessert. Im Euro-Raum verringerte sich der aggregierte Fehlbetrag in Relation zum BIP um 0,7 Prozentpunkte, in der EU um 0,6 Prozentpunkte. Zum Teil war dies darauf zurückzuführen, dass die Zinszahlungen der Staaten aufgrund des niedrigen Zinsniveaus in Relation zum BIP sanken. Da die Konjunktur jedoch zugleich schwach war, wurden die strukturellen Haushaltsfehlbeträge dennoch rascher abgebaut als die nominellen.

Zum einen zeigen sich dabei allerdings nach wie vor große Unterschiede zwischen den Ländern. In elf Staaten lag nach der Frühjahrsprognose der EU-Kommission der Fehlbetrag noch über der Grenze des Maastrichter Vertrags von 3%. Zum anderen wird die Entwicklung nach wie vor erheblich durch Sonderfaktoren beeinflusst, insbesondere Einmalmaßnahmen im Zusammenhang mit der Rekapitalisierung von Banken. So war der deutliche Rückgang der Defizitquote in Spanien zum Teil die Folge des Wegfalls solcher Einmalmaßnahmen, die das Defizit im Jahr 2012 in die Höhe getrieben hatten, während die Verdreifachung des Defizits in Slowenien auf Hilfen an Banken zurückzuführen war.

Ungeachtet der nach wie vor übermäßigen Defizite und des hohen Schuldenstands legen viele Länder im Jahr 2014 deutlich weniger Ehrgeiz bei der Konsolidierung der Öffentlichen Haushalte an den Tag. Nach der Frühjahrsprojektion der Europäischen Kommission soll sich der Finanzierungssaldo im Euro-Raum nur um 0,5 Prozentpunkte verbessern, der konjunkturbereinigte Saldo sogar nur um 0,3 Prozentpunkte. Und selbst diese Erfolge sind gefährdet, da manche Politiker eher wieder einer Stützung der Konjunktur durch eine expansivere Finanzpolitik das Wort reden denn einer Fortsetzung des Konsolidierungskurses.

Deflation, Haushaltskonsolidierung und Glaubwürdigkeit der neuen Regeln

Die Debatte über Deflationsgefahren in der EWU nahm in den vergangenen Monaten einen breiten Raum ein. Es wurden Befürchtungen geäußert, die seit 2012 deutlich gesunkene Inflationsrate könne über längere Zeit auf einem niedrigeren Niveau verharren oder sogar negativ werden, und der Euroraum damit in eine Deflation abgleiten. Dies wiederum könne zu einer langanhaltenden Stagnation der wirtschaftlichen Entwicklung führen, ähnlich wie in Japan seit den 1990er Jahren oder sogar wie in Folge der Weltwirtschaftskrise 1929 in Europa und den USA. Als wirtschaftspolitische Konsequenzen wurden eine noch expansivere Geldpolitik und eine weniger restriktive Fiskalpolitik, also ein Aussetzen oder zeit-

liches Strecken des Konsolidierungskurses für die öffentlichen Haushalte, gefordert, am entschiedensten von italienischen und französischen Regierungspolitikern.

Kritische Stimmen kamen dagegen hauptsächlich von deutschen Ökonomen und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Sie führen gegen die von manchen geschürte Deflationsangst zum einen ins Feld, dass die niedrigeren Inflationsraten nur temporärer Natur seien und mit anziehender Konjunktur wieder verschwinden würden. Zum anderen verweisen sie darauf, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen nach wie vor am Inflationsziel der EZB (knapp unter 2 Prozent) verankert seien. Die Abweichung der aktuellen Inflationsrate nach unten sei daher temporärer Natur, so dass eine negative Lohn-Preis-(Deflations-)Spirale nicht wahrscheinlich sei.

Die BIZ zeigt zudem in ihrem Vergleich vieler Deflationsepisoden der Vergangenheit, dass die meisten Deflationen gutartiger Natur in dem Sinne gewesen seien, dass sie mit trendmäßig steigender Wirtschaftsleistung einhergegangen seien. Sie führt die jüngsten disinflationären Tendenzen eher auf positive angebotsseitige Effekte (u.a. stärkerer internationaler Wettbewerb infolge der Globalisierung) zurück. Der Versuch, diese gutartige Deflation mit expansiver Geld- und Fiskalpolitik zu bekämpfen, habe den Aufbau finanzieller Ungleichgewichte zur Folge und könne schließlich sogar eine schlechte Deflation erst verursachen.²

Gleichwohl wird die Deflationsdebatte politisch genutzt, um von Versäumnissen bei der Haushaltskonsolidierung und der Durchführung von Strukturreformen abzulenken und (noch) mehr Zeit für den Abbau übermäßiger Defizite zu fordern. Aufgrund zum einen des dort mittlerweile äußerst schwachen Wachstum, zum anderen der dort heftigen Widerstände gegen Strukturreformen wundert es nicht, dass Vorstöße für eine (noch) flexiblere Anwendung des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts und eine (noch) expansivere Geldpolitik der EZB insbesondere aus Frankreich und Italien stammen. Obwohl die Europäische Kommission im letzten Jahr Frankreich eine Verlängerung der Frist zur Einhaltung der 3,0%-Defizitgrenze gleich um zwei Jahre eingeräumt hatte, womit sie ihren Ermessensspielraum schon ausreizte und dem Land eher eine Sonderbehandlung zukommen ließ, musste die französische Regierung einräumen, dass die Defizitquote in 2013 mit 4,3% um 0,2%-Punkte über der nach Brüssel gemeldeten Planung lag und Frankreich auch in 2014 und 2015 die 3%-Grenze wohl deutlich überschreiten wird.

Die niedrigeren Wachstumsraten Frankreichs und auch Italiens werden aber wohl nicht durch übermäßige Konsolidierungsanstrengungen, sondern eher durch einen Mangel an Strukturreformen verursacht. Einer Zusammenstellung der EZB zu Folge (Monatsbericht vom Juli 2014) zeigt sich in beiden Ländern ein nur geringer Fortschritt bei der Umsetzung der von der EU empfohlenen Strukturreformen. Eine erneute Verlängerung der Fristen für die Einhaltung der 3%-Defizitquote würde zum einen den Druck für die Umsetzung der zur Erhöhung der Wachstumsrate dringend benötigten Strukturreformen verringern. Zum anderen würde sie weitere Zweifel hinsichtlich der Glaubwürdigkeit der Regeln des gerade erst reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts säen. Dass Strukturreformen Erfolge zeigen, sieht man inzwischen in Irland, Portugal und Spanien sowie in Ansätzen auch in Griechenland. Dort war aufgrund des Wegbrechens der Realwirtschaft der Leidensdruck

2 Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ): 84. Jahresbericht, Basel 2014, S. 110-114.

besonders groß, was die Bereitschaft zur Umsetzung von Reformen vergrößerte. Dort wächst inzwischen die Wirtschaft wieder.

Da der Stabilitäts- und Wachstumspakt in der Vergangenheit häufiger gebrochen wurde, ohne dass Sanktionen durchgesetzt wurden, ist eine Einhaltung seiner Regeln zum Aufbau von Glaubwürdigkeit dringend erforderlich. Denn ein ungläubwürdiger Stabilitäts- und Wachstumspakt ist wirkungslos. In dieser Hinsicht ist die Diskussion über ein Paket von wachstumsfördernden Maßnahmen finanziert durch Mittel des ESM besonders fatal, würde dies doch einen erneuten Regelbruch bedeuten, da sie für diesen Zweck gar nicht vorgesehen sind.

Es muss endlich Abschied von der Illusion genommen werden, man könne die Wachstumsprobleme in einzelnen Ländern durch europäische geld- und finanzpolitische Maßnahmen lösen. Die EZB wird schon seit Jahren immer wieder aktiv, und hat der Wirtschaftspolitik in den einzelnen Ländern Zeit verschafft, die diese aber nicht oder nur unzureichend genutzt hat. Inzwischen stößt die Politik der EZB auch an Grenzen. Aufkaufprogramme für Wertpapieren geben – anders als in den USA – kaum Impulse für den Unternehmenssektor, weil dessen Finanzierung in Europa eher über Banken läuft und nicht über Anleihemärkte. Aufkäufe von Wertpapieren geringer Bonität würden zwar insbesondere die Bilanzen von Banken aus Krisenländern entlasten, die Bilanz der EZB würde sich aber mit Papieren mit hohem Ausfallrisiko füllen. Und der direkte Aufkauf von Staatsanleihen, den die amerikanische, die britische und die japanische Notenbank in großem Stil betrieben haben, ist der EZB aus gutem Grund verboten.

Weiterführende Literatur

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ): 84. Jahresbericht, Basel 2014.

Europäische Kommission: European Economic Forecast Spring 2014, European Economy 3/2014, Brüssel 2014.

Europäische Zentralbank: Makroökonomische Effekte von Strukturreformen, Monatsbericht Juli 2014, Frankfurt am Main 2014, S. 63-68.