

Wissenschaftlicher Beirat
beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi)

Realwirtschaftliche Weichenstellungen für einen stabilen Euro¹

Gutachten

Verabschiedet durch den Beirat am 25. November 2011

1	Anlass	2
2	Realwirtschaftliche Konvergenz im Eurogebiet	3
2.1	<i>Realwirtschaftliche Entwicklung</i>	4
2.2	<i>Geldpolitik und Zinsen</i>	7
2.3	<i>Leistungsbilanzen und Kapitalströme</i>	10
2.4	<i>Relative Preise und reale Wechselkurse</i>	14
2.5	<i>Fiskalische Transfers</i>	16
3	Optionen für die Wirtschaftspolitik.....	18
3.1	<i>Abbau von Rigiditäten auf Produktmärkten und Arbeitsmärkten</i>	19
3.2	<i>Verbesserte Funktionsweise der Kapitalmärkte</i>	22
3.3	<i>Verfahren zur Kontrolle von Leistungsbilanzsalden</i>	23
3.4	<i>Fiskalische Transfers</i>	24
4	Wirtschaftspolitische Empfehlungen	26
5	Literatur.....	28
6	Mitgliederverzeichnis.....	32

¹ Der Beirat dankt Marie-Louise Arlt und Johannes Fleck für exzellente Literaturrecherchen und die Zusammenstellung der diesem Gutachten zu Grunde liegenden Daten.

Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie hat sich in mehreren Sitzungen, zuletzt am 25. November 2011, mit dem Thema

Realwirtschaftliche Weichenstellungen für einen stabilen Euro

befasst und ist dabei zu der nachfolgenden Stellungnahme gelangt.

1 Anlass

„Das Ziel einer Einigung Europas verpflichtet.“ Mit diesen Worten endet ein Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats des Bundesministeriums für Wirtschaft aus dem Jahre 1994.² In dem damaligen Gutachten geht der Beirat ausführlich auf die Implikationen des Vertrags von Maastricht und den Grundsatz der Subsidiarität in der Wirtschaftspolitik ein. Auch wenn die Hoffnung bestand, dass mehr wirtschaftliche Integration positive Wirkungen auf den Prozess der politischen Integration Europas entfalten könnte, so war dem Beirat doch bewusst, wie schwierig es sein würde, weitere wirtschaftliche Integration *ohne* institutionell gesicherte politische Kohärenz zu erzielen.

Heute, anderthalb Jahrzehnte später und mehr als ein Jahrzehnt nach der Einführung des Euro, sehen Viele den europäischen Integrationsprozess erneut an einem Scheideweg.³ Ohne umfassende Reformen, so wird befürchtet, werden Unterschiede in der Wirtschaftskraft und die fortdauernde Schuldenkrise den Bestand des Euro gefährden. Erkenntnisleitend war einst und ist jetzt die Überlegung, dass ein funktionierender Währungsraum einer gewissen realwirtschaftlichen Homogenität und der strikten Umsetzung der Nicht-Beistands-Klausel (des no-bail-out Prinzips) bedarf. Ist beides nicht gegeben, so die Befürchtung, wird eine Währungsunion früher oder später an den Interessensgegensätzen ihrer Mitglieder zerbrechen. Für die Lösung dieses Problems werden in der gegenwärtigen Diskussion zwei gegensätzliche politische Antworten vorgeschlagen, entweder die Einhaltung des Regelwerkes durchzusetzen, möglicherweise mit einer kleineren Gruppe von Mitgliedern, oder die Währungsunion durch eine starke wirtschaftspolitische Zentralautorität zu komplettieren.

Nachdem sich der Beirat vor einem Jahr mit Fragen der öffentlichen Verschuldung in der Eurozone beschäftigt hat,⁴ greift er in dem vorliegenden Gutachten das Thema der realwirtschaftlichen Rahmenbedingungen für den Euro auf. Ob mangelnde realwirtschaftliche Konvergenz maßgeblich zu der gegenwärtigen Krise beigetragen hat und inwieweit der

² Vgl. Gutachten des Wissenschaftlicher Beirat beim BMWi „Ordnungspolitische Orientierung für die Europäische Union“ vom August 1994.

³ Ähnliche Zäsuren hat es auch in früheren Währungsunionen gegeben, und sie führten zu Änderungen des institutionellen Regelwerkes (Bordo und Jonung 1999).

⁴ Vgl. Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim BMWi „Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union“ vom November 2010.

Übergang zu einer stärker zentralisierten Finanz- und Wirtschaftspolitik nötig ist, wurde angesichts der Aufgaben einer kurzfristigen Krisenbewältigung in der öffentlichen Debatte in den Hintergrund gerückt. Den tiefer liegenden realwirtschaftlichen Ursachen der gegenwärtigen Krise gelten die nachfolgenden Überlegungen. Die in raschem Fluss befindliche tagesaktuelle Diskussion um das Krisenmanagement und die Verteilung der bislang aufgelaufenen Schuldenlasten wird nur insofern berücksichtigt, als sie langfristige realwirtschaftliche Weichenstellungen betrifft.

Die gegenwärtige Krise hat sich bislang weitgehend als Krise der Staatsfinanzen verschiedener Euro-Mitgliedsstaaten ausgeprägt, die erhebliche Rückwirkungen auf die Funktionsweise der Finanzmärkte entwickelt hat. Die Krise der Staatsfinanzen ist im Wesentlichen auf Strukturprobleme der Mitgliedsstaaten zurückzuführen. Die massiven Rückkoppelungen zwischen Staatsfinanzen und Finanzmärkten nähren die Befürchtung, dass ohne durchgreifende wirtschaftliche und politische Reformen das Eurogebiet in seiner jetzigen Form keinen fortdauernden Bestand haben könnte.

Das Gutachten hat vier wesentliche Empfehlungen und Schlussfolgerungen. Erstens setzt eine funktionierende Währungsunion keine Konvergenz der Pro-Kopf-Einkommen voraus. Sie benötigt aber Anreize, eine übermäßige Verschuldung in den Mitgliedsländern zu vermeiden. Zweitens kann fiskalische Disziplin durch strengere Sanktionen bei Verletzung haushaltspolitischer Kriterien und die Einhaltung der Nicht-Beistands-Klausel erreicht werden. Drittens sind durchgreifende Strukturreformen der Produktmärkte und Arbeitsmärkte, der Finanzmärkte und der Systeme der sozialen Sicherung erforderlich. Viertens sind weitergehende Maßnahmen wie der stärkere Ausbau fiskalischer Transfersysteme in der Eurozone oder ein formales Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte nicht notwendig. Vorbehalten sind Krisenmaßnahmen, die jedoch in diesem Gutachten nicht behandelt werden.⁵

Das Gutachten ist wie folgt aufgebaut: In Abschnitt 2 werden die realwirtschaftlichen Entwicklungen im Euroraum in das Blickfeld gerückt. Es werden Ursachen für diese Entwicklungen und mögliche Anpassungsmechanismen in einem Währungsraum vorgestellt. In Abschnitt 3 werden wirtschaftspolitische Optionen zu der Frage diskutiert, wie eine nicht nachhaltige Verschuldungssituation vermieden werden kann. In Abschnitt 4 werden die wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen zusammengefasst.

2 Realwirtschaftliche Konvergenz im Eurogebiet

Vielfach wird realwirtschaftliche Konvergenz als Voraussetzung für eine funktionierende Währungsunion gesehen. Ein optimales Währungsgebiet soll nach dieser Auffassung einander

⁵ Kriterien, denen ein Krisenmechanismus genügen muss, hat der Beirat in seinem Gutachten „Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union“ vom November 2010 entwickelt.

ähnliche Volkswirtschaften umfassen, in denen erstens die konjunkturellen Schwankungen in etwa gleichgerichtet verlaufen und zweitens die Pro-Kopf-Einkommen auf ungefähr derselben Höhe liegen. Das erste Postulat ist nicht richtig. Sind die Konjunkturbewegungen nicht synchron, so kann eine einheitliche Geldpolitik auf regionale Preisbewegungen zwar nicht reagieren. Aber das ist auch nicht die Aufgabe; die Aufgabe ist vielmehr die Erhaltung der Geldwertstabilität im Gesamttraum. Die nationale Fiskalpolitik kann hingegen auf konjunkturelle Schwankungen reagieren. Das zweite Postulat ist ernster zu nehmen. Unterscheiden sich die Niveaus der Realeinkommen in den Mitgliedsländern stark, so können Anreize entstehen, die gemeinsame Notenbank und die Koordinationsgremien der Finanzpolitik immer wieder dahin zu drängen, dass sie Rücksicht nehmen auf das Ziel eines Ressourcentransfers hin zu den ärmeren Ländern. Geben sie diesem Drängen nach, erhöhen sich die Inflationsrisiken und die Risiken einer Überschuldung einzelner Mitgliedstaaten. Solche Fehlanreize werden allgemein als weniger erheblich angesehen, wenn die Einrichtung einer Währungsunion einen schon bestehenden Prozess der Konvergenz bei den Realeinkommen unterstützt oder beschleunigt. Sofern dies nicht der Fall ist, sehen manche es als unumgänglich an, die Währungsunion durch weitreichende Transfer- und Gewährleistungspflichten der Mitgliedstaaten zu ergänzen.

Im Folgenden wird zunächst gezeigt, dass Länder mit unterschiedlichen Pro-Kopf-Einkommen sehr wohl eine Währungsunion bilden können (Abschnitt 2.1). Dennoch kann es in einer Währungsunion aus dreierlei Gründen zu Problemen kommen:

- Weil es keine Wechselkursänderungen gibt, die nationalen konjunkturellen Bewegungen entgegenwirken, sind alternative Ausgleichsmechanismen über die Faktormärkte (Abschnitt 2.3) oder staatliche Absicherungssysteme (Abschnitt 2.5) erforderlich.
- Es können gravierende Probleme der Wettbewerbsfähigkeit entstehen, wenn in einigen Ländern die Lohnkosten und Preise stärker steigen als im Rest des Währungsgebiets (Abschnitt 2.4).
- Erwartungen eines finanziellen Beistands können dazu führen, dass die Zinsen nicht mehr das Risiko einer Zahlungsunfähigkeit des jeweiligen Landes korrekt widerspiegeln und damit Anreize zu einer überhöhten Verschuldung bieten (Abschnitt 2.2).

2.1 Realwirtschaftliche Entwicklung

Für eine Bestandsaufnahme der realwirtschaftlichen Konvergenz in Europa ist es erforderlich, zwischen dem Niveau der Einkommen und deren Wachstumsraten zu unterscheiden. Denn eine Konvergenz der Pro-Kopf-Einkommen erfordert eine Divergenz der Wachstumsraten: ärmere Länder können nur dann wirtschaftlich aufholen, wenn ihre Pro-Kopf-Einkommen längere Zeit schneller wachsen als die reicherer Länder. Dass solche Aufholprozesse

langwierig sein können, ist aus der Wachstumsforschung gut dokumentiert. Untersuchungen zur Angleichung regionaler Einkommensunterschiede zeigen, dass sich in der Vergangenheit in den USA, aber auch in großen Teilen Europas, die Pro-Kopf-Einkommen im Schnitt um 2 Prozentpunkte pro Jahr angeglichen haben (Barro und Sala-i-Martin 1991, Sala-i-Martin 1996).⁶

Ob eine Öffnung der Märkte die Konvergenz der Realeinkommen fördert oder hemmt, ist aus theoretischer Sicht nicht eindeutig zu beantworten. Ist technischer Fortschritt weitgehend exogen und gibt es keine relevanten langfristigen Barrieren für die räumliche Verteilung von Arbeit und Kapital, dann ist eine Konvergenz der Einkommen zu erwarten. Spielen aber Agglomerationsvorteile wie die Nähe zu Absatzmärkten, zu Zulieferern und zu Konkurrenten eine Rolle und erhöht dies den technischen Fortschritt, so ist eher eine Divergenz der Einkommen zu erwarten.

Schaubild 1: Divergenzen der Pro-Kopf-Einkommen

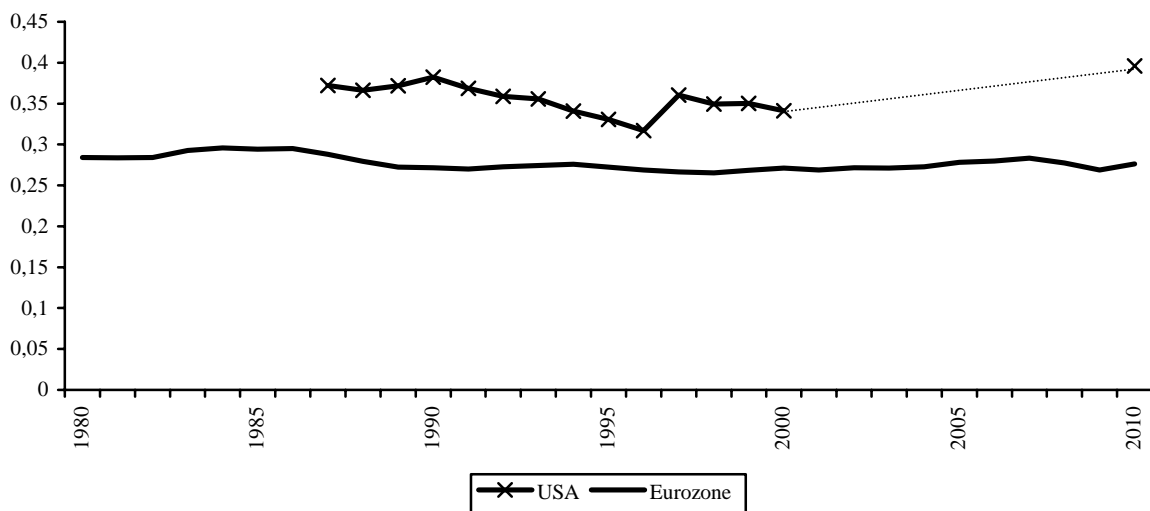


Schaubild 1 zeigt die Variationskoeffizienten des realen BIP pro Kopf, die berechnet werden als Standardabweichung geteilt durch den Mittelwert des realen BIP pro Kopf, jeweils berechnet in US-Dollar. Für das Eurogebiet werden Deutschland, Frankreich, Spanien, Italien, Griechenland, Portugal, Niederlande, Belgien, Österreich und Irland berücksichtigt. Für die US Bundesstaaten liegen für die Jahre 2001-2009 keine Angaben über die realen Pro-Kopf-Einkommen vor; im Jahr 1997 ist die Berechnungsmethode verändert worden.

Quellen: Für Europa: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2011, Für die USA: Bureau of Economic Analysis, Regional Economic Accounts; eigene Berechnungen.

In der Europäischen Union haben sich die Unterschiede in den Pro-Kopf-Einkommen zwischen den Mitgliedern in den siebziger Jahren ein Stück weit angeglichen (Boldrin und

⁶ Ähnliche Untersuchungen sind auch für Konvergenzprozesse innerhalb von Ländern durchgeführt worden. Die Lücke zwischen den Pro-Kopf-Einkommen zwischen Nord- und Süditalien hat sich beispielsweise weniger schnell (Daniele und Malanima 2007), die zwischen West- und Ostdeutschland (vgl. z.B. Keller 2000) schneller als mit zwei Prozentpunkten geschlossen.

Canova 2001, Giannone et al. 2009). Dieser Konvergenzprozess hat sich in den letzten drei Jahrzehnten für die Kernländer des Eurogebiets weitgehend abgeflacht. Seit Beginn der 1980er Jahre haben sich die Unterschiede in den Pro-Kopf-Einkommen zwischen den ursprünglichen Mitgliedern des Eurogebiets faktisch nicht verändert. Diese Abweichungen lagen im Zeitablauf geringfügig unterhalb der entsprechenden Werte für die US Bundesstaaten (Schaubild 1). Betrachtet man die EU insgesamt, so haben zwischen 1980 und 2000 die Unterschiede zwischen den Pro-Kopf-Einkommen auf Länderebene zwar abgenommen, die Einkommensungleichheit innerhalb der einzelnen Länder auf regionaler Ebene hat hingegen zugenommen (Sapir et al. 2003). Auch andere Indikatoren der Konvergenz wie die Entwicklung der Lohnstückkosten ergeben für die USA und die Eurozone vergleichbare Muster (Trichet 2011). Insgesamt ist regionale Konvergenz der Pro-Kopf-Einkommen in keinem der beiden Währungsgebiete stark ausgeprägt.

Interessant ist ein Vergleich zwischen dem Eurogebiet und den USA auch bezüglich der Entwicklung der Arbeitslosigkeit. In den vergangenen Jahrzehnten hat sich in Europa ein relativ hohes Niveau der Arbeitslosigkeit aufgebaut (Blanchard 2006), aber auch in den USA hat die Arbeitslosigkeit beispielsweise Anfang der 80er Jahre ein Niveau von knapp 10% erreicht. Unmittelbar vor Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 lag die Arbeitslosenquote im Eurogebiet mit 6,5% höher als in den USA (4,6%); im Jahr 2010 waren beide Regionen nahezu gleichauf mit 9,7% in Europa und 9,6% in den USA.⁷ Hinter diesem ähnlichen Durchschnittswert verbergen sich allerdings für Europa regional weitaus größere Unterschiede in den Arbeitslosenquoten als in den USA. In den USA betrug 2011 der Variationskoeffizient (d.h. das Verhältnis zwischen der Standardabweichung der Arbeitslosenquoten und deren Mittelwert über die Bundesstaaten hinweg) 0,25. In den Ländern der Europäischen Währungsunion lag dieser Wert im Jahr 2010 mit 0,47 nahezu doppelt so hoch. Eine Erklärung hierfür ist die geringere regionale Mobilität der Arbeitskräfte in Europa. In absoluten Zahlen bedeutet dies: die höchste Arbeitslosenquote in den USA verzeichnete Nevada mit 13,5%⁸ – die höchste in Europa Spanien mit über 20%. Interessant ist für Europa vor allem auch der Zeitverlauf, denn von Beginn des Jahrtausends bis zum Beginn der Krise hatten sich die Arbeitslosenquoten noch deutlich angenähert.

Auch hinsichtlich der Produktivität und Innovationskraft gibt es erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern des Euroraums. Die höchsten Forschungs- und Entwicklungsausgaben (F&E) relativ zum BIP haben Deutschland und die skandinavischen Länder mit über bzw. um 3%; die Benelux-Staaten, UK, Irland, Frankreich, Österreich, Estland, Slowenien und Zypern liegen mit gut 2% im Mittelfeld; die süd- und osteuropäischen Staaten liegen mit 1% oder weniger am Schluss der Rangliste (OECD 2011). Damit

⁷ Alle Angaben beruhen auf *Eurostat* und sind jahresdurchschnittliche Arbeitslosenquoten.

⁸ Diese Angabe bezieht sich auf einen monatlichen Wert für September 2011 und wurde vom *Bureau of Labor Statistics* berechnet. Sie ist daher mit den *Eurostat* Angaben nicht vollständig vergleichbar.

investieren die südeuropäischen Staaten im Durchschnitt weniger als die Hälfte des Anteils am BIP für F&E als die Spitzengruppe. Ein ganz ähnliches Bild zeigt sich, wenn man die Zahl der Forscher und das Personal im Bereich F&E oder aber die Zahl der Patentanmeldungen miteinander vergleicht. In Ländern mit weniger Investitionen in Forschung und Entwicklung ist der Anteil der Unternehmensinvestitionen in F&E relativ gering und die wenigen Investitionen, die von privater Hand getätigt werden, gehen zum allergrößten Teil auf das Konto von ausländischen multinationalen Unternehmen.

Über Länder hinweg gut vergleichbare Produktivitätsangaben gibt es kaum. Relativ leicht zu berechnen ist die Arbeitsproduktivität, also der pro Arbeitsstunde erwirtschaftete Produktionswert. Hinsichtlich des Niveaus der so gemessenen Produktivität lagen im Jahr 2010 gemäß Angaben von *Eurostat* Griechenland (18€), Spanien (24€) und Portugal (14€) deutlich unterhalb des Wertes für das Eurogebiet insgesamt (33€). Auch die Lohnstückkosten haben sich unterschiedlich entwickelt. Zwischen 2001 und 2009 stiegen die Lohnstückkosten in den Ländern des Eurogebiets durchschnittlich um 2,9% pro Jahr. Diese Rate lag in Deutschland mit 1,8% unterhalb des Durchschnitts; in Griechenland (3,9%), Spanien (4,5%), Italien (3,3%) und Portugal (3,1%) oberhalb des Durchschnitts.⁹ Ein Grund für das Auseinanderlaufen der Lohnstückkosten in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion sind die Rahmenbedingungen auf den Produktmärkten- und den Arbeitsmärkten (Lebrun und Pérez 2011).

2.2 Geldpolitik und Zinsen

Während in den letzten Jahrzehnten in dem heutigen Eurogebiet keine ausgeprägte realwirtschaftliche Konvergenz zu verzeichnen war, haben sich nach Gründung der Währungsunion die nominalen Zinsniveaus rasch angeglichen (Schaubild 2). Bis zum Ausbruch der weltweiten Finanzkrise ist es auch dabei geblieben. Diese Zinskonvergenz betrifft nicht nur die geldpolitisch gesetzten Zinsen und die Renditen auf Staatsanleihen. Auch die Kredit- und Einlagenzinsen der Geschäftsbanken haben sich angenähert (Schaubild 3).

Die Entwicklung der staatlichen Anleiherenditen reflektiert den Wegfall des Wechselkursrisikos und die Angleichung der Inflationserwartungen, die bis dahin die unterschiedlichen Zinsspreads im Wesentlichen bestimmt hatten (Ehrmann et al. 2011).¹⁰ Ausfallrisiken traten nicht sofort an deren Stelle. Möglicherweise sind die Ausfallrisiken an den Märkten eine Zeit lang nicht zuletzt deshalb als gering eingeschätzt worden, weil es Erwartungen auf einen bail-out gegeben hat. Erst als es bail-out-ähnliche Maßnahmen

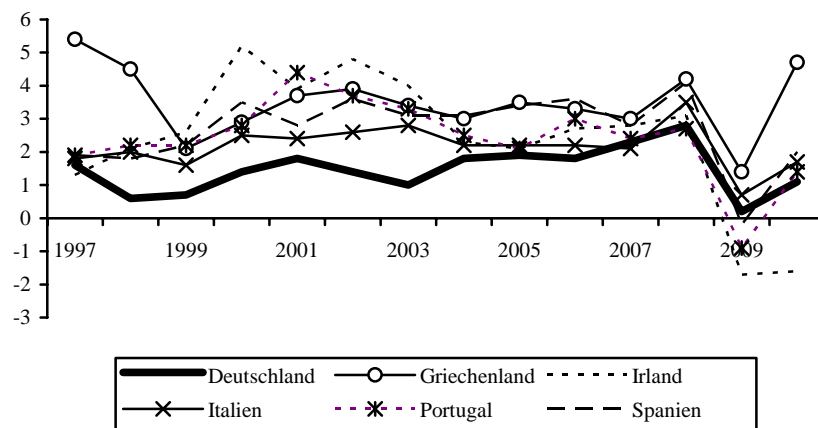
⁹ Angaben beruhen auf Berechnungen von *Eurostat*.

¹⁰ Dieser Studie zufolge, in der die Auswirkungen der aktuellen Staatsschuldenkrise noch nicht berücksichtigt werden konnten, hat fiskalpolitische Konvergenz keinen bedeutenden Einfluss auf die Zinskonvergenz gehabt. Für eine Analyse der Zinsentwicklung und der Risikoprämien im Eurogebiet vgl. auch Schuknecht et al. (2009). Buiter und Sibert (2005) argumentieren, dass die Refinanzierungspolitik der EZB einen Einfluss auf die Risikoprämien im Eurogebiet gehabt hat.

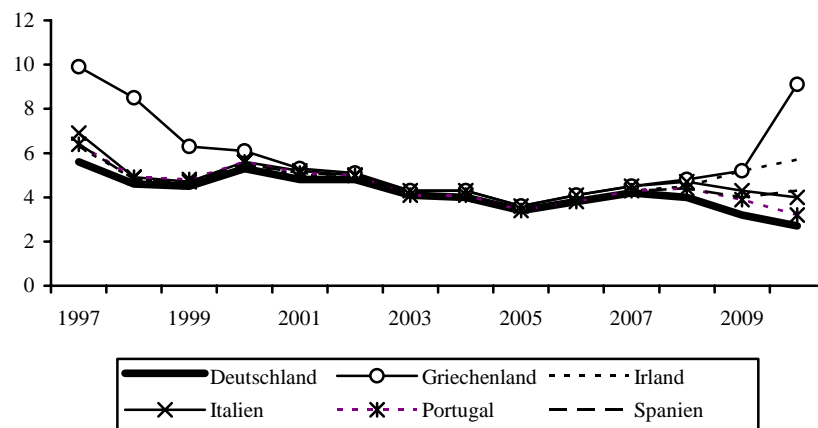
tatsächlich gab, setzte sich die Einschätzung durch, dass diese wohl nicht ausreichen würden. In welchem Umfang solche Erwartungsbildung anfänglich zu Konvergenz und schließlich zu Divergenz der Nominalzinsen beigetragen hat, lässt sich empirisch nicht ohne weiteres messen. Seit Beginn der Finanzkrise im Jahre 2007 jedenfalls sind die Zinsdivergenzen wieder größer geworden, zeigen also zunehmende Unterschiede in den Risikoprämien an.

Schaubild 2: Inflation und Nominalzinsen

(a) Inflation (%)



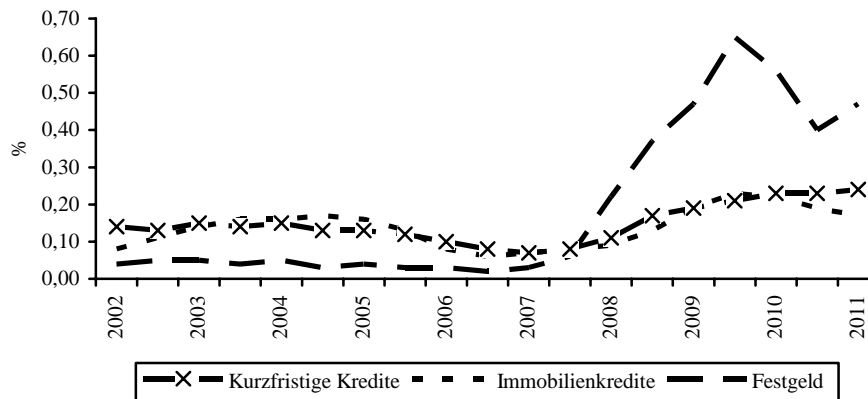
(b) Nominalzinsen (%)



Nominalzinsen sind die jahresdurchschnittlichen Umlaufrenditen festverzinslicher Staatsschuld-papiere mit einer Restlaufzeit von mindestens drei Jahren. Die Inflation ist bezogen auf den harmonisierten Verbraucherpreisindex.

Quellen: Sachverständigenrat, EZB *Statistical Data Warehouse*, eigene Berechnungen.

Schaubild 3: Streuung der nominalen Zinssätze von Geschäftsbanken im Eurogebiet



Dargestellt wird der Variationskoeffizient, d.h. die Standardabweichung der Zinsen über alle Mitglieder der Eurozone hinweg relativ zu dem Mittelwert der Zinssätze. Kurzfristige Kredite sind Kredite mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr. Angaben für das Jahr 2011 beziehen sich auf den September.

Quellen: Europäische Zentralbank (EZB) *Statistical Data Warehouse*, eigene Berechnungen.

Problematisch kann eine von zu optimistischen Erwartungen getriebene Konvergenz der Nominalzinsen vor dem Hintergrund unterschiedlicher realwirtschaftlicher Entwicklungen sein. Denn bei ähnlichen nominalen Zinsen führen Unterschiede in den nationalen Preisentwicklungen (Schaubild 2) dazu, dass sich die Realzinsen unter Umständen in einer Währungsunion erheblich unterscheiden können. In Ländern mit hohen Preissteigerungsraten sind die Realzinsen niedrig, und die Nachfrage ist entsprechend hoch (Sinn 2010). Unternehmen, Haushalte und Regierungen in Ländern mit hohen Preissteigerungsraten haben einen Anreiz, sich zu verschulden.

Verschuldungsanreize im Bereich der öffentlichen Haushalte entstehen insbesondere dann, wenn die Auslagerung der geldpolitischen Zuständigkeiten an eine Zentrale den Einzelstaaten den Fehlanreiz gibt, nicht nur auf länderspezifische Nachfrageschocks, sondern auch auf nationale Kostenschocks mit einer Ausweitung der Haushaltsdefizite zu reagieren (Uhlig 2003). Das stellt die EZB vor das Dilemma, entweder solche Schocks nach dem Verhaltensmuster einer konservativen Zentralbank mit Zinserhöhungen zu beantworten, damit aber auf den Euroraum als Ganzes zu übertragen, oder aber – wenn die Geldpolitik den ganzen Euroraum und nicht einzelne Länder im Blick hat – nicht zu reagieren. Dieser Fehlanreiz könnte in der Tat wirksam gewesen sein, denn Änderungen der Lohnstückkosten sind mit Änderungen der Nettoauslandsverschuldung korreliert (vgl. Abschnitte 2.3 und 2.4).

Interessant ist in diesem Zusammenhang ein Blick in die Geschichte: Wie schon im klassischen Goldstandard ist die Aufnahme der jeweiligen Länder in den Euroraum von den Märkten offenbar als Gütesiegel für fiskalpolitische Zuverlässigkeit interpretiert worden – und ebenso wie damals haben manche Staaten mit laxer Fiskalpolitik reagiert. Vor dem Ersten

Weltkrieg führte das teilweise zur Suspendierung des Goldstandards in Südeuropa, im Falle Griechenlands zum Staatsbankrott von 1893 und zur Verfügung einer strikten, bis zum Ersten Weltkrieg bestehenden Finanzkontrolle durch die Gläubiger (Bordo und Rockoff 1996, Fishlow 1985, Flandreau und Zumer 2004).

2.3 Leistungsbilanzen und Kapitalströme¹¹

In der aktuellen Diskussion werden Leistungsbilanzsalden oftmals als Indikatoren wirtschaftlicher Ungleichgewichte herangezogen; entsprechend sollen Verfahren zur Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte eingesetzt werden (vgl. Abschnitt 3.3). Allerdings verkennt diese Diskussion, dass Leistungsbilanzsalden per se kein Indikator für realwirtschaftliche Probleme sind. Leistungsbilanzdefizite reflektieren zumeist einen Anpassungsmechanismus, der umso besser greift, je besser die nationalen Märkte integriert sind und je weniger Friktionen es auf den Märkten gibt.

Denn ist die Wirtschaftsleistung pro Kopf in einem Teil der Währungsunion gering, weil diese Region schlecht mit Kapital ausgestattet ist, sollten die Renditen für Kapital dort so hoch sein, dass Anreize für Kapitalzuflüsse entstehen. Diese Kapitalbewegungen spiegeln sich in Leistungsbilanzsalden wider: Idealtypisch weisen ärmere Länder, wenn sie rasch aufholen, Defizite in den Leistungsbilanzen und damit Kapitalimporte auf. Die akkumulierte Gesamtverschuldung kann dann später, wenn Leistungsbilanzüberschüsse erzielt werden, wieder vermindert werden. Durch die so entstehenden Kapitalbewegungen gleichen sich realwirtschaftliche Unterschiede tendenziell aus. Zudem kann der Zugang zu internationalen Kapitalmärkten dazu beitragen, dass der gesamtwirtschaftliche Konsum eines Landes von kurzfristigen Schwankungen des Einkommens (d.h. von „asymmetrischen Schocks“) in einem geringeren Maße beeinflusst wird, als dies in einer geschlossenen Volkswirtschaft der Fall wäre. Gesamtwirtschaftlich gesehen kann ein Land sich durch internationalen Kapitalverkehr gegenüber Schwankungen des Einkommens gleichsam „versichern“.

Die geschilderten Anpassungsprozesse stellen jedoch einen idealtypischen Verlauf der Anpassung dar, bei dessen Beschreibung die im vorherigen Abschnitt diskutierten Fehlanreize ausgeblendet wurden. Eine Analyse der Leistungsbilanzentwicklung und der Kapitalströme in Europa muss auch die Gefahr berücksichtigen, dass es zu einer übermäßigen Verschuldung gegenüber dem Ausland kommt. Dies kann der Fall sein, wenn die Zinsdifferenzen Risikoprämien nicht in ausreichendem Maße widerspiegeln, wenn es Erwartungen über einen möglichen finanziellen Beistand gibt oder wenn andere Kapitalmarktunvollkommenheiten die Kapitalströme beeinflussen. Eine solche Marktunvollkommenheit kommt darin zum Ausdruck, dass die Investitionsentscheidungen inländischer und ausländischer Finanzinstitute

¹¹ Für eine Diskussion der Zahlungsbilanzentwicklung in der aktuellen Krise und die Rolle der Salden im Zahlungssystem *Target* vgl. Sinn und Wollmershäuser (2011).

die zu Grunde liegenden Risiken in unzureichender Weise berücksichtigt und wesentlich zu einer Kreditausweitung beigetragen haben.¹²

Ein Blick auf die Leistungsbilanzsalden des Euroraums zeigt, dass sich bereits vor Einführung des Euro bestehende Unterschiede tendenziell verstärkt haben (Tabelle 1). Während die Leistungsbilanz des Eurogebiets insgesamt gegenüber dem Rest der Welt seit 1999 nahezu ausgeglichen war, haben die nordeuropäischen Länder Deutschland, Finnland, die Niederlande oder Österreich Überschüsse in ihren Leistungsbilanzen verzeichnet (und damit Kapital exportiert). Die südeuropäischen Länder Griechenland, Italien, Portugal und Spanien haben Defizite erwirtschaftet (und damit Kapital importiert). Im Fall Spaniens und Irlands war der zunehmende Kapitalimport von einer Zunahme der Investitionsquote begleitet, in Griechenland und Portugal dagegen von einem Anstieg des inländischen Konsums (Deutsche Bundesbank 2010).

Tabelle 1: Leistungsbilanzsalden im Eurogebiet (in % des BIP)

	1990-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2010
Deutschland	-0,51	-0,95	2,74	6,20
Frankreich	0,12	2,26	0,86	-1,43
Griechenland	-1,74	-4,57	-6,72	-12,23
Irland	1,46	1,43	-1,15	-3,33
Italien	-0,43	1,56	-0,94	-2,92
Niederlande	3,74	4,10	5,04	6,61
Portugal	-0,57	-7,01	-8,23	-10,12
Spanien	-2,19	-1,68	-4,66	-7,78
Eurogebiet insgesamt	n.a.	0,48	0,53	-0,02

Gezeigt werden die durchschnittlichen Leistungsbilanzsalden in % des BIP. Daten für das Eurogebiet insgesamt liegen erst ab 1997 vor.

Quellen: *International Monetary Fund (IMF) World Economic Outlook*; eigene Berechnungen.

Insgesamt hat damit die Nettoauslandsverschuldung der Krisenländer in den vergangenen zehn Jahren deutlich zugenommen. Einige Länder haben eine Nettoauslandsverschuldung, die der wirtschaftlichen Leistung eines Jahres (BIP) entspricht (Tabelle 2). Italien, dessen Staat vorwiegend im Inland verschuldet ist, bildet eine Ausnahme. Den überwiegenden Teil der Auslandsverbindlichkeiten machen festverzinsliche Anlagen, also Bankkredite und Anleihen, aus (Tabelle 2). Der Anteil von Direktinvestitionen und anderen Eigenkapitalanlagen in Form von Aktien ist vielfach gesunken. Im Fall Irlands, wo sich der Anteil der Direktinvestitionen von 17,5% der Auslandsverbindlichkeiten auf 6,9% mehr als halbiert hat, ist diese Tendenz besonders augenfällig. Auch für Griechenland und Spanien hat in den letzten zehn Jahren der Anteil festverzinslicher Auslandsverschuldung um knapp 10 Prozentpunkte zugenommen.

¹² Vgl. Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim BMWi „Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise“ vom April 2010.

In Europa weisen Länder mit hohem Pro-Kopf-Einkommen Überschüsse in den Leistungsbilanzen auf und exportieren gleichzeitig Kapital. Länder mit geringem Pro-Kopf-Einkommen weisen Defizite in den Leistungsbilanzen auf und importieren Kapital. Dieser Zusammenhang zwischen dem Pro-Kopf-Einkommen und den Kapitalströmen hat sich nach der Einführung des Euro noch verstärkt (Schmitz und von Hagen 2011), und er entspricht dem, was aus theoretischer Sicht zu erwarten wäre.¹³ In höherem Maße als zuvor haben die internationalen Kapitalströme ihre Funktion eines Ausgleichs von unterschiedlichen Einkommensentwicklungen und damit ihre Versicherungsfunktion übernommen (Artis und Hoffmann 2008, Gerlach und Hoffmann 2010). In der Zeit vor Einführung des Euro konnten Einkommensrisiken in geringerer Masse international abgesichert werden, als dies zwischen den US Bundesstaaten der Fall ist (Sorensen und Yosha 1998).

Tabelle 2: Auslandsverbindlichkeiten in ausgewählten Ländern des Eurogebietes

	Nettoauslandsverbindlichkeiten (Bestände) relativ zum BIP (%) (Angaben in Klammern: in Millionen USD)		Anteil der festverzinslichen an den gesamten Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland (%)	
	2001	2009	2001	2009
Griechenland	46% (60)	88% (289)	82%	89%
Irland	15% (16)	102% (228)	46%	64%
Portugal	45% (54)	113% (265)	75%	74%
Spanien	35% (215)	95% (1388)	61%	68%
Italien	10% (109)	21% (434)	76%	76%

Nettoauslandsverbindlichkeiten sind die Differenz der gesamten Auslandspassiva und -aktiva eines Landes, jeweils als Summe aus ausländischen Direktinvestitionen, Portfolioanlagen (Anleihen und Aktienanlagen) und Krediten (Bankkredite und andere festverzinsliche, nicht-verbrieftete Verbindlichkeiten). Festverzinsliche Verbindlichkeiten sind die Summe aus Verbindlichkeiten gegenüber Banken und festverzinslichen Wertpapieren (Anleihen), relativ zu den gesamten Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland.

Quellen: *International Monetary Fund, International Financial Statistics*, eigene Berechnungen.

Gleichzeitig hat aber nicht nur das Volumen der Kapitalströme zugenommen, die Außenhandelsalden im Eurogebiet sind auch dauerhafter geworden (Berger und Nitsch 2010). Hierfür sind fehlende Strukturreformen mit verantwortlich. Denn der Untersuchung von Berger und Nitsch zu Folge weisen gerade Länder mit wenig flexiblen Arbeits- und Produktmärkten, mit einem stark ausgebauten Kündigungsschutz, mit hohen Haushaltsdefiziten und mit ausgeprägten Konjunkturzyklen höhere Handelsbilanzdefizite auf.

Insgesamt muss berücksichtigt werden, dass beim Beitritt ärmerer Länder zu einem Wirtschafts- und Währungsraum wie dem Eurogebiet zwei Anreize für Kapitalbewegungen

¹³ Einen positiven Einfluss der Einführung des Euro auf die Integration der Kapitalmärkte in Europa zeigen auch Baldwin et al. (2008), Demyanyk et al. (2008), Kalemli-Ozcan et al. (2007, 2010) und Okawa und van Wincoop (2010).

gleichzeitig greifen, die es schwierig machen, den Charakter der Kapitalströme richtig einzuschätzen: Zum einen wird in dem Beitrittsland im Zuge seines Aufholprozesses verstärkt (in- und ausländisches) Kapital eingesetzt und so eine Angleichung der Kapitalintensität in Gang gebracht. Im Zuge dieses Vorgangs sollten im Beitrittsland nach und nach die Kapitalerträge fallen und die Löhne steigen; dies gehört zum Aufholen gegenüber den besser entwickelten Teilen des Währungsraums. Zum anderen aber wollen sich die Einwohner des ärmeren Beitrittslandes möglichst rasch Anschluss an den Lebensstandard der reicheren Länder verschaffen. Damit entsteht einen Anreiz, sich im Vorgriff auf spätere Einkommenszuwächse im Ausland zu verschulden.

Ein Schuldnerland bleibt als solches auch gegenüber den Partnern im Euroraum souverän und kann den von ihm erwarteten Schuldendienst auch verweigern. Versuche zur Eintreibung von Schulden oder zur Sanktionierung einer einseitigen Zahlungseinstellung wirken nur begrenzt, weil bei souveränen Staaten die Wirkung von Sanktionen oftmals an der Grenze des Schuldnerlandes endet. Mögen die weiteren wirtschaftlichen Perspektiven des Schuldnerlands nach einer Zahlungseinstellung auch wenig komfortabel sein, so stellt doch der durch Zahlungseinstellung erzielbare Vorteil eine Drohmöglichkeit gegenüber den Gläubigern dar, die ein nicht souveränes Bundesland nicht hat. Aus diesem Grund sind die gelegentlich angestellten Vergleiche zwischen der Länderverschuldung im Föderalstaat und der Staatsverschuldung in einer Währungsunion nur begrenzt sinnvoll: Nicht *Zahlungsfähigkeit*, sondern *Zahlungswilligkeit* ist die bindende Schranke für eine Teilnahme des Schuldnerlandes an Sanierungsprogrammen (Eaton et al. 1986). Wird das Schuldnerland von einer Krise betroffen, die es stärker zurückwirft als die Gläubigerländer, so wachsen nicht nur die Zweifel der Gläubiger an der Zahlungsfähigkeit, sondern es wird für das Schuldnerland auch die Option der Zahlungsverweigerung attraktiver. Die glaubwürdige Drohung, einseitig die Zahlungen einzustellen, gibt dem Schuldnerland Verhandlungsmacht in Rückverhandlungen mit den Gläubigern, die es ihm ermöglicht, den Schuldendienst zumindest teilweise abzuschütteln (Bulow und Rogoff 1989).

Der Preis, den ein Schuldner bei jedweder Form von Zahlungsausfall einzukalkulieren hat, ist der Verlust seiner Kreditwürdigkeit für eine unbekannt lange Zeit. Die Souveränität, zu entscheiden, ob er seine Schulden bezahlt oder nicht, kann er selbstverständlich nicht straffrei gebrauchen. Der Preis für die Souveränität des Schuldnerlands ist im Falle drohender Überschuldung der sogenannte *sudden stop* in der Zahlungsbilanz. Diese plötzliche Unterbrechung der Kapitalzuflüsse ist unabhängig davon, wie weit sich die Kapitalintensitäten schon angeglichen haben. Souveräne Schuldenkrisen unterbrechen damit den realen Konvergenzprozess; die mit ihnen einhergehenden scharfen Anpassungskrisen zögern den Konvergenzprozess noch weiter hinaus oder kehren ihn zeitweise sogar um.

Souveränität des Schuldners kann also zu Kreditbeschränkungen führen, die den an sich erwünschten realwirtschaftlichen Ausgleich der Preise und des Konsumniveaus auf dem

Kreditwege behindern – prinzipiell ist das nicht anders als im einzelwirtschaftlichen Fall, in dem die begrenzte Erzwingbarkeit der Rückzahlung von Schulden zu Kreditbeschränkungen *ex ante* und Kreditausfällen *ex post* führt.

2.4 *Relative Preise und reale Wechselkurse*

Hinter den auseinander laufenden Entwicklungen der Leistungsbilanzsalden im Euroraum stehen unterschiedliche Entwicklungen der realen Wechselkurse. Denn auch in einer Währungsunion, in der die *nominalen* Wechselkurse fixiert sind, sind die *realen* Wechselkurse ständig in Bewegung.¹⁴ Die reale Veränderung eines Wechselkurses wird von der Entwicklung der relativen Preisniveaus der Länder bestimmt. Der Idee nach soll ein realer Wechselkurs angeben, wie teuer die in einem Land produzierten Waren für das Ausland sind und wie günstig es umgekehrt ist, durch Importe Waren im Ausland zu erwerben. Steigen die Preise im Inland schneller als die im Ausland, so erhöht sich die in Gütereinheiten gemessene Kaufkraft einer Währung – die Währung wertet real auf. In Deutschland stiegen in den Jahren 2000 bis 2010 beispielsweise die Produzentenpreise durchschnittlich um 2,2%, in Griechenland hingegen um 4,1%.¹⁵ Dies verteuerte die griechischen Exporte und verbilligte die Importe aus Deutschland. Zu einem Großteil sind diese Unterschiede in den Preissteigerungsraten von unterschiedlichen Lohnentwicklungen getrieben: Die Lohnstückkosten in der Industrie sind in Griechenland in den letzten Jahren deutlich schneller gestiegen als in Deutschland (vgl. Abschnitt 2.1).

Schaubild 2 zeigt die Entwicklung der Verbraucherpreise in ausgewählten Ländern des Eurogebiets. Im Schnitt hat die Preisänderungsrate, gemessen an dem harmonisierten Verbraucherpreisindex, in Deutschland in den Jahren 2000-2010 um 0,5% unterhalb der des Euroraums insgesamt gelegen. Die Preisänderung in den Krisenländern lag um 1,28% in Griechenland und 0,81% in Spanien darüber. Diese Länder haben somit relativ zum Durchschnitt des Eurogebiets real aufgewertet.

Nicht in jeder realen Aufwertung einer Währung ist eine Überbewertung zu sehen. Das Urteil darüber hängt davon ab, welche Faktoren diese Entwicklung verursachen. Der Aufholprozess eines Landes ist typischerweise durch eine reale Aufwertung gekennzeichnet. Dies lehren die empirisch inzwischen recht gut bestätigten Überlegungen von Balassa und Samuelson zu dieser Frage.¹⁶ Dabei geht man davon aus, dass kostensenkender technischer Fortschritt bei

¹⁴ Neary (2006) diskutiert den Zusammenhang zwischen dem realen Wechselkurs und der „Wettbewerbsfähigkeit“ eines Landes. In einer engeren Definition wird der Begriff der Wettbewerbsfähigkeit auf die Wettbewerbsfähigkeit einzelner Unternehmen bezogen, die sich auf den Märkten für ihre Produkte gegen Produzenten aus dem In- und Ausland durchsetzen müssen.

¹⁵ Angaben beziehen sich auf den Preisindex des Verarbeitenden Gewerbes, *Federal Reserve Bank of St. Louis* <http://research.stlouisfed.org/fred2>.

¹⁶ Für Europa gibt es einen engen Zusammenhang zwischen realen Wechselkursen und dem Pro-Kopf-Einkommen als Maß für die Produktivität (Berka und Devereux 2010). Dieser Zusammenhang hat sich durch die

der Produktion handelbarer Güter stärker ausgeprägt ist als bei der Produktion nicht-handelbarer Güter. Wenn nun die Lohnentwicklung in beiden Sektoren gleichförmig ist, was in der Regel der Fall ist, so kommt es im Zuge eines wirtschaftlichen Aufholprozesses zu einem Anstieg der relativen Preise für die nicht-handelbaren Güter. Diese reale Aufwertung der Währung in diesem Land ist als gleichgewichtig anzusehen, nicht als Überbewertung (Balassa-Samuelson-Effekt). Erst wenn wir eine Aufwertung feststellen, die darüber hinaus geht, haben wir es mit einer Überbewertung zu tun. Ein klarer Fall dafür liegt vor, wenn in einem Land die Preise stärker steigen als im Ausland, während zugleich die Produktivitätsentwicklung hinter der im Ausland zurück bleibt.

Die Veränderung der relativen Preisniveaus ist vermutlich ein Grund, jedenfalls mit ein Grund für die zu beobachtende Entwicklung der Salden der Handelsbilanz und der weiter gefassten Leistungsbilanz (Ahearne et al. 2007, vgl. Abschnitt 2.3). Einen wichtigen weiteren Erklärungsfaktor für die relative Veränderung der Leistungsströme liefert folgender Befund: In mehreren Ländern gab es eine starke Kreditexpansion und hohe Investitionen im Immobiliensektor und zugleich eine besonders starke Zunahme der Lohnstückkosten. Hier waren jedenfalls die niedrigen Zinsen der Motor. Gleichwohl: Insbesondere Griechenland sowie, in schwächerem Maße, Portugal und Spanien haben eine reale Überbewertung erlebt.

Grundsätzlich gibt es zwei Wege einer Korrektur der realen Überbewertung: eine – kurzfristig unumgängliche – „interne“ Abwertung durch sinkende Preise und Löhne und eine „externe“ Abwertung durch eine Abwertung des nominalen Wechselkurses. Der mittel- und langfristig adäquate Weg ist die Erhöhung der Produktivität.

Die Einbindung in den Euroraum nimmt dessen Mitgliedsländern die Möglichkeit, überhöhte Preise und Löhne durch eine nominale Abwertung auszugleichen. Umso wichtiger ist eine ausreichende Flexibilität der Preise und Löhne im Inland. Dickens et al. (2007) untersuchen den Grad der Rigidität von Reallöhnen und Nominallöhnen in 16 OECD Ländern. Den geringsten Grad der Flexibilität der Nominallöhne weisen dieser Untersuchung zu Folge Griechenland, Italien und Portugal auf. In Irland hingegen ist der Grad der Flexibilität höher. Dies ist ein Grund dafür, dass bisher die interne Anpassung in Irland vergleichsweise gut gelungen ist. Diese Untersuchung liefert auch Anhaltspunkte dafür, welche Friktionen auf den Arbeitsmärkten eine unzureichende Flexibilität der Nominallöhne begünstigen. So ist die Rigidität der Löhne tendenziell höher in Ländern, die einen ausgebauten Kündigungsschutz und hohe Mindestlöhne relativ zum allgemeinen Lohnniveau aufweisen. Geringer ist sie dort, wo der Abdeckungsgrad zentralisierter Lohnverhandlungen und die Gewerkschaftsdichte hoch sind.

2.5 *Fiskalische Transfers*

In der Debatte um die Zukunft des Euroraums ist häufig zu hören, dass in einer erfolgreichen Währungsunion fiskalische Transfers nötig seien. Wenn ein Mitgliedsland in stärkerem Maße als die anderen von einer von außen kommenden konjunkturellen Störung betroffen ist, kann es die Anpassungslast nicht durch Wechselkursänderungen teilweise auf die anderen weiterwälzen. Fiskalische Transfers könnten an Stelle einer Abwertung für mehr Gleichverteilung der Folgen solcher Störungen sorgen. Eine solche kurzfristige abfedernde Funktion eines fiskalischen Transfersystems ist zu unterscheiden von fiskalischen Transfers, die das Ziel haben, langfristig Unterschiede in den Einkommen auszugleichen.

Die bestehenden Systeme interregionaler fiskalischer Transfers sind unterschiedlich stark ausgebaut. In den USA, wo ad hoc-Zahlungen ein relativ großes Gewicht haben, machen Transfers zwischen der föderalen Ebene und untergeordneten Gebietskörperschaften im langfristigen Mittel rund 3% des Bruttoinlandsprodukts oder 15% der gesamten Bundesausgaben aus.¹⁷ Während der Krise sind diese Anteile leicht angestiegen. In Deutschland, wo die regelgebundenen Zuweisungen dominieren, hatte der Länderfinanzausgleich in den alten Bundesländern eine ähnliche Größenordnung (2.4% des BIP im Jahr 1990, vgl. Büttner 2002). Über diesen Mechanismus wird das Umsatzsteueraufkommen in ausgleichender Weise verteilt; hinzukommen horizontale Transfers und ergänzende Zuweisungen des Bundes, die bis zur deutschen Vereinigung nur einen bescheidenem Umfang hatten (Büttner 2002, 2009).

Im Eurogebiet gibt es kein unmittelbar vergleichbares fiskalisches Transfersystem. Allerdings können die Anleihen, die von einer Reihe europäischer Staaten aufgenommen worden sind und die zur jetzigen Schuldenkrise beitragen, in dem Maße als Transfers interpretiert werden, in dem es den Schuldnerländern gelingt, die Bedienung dieser Anleihen definitiv zu verweigern oder auf das Ausland abzuwälzen.

Dass es Fiskaltransfers gibt, heißt nicht, dass es sie geben muss. Eine mögliche Zielsetzung solcher Transfers ist ein Ausgleich von Einkommensschocks, verursacht etwa durch einen plötzlichen Nachfrageeinbruch, der nur einzelne Regionen betrifft. Insoweit derartige Schocks a priori jede Region betreffen könnten, wirken die Transfers wie eine Versicherung auf Gegenseitigkeit und führen dazu, dass ein Rückgang des Einkommens einer Region durch Transfers an die Bewohner dieser Region teilweise abgemildert wird.

Dass solche Transfers als eine legitime Staatsaufgabe angesehen werden können, ist keineswegs selbstverständlich. Zumindest müsste aber gezeigt werden, dass sie wirksam sind und dass keine anderen Mechanismen der Versicherung, etwa über die Märkte zur Verfügung stehen. Empirische Arbeiten für die USA zeigen, dass Einkommensschwankungen zwischen

¹⁷ Vgl. US Census Bureau, Statistical Abstract of the United States 2011, Tabelle 429, S. 268 "Federal Grants-in-Aid to State and Local Governments".

den Bundesstaaten kurzfristig nur zu 16% – und langfristig zu 49% – auf den Konsum der betroffenen Regionen durchschlagen (Becker und Hoffmann 2006). Jedoch wird nur ein relativ kleiner Teil der Konsumglättung durch fiskalische Transfers bewirkt, der überwiegende Teil durch die Versicherungsfunktion flexibler Arbeits- und Kapitalmärkte,¹⁸ z.B. durch die vergleichsweise hohe Arbeitsmobilität.

In Deutschland war in den Jahren 1970-1994 der staatliche Sektor mit einem Anteil von 50% der wichtigste Kanal für die Konsumglättung (Hepp und von Hagen 2011a). Über Faktor- und Kreditmärkte wurden 36% der Einkommensschwankungen ausgeglichen. Für die Zeit nach der Wiedervereinigung haben sich diese Anteile zum Teil deutlich geändert. Für Westdeutschland (Ostdeutschland) werden seitdem 63% (53%) der Schocks über Marktmechanismen und 15% (19%) durch fiskalische Sicherungssysteme abgesichert. Diese Werte entsprechen in etwa denen für die USA (Astrubali et al. 1995). Zu berücksichtigen ist dabei, dass der Finanzausgleich in Deutschland eine größere Bedeutung für den Ausgleich staatlicher Budgets als für die Glättung des privaten Konsums hat (Hepp und von Hagen 2011b).

Grundsätzlich ist hinsichtlich der Frage, ob eine Transferunion für eine Währungsunion unabdingbar erscheint, der Vergleich mit den Vereinigten Staaten gerade deshalb instruktiv, weil diese einen Bundesstaat darstellen und nicht bloß eine Währungsunion. Wie oben beschrieben, ist der Transferanteil in den Beziehungen zwischen Bundesebene und Einzelstaaten nicht so hoch wie oft vermutet wird. In den USA wird in den Finanzbeziehungen zwischen Zentralregierung und Einzelstaaten das Prinzip des Nicht-Beistands recht strikt beachtet; die meisten Bundesstaaten der USA haben zudem konstitutionelle Schuldenbremsen eingeführt. In den Finanzbeziehungen wurden und werden also die verschuldeten Einzelstaaten als souverän und eigenverantwortlich behandelt. Insbesondere im 19. Jahrhundert hat das Trennprinzip zwischen föderaler Ebene und Bundesstaatenebene in den USA wiederholt zu Zahlungsausfällen der Einzelstaaten geführt, ohne dass der Staatsverband als Ganzes oder seine Währung davon gefährdet waren. Überdies besaßen die USA bis 1914 keine einheitliche Zentralbank, die der Versuchung zum Eingriff hätte erliegen können. Auch heute erweist sich die Trennung von Bundeshaushalt und den Haushalten der Bundesstaaten als robust, so dass etwa die wiederholten Zahlungsschwierigkeiten Kaliforniens (einer Ökonomie von der Größe Italiens) keine Auswirkungen auf die Bonität der USA insgesamt gehabt haben.

Die Trennung der beiden staatlichen Ebenen hat allerdings Nebenwirkungen. Verzichtet der Gesamtstaat darauf, den Einzelstaaten in fiskalischer Bedrängnis zu Hilfe zu eilen, so liegt die Anpassungslast im Falle der Insolvenz eines Einzelstaates bei den Gläubigern, die von dem Zahlungsausfall betroffen sind. Schuldenkrisen können dann rasch in Finanzkrisen

¹⁸ Vgl. Artis und Hoffmann (2011) sowie Becker und Hoffmann (2006).

umschlagen, die das Bankensystem der Gläubiger betreffen. Die Furcht vor einer erneuten Bankenkrise ist ohne Zweifel handlungsleitend gewesen bei den Versuchen, die gegenwärtige Schuldenkrise Europas einzudämmen.

Das amerikanische Beispiel zeigt, dass die gegenseitige Übernahme von Budgetrisiken in einer Währungsunion keiner ökonomischen Gesetzmäßigkeit folgt. Auch die Schuldenbremsen des Maastricht-Abkommens waren anders motiviert. Die Sorge galt weniger dem Umgang mit Schuldenkrisen als vielmehr den Anreizen der Zentralbank, fiskalische Defizite durch eine Politik niedriger Zinsen oder die Monetisierung von Staatsschulden abzufedern. In der gegenwärtigen Schuldenkrise sind beide Anreize wirksam geworden und es haben sich Befürchtungen bestätigt, die zur Aufnahme der restriktiven, zuletzt aber wirkungslosen Nicht-Beistands-Klauseln in das Abkommen geführt hatten.

3 Optionen für die Wirtschaftspolitik

Die beschriebenen realwirtschaftlichen Divergenzen im Eurogebiet, die sich in einigen Mitgliedsländern in dauerhaften Leistungsbilanzdefiziten und, was die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Unternehmen anbelangt, quasi in einer realen Aufwertung der Währung niederschlagen, haben vielfältige Ursachen. Die Wirtschaftspolitik hat bisher in erster Linie versucht, die dadurch verursachten akuten Probleme der Finanzmärkte zu lösen. Für die Zukunft aber wird es wichtig sein, die realwirtschaftliche Anpassungsfähigkeit innerhalb des Eurogebiets und die Glaubwürdigkeit des Nicht-Beistands-Prinzips zu stärken. Im Folgenden werden zentrale Elemente eines solchen Reformpakets geschildert.

Kern dieses Pakets sollten nicht neue Hilfsprogramme der Europäischen Union sein. Man muss die Union nicht zu einer Fiskal- oder Transferunion umwandeln, um den Euro zu stabilisieren. Man braucht auch keinen im Europarecht verankerten Zwang zum Abbau von Defiziten oder Überschüssen in der Leistungsbilanz einzelner Mitgliedstaaten. Eine Abwertung innerhalb der Währungsunion ist nicht möglich. Sie würde den Austritt eines Mitgliedstaates voraussetzen und kann höchstens die *ultima ratio* sein. Soll die Gefahr eines Austritts von in Not geratenen Mitgliedstaaten vermieden werden, bleibt langfristig nur eine Lösung, die an die Wurzel des Problems geht. Die Wurzel des Problems zu finden, ist nicht schwer. Wenn der institutionelle Rahmen den Marktkräften auf den Produktmärkten und Arbeitsmärkten genügend Raum lässt, werden die Wirtschaftskraft und insbesondere der Export dieser Mitgliedstaaten die Balance wiederherstellen. Wenn die Banken sachgerecht reguliert und Hemmnisse auf den Kapitalmärkten beseitigt sind, wird den Unternehmen in diesen Mitgliedstaaten genügend Kapital zur Verfügung stehen, um das Land wieder kreditwürdig zu machen.

Die nötigen Reformen der Produktmärkte, der Arbeitsmärkte und der Kapitalmärkte können durch europäische Richtlinien und Verordnungen begleitet werden. Welche konkreten

Schritte für die einzelnen Länder erforderlich sind, lässt sich nicht in einem festen Regelwerk bestimmen. Daher sollten die nötigen strukturellen Reformen auf der Ebene einzelner Mitgliedsländer der EWU dem Prinzip der Subsidiarität entsprechend in nationaler Verantwortung bleiben. Wichtig ist es jedoch, über bindende fiskalpolitische Regeln und über die Wirkung von Zinssignalen Anreize dafür zu schaffen, die nötigen Reformen einzuleiten.

Im Kern müssen die in Not geratenen Mitgliedstaaten diese Reformen daher selbst bewirken. Nur dann werden die Reformen nachhaltig sein. Die Europäische Union ist kein Bundesstaat. Trotzdem müssen die Bevölkerungen der Geberländer die hohen Lasten der Rettung tragen, wie wenn sie in der bündischen Pflicht stünden. Die Verfassung der Europäischen Union schreibt diese Art und dieses Maß der Hilfe nicht vor. Die Verantwortlichen in den Geberstaaten sollten ihre Hilfe an die Bedingung knüpfen, dass sich die Empfängerländer glaubwürdig auf die Reformen ihrer Rechtsordnung verpflichten, die die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion dauerhaft tragfähig machen. Wenn sie diese Bedingung stellt, verletzt die Bundesregierung den Geist der Europäischen Verträge nicht, sondern sie lebt ihn.

3.1 Abbau von Rigiditäten auf Produktmärkten und Arbeitsmärkten

Die reale Überbewertung der Währung in einzelnen Ländern der Währungsunion kann nicht allein über die Anpassungen der Preise beseitigt werden. Es ist auch eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch gesteigerte Produktivität erforderlich. Da eine Verschlechterung der Produktivität in den hochproduktiven Ländern kaum im Interesse der Gemeinschaft sein kann, erfordert diese Angleichung eine noch schnellere Erhöhung der Produktivität der Unternehmen in den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten als in den Überschussländern. Die neuere Außenhandelsliteratur zeigt, dass es einen engen Zusammenhang zwischen der Produktivität auf Unternehmensebene, den Kosten der Internationalisierung und der außenwirtschaftlichen Entwicklung eines Landes gibt (Box 1).

Box 1: Produktivität und außenwirtschaftliche Tätigkeit von Unternehmen

Während die traditionelle Außenhandelstheorie vorwiegend Unterschiede in der Faktorausstattung zwischen Ländern als Triebfeder für internationalen Handel untersucht, widmet sich ein neuer Strang der Außenhandelsliteratur dem Zusammenspiel zwischen den Kosten des Marktzutritts und der Produktivität auf Unternehmensebene. Sind die fixen Kosten des Eintritts in Auslandsmärkte hoch, werden es die größeren und produktiveren Unternehmen sein, die diese Kosten am besten tragen können. Gerade die produktivsten Firmen sind es zudem, die auf Märkten, in denen produktive Unternehmen bereits aktiv sind, Fuß fassen können (Baily et al. 1995). Folglich ist die Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen exportiert oder gar Direktinvestitionen im Ausland unternimmt, positiv mit der Größe und der Produktivität eines Unternehmens korreliert (Melitz 2003, Helpman et al. 2004). Selbst in Deutschland, das für die Exportstärke mittelständischer Unternehmen

bekannt ist, tragen die größten 1% der Unternehmen einen Anteil von knapp zwei Dritteln zum gesamten Export bei (Ottaviano und Mayer 2007). Die größten 10% der Unternehmen haben einen Anteil an den Exportumsätzen von 90%, wobei im Exportumsatz freilich auch die Vorleistungen von kleineren Unternehmen enthalten sind.

Auch umgekehrt kann es einen Einfluss der Exporttätigkeit auf die Produktivität geben: Investitionen, durch die sich die Produktivität der Unternehmen erhöht, lohnen oft erst dann, wenn auf Grund von Senkungen der Handelskosten neue Märkte erschlossen werden können (Lileeva und Trefler 2010). Ein weiterer Kanal der Rückkoppelung zwischen Exporten und Produktivität ergibt sich aus der Tatsache, dass gerade der internationale Wettbewerb einen positiven Einfluss auf die Produktivität der Unternehmen im Inland hat (Baily et al. 1995). Der Wettbewerb im Inland selbst spielt eine weitaus geringere Rolle.

Für viele Länder, einschließlich Deutschland und andere europäische Länder, gibt es umfangreiche empirische Belege, die den Zusammenhang zwischen außenwirtschaftlichen Aktivitäten und der Produktivität von Unternehmen zeigen (Ottaviano und Mayer 2007). Für Deutschland kommt Wagner (2007) zu dem Ergebnis, dass Exporteure produktiver sind als nicht-exportierende Unternehmen und dass produktivere Unternehmen zu Exporteuren werden, während Exportaktivitäten nicht notwendigerweise die Produktivität erhöhen.

Direktinvestitionen im Ausland können als ein Indikator für die Produktivität der Unternehmen gewertet werden; gleichzeitig können Investitionen ausländischer Unternehmen im Inland einen wichtigen Beitrag zur Verbesserung der Produktivität leisten. Einige der derzeitigen Krisenländer weisen jedoch hinsichtlich der Produktivität inländischer Unternehmen, der Präsenz multinationaler Unternehmen und der Attraktivität für ausländische Direktinvestitionen deutliche Defizite auf. Die Größenverteilung der portugiesischen Unternehmen hat sich beispielsweise in den vergangenen Jahrzehnten systematisch verschoben – die Unternehmen sind im Durchschnitt kleiner und nicht, wie man es in einer Phase der Globalisierung erwarten würde, größer geworden (Braguinsky et al. 2011). Griechenland hat mit einem Bestand an Direktinvestitionen im Ausland von 12,3% relativ zum BIP einen weit unterdurchschnittlichen Anteil im Vergleich zu anderen EU Staaten (55%). Die Diskrepanz bei den Direktinvestitionen im Inland ist ähnlich hoch mit 13,6% für Griechenland und 45,5% für die EU insgesamt.¹⁹ Ein Grund hierfür sind hohe Barrieren des Eintritts in den griechischen Markt: Beim *Doing Business*-Index der Weltbank, der auf einer Vielzahl von Indikatoren der Kosten des Markteintritts beruht, rangiert Griechenland auf Platz 109 von 183 Ländern und damit hinter den meisten anderen europäischen Ländern.²⁰

¹⁹ Vgl. UNCTAD, World Investment Report 2010. Auch Deutschland liegt mit einem Bestand an FDI von 21% unterhalb des Durchschnitts der EU, allerdings ist hier die Notwendigkeit eines Imports ausländischer Technologie und Know Hows weniger stark gegeben als beispielsweise im Fall Griechenlands.

²⁰ Vgl. www.doingbusiness.org.

Die Produktivität der Unternehmen und die Offenheit sowohl der Produktmärkte als auch der Arbeitsmärkte sind daher Angelpunkte einer Politik, die auf verbesserte Exportchancen abzielt. Die erforderlichen Schritte sind nicht zu verwechseln mit gezielten industriepolitischen Maßnahmen, die bestimmte Industrien oder Unternehmen betreffen. Vielmehr muss es um eine breit angelegte Förderung von Innovationen und um eine Verbesserung des Marktzugangs gehen. Es sind vor allem folgende Politikbereiche relevant:

Erstens sollten die vielen noch bestehenden Marktzutrittsbeschränkungen wie Produktmarktrestriktionen insbesondere im Dienstleistungssektor abgebaut werden. Im nationalen Bereich finden sich Produktmarktrestriktionen z.B. in Form von nationalen vermeintlichen „Sicherheitsbestimmungen“, die tatsächlich jedoch einzelnen Firmen ein Monopol ermöglichen. Da solche Marktzutrittsbeschränkungen und Produktmarktrestriktionen historisch aus der traditionellen Klientelwirtschaft erwachsen sind, ist deren Abbau vor allem eine politische Aufgabe. Auch sollten internationale Marktzutrittsbeschränkungen abgebaut werden, die es gerade kleineren Unternehmen und Unternehmen aus der Peripherie Europas erschweren, auf Auslandsmärkten Fuß zu fassen. Die deutsche Expertenkommission Forschung und Innovation (EFI) zeigt, dass Europa als Wirtschaftsmacht auf Grund der bestehenden Fragmentierung des Binnenmarktes hinter seinen Möglichkeiten zurück bleibt (EFI 2011). Es sollte daher geprüft werden, inwiefern eine Harmonisierung von Regeln unter dem Aspekt des Abbaus von Barrieren des Marktzutritts sinnvoll wäre, ohne dass dadurch der Wettbewerb zwischen verschiedenen Systemen der Regulierung über Gebühr behindert wird.

Zweitens sollte die staatliche Förderung von Forschung und Entwicklung und damit von Innovationen im Unternehmenssektor einer regelmäßigen Überprüfung mit modernen Methoden der Evaluationsforschung unterzogen werden. Gerade in denjenigen Ländern, in denen die Innovationstätigkeit unterdurchschnittlich hoch ist, wird ein relativ großer Anteil der Forschungs- und Entwicklungsausgaben staatlich finanziert (vgl. Abschnitt 2.1). Eine solche Finanzierung sollte allerdings nur dann erfolgen, wenn sie keine privaten Investitionen verdrängt und dort ansetzt, wo private Investitionen in unzureichendem Maße erfolgen. Mit modernen empirischen Verfahren kann auf Grundlage von Mikrodaten bestimmt werden, ob staatliche Förderung von Innovationen diesen Kriterien genügt. Diese Verfahren können somit einen wichtigen Beitrag zur evidenzbasierten Politikberatung leisten.

Drittens können Strukturreformen auf den Arbeitsmärkten eine wichtige Rolle dabei spielen, die Flexibilität der Nominallöhne und letztlich auch die Produktivität der Unternehmen zu erhöhen. Zuerst in den Niederlanden, dann in Dänemark und schließlich auch in Deutschland haben wir erlebt, dass zupackende Arbeitsmarktreformen und eine Zurückhaltung bei Lohnsteigerungen zum Aufbau von Beschäftigung und dem Abbau struktureller Arbeitslosigkeit beitragen können. Man muss freilich hinzufügen, dass die Flexibilisierung der deutschen Arbeitsmärkte auf ein unternehmerisches Umfeld traf, das ebenfalls gerade von

Erneuerungen geprägt war, von einer weit verbreiteten Restrukturierung der Unternehmen, erzwungen durch die Erfordernisse der Globalisierung, aber auch angefeuert und begünstigt von einer durchgreifenden Reform der Unternehmensbesteuerung.

Arbeitsmarktreformen können somit einen wichtigen Beitrag dazu leisten, die Anpassungsfähigkeit der Märkte zu fördern. Hierbei sind vor allem zwei Aspekte zu beachten. Erstens sollte bei der Lohnsetzung berücksichtigt werden, wie sich die Löhne im Sektor international nicht-handelbarer Güter entwickeln. Ist es landesweit zu einer starken Erhöhung der Löhne gekommen, muss auch eine Korrektur alle Sektoren betreffen, einschließlich der Sektoren nicht-handelbarer Güter. Zudem sollte ausreichender Spielraum für unterschiedliche Lohnentwicklungen zwischen ähnlichen Sektoren über Ländergrenzen hinweg sein. Um die Wettbewerbsfähigkeit der handelbaren Sektoren in den Krisenländern wieder herzustellen, müssen die Lohnstückkosten dort relativ zu denen in den entsprechenden Sektoren anderer Länder sinken.

3.2 *Verbesserte Funktionsweise der Kapitalmärkte*

Auf den ersten Blick scheinen die Regulierung der Banken und die realwirtschaftlichen Entwicklungen nicht viel miteinander zu tun zu haben. Bei genauerem Hinsehen ergibt sich jedoch eine wichtige Verbindungslinie. Integrierte Kapitalmärkte können dazu beitragen, dass sich Kapitalströme schneller an Renditeunterschiede anpassen. Allerdings darf es keine Anreize für eine übermäßige Verschuldung geben. Dieser Aspekt ist gerade vor dem Hintergrund der zunehmenden Integration der Kapitalmärkte in Europa von Bedeutung, denn durch zunehmende internationale Kapitalströme können die Effekte von Verzerrungen auf den nationalen Kapitalmärkten verstärkt werden.

Der Beirat hat in seinem Gutachten vom April 2010 ein umfassendes Konzept zur Neuordnung der Bankenregulierung vorgelegt.²¹ Dieses Konzept umfasst als ein zentrales Element signifikant höhere Eigenkapitalanforderungen an Banken, die nicht an den Risikograden der Aktiva ausgerichtet sondern relativ zur ungewichteten Bilanzsumme bestimmt werden sollten. Die Bankenaufsicht sollte ihre Ermessensspielräume stärker nutzen: zudem sollte ein effektives (nationales und internationales) Insolvenzrecht für Banken geschaffen werden, und Haftungsmechanismen auch innerhalb der Banken sollten besser greifen. Die entsprechenden Reformbemühungen auf europäischer Ebene sind derzeit ins Stocken geraten und wichtige Reformelemente werden ausgespart. Beispielsweise müssen Staatsanleihen, die von Mitgliedern des Eurogebiets emittiert werden, auch unter den neuen Regularien nicht mit Eigenkapital unterlegt werden.

²¹ Vgl. Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim BMWi „Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise“ vom April 2010.

Geringe Risikogewichte in den bislang geltenden Regeln für die Eigenkapitalausstattung von Banken dürften gleichwohl mit dazu beigetragen haben, dass die Banken in Europa in relativ hohem Maße Staatsanleihen anderer europäischer Länder gekauft haben. Im derzeitig geltenden Regulierungssystem werden Forderungen gegenüber Regierungen anderer Mitgliedsländer des Eurogebiets nicht in die risikogewichteten Aktiva eingerechnet und müssen daher von den Banken nicht mit Eigenkapital unterlegt werden. Die Entwicklung der vergangenen Monate hat gezeigt, dass diese Investitionen der Banken die ihnen zu Grunde liegenden Risiken nur unzureichend reflektieren. Zusätzlich werden Investitionen in Staatsanleihen dadurch begünstigt, dass sie von den Banken eingesetzt werden können, um regulatorische Liquiditätskennziffern einzuhalten.

3.3 Verfahren zur Kontrolle von Leistungsbilanzsalden

Um für die Zukunft Verschuldungskrisen im Euroraum weniger wahrscheinlich zu machen, wurde vom Rat für Wirtschaft und Finanzen (Ecofin) ein Verfahren zur „Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte“ etabliert.²² Wirtschaftliche Entwicklungen sollen regelmäßig anhand eines Indikatorensystems (eines sogenannten „score board“) überprüft, wirtschaftspolitische Empfehlungen für einzelne Länder sollen gegeben werden und es sollen – bei dauerhafter Nicht-Umsetzung dieser Maßnahmen – Strafzahlungen in Höhe von maximal 0,1% des BIP eines Mitgliedlandes verhängt werden. Die betrachteten Kennziffern umfassen eine Reihe von Messgrößen, durch die interne und externe Ungleichgewichte abgebildet werden sollen.

Hinsichtlich des Verfahrens zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte wurde Mitte September 2011 beschlossen, sowohl Überschussländer als auch Defizitländer einem Überwachungsmechanismus zu unterziehen. Dabei werden auch Obergrenzen für Überschüsse in der Leistungsbilanz ins Auge gefasst, deren Überschreitungen soll jedoch – anders als bei den Grenzen für die Defizite – nicht mit Sanktionen belegt werden.

Die geplanten Maßnahmen zur Begrenzung von Leistungsbilanzdefiziten müssen kritisch gesehen werden. Numerische Schwellenwerte für Leistungsbilanzdefizite und -überschüsse verkennen die Rolle von Leistungsbilanzsalden für den internationalen Ausgleich von Ersparnissen und Investitionen. Sowohl Überschüsse als auch Defizite sind ein wichtiges Vehikel der Anpassung des internationalen Kapitalverkehrs an die internationalen Leistungsströme oder der Anpassung der Leistungsströme an den Kapitalverkehr. Diese Anpassung zu unterdrücken oder zu reduzieren würde diese wichtige Ausgleichsfunktion

²² Insgesamt beinhaltet das neue Verfahren sechs Einzelverordnungen, von denen zwei die Verfahren und Sanktionen des Umgangs mit makroökonomischen Ungleichgewichten regeln und vier den neuen finanzpolitischen Rahmen ausgestalten. Die Rechtsvorschriften zur makroökonomischen Koordinierung und Überwachung sind im Amtsblatt der EU, 54. Jahrgang, L 306 vom 23. November 2011 veröffentlicht.

erheblich behindern. Gleichwohl muss auf die sich daraus kumulativ ergebende Ausweitung der Gesamtverschuldung gegenüber dem Ausland geachtet werden, die sich innerhalb der Grenzen der außenwirtschaftlichen Leistungsfähigkeit eines Landes halten sollte.

Wollte man die relativen Preise innerhalb Europas steuern und koordinieren, so wäre dies letztlich nur dann möglich, wenn internationaler Handel und Kapitalverkehr in gewissem Umfang begrenzt würden. Das kann nicht Ziel der Politik sein und würde dem Prinzip der Offenheit und Integration von Märkten in Europa diametral entgegenlaufen. Erfolgreicher wird daher eine Strategie sein, die für die Regierungen Europas Anreize setzt, die notwendigen Rahmenbedingungen dafür zu schaffen, dass sich die Unternehmen eines Landes im internationalen Wettbewerb behaupten können. Hierzu ergeben sich, wie oben geschildert, eine Reihe von Ansatzpunkten beim Abbau von Rigiditäten auf Produktmärkten und Faktormärkten.

3.4 Fiskalische Transfers

In der Diskussion um fiskalische Transfers in der Eurozone müssen zwei Aspekte getrennt werden.

Einerseits geht es um die Frage, welcher institutionelle Rahmen geschaffen werden sollte, damit eine übermäßige Verschuldung einzelner Mitglieder der Währungsunion verhindert wird. Der Beirat hat hierzu in seinem Gutachten vom November 2010 Vorschläge unterbreitet. Die Beschlüsse vom September 2011, im präventiven Arm des Verfahrens zur fiskalischen Kontrolle das Prinzip der umgekehrten einfachen Mehrheitsentscheidung einzuführen und im korrektiven Arm das strengere Verfahren der umgekehrten Mehrheitsentscheidung anzuwenden, sind aus Sicht des Beirats sehr zu begrüßen.²³ Während die Stärkung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes nützlich sein kann, ist zu bedenken, dass diese nur vor dem Hintergrund einer fundierten Nicht-Beistands-Klausel glaubwürdig erscheint. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt kann eine Nicht-Beistands-Klausel ergänzen, aber nicht ersetzen. Die seit Ausbruch der Griechenlandkrise bestehenden Tendenzen, das Prinzip des Nicht-Beistands zu relativieren und durch einen geschärften Stabilitäts- und Wachstumspakt zu substituieren, scheinen, wenn es am Schluss doch zu einer Rettung durch Transfers kommt, wenig überzeugend.

Andererseits ist zu entscheiden, inwiefern eine Bündelung fiskalischer Ressourcen dazu genutzt werden soll, über Ländergrenzen hinweg (dauerhafte) fiskalische Transfers zu leisten. Derzeit ist das Volumen fiskalischer Transfersysteme in Europa deutlich geringer als in

²³ Im sogenannten präventiven Arm müssen die Mitgliedstaaten jährliche Programme vorlegen, aus denen die mittelfristige Haushaltsentwicklung hervorgeht; die korrektive Komponente beinhaltet Maßnahmen zur Begrenzung übermäßiger Defizite. Sanktionen können vom Ecofin-Rat zukünftig nur noch durch einfache Mehrheit (im präventiven Arm) oder qualifizierte Mehrheit (im korrektiven Arm) abgewendet werden („Umgekehrte Mehrheit“). Bislang musste sich im Rat eine Mehrheit *für* Sanktionen finden.

Deutschland oder den USA. Gegen eine Übertragung bestehender Systeme fiskalischer Transfers wie etwa in Deutschland auf Europa sprechen folgende Überlegungen:

Erstens übernehmen fiskalische Transfers auch in bestehenden Währungsgebieten einen weitaus geringeren Teil der Absicherung von Schocks, als dies oft vermutet wird (Abschnitt 2.5). Länder können sich zudem auch ohne den Rückgriff auf fiskalische Transfers von außen aus eigener Kraft gegen Schwankungen des Einkommens absichern. Im Zeitverlauf ist das über den Auf- und Abbau von Haushaltsüberschüssen möglich; in jeder einzelnen Periode können Einkommen aus grenzüberschreitenden Kapitalanlagen einen entsprechenden Risikoausgleich leisten. Die derzeit auf EU-Ebene geplanten Schritte hin zu mehr fiskalpolitischer Regelbindung müssen einer entsprechenden antizyklischen Fiskalpolitik nicht notwendigerweise im Wege stehen. Eine solche Politik erfordert aber den Aufbau von Überschüssen im Staatshaushalt in guten Zeiten, durch die negative konjunkturelle Schwankungen ausgeglichen werden können.

Zweitens bergen fiskalische Transfers die Gefahr, dass nötige Strukturreformen aufgehalten werden. Es ist in erster Linie Aufgabe der nationalen Politik, Rahmenbedingungen dafür zu schaffen, dass Schwankungen der Einkommen aus eigener Kraft abgedeckt werden können. Die erforderlichen Anpassungsmaßnahmen sind oft schmerzhaft und erfordern in einigen Bereichen der Wirtschaft Schrumpfungsprozesse. Je größer die Möglichkeiten sind, Anpassungen zu vermeiden, weil Hilfe von außen gewährt wird, umso geringer dürfte der entsprechende Reformdruck sein. Ursprünglich temporäre Schocks könnten dann dauerhafte Auswirkungen haben und damit den Ruf nach dauerhaften Transfers verstärken.

Realwirtschaftliche Anpassungen insbesondere auf den Arbeitsmärkten haben sich durch fiskalische Ausgleichszahlungen in der Tat oftmals verzögert (Boldrin und Canova 2001, Obstfeld und Peri 1998). Erfahrungen mit bestehenden Transfersystemen in Europa zeigen sehr gemischte Erfolge: Sozialtransfers haben nur in bestimmten Ländergruppen zu einem Ausgleich von Einkommensunterschieden beigetragen (Bouvet 2010); Einkommensniveaus in ärmeren Regionen passen sich zwar an die der reicheren Regionen an, nicht aber an deren Produktivitätsniveaus (Checherita et al. 2009) oder an deren Beschäftigungswachstum (Becker et al. 2010a). Fiskalische Transfers tragen demnach Fehlanreize in sich, die bestehende Produktivitätsunterschiede verfestigen können anstatt sie auszugleichen. Schon diese Ergebnisse mahnen zur Vorsicht gegenüber der Vorstellung, eine Transferunion könne nennenswert zur Behebung der Strukturprobleme des Euroraums beitragen.

Drittens werden durch bestehende regionale Transfersysteme nicht nur kurzfristige Schocks ausgeglichen, sondern es wird auch eine langfristige Umverteilung hin zu strukturell schwachen Regionen erzielt. Der Ausgleich der Pro-Kopf Steuereinnahmen zwischen den deutschen Bundesländern liegt beispielsweise bei über 90% (Konrad und Zschäpitz 2011). Die derzeitigen Struktur- und Kohäsionsfonds auf europäischer Ebene haben einen deutlich geringeren Umfang. Wollte man das deutsche System vom Umfang her auf die europäische

Ebene übertragen, würde dies eine massive Ausweitung des EU-Budgets bedeuten. Dies wäre weder ökonomisch sinnvoll noch politisch durchsetzbar. Die Gefahr, dass ein Widerstand gegen mehr fiskalische Transfers auch andere Elemente des Integrationsprozesses in Frage stellt, sollte nicht gering geschätzt werden. Es ist außerdem nicht ersichtlich, warum sich innerhalb Europas eine Umverteilungspolitik – sofern sie denn politisch angestrebt würde – auf die Länder des Eurogebiets beschränken ließe und nicht auch auf andere EU-Staaten ausgeweitet werden müsste.

Eine besondere Rolle in der Fiskalpolitik spielen die sozialen Sicherungssysteme, da deren Leistungen oft über viele Jahre im Voraus als gesetzlich festgelegte Ansprüche quasi verbrieft werden und daher wie Staatsschulden wirken. Insbesondere die umlagefinanzierten Rentenversicherungen haben in Europa eine solche implizite Verschuldung aufgebaut, die in vielen Ländern das Mehrfache der expliziten Staatsverschuldung beträgt. Es ist kein Zufall, dass mit Griechenland und Italien zwei Länder im Mittelpunkt der Krise stehen, die zugleich auch eine besonders ungünstige Altersstruktur und im internationalen Vergleich überaus großzügige Rentenleistungen aufweisen. Da diese Leistungsversprechen mittel- und langfristig in höhere Staatsausgaben und damit, zumindest in der Erwartung, in höhere explizite Staatsschulden münden, verstärken sie den gegenwärtigen Druck der Finanzmärkte. Rentenreformen, die künftige Beiträge und künftige Leistungen wieder in Einklang bringen, reduzieren die gegenwärtigen impliziten und daher auch die erwarteten expliziten Staatsschulden. Leistungskürzungen entsprechen dabei einem impliziten Schuldenschnitt zu Lasten künftiger Rentenbezieher; Beitragserhöhungen belasten dagegen die jüngeren Generationen; beide Optionen sind daher politisch hoch sensibel. Sie sind dennoch ein unabdingbarer Bestandteil einer Strategie, die den Druck der Finanzmärkte abbauen soll.

4 Wirtschaftspolitische Empfehlungen

Die Diskussion über die Schuldenkrise in Europa hat sich weitgehend auf die Mechanismen des Rettungsschirms konzentriert. Dieses Gutachten lenkt hingegen den Blick auf die realwirtschaftlichen Ursachen der Krise. Die Empfehlungen des Beirats lassen sich in vier Punkten zusammenfassen:

1. Eine Währungsunion braucht für alle Mitglieder verlässliche Anreize, eine übermäßige Verschuldung zu vermeiden. Eine Währungsunion braucht keine Konvergenz der Pro-Kopf-Einkommen: auch Menschen, die unterschiedlich viel verdienen, können das gleiche Geld benutzen. Ein Zusammenhang zwischen beidem besteht höchstens insofern, als sich fiskalische Disziplin der Nationalstaaten leichter erreichen lässt, wenn die Unterschiede in der Wirtschaftskraft von Staat zu Staat nicht allzu groß sind.

2. Um fiskalische Disziplin zu erreichen, müssen strengere Sanktionen bei Verletzung haushaltspolitischer Kriterien einhergehen mit einer durch Taten glaubwürdig gemachten Bekräftigung, dass eine Nicht-Beistands-Klausel gilt und beachtet wird.
3. Durchgreifende Strukturreformen in Produktmärkten und Arbeitsmärkten, in Finanzmärkten und in den Systemen der sozialen Sicherung sollten zu einem Mindestmaß an Homogenität der realwirtschaftlichen Entwicklung führen. Reformen in diesen Bereichen können helfen, auseinander laufende Lohnstückkosten zu vermeiden, und sie verbessern die Anpassungsfähigkeit an unerwartete regionale Entwicklungen („asymmetrische Schocks“).
4. Weitergehende Maßnahmen wie der Ausbau fiskalischer Transfersysteme in der Eurozone oder ein formales Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte sind nicht notwendig.

Die nötigen strukturellen Reformen auf der Ebene einzelner Mitgliedsländer der EWU sollten dem Prinzip der Subsidiarität entsprechend in nationaler Verantwortung bleiben. Wichtig ist es daher, dass die Regierungen bereits frühzeitige Signale von den Märkten erhalten, wie nachhaltig die wirtschaftliche Entwicklung in Bezug auf die öffentlichen und privaten Finanzen in einem Land eingeschätzt wird. Risikoprämien sind eines dieser Signale, die von den Märkten ausgesandt werden können. Bei der Ausgestaltung des Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) sollte daher darauf geachtet werden, dass Marktsignale und Risikoprämien ihre Aufgabe erfüllen können. Die Tatsache, dass einige der Krisenländer in Europa Reformschritte unternehmen, um sich dem Druck der Märkte und dem drohenden Zugriff auf den Rettungsfonds zu entziehen, zeigt, dass diese Anreize sehr wirksam sind.

Berlin, den 25. November 2011

Die Vorsitzende des Wissenschaftlichen Beirats
beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie

Prof. Dr. Claudia M. Buch

5 Literatur

- Ahearne, A.G., B. Schmitz, und J. Von Hagen (2007). Current Account Imbalances in the Euro Area. CASE Network Studies and Analyses No. 345.
- Altissimo, F., M. Ehrmann und F. Smets (2006). Inflation Persistence and price setting behavior in the Euro Area: A Summary of the IPN Evidence. European Central Bank. Frankfurt a.M.
- Artis, M.J., und M. Hoffmann (2008). Declining home bias and the increase in international risk sharing. In: Lars Jonung, Christoph Walker and Max Watson (eds.) *Building the Financial Foundations of the Euro: Experiences and Challenges*, Routledge. 236-252.
- Artis, M.J., und M. Hoffmann (2011). The Home Bias, Capital Income Flows and improved Long-Term Consumption Risk Sharing between Industrialized Countries. *International Finance* (in Vorbereitung)
- Astrubali, P., Sorensen, B., und O. Yosha (1995). Channels of Interstate Risk-Sharing: United States. 1963-1990. *Quarterly Journal of Economics* 111: 1081-1110.
- Auerbach, A.J., W.G. Gale, und B.H. Harris (2010). Activist Fiscal Policy. *Journal of Economic Perspectives* 24(4): 141-164.
- Baily, M.N., H. Gersbach, F. M. Scherer, und Frank R. Lichtenberg (1995). Efficiency in Manufacturing and the Need for Global Competition. *Brookings Papers on Economic Activity*: 307-358.
- Baldwin, R., V. DiNino, L. Fontagné, R.A. De Santis und D. Taglioni (2008). Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment. European Economic and Monetary Union Working Paper 321.
- Barro, R. J., und X. Sala-i-Martin (1991). Convergence across States and Regions. *Brookings Papers on Economic Activity* 22(1): 107-182.
- Becker, S.O., Egger, P.H. und M. von Ehrlich (2010a). Going NUTS: The Effect of EU Structural Funds on Regional Performance. *Journal of Public Economics* 94: 578-590.
- Becker, S.O., und M. Hoffmann (2006). Intra- and international risk-sharing in the short run and the long run. *European Economic Review* 50: 777-806.
- Berger, H., und V. Nitsch (2010). The Euro's Effect on Trade Imbalances. International Monetary Fund. Working Paper 10/226. Washington DC.
- Berka, M., und M.B. Devereux (2010). What Determines European Real Exchange Rates? National Bureau of Economic Research. Working Paper 15753. Cambridge MA.
- Blanchard, O. (2006). European unemployment: the evolution of facts and ideas. *Economic Policy* (January):5-59.
- Boldrin, M., und F. Canova (2001). Europe's regions: Income disparities and regional policies. *Economic Policy* (April): 207-245.
- Boldrin, M., und F. Canova (2001). Inequality and convergence in Europe's regions: reconsidering European regional policies. *Economic Policy* 16(32): 205-253.
- Bordo, M., und H. Rockoff (1996). The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval. *Journal of Economic History* 56: 389-428.
- Bordo, M.D., und L. Jonung (1999). The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us? National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper 7365. Cambridge MA.

- Bouvet, F. (2010). EMU and the dynamics of regional per capita income inequality in Europe. *Journal of Economic Inequality* 8(3): 323-344
- Braguinsky, S., L.G. Branstetter, und A. Regateiro (2011). The Incredible Shrinking Portuguese Firm. National Bureau of Economic Research. Working Paper 17265. Cambridge MA.
- Buettner, T. (2002). Fiscal federalism and interstate risk sharing: empirical evidence from Germany. *Economics Letters* 74: 195-202.
- Buettner, T. (2009). The contribution of equalization transfers to fiscal adjustment: Empirical results for German municipalities and a US-German comparison. *Journal of Comparative Economics* 37: 417-431.
- Buiter, W. H., und A.C. Sibert (2005). How the Eurosystem's Treatment of Collateral in its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and what to do about it). Mimeo.
- Bulow, J., und K. Rogoff (1989). A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt. *Journal of Political Economy* 97: 155-178.
- Checherita C., C. Nickel und P. Rother (2009). The role of fiscal transfers for regional economic convergence in Europe. ECB Working Paper 1029. Frankfurt a.M.
- Daniele, V., und P. Malanima (2007). Il prodotto delle regioni e il divario Nord-Sud in Italia (1861-2004). *Rivista di Politica Economica* 97(2): 267-316
- Demyanyk, Y., C. Ostergaard und B.E. Sorensen (2008). Risk sharing and portfolio allocation in EMU. European Economy - Economic Papers 334. Directorate General Economic and Monetary Affairs. European Commission. Brüssel.
- Deutsche Bundesbank (2010). Zur Problematik makroökonomischer Ungleichgewichte im Euro-Raum. Monatsbericht, Juli, Frankfurt a.M.
- Deutsche Bundesbank (2011). Die außenwirtschaftliche Position Deutschlands vor dem Hintergrund zunehmender wirtschaftspolitischer Überwachung. Monatsbericht, Oktober, Frankfurt a.M.
- Dickens, W.T., L. Goette, E.L. Goshen, S. Holden, J. Messina, M.E. Schweitzer, J. Turunen, und M. Ward (2007). The Interaction of Labor Markets and Inflation: Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project.
- Eaton, J., M. Gersovitz, J. Stiglitz (1986). The Pure Theory of Country Risk. *European Economic Review* 30: 481-513.
- Ehrmann, M., M. Fratzscher, R.S. Gürkaynak, und E.T. Swanson (2011). Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area. *Review of Economics and Statistics* 93(1): 350-364.
- Expertenkommission Forschung und Innovation (EFI) (2011). *Gutachten zu Forschung, Innovation und Technologischer Leistungsfähigkeit Deutschlands*. Berlin.
- Fishlow, A. (1985). Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period. *International Organization* 39: 383-439.
- Flandreau, M. and F. Zumer (2004). *The Making of Global Finance, 1880-1913*, Paris: OECD.
- Gerlach, S., und M. Hoffmann (2010). The Impact of the Euro on International Stability and Volatility. In: M. Buti, S. Deroose, V. Gaspar und J.N. Martins (Hrsg.). *The Euro: the first decade*. Cambridge University Press: 648-670.

- Giannone, D., M. Lenza und L. Reichlin (2009). Business Cycles in the Euro Area. ECB Working Paper Series 1010/February 2009. Frankfurt a.M.
- Hellwig, M. (2011). Quo vadis, Euroland? European Monetary Union between Crisis and Reform. Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods 2011/12. Bonn.
- Helpman, E., M. J. Melitz und S.R. Yeaple (2004). Export Versus FDI with Heterogeneous Firms. *American Economic Review* 94(1): 300-316.
- Hepp, R., und J. von Hagen (2011a). Interstate Risk Sharing in Germany: 1970-2006. Fordham University and University of Bonn. Mimeo.
- Hepp, R., und J. von Hagen (2011b). Fiscal Federalism in Germany: Stabilization and Redistribution Before and After Unification. Fordham University and University of Bonn. Mimeo.
- Kalemli-Ozcan, S., B. Sorensen und B. Turan (2007). Where does Capital Flow? A Comparison of U.S. States and EU Countries 1950-2000. *European Economy. Economic Papers* No. 295.
- Kalemli-Ozcan, S., E. Papaioannou und J.L. Peydro (2010). What Lies Beneath the Euro's Effect on Financial Integration? Currency Risk, Legal Harmonization or Trade. *Journal of International Economics* 81(1): 75-88.
- Keller, W. (2000). From socialist showcase to Mezzogiorno? Lessons on the role of technical change from East Germany's post-World War II growth performance. *Journal of Development Economics* 63(2): 485-514.
- Konrad, K.A., und H. Zschäpitz (2011). Die Zukunft der Eurozone. *Ökonomenstimme* 11. Juli 2011.
- Lebrun, I., und E. Pérez (2011). Real Unit Labor Costs Differentials in EMU: How Big, How Benign and How Reversible? IMF Working Paper 11/109. Washington DC.
- Lileeva, A., und Daniel Trefler (2010). Improved Access to Foreign Markets Raises Plant-Level Productivity ... for Some Plants. *Quarterly Journal of Economics* 125(3): 1051-1099.
- Melitz, M.J. (2003). The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity. *Econometrica* 71(6): 1695-1725
- Mundschenk, S., und J. von Hagen (2003). Fiscal and Monetary Policy Coordination in EMU. *International Journal of Finance and Economics* 8: 279-295.
- Neary, P. (2006). Measuring Competitiveness. International Monetary Fund. Working Paper 06/209. Washington D.C.
- Obstfeld, M. und G. Peri (1998). Asymmetric shocks: Regional non-adjustment and fiscal policy. *Economic Policy*: 207-247.
- OECD (2011). *Main Science and Technology Indicators*. Volume 2011/1. Paris
- Okawa, Y., und E. van Wincoop (2010). Gravity in International Finance. Hong Kong Institute for Monetary Research. Working Paper 07/2010. Hong Kong.
- Ottaviano, G, and T. Mayer (Hrsg.) (2007). *The happy few: the internationalisation of European firms*. Bruegel. Brüssel.
- Sala-i-Martin, X. (1996). The Classical Approach to Convergence Analysis. *Economic Journal* 106(437): 1019-36.

- Sapir, A., P. Aghion, G. Bertola, M. Hellwig, J. Pisani-Ferry, D. Rosati, J. Viñals, H. Wallace (2003). An Agenda for a Growing Europe: Making the EU Economic System Deliver. Report of an Independent High-Level Study Group established on the initiative of the President of the European Commission. Brussels.
- Schmitz, B., und J. von Hagen (2011). Current Account Imbalances and Financial Integration in the Euro Area. *Journal of International Money and Finance* 30(8): 1676-1695.
- Schuknecht, L, J. von Hagen und G. Wolswijk (2009). Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada. *European Journal of Political Economy* 25(3): 371-384.
- Sinn, H.-W. (2010). Rescuing Europe. CESifo Forum 11. Special Issue. August. München.
- Sinn, H.-W., und T. Wollmershäuser (2011). Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper 17626. Cambridge MA.
- Sorensen, B.E. und O.Yosha (1998). International risk sharing and European monetary unification. *Journal of International Economics* 54(2): 211-238
- Trichet, J.-C. (2011). Two Continents Compared. Speech presented at the ECB Watchers Conference on June 10, 2011, Frankfurt a.M.
- Uhlig, Harald (2003). One money, but many fiscal policies in Europe: What are the consequences? In M. Buti (Ed.), *Monetary and Fiscal Policies in EMU*. Cambridge: Cambridge University Press.
- von Hagen, J., und C. Wyplosz (2010). EMU's decentralized system of fiscal policy. In: M. Buti, S. Deroose, V. Gaspar, und J.Nogueira Martins (Hrsg.), *The Euro. The First Decade*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Von Hagen, J. (1992). Fiscal Arrangements in a Monetary Union – Some Evidence from the U.S. In: *Fiscal Policy, Taxes, and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*. D. Fair und C. de Boissieux (Hrsg.). Deventer: 337-359.
- Wagner, J. (2007). Exports and Productivity: A Survey of the Evidence from Firm Level Data. *The World Economy* 30(1): 1-21.
- Wissenschaftlicher Beirat des Bundesministeriums für Finanzen (BMF) (2010). Brief an Minister Dr. Wolfgang Schäuble „Ohne Finanzmarktreforemen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise“. 20.9.2010. Berlin.
- Wissenschaftlicher Beirat des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie (BMWi) (2010a). Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise. April. Berlin.
- Wissenschaftlicher Beirat des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie (BMWi) (2010b). Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union. Berlin.
- Wissenschaftlicher Beirat des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie (BMWi) (1994). Ordnungspolitische Orientierungen für die Europäische Union. Berlin.

6 Mitgliederverzeichnis

Das Gutachten wurde vorbereitet von folgenden Mitgliedern des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie

Professor Dr. Claudia M. Buch (Vorsitzende des Beirats) (Federführung)
 Professor für Wirtschaftstheorie,
 insbesondere Geld und Währung,
 an der Universität Tübingen

Professor Axel Börsch-Supan, Ph.D.
 Direktor des Munich Center for the Economics of Aging (MEA)
 am Max-Planck-Institut für Sozialrecht und Sozialpolitik, München

Professor Dr. Hans Gersbach
 Professor für Wirtschaftspolitik
 CER-ETH – Center of Economic Research
 at ETH Zürich, Schweiz

Professor Dr. Albrecht Ritschl
 Professor für Wirtschaftsgeschichte an der Humboldt-Universität zu Berlin,
 Economic History Department, London School of Economics

Professor Dr. Jürgen von Hagen
 Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bonn
 Direktor am Institut für Internationale Wirtschaftspolitik

Das Gutachten wurde beraten von folgenden Mitgliedern des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie

Professor Achim Wambach, Ph.D. (Stellvertretender Vorsitzender)
 Professor für wirtschaftliche Staatswissenschaften
 an der Universität zu Köln

Professor Dr. Hermann Albeck
 Em. Professor für Volkswirtschaftslehre
 an der Universität Saarbrücken

Professor Dr. Peter Bernholz
 Em. Professor für Nationalökonomie,
 insbesondere Geld- und Außenwirtschaft,
 an der Universität Basel

Professor Dr. Norbert Berthold
 Professor für Volkswirtschaftslehre an der
 Bayerischen Julius-Maximilians-Universität in Würzburg

Professor Dr. Charles B. Blankart
Em. Professor für Wirtschaftswissenschaften
an der Humboldt-Universität zu Berlin

Professor Dr. Dres. h.c. Knut Borchardt
Em. Professor für Wirtschaftsgeschichte und
Volkswirtschaftslehre an der Universität München

Professor Dr. Friedrich Breyer
Professor für Volkswirtschaftslehre
an der Universität Konstanz

Professor Dr. Christoph Engel
Direktor am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern und
Professor für Rechtswissenschaften an der Universität Osnabrück

Professor Dr. Armin Falk
Abteilung für Empirische Wirtschaftsforschung
Lehrstuhl für Rechts- und Staatswissenschaften an der Universität Bonn

Professor Dr. Dr. h.c. mult. Martin Hellwig, Ph. D.
Direktor am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern und
Professor an der Universität Bonn

Professor Dr. Roman Inderst
Professor für Finanzen und Ökonomie
an der Universität Frankfurt/M.
House of Finance

Professor Dr. Otmar Issing
Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank i.R.
Frankfurt/Main

Professor Dr. Eckhard Janeba
Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Finanzwissenschaft
und Wirtschaftspolitik an der Universität Mannheim

Professor Dr. Manfred J.M. Neumann
Em. Professor für Wirtschaftliche Staatswissenschaften,
insbesondere Wirtschaftspolitik,
an der Universität Bonn

Professor Dr. Manfred Neumann
Em. Professor für Volkswirtschaftslehre
an der Universität Erlangen-Nürnberg

Professor Dr. Axel Ockenfels
Staatswissenschaftliches Seminar
an der Universität zu Köln

Professor Dr. Dr. h.c. mult. Helmut Schlesinger
Präsident der Deutschen Bundesbank i.R.
Honorarprofessor an der Hochschule für
Verwaltungswissenschaften Speyer

Professor Dr. Olaf Sievert
Präsident der Landeszentralbank in den Freistaaten Sachsen
und Thüringen, Leipzig i.R.,
Honorarprofessor Universität Saarbrücken

Professor Dr. Carl Christian von Weizsäcker
Em. Professor für Volkswirtschaftslehre
an der Universität zu Köln